

은행 (비중확대)

Analyst 김도하 · 02)6923-7342 · doha.kim@capefn.com

2008년과 같은 것, 그리고 다른 것

코로나19 확산과 국제유가 급락이 글로벌 경기에 '위기'로 인식되고 있습니다. 이에 은행업종에 대해 2008년 금융위기 당시와 최근의 상황을 비교해 향후 영향을 예상해 봅니다. 결론적으로 주당 지표 하락은 불가피하나, 건전성 buffer를 고려하면 할인율 대폭 상승의 근거는 부족하다는 판단입니다. 금융위기를 겪은 후 ROE를 희생하며 쌓은 자본여력에 대한 가치는 위기 상황에서 재평가되는 것이 합리적이라고 판단합니다. 높은 시장 변동성이 마무리되는 국면에서 은행주의 반등을 전망합니다.

2008년 금융위기와 같은 것, 그리고 다른 것

- 코로나19 확산에 이어 나타난 국제유가 급락이 글로벌 실물경제 충격을 야기할 것으로 예상되면서, 주요국 기준금리가 일제히 인하되었고 국제금리도 역사상 최저치를 경신하거나 근접한 수준으로 하락. 시장은 해당 이슈를 일시 충격(shock)이 아닌 위기(crisis)로 간주하고 있는 것으로 보임
- 2008년 글로벌 금융위기(이하 금융위기)가 연상되는 환경 속에서, 2020년 들어 KOSPI 지수가 28% YTD 하락한 가운데 은행업종지수는 42% YTD 하락하며 시장수익률을 크게 하회. 이에 은행업종에 대해 금융위기 당시와 최근의 상황을 비교하고 향후 영향을 예상해보고자 함 (이하는 요약문. 자세한 내용은 본문 참조)
 - (1) **대출**: 금융위기 당시와 비교해 대출증가율 및 GDP 대비 초과 성장폭이 모두 낮아 신용팽창의 정도 차이 존재. 특히 금융위기 이전 은행 대출의 주요 동력이 기업이었던 데 반해 2010년 중반부터는 가계 중심의 성장. 이미 낮아진 대형 은행들의 대출성장 목표치 고려 시 성장성의 추가 훼손도 제한적으로 판단
 - (2) **연체**: 상승 충격이 강한 기업 차주와 달리 가계 연체율은 완만한 상승이 예상돼 연체율 상승 기울기도 금융위기와는 다른 양상으로 전망
 - (3) **NIM**: 마진 하락은 불가피하며 낙관할 근거는 없음. 기준금리 25bp 추가 인하 가정 시 온기 마진 하락폭 8bp로 추정되며, 상위 4대 은행지주의 연간 이자수의 '감소분'은 연간 영업이익의 4.5% 수준으로 추정
 - (4) **Buffer**: NPL 증가 기울기를 금융위기 당시와 동일하게 적용해도 주요 은행의 충당금적립비율은 100% 내외로 추정. Basel III를 엄격하게 적용해도 커버리지 5사의 보통주 잉여자본은 1.4조원~7.9조원으로 나타나 충격 흡수력이 높은 것으로 판단. 현 시점 대형 은행주의 buffer 우려는 제한적

위기 상황이기에 자본여력에 대한 재평가가 필요하다.

- 마진 하락과 건전성 악화로 인한 은행의 이익 창출력 저하는 불가피할 것으로 전망. 자금공급 주체로써 실물경기의 부진이 미치는 여파가 장기간 이어질 수 있다는 점에서도 투자심리 악화는 이해할 수 있는 부분
- 다만 커버리지 은행주의 book value 대비 시장가치는 국내 최대 금융지주 기준으로 0.30배를 하회. 위기로 인한 실적 부진'에 대한 우려를 넘어 'default risk'를 반영한 수준으로 보임
- 마진 하락과 연체율의 상승은 '주당 지표 하락'의 근거가 맞지만, 제고된 건전성 buffer를 고려하면 '할인율의 대폭 상승'의 근거는 부족하다고 판단
- 금융위기를 겪은 후 ROE를 희생하며 쌓아 올린 자본여력에 대한 가치는, 평시에는 절하되더라도 위기시에는 재평가되는 것이 합리적이라고 판단. 높은 시장 변동성이 마무리되는 국면에서 은행주의 반등을 전망함

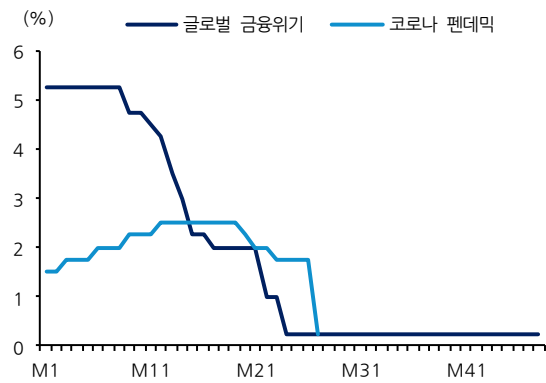
은행 | 2008년과 같은 것, 그리고 다른 것

이하 그래프 시계열(X축)에 대한 Reference

Monthly data	M1	M2	M3	...	M25	M26	M27	...	M48
글로벌 금융위기 전후 (2007~2010)	2007/01	2007/02	2007/03	...	2009/01	2009/02	2009/03	...	2010/12
코로나 팬데믹 전후 (2018~)	2018/01	2018/02	2018/03	...	2020/01	2020/02	n/a	...	n/a
Quarterly data	Q1	Q2	Q3	...	Q7	Q8	Q9	...	Q16
글로벌 금융위기 전후 (2007~2010)	1Q07	2Q07	3Q07	...	3Q08	4Q08	1Q09	...	4Q10
코로나 팬데믹 전후 (2018~)	1Q18	2Q18	3Q18	...	3Q19	4Q19	n/a	...	n/a

자료: 케이프투자증권 리서치본부

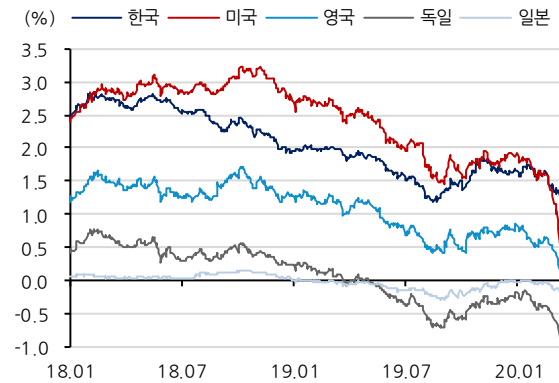
그림 1. 미국 연방기금금리



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

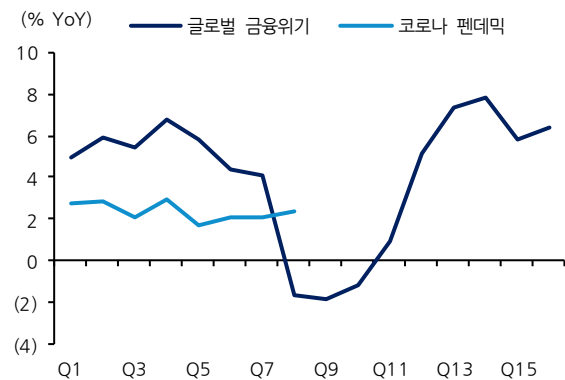
주: 월 말 upper금리 기준

그림 2. 2018년 이후 주요국 국채 10년물 시장금리



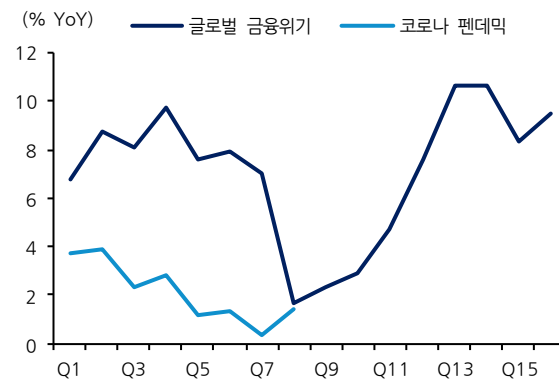
자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

그림 3. 한국의 실질 경제성장률



자료: 한국은행, 케이프투자증권 리서치본부

그림 4. 한국의 명목 경제성장률



자료: 한국은행, 케이프투자증권 리서치본부

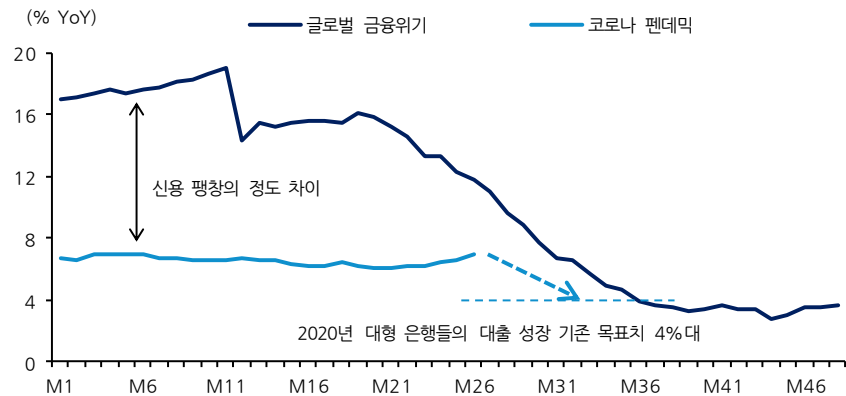
은행 | 2008년과 같은 것, 그리고 다른 것

대출성장률 절대치와
구성에서 차이 존재

글로벌 금융위기(이하 금융위기) 이전인 2007년~2008년 상반기까지 은행 대출은 평균 16% YoY 증가했다(동기간 명목 경제성장률 +8% YoY). 한편 최근 불거진 이벤트의 이전 시계열인 2018년부터 2019년 말까지 은행 대출은 평균 7% YoY 증가했다(동기간 명목 경제성장률 +2% YoY). 절대적인 대출증가율과 GDP 대비 초과 성장폭이 모두 금융위기 당시보다 낮아 신용팽창의 정도 차이는 존재한다.

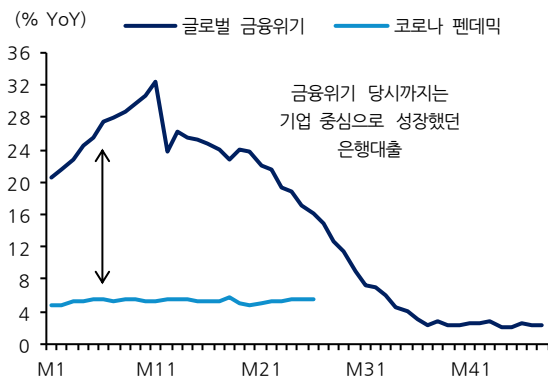
특히 금융위기 이전 은행 대출의 주요 동력은 기업 차주였다. 2007년 국내 은행의 총대출은 97조원 증가했는데, 이 중 79조원이 기업대출이었다. 그에 반해 2010년 중반부터는 은행의 리스크 관리 욕구와 기업차주의 회사채 발행 선호 등이 겹쳐 가계 중심의 성장이 이루어졌다. 가계대출의 주축인 주택담보, 전세보증, 신용대출이 모두 부동산에 집중되어 있다는 점은 또다른 리스크이나, 자금 공급을 담당하는 금융기관으로써의 위험 전이 우려 측면에서 금융위기와는 다른 양상이 예상된다. 2017년 하반기부터 본격적으로 은행 주택대출의 양적 규제를 시행했던 점과, 현재 발생한 매크로 위험의 원인과 부동산의 연관성이 낮다는 점으로 미루어 부동산시장 침체에 따른 가계의 위험 전이는 가정하지 않고 있다.

그림 5. 국내 은행업종 원화대출 증가율



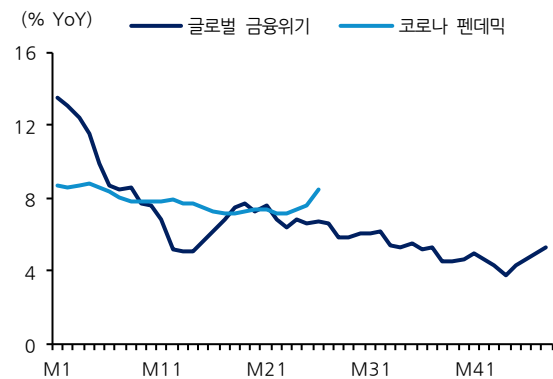
자료: 한국은행, 케이프투자증권 리서치본부

그림 6. 국내 은행업종 기업대출 성장률



자료: 한국은행, 케이프투자증권 리서치본부

그림 7. 국내 은행업종 가계대출 성장률



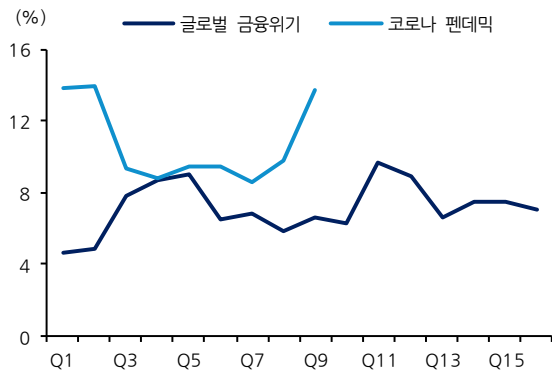
자료: 한국은행, 케이프투자증권 리서치본부

은행 | 2008년과 같은 것, 그리고 다른 것

이미 낮아져 있던
성장을 기댔값 대비
'추가 훼손'은 제한적

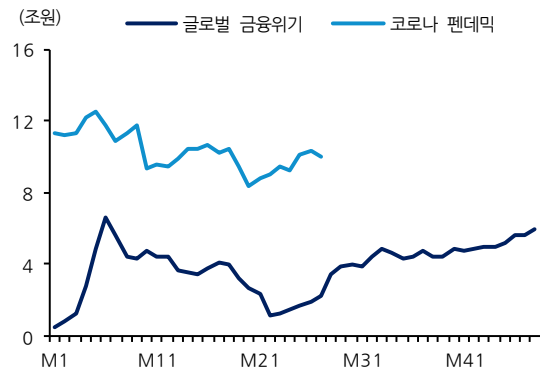
더불어 금융위기 때에는 대출증가율이 급락했으나, 이미 주요 은행의 대출 성장 목표치가 2020년 4%대로 낮아져 있었음을 고려하면 성장성의 추가 훼손 우려는 제한적이다. 또한 은행 대출과 동일시할 수는 없지만 보다 빠른 업데이트가 가능한 주식 거래대금 및 신용잔고는, 금융위기와 마찬가지로 주식시장 지수가 급락했음에도 불구하고, 오히려 증가하고 있다. 절대적인 저금리 환경에서 가계 차주의 '자금 수요'는 여전히 견조하다고 추측할 만하다.

그림 8. 한국 주식시장 일평균 거래대금



자료: Quantiwise, 케이프투자증권 리서치본부

그림 9. 한국 주식시장 신용융자 잔고



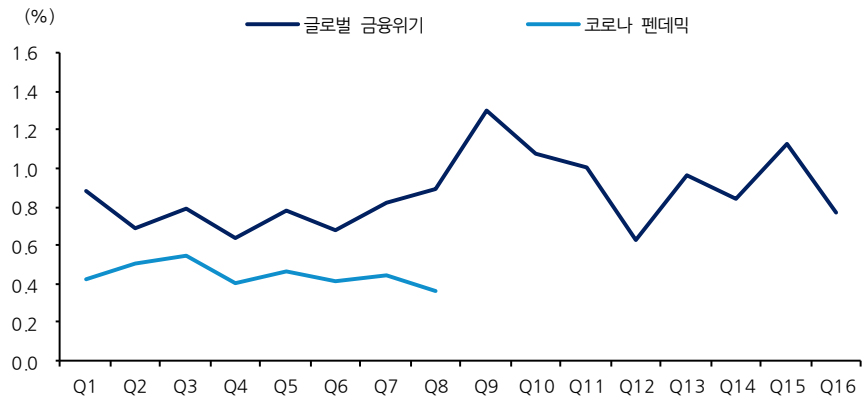
자료: 금융투자협회, 케이프투자증권 리서치본부

연체율 영향력:
기업>가계

대출 차주의 차이점으로 미루어 볼 때, 연체 측면에서도 양상이 다를 수 있다는 판단이다. 기업 차주 대비 상대적으로 개체수가 많고 계좌당 대출금액이 분산되어 있는 가계 차주의 특성상 카드사태와 같은 일시 충격이 아니면 연체율 급상승의 여지도 제한적이라고 예상되기 때문이다. 가계 연체율의 경우 금융위기 당시에도 상승의 기울기는 비교적 완만하게 나타났다.

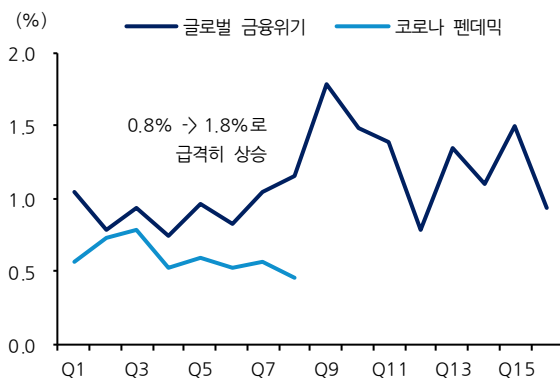
물론 자영업자를 포함한 중소기업 연체는 우려요인이다. 특히 자영업자는 2014년부터 2018년까지 평균 11% YoY의 대출 증가를 나타내면서, 둔화되는 전체 기업대출 내에서 유일하게 견조한 성장을 시현한 바 있다. 다만 자영업자 대출의 40~50% 수준이 부동산임대업임을 고려하면 이 역시 '부동산 리스크'에 가깝다.

그림 10. 국내 은행업종 총연체율



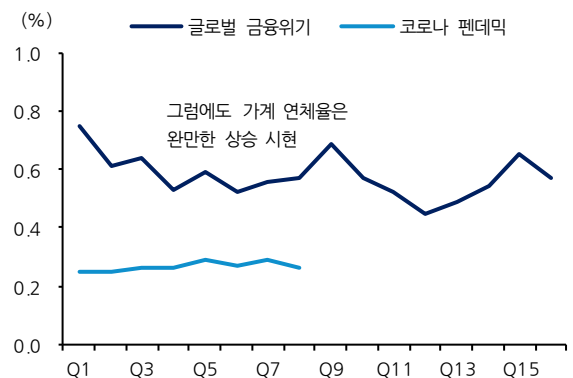
자료: 금융감독원, 케이프투자증권 리서치본부

그림 11. 국내 은행업종 기업대출 연체율



자료: 금융감독원, 케이프투자증권 리서치본부

그림 12. 국내 은행업종 가계대출 연체율



자료: 금융감독원, 케이프투자증권 리서치본부

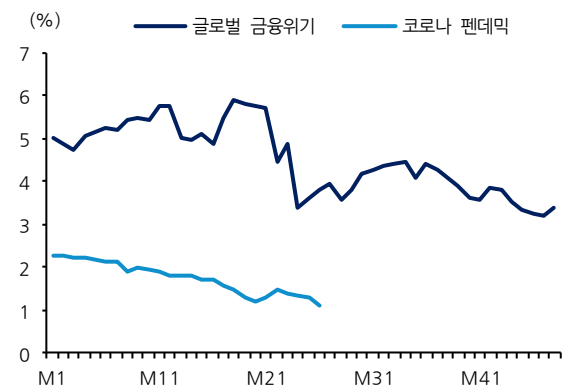
은행 | 2008년과 같은 것, 그리고 다른 것

NIM 하락 불가피

마진 충격은 불가피하다. 금융위기 대비 낮은 금리 수준에서는 하락폭 역시 적을 수밖에 없겠지만 하락률 측면에서는 낙관할 근거가 없다. 한국은행 기준금리가 3월 긴급 회의를 통해 0.75%로 직전 대비 50bp 인하되었으나 추가 인하의 여지도 남아있다. 기준금리 25bp 추가 인하와 이에 따른 시장금리 하락(30bp대)을 가정하고 은행 예대스프레드와 시장금리 간 민감도에 단순 적용하면, 온기 마진 하락폭은 8bp로 추정된다. 이때 상위 4대 은행지주 기준 연간 NIM은 13bp YoY 하락할 것으로 산출된다. 여기에 저금리 대출 집행 및 연체이자 감면 등의 지원 정책 시행이 추가 하락폭을 결정할 것이다.

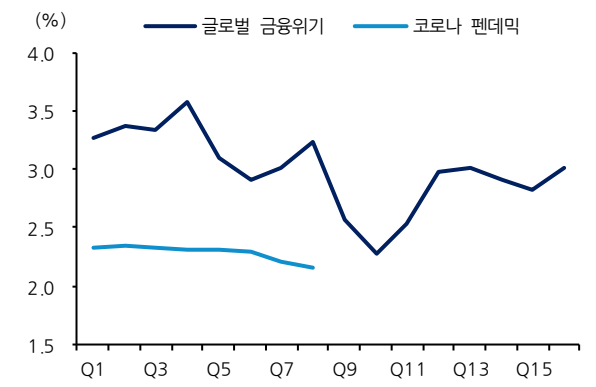
상위 4대 은행지주의 2020년 대출평잔 증가율을 4% YoY로 가정할 때, NIM 13bp YoY 하락을 반영한 연간 이자수익 '감소분'은 연간 영업이익의 4.5% 수준으로 추정된다.

그림 13. 한국 국채 3년물 금리



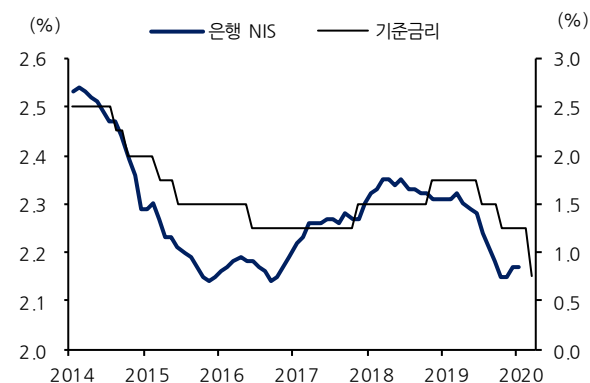
자료: 금융투자협회, 케이프투자증권 리서치본부

그림 14. 국내 은행업종 NIS(예대스프레드)



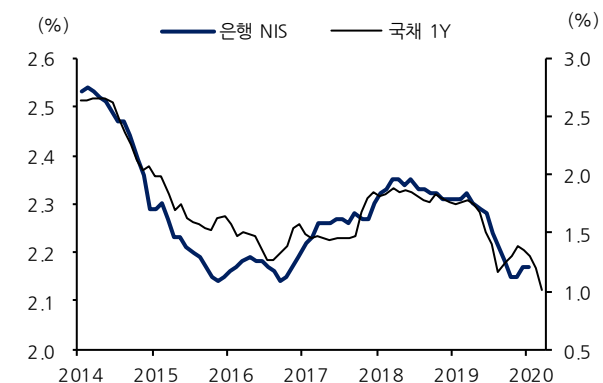
자료: 한국은행, 케이프투자증권 리서치본부

그림 15. 은행업종 NIS와 BOK 기준금리



자료: 한국은행, 케이프투자증권 리서치본부

그림 16. 은행업종 NIS와 시장금리



자료: 한국은행, 금융투자협회, 케이프투자증권 리서치본부

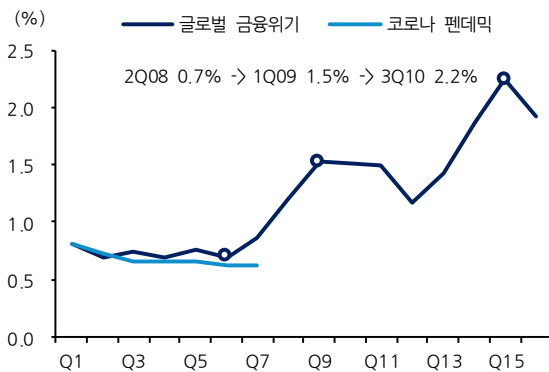
은행 | 2008년과 같은 것, 그리고 다른 것

Buffer 안정성은
제고된 상태

금융위기 당시와 현재의 가장 큰 차이는 은행의 충격 흡수력에 있다. 금융위기를 거치면서 본격적으로 도입된 글로벌 자본규제(Basel III) 하에서 은행 자본건전성은 보다 성숙해졌기 때문이다.

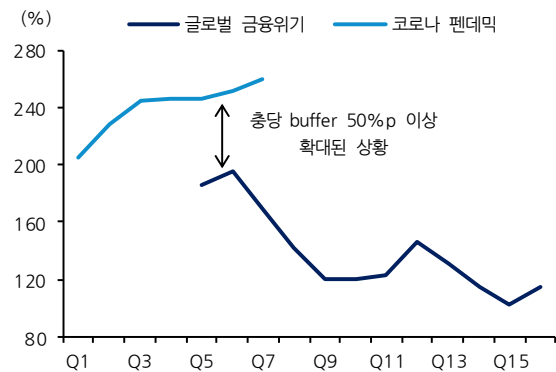
금융위기 당시와 현재의 은행업종 NPL비율은 유사하다. 이에 가계대출 중심의 성장에도 불구하고 금융위기와 마찬가지로 2년에 걸쳐 부실채권 비율이 3배로 확대된다는 가정을 동반하더라도, 대형 은행의 구(舊) NPL충당금적립비율(coverage ratio)은 100% 내외를 기록할 것으로 기대된다. 또한 Basel III 기준을 엄격하게 적용(경기대응완충자본 2.5%)할 때 커버리지 5사의 보통주 잉여자본은 최소 1.4조원에서 최대 7.9조원으로 나타나 상당한 충격을 흡수할 수 있는 것으로 보인다. 따라서 현 시점 대형 은행주의 buffer 우려는 제한적이라고 판단한다.

그림 17. 은행업종 NPL비율



자료: 금융감독원, 케이프투자증권 리서치본부

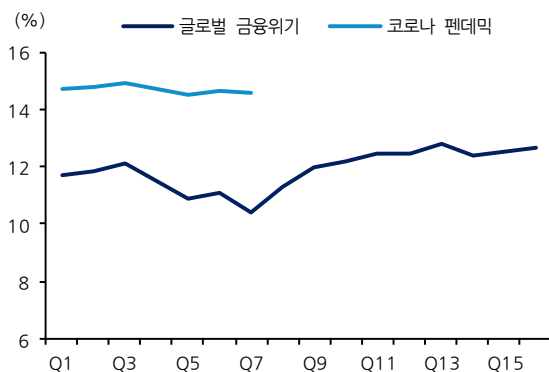
그림 18. 대형 은행주의 평균 NPL coverage 비율



자료: 각 사, 케이프투자증권 리서치본부

주: 국민은행, 신한은행, 하나은행(구 외환), 우리은행, 기업은행의 평균, 데이터를 비교성을 위해 구 버전(대손충당금+대손준비금) coverage 산출식 적용

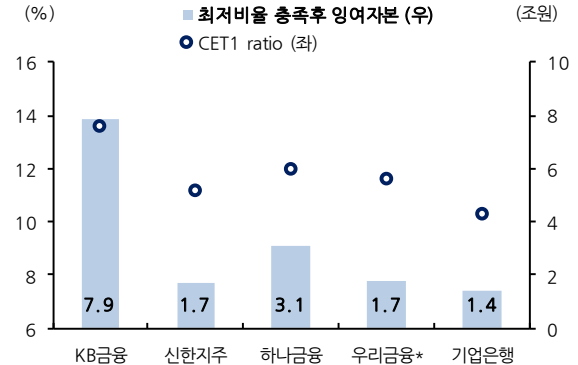
그림 19. 대형 은행주의 평균 BIS비율



자료: 각 사, 금융감독원, 케이프투자증권 리서치본부

주: KB금융, 신한지주, 하나금융지주, 우리금융지주, 기업은행의 평균

그림 20. 대형 은행주의 보통주 자본여력



자료: 각 사, 케이프투자증권 리서치본부

주: 경기대응완충자본 2.5% 가정, 기업은행은 D-SIB 제외, *내부등급법 적용을 가정한 추정치

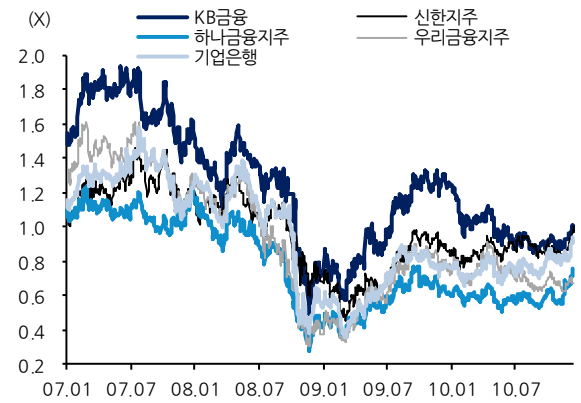
은행 | 2008년과 같은 것, 그리고 다른 것

위기 상황이기에
자본여력에 대한
재평가가 필요

낮은 valuation에는 이유가 있고, 시장은 더 이상 '싸다'라는 이유만으로 반응하지 않는다. 그럼에도 불구하고, 은행주 저평가는 심각하다. 국내 최대 금융그룹인 KB금융과 신한지주의 12m forward PBR조차 0.3배를 하회했고, 하나금융지주와 우리금융지주는 0.20배에 근접했으며 기업은행은 0.18배를 기록했다. 비단 작금의 위기가 발발하기 전부터 valuation 하락이 지속됐음에도 KOSPI 수익률을 연이어 하회한 결과다.

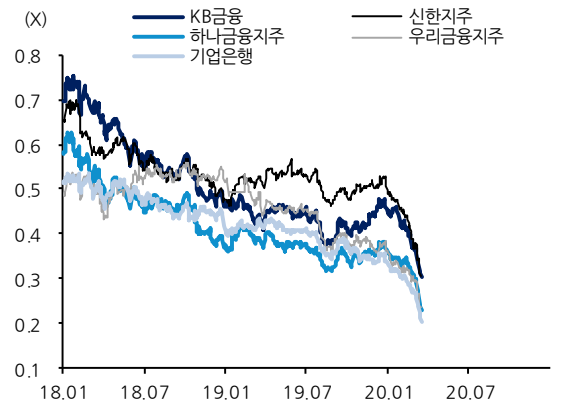
현재 은행주의 PBR은 '위기로 인한 실적 부진'에 대한 우려를 넘어 'default risk'를 반영한 수준으로 보인다. 그러나 앞선 지표 비교에서 보듯이, 이익 체력 저하 이상의 리스크를 추가 적용할 필요는 없다는 판단이다. 마진 하락과 연체율의 상승은 '주당 지표 하락'의 근거가 맞지만 건전성 buffer를 고려하면 '할인율의 대폭 상승'의 근거는 부족하기 때문이다. 금융위기를 겪은 후 ROE를 희생하며 쌓아 올린 자본여력에 대한 가치는, 평시에는 절하되더라도 위기시에는 재평가되는 것이 합리적이라고 판단한다. 높은 시장 변동성이 마무리되는 국면에서 은행주의 반등을 전망한다.

그림 21. 커버리지 은행주 12mf PBR (2007~2010)



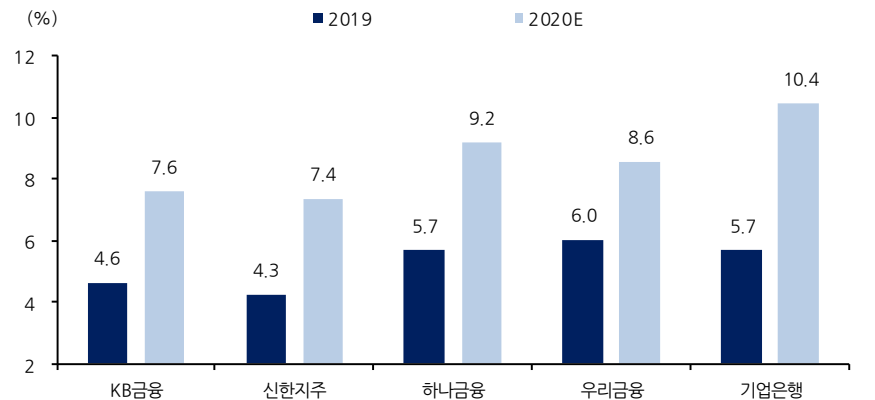
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림 22. 커버리지 은행주 12mf PBR (2018~)



자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림 23. 커버리지 은행주 배당수익률



자료: 케이프투자증권 리서치본부

은행 | 2008년과 같은 것, 그리고 다른 것

Ratings System

구분	대상기간	투자의견	비고
[기업분석]	12개월	BUY(15% 초과) · HOLD(0%~15%) · REDUCE(0% 미만)	* 단, 산업 및 기업에 대한 최종분석 이전에는 긍정, 중립, 부정으로 표시할 수 있음.
[산업분석]	12개월	Overweight · Neutral · Underweight	
[투자비율]	12개월	매수(94.65%) · 매도(0.00%) · 중립(5.35%)	* 기준일 2019.12.31까지

Compliance

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자 의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.