



# DS 준클리

김준영 경제  
02-709-2652  
elvis.kim@ds-sec.co.kr

## 아직은 불안한 매크로 환경 (feat. 새마을금고)

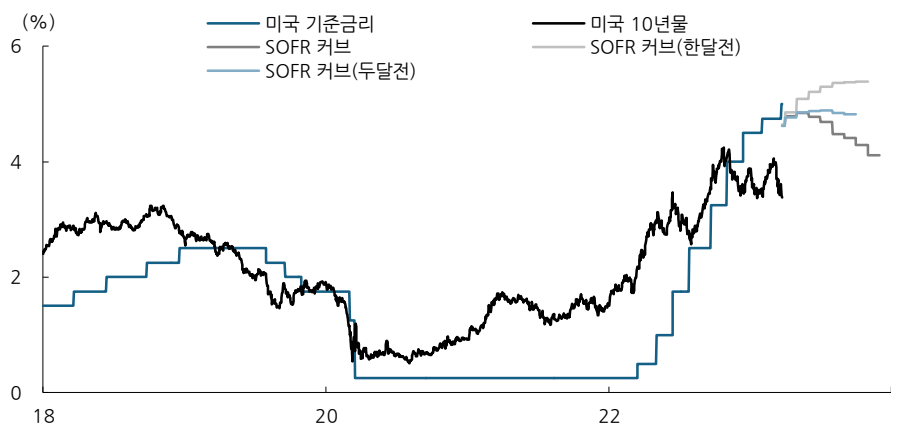
### 줄어든 물가 걱정과 높아진 침체 우려

25bp 인상 자체는 시장의 컨센서스였지만 만장일치 인상은 다소 예상 밖이었다. 동결을 논의하기도 했다는 발언은 다소 도비시하게 들렸다. 시장이 예상했던 수준의 물가와 더 탄탄한 고용시장 데이터가 주어진 가운데 연준이 금리를 동결했다면 금융시장 불안감이 더 커졌을 것이다.

물가에 대한 걱정은 조금 줄어들었다. 신용 긴축(credit tightening)이 연준의 최종기준 금리를 내려줄 것이다. 신용환경이 더욱 타이트해지면서 금리 인상의 필요성이 약해졌다고 파월은 말했다. 물가를 2%로 만드는데 충분히 긴축적인 정책을 가지고 있는냐가 핵심이다. EY-Parthenon에서는 25bp 보다 살짝 더 긴축적인 효과가 날 것으로 보이며 Yardeni는 100bp 인상 효과가 있을 것이라는 예상하고 있다.

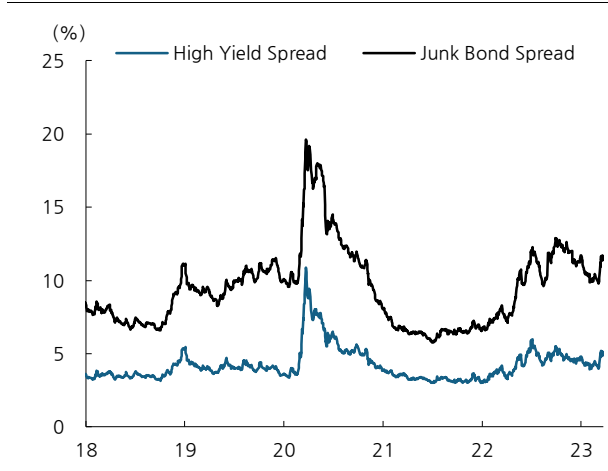
금리 인하 시점은 언제가 되어야 할까? 당사는 연내 인하는 힘들 것으로 보고 있다. 시스템 리스크가 아니라면 생각보다 시장의 심리는 금방 회복될 수 있다. 뱅크런이라는 것은 심리적인 이슈에서 비롯된 유동성 문제이지 부채의 부실화에 따른 것이 아니기 때문이다. 다만 상업용 부동산 대출 자산의 부실화 또는 신용도가 낮은 회사채 선호도가 줄어들고 대출 비용 상승에 따른 부담 가중이 지속되면 연준이 금리를 빠르게 내리면서 대응할 가능성이 크다.

그림1 시장의 예상은 빠르게 달라지고 있음



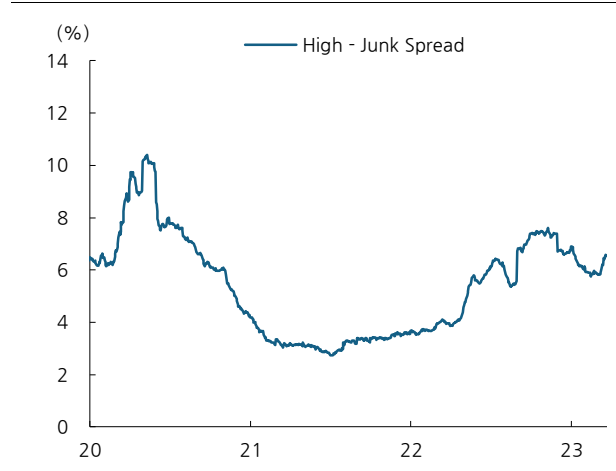
DS투자증권  
리서치센터

그림2 크레딧 스프레드는 튀기 시작



자료: Fred, DS투자증권 리서치센터

그림3 저신용등급일수록 비용 부담이 커졌음



자료: Fred, DS투자증권 리서치센터

### BTFP가 선호되기 시작

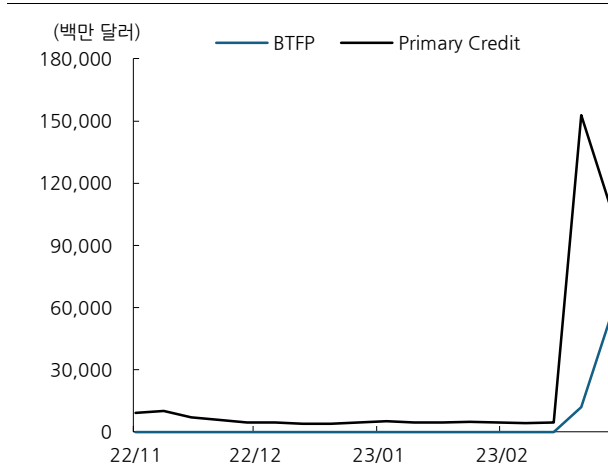
더 저렴하고 더 많이 대출  
할 수 있는 BTFP

BTFP가 더 많이 선호될 것으로 초기에 판단했으나 첫 BTFP 데이터에서는 은행들이 DW로 몰려간 상황으로 파악되었다. BTFP가 더 저렴하고 같은 물건으로 더 많이 유동성을 공급 받을 수 있었기 때문에 의아한 부분이었다. 2년 뒤 공개되는 낙인효과가 얼마나 크게 작용하는지와 무관하게 시장 내재 금리가 낮아지면서 BTFP와 DW의 비용 차이가 커진 것이 한 몫 한 것으로 보인다.

DW와 BTFP의 합이  
늘어나진 않음

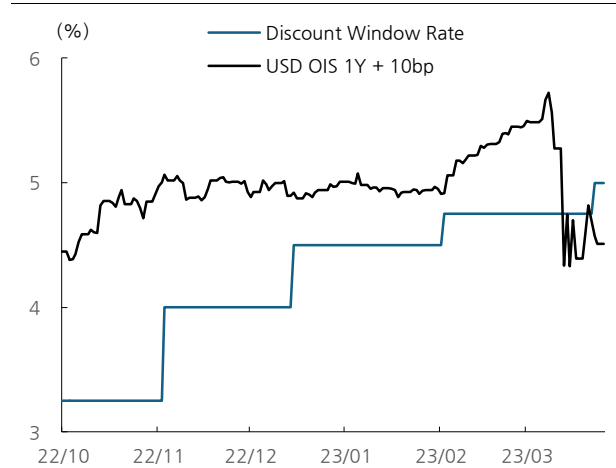
다만 DW와 BTFP로 대출된 자금이 전부뱅크런에 따른 대출인지 아닌지 구별할 수 없다. DW로 자금을 조달하더라도 초과기준에 대한 이자를 받을 수 있다. 초과기준부리는 4.90%로 DW와 10bp 차이 난다. 만약 당장 뱅크런을 직면하지 않은 은행의 경우 10bp에 일시적으로 돈을 빌릴 수 있게 된다. 예비적 수요를 감안하면 2주간 BTFP와 DW를 합친 유동성의 총량이 크게 달라지지 않았다는 점은 매우 긍정적이다.

그림4 DW가 줄어든 만큼 BTFP가 늘어남



자료: FRB, DS투자증권 리서치센터

그림5 DW보다 BTFP가 지난주보다 더 저렴해짐



자료: FRB, Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

### 늘어나는 역레포, 조기 지준 부족 사태 우려

재차 역레포로 자금이 쏠리고 있음

역레포 이슈는 작년부터 계속 되어왔다. 연준이 QT를 마음대로 많이 오랜기간 하기 위해서는 지준을 줄이는 역레포의 유동성을 활용해야 한다. 역레포의 80%는 MMF가 차지한다. 초단기 국채의 캐리가 매력적이지 않은지 오래 됐다.

하지만 최근 시장이 연준의 금리 인하 프라이싱에 본격적으로 들어가면서 역레포로 자금이 더욱 쏠리고 있음이 확인되고 있다. 역레포는 MMF가 쉽게 수익을 낼 수 있는 창구임과 동시에 중앙은행이 가장 쉽게 유동성을 흡수할 수 있는 역할을 한다.

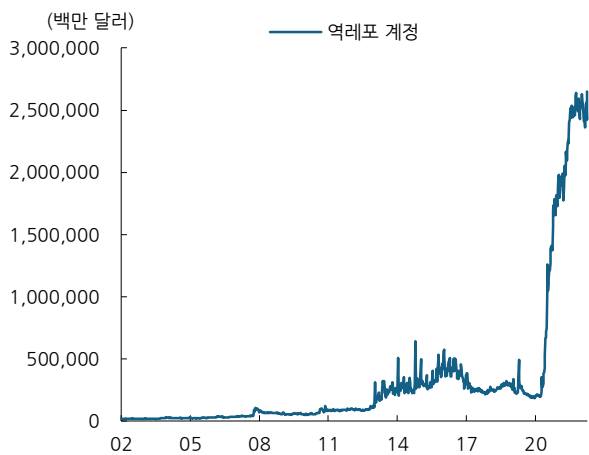
연준과 거래를 직접할 수 있는 은행을 대상으로 MMF는 역레포 창구로 예금을 옮겨달라고 부탁하는 것과 같다. 이 과정에서 은행은 예금도 줄어들고 동시에 지준도 줄어든다. 지준이 계속 줄다보면 초단기 시장에 균열이 가기 시작할 것이다.

QT에 부담이 되는 상황

QT에 제동이 걸릴 수 밖에 없다. 연준은 언제 단기 자금 시장 발작이 있을지 궁금하면서도 이를 피하기 위해 면밀히 모니터링 할 것이다. 역사적으로 한 번 밖에 없었던 비전통적 통화정책의 되돌림이기에 언제까지 연준이 QT를 할 수 있을지는 정확히 알 수 없다.

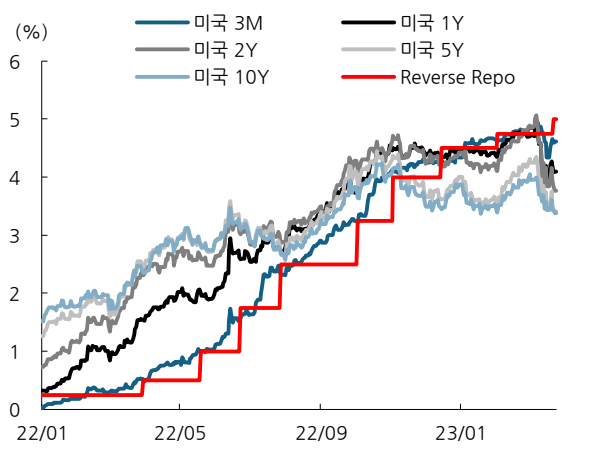
다만 확실한 것은 역레포의 자금이 풀리지 않고 더 늘어나게 되면 지준 부족 사태가 예상했던 것보다는 빠르게 올 것이다.

그림6 역레포로 돈이 쏠려가는 중



자료: FRB, DS투자증권 리서치센터

그림7 단기 국채보다 역레포가 다시 매력적인 구간



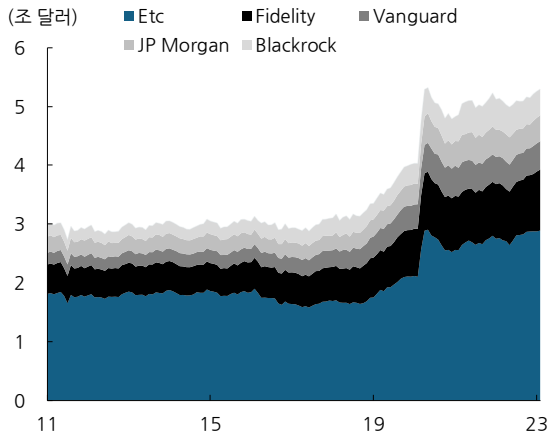
자료: FRB, DS투자증권 리서치센터

그림8 역레포가 늘어나면 지준이 줄어들 - 연준이 유동성을 흡수한 것과 같은 맥락

중앙은행		상업은행		MMF	
UST + 10	지준 + 10	지준 + 10	예금 + 10	예금 + 10	예금 + 10
	지준 - 10	지준 - 10	예금 - 10	예금 - 10	예금 - 10
	역레포 + 10			역레포 + 10	

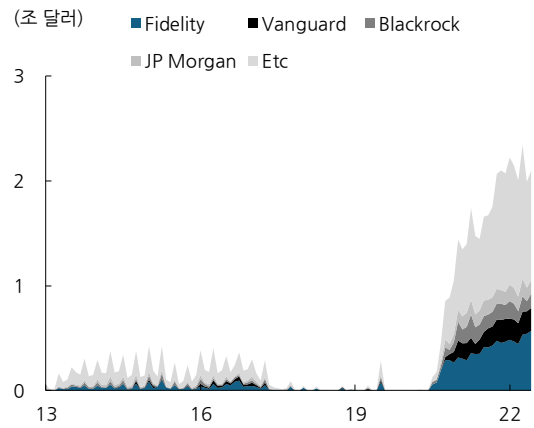
자료: DS투자증권 리서치센터

그림9 다시 늘어나는 MMF 시장 규모



자료: OFR, DS투자증권 리서치센터

그림10 MMF 펀드 자금의 절반 가량은 역레포로 들어와 있음



자료: OFR, DS투자증권 리서치센터

그림11 총자산을 기준으로 본 연준의 비중



자료: FRB, DS투자증권 리서치센터

그림12 역레포를 감안한 지준의 비중



자료: FRB, DS투자증권 리서치센터

### 미국 상업은행 업데이트

은행 데이터가 업데이트 되었다. 예금은 대형은행으로 쏠렸고 소형은행에서 줄어들었다. 소형은행에서 빠진 자금이 전부 대형은행으로 가지 않았다. 일부는 QT로 상쇄되었을 것이고 일부는 MMF나 다른 자산군으로 갔을 가능성이 크다.

#### 지준은 늘어났음

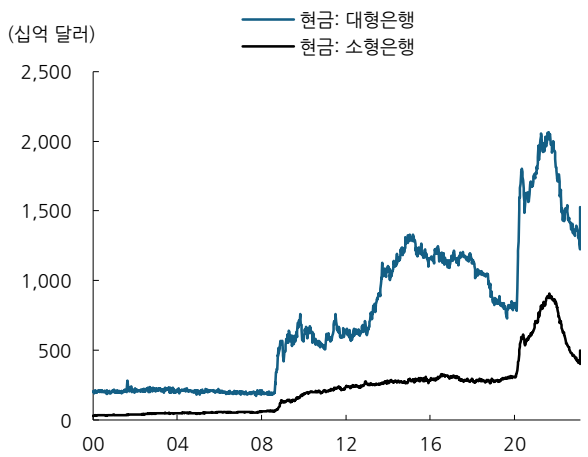
은행 전반에서 대출은 미세하게 늘었고 자산에서 현금은 크게 늘었다. 은행의 자산 중 현금(Cash)라고 되어있는 항목은 연준의 지준과 거의 똑같이 움직인다. 즉 DW와 BTFP로 공급된 유동성은 지준의 형태로 지급되는데 여기서 지준이 은행의 자산에서 현금으로 잡힌다.

지난주 준클리에서 지적한 상업용 부동산의 풀림에 대한 우려가 한주간 시장에 쏟아졌다. 만기 도래하는 CMBS는 대략 2,700억 달러 정도 될 것이라는 예측이 있는데 부채 롤오버 과정에서의 불가피한 비용 상승이 있을 것으로 보인다.

#### 증권 투자손실 다음은 부실 대출 증가가능성

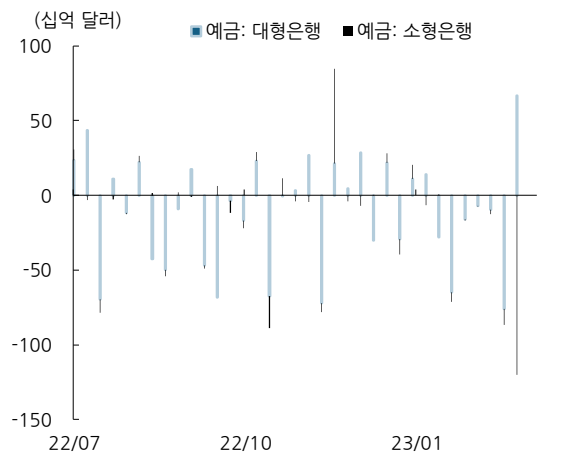
SVB 등의 위험한 은행의 경우 예금 인출로 인해 투자한 증권 손실을 인식하게 되면서 문제가 불거졌다. 금리 인상기에 투자한 채권의 가격이 하락하면서 발생한 이슈다. 은행은 증권보다 대출을 더 많이 자산에 가지고 있다. 대출이 무너질 가능성을 열어둘 필요가 있으며 이에 따라 은행 사태 다음으로 부실 대출 옥석 가리기가 시작될 수 있다.

그림13 대형은행 지준이 더 많이 늘었음



자료: FRB, DS투자증권 리서치센터

그림14 예금 유출입 추이



자료: FRB, DS투자증권 리서치센터

### 우리나라 부동산 대출은 괜찮을까?

부동산 PF 익스포저는 빠르게 늘어나고 있음

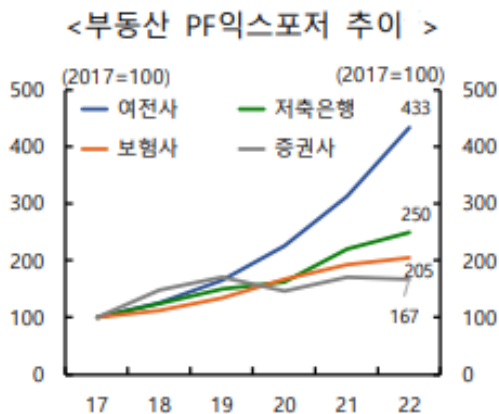
22년 9월 기준 비은행권 전체의 부동산 PF 익스포저는 115.5조원이다. 여기에는 최근에 이슈가 되고 있는 새마을금고는 포함되지 않는다. 여전사와 저축은행은 더 높은 수익률을 얻기 위해 부동산 관련 자산이 많다.

한은 사업장별 종합리스크 점수는 위험해지고 있는 부동산 시장을 보여줌

한국은행이 사업장별 종합 리스크 점수를 산출한 결과 평균치는 20년 12월 53.7점에서 21년 12월 58점, 22년 9월 67점으로 꾸준히 빠른 오름세를 보이고 있다. 원자재 가격 및 이자 상승, 부동산 분양 시장 둔화에 따른 것으로 보인다.

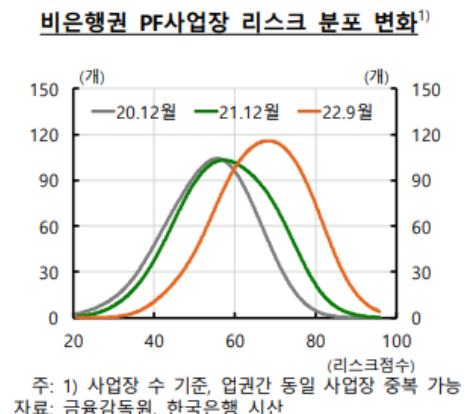
해당 리스크 점수는 부동산 가격 하방 압력, 시공 능력, 사업진행 정도, 사업형태 등을 바탕으로 한다. 부동산 가격 상승률, 주택 공급률, 소득 대비 주택 가격 비율, 토지 매입률, 공사 진행률, 분양률, 시공사 시공평가 등급, 공매 매각률, 감정가 대비 매각가율 총 9가지 지표를 활용한다.

그림15 2017년대비 4배 넘게 늘어난 여전사의 부동산 익스포저



자료: 한국은행, DS투자증권 리서치센터

그림16 종합부동산 리스크는 빠르게 상승 중



주: 1) 사업장 수 기준, 업권간 동일 사업장 중복 가능  
자료: 금융감독원, 한국은행 시산

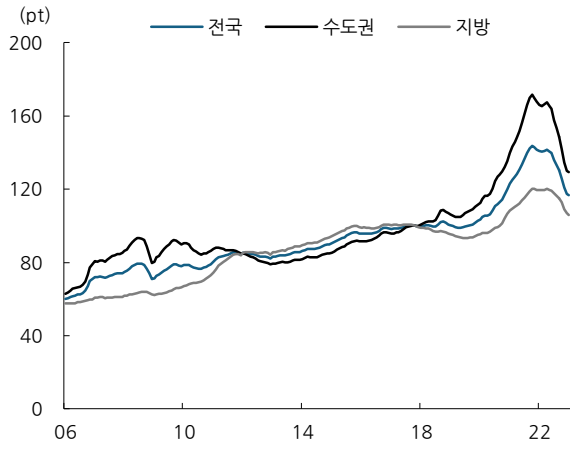
자료: 한국은행, DS투자증권 리서치센터

새마을금고 PF 사태도 커질 가능성

새마을금고의 LTV가 60%대로 알려져 있다. 선순위 대출이고 LTV가 60%라면 상환에 어려움을 겪지는 않을 것으로 보인다. 다만 일부 지방 사업장의 경우 경매 및 공매 가격이 60%를 하회할 가능성은 없는지 면밀히 검토해볼 필요가 있다. 부실 대출을 대응하다 손실을 보고 있는 채권 등을 정리해야 하는 최악의 상황으로 이어질 수 있기 때문이다.

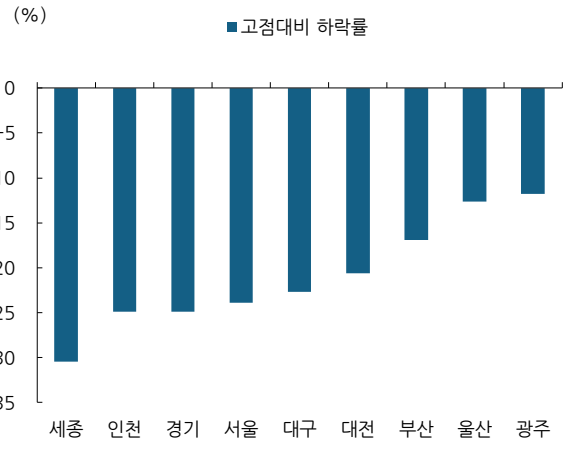
아파트 실거래 기준 고점 대비 하락률이 -20%보다 더 큰 지역은 세종, 인천, 경기, 서울, 대구, 대전이다. 해당 지수는 실거래 기준이라는 점과 물건별 편차가 클 가능성 및 경매 및 공매 시 유찰 가능성 등을 고려해보면 실제 대출 자산의 부실 정도는 우리가 생각하는 것보다 클 수 있다.

그림17 아파트 실거래 가격 지수



자료: 한국부동산원, DS투자증권 리서치센터

그림18 고점 대비 하락률

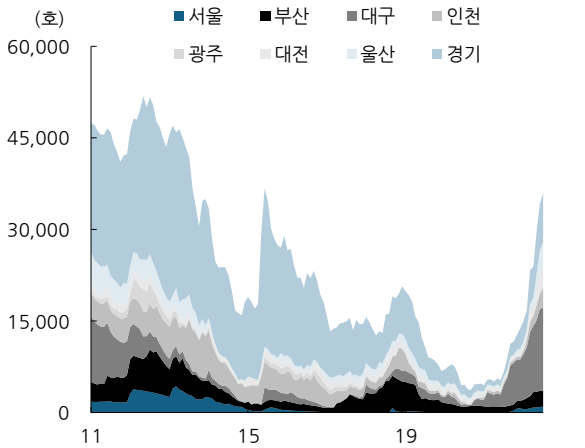


자료: 한국부동산원, DS투자증권 리서치센터

대구와 울산의 경우 작년 10월부터의 데이터를 보면 기우가 아니다. 동기간 대구와 울산의 아파트 낙찰가율은 각각 76.3%, 78.3%, 다가구는 61.35%, 64.7%, 도시형생활주택은 72.5%, 76.58%다. 서울과는 확연히 다른 추이를 보인다. 업장별 편차도 지방이 더 클 것이다.

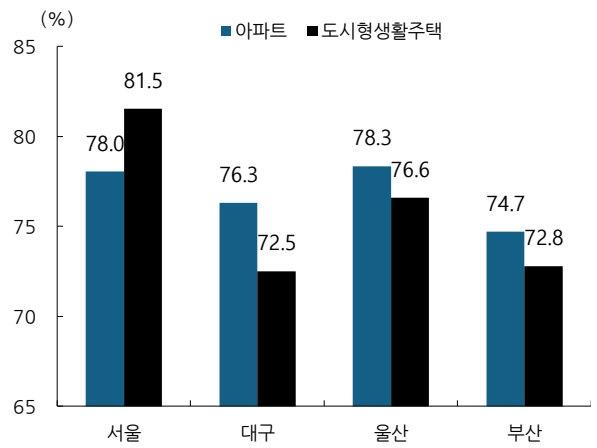
실제로 물건이 시장에 넘겨졌을 때 받을 수 있는 가격이 감정가의 70%대로 보는 것이 합리적이다. 그러나 최근 들어 금리 인상에 따른 이자 비용 상승으로 인해 위와 같이 같이 낙찰가율이 떨어지면서 해당 공식도 불안정한 공식이 되어버렸다. 분명 2금융권의 대출이 처음 시작되었을 때의 감정가는 더 높았을 것이다. 21~22년 상반기까지의 평균 가격을 기존의 PF 대출의 기준이 되는 감정가라고 보면 이미 감정가만 10% 넘게 하락(전국 기준)했다.

그림19 미분양 주택은 늘어나고 있는 상황



자료: 국토교통부, DS투자증권 리서치센터

그림20 낙찰가율



자료: 하우스인포, DS투자증권 리서치센터

## Compliance Notice

---

- 동 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
  - 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김준영)
  - 동 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
  - 동 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단복제 및 배포 할 수 없습니다.
-