



초이노믹스와 한국경제

존망지추 각자도생 [存亡之秋 各自圖生]

: 존망의 기로에선 중대한 시기, 각자의 먹거리를 찾아 나서야!

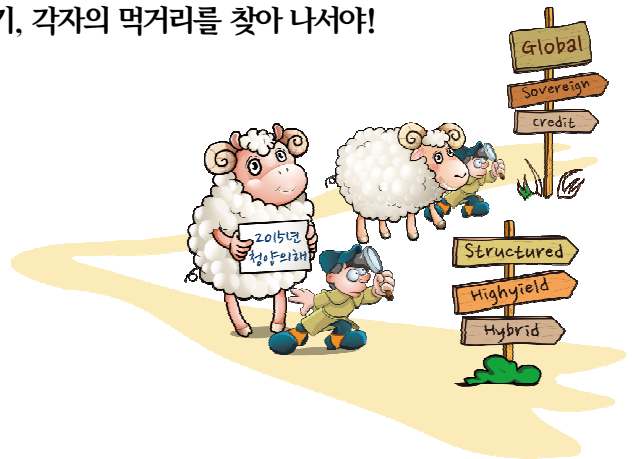


Credit Analyst

강성부

☎ 02-3772-1567

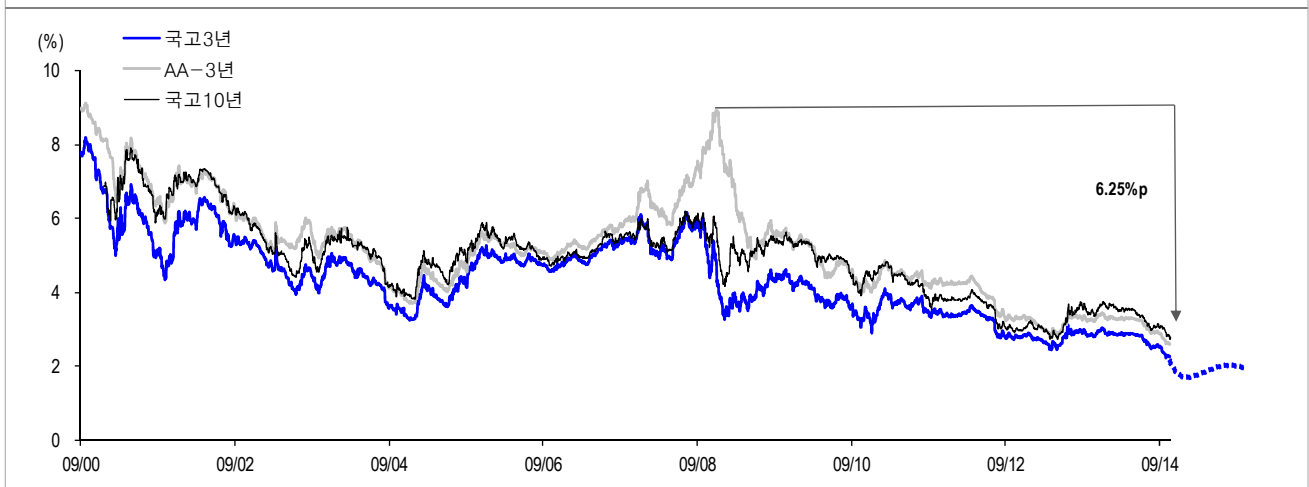
✉ sungboo.kang@shinhan.com



Cover Story : 존망지추 각자도생[存亡之秋 各自圖生]

- 먹거리가 줄어든 채권시장
- 한국 : 2015년 1분기 기준금리 인하 사이클 마무리
→ 저금리 고착화 → 금리하락에 따른 자본이익 기회 축소 → 국내 채권 매력 감소

2015년 1분기 금리 하락 일단락



자료: KIS-Net, 신한금융투자

Cover Story : 존망지추 각자도생[存亡之秋 各自圖生]

- 2015년 2분기 이후는 횡보나 소폭 반등 국면 예상

2015년 1분기 금리 하락 일단락으로 바빠지는 투자자

새로운 채권
발굴 이익

전통채권
보유수익
자본차익

분산투자 효과
+ Carry 수익

크레딧 위험
+ 환 위험

Cover Story : 존망지추 각자도생[存亡之秋 各自圖生]

- 저금리 고착화로 열심히 발품을 팔지 않으면 초과수익 얻을 수 없어

1 존망지추

자본차익 기회축소

2015.1Q 단기적 금리인하 사이클 마무리로 금리하락에 기대어 편하게 수익을 누리기가 어려워져

가계부채 증가

부동산 가격 단기 상승 → 가계부채 증가
금리: 1분기까지 하락
2분기 이후 상승 위험

저금리 고착화

Carry 수익 기회도 줄어
→ 은행, 보험, 증권, 연기금 등 전통적 채권운용 의존도 높은 금융사와 기관 수익률 저하 위험 커져

“저금리
에서
살아남기”

2 각자도생

보수적 Trading

1분기까지 공격적으로 매매하고
2분기 이후에는 금리 방향성 매매는 조심해야

투자의 눈높이 낮추어야

국채와 회사채 등 전통적 채권에서는 목표수익률 하향해야

Carry 수익 제고를 위한 대안 모색

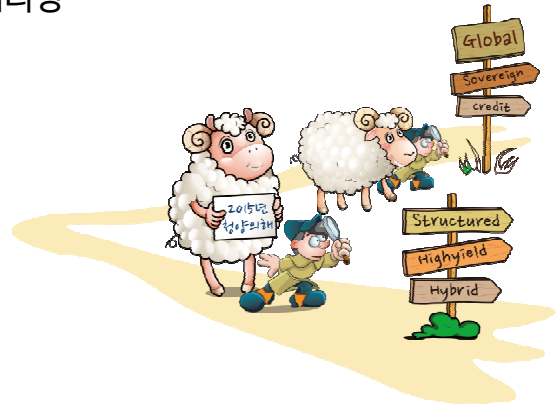
수익률 제고를 위해 적극적으로 투자대안 찾아 나서야
구조화, 파생, 하이일드, 메자닌, 해외 채권으로 분산투자해야
→ 이자수익 높이는 대신 분산투자 효과:
늘어난 Credit Risk와
Currency Risk를 분산효과로 낮추어야

채권투자 내재위험



Contents

- I. 초이노믹스와 글로벌 디레버리징
- II. 산업구조와 지배구조 개편
- III. 가계부채와 부동산
- IV. 금융사 안정성 점검
- V. 결론



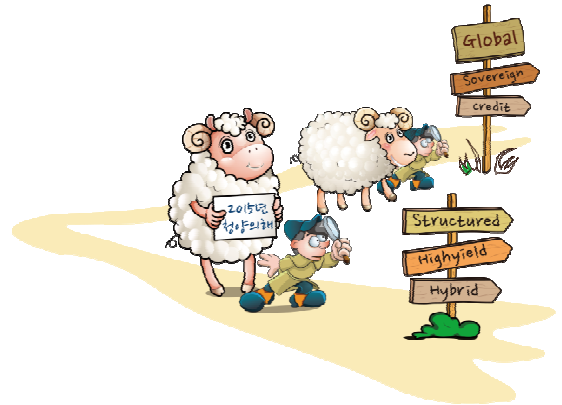
Summary

- 초이노믹스와 글로벌 리레버리징**
 - 글로벌 디레버리징은 아직 미미한 수준
 - 한국은 미국의 디레버리징 경로 따를 가능성 높아
 - 향후 5년 공기업 부채는 정체, 리레버리징은 정부부채에서 주로 발생할 것
- 산업구조와 지배구조 개편**
 - 3차 서비스업 특히 낙후된 금융의 경쟁력 강화 필요, 직접금융 시장 못 키우면 창조경제도 어려워
 - 자본집약 2차 산업의 구조조정을 통한 지식집약 2차 산업으로 전환 유도해야
 - 지배구조 개편으로 배당 늘려야 → 지주회사 전환 유도하는 정책 펴야 배당도 늘 것
- 가계부채와 부동산**
 - 향후 2년간 시중은행의 가계부채 연 10% 가까운 증가, 수도권 부동산 가격 상승 예상
 - 지방은 조정 가능성 높아 전국으로 보면 연 5% 내외의 상승
 - 폭락은 없을 것이나 2017년 이후 인구요인에 의한 장기 조정 예상
- 금융사 안정성 점검**
 - 아직은 시스템 안정 : 2금융권에서 1금융권으로, 지방은행에서 시중은행으로 대출 유도가 합리적
 - 우리나라 금융위기 가능성은 낮아 자산가격 버블 붕괴 가능성도 낮아



I. 초이노믹스와 글로벌 디레버리징

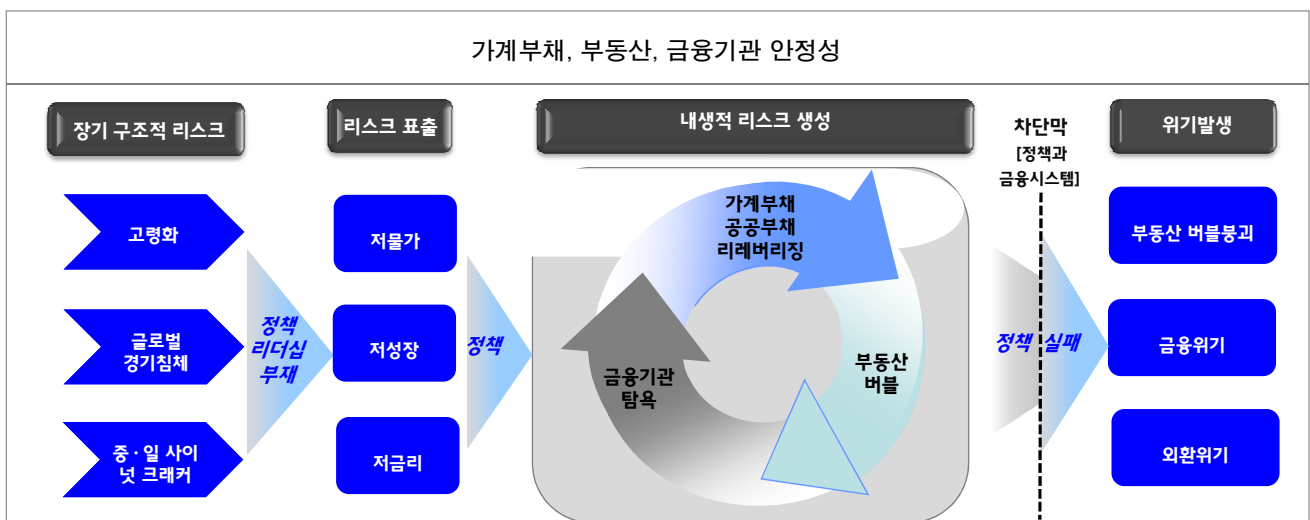
1. 초이노믹스와 리레버리징
2. 글로벌 레버리지의 현주소
3. 미국과 유로존의 부채
4. 결론



I-1. 초이노믹스와 리레버리징

2015~2017 : 가계부채와 정부부채에서 리레버리징 예상

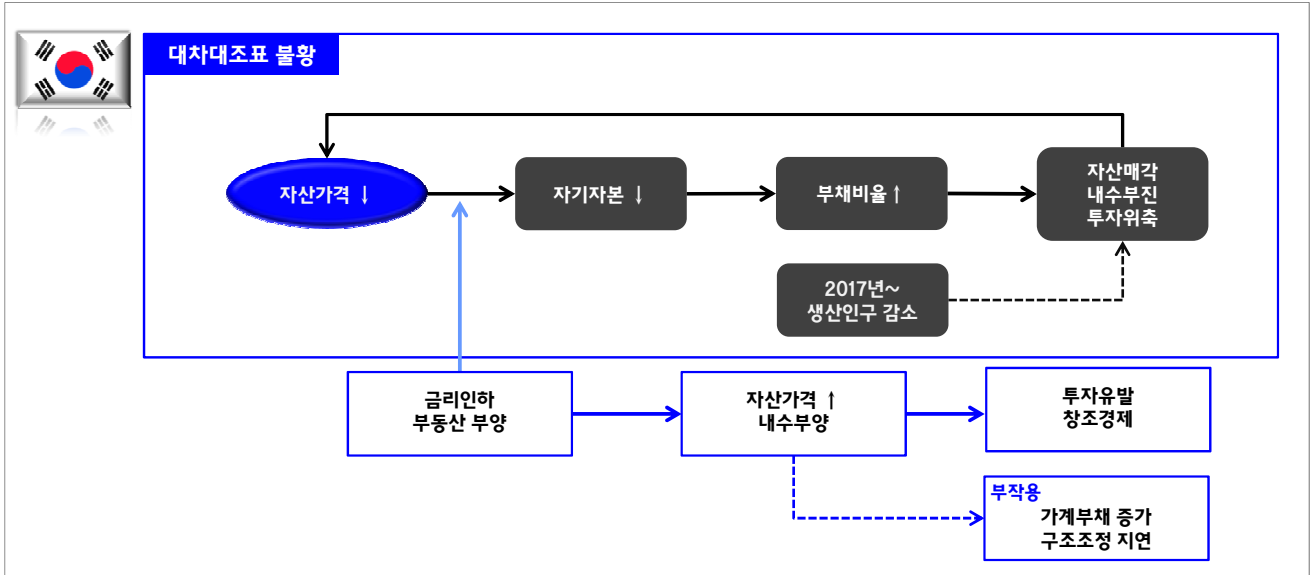
- 복지와 경기부양을 위한 정부부채 증가, 금리인하와 부동산 부양책으로 가계부채와 부동산 또 다른 거품 생성될 전망
- 악순환의 안전장치는 금융안정성 : 우리 금융과 정부의 위험 전이 차단장치와 흡수여력 양호해 오래 버틸 것
- 가계와 감독당국도 예전처럼 극단적 레버리지 증가는 자제하고 억제할 것



자료: 신한금융투자

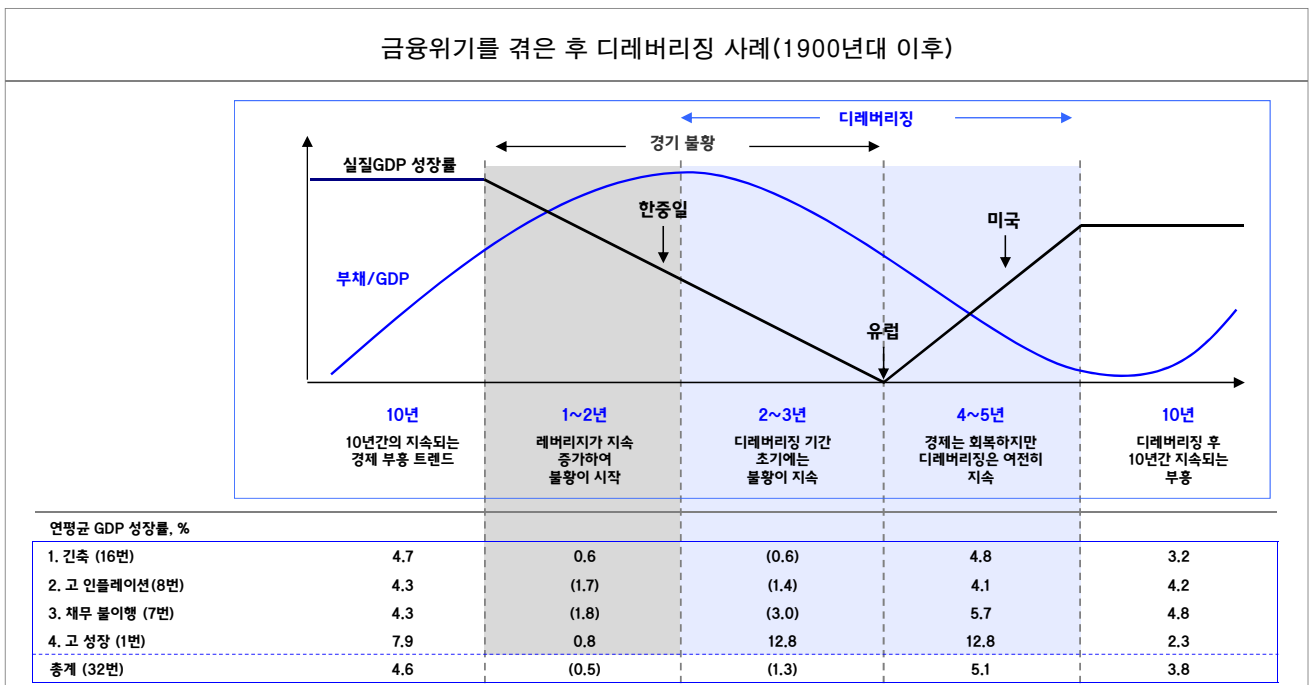
I-1. 초이노믹스와 리레버리징

- Choi-nomics는 한국경제의 구조적 위험을 극복하지 위한 마지막 저항
- 투자유발과 창조경제로 이어지기는 쉽지 않아
- 가계부채 증가와 구조조정 지연으로만 그칠 수도...



I-1. 초이노믹스와 리레버리징

- 한국은 아직 디레버리징 시작도 못해

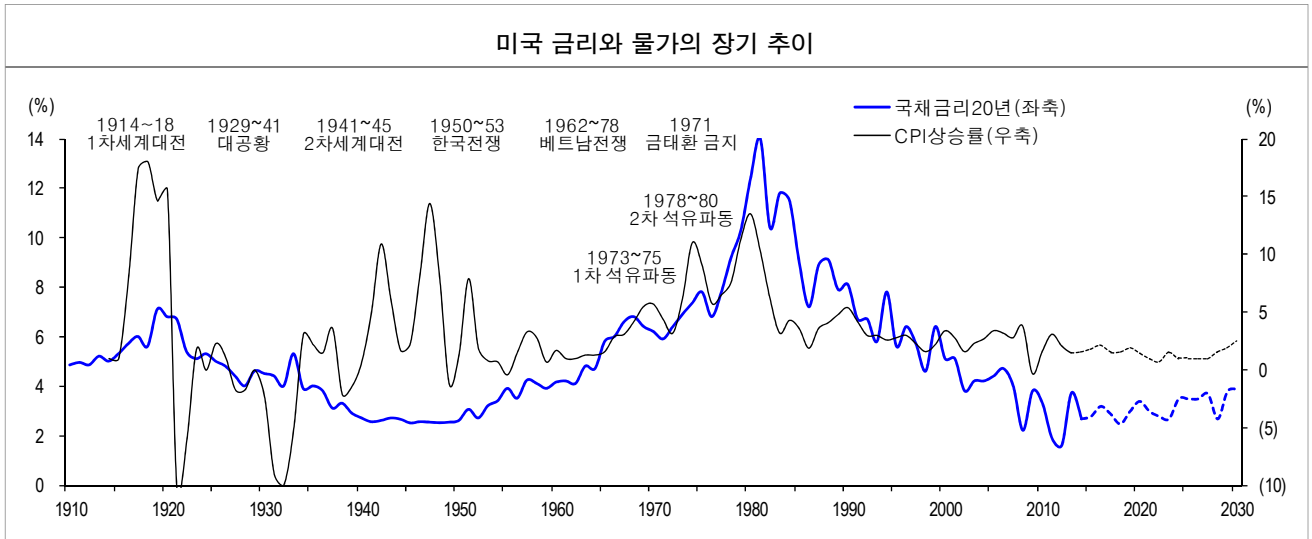


자료: Reinhart & Rogoff(This time is different), MGI, 신한금융투자

I-1. 초이노믹스와 리레버리징

미국: 금리와 물가 급등하기는 어려워

- 미국 금리도 과도한 부채와 인구구조적 요인 감안하면 급등하기는 어려운 상황 : 당분간 등락을 거듭할 것
- 대공황 이후 1940년대 물가가 급등했던 이유는 2차 세계대전 때문
: 지금은 과도한 부채로 무한정 달러를 찍을 수 없는 상황



자료: FRB, 신한금융투자

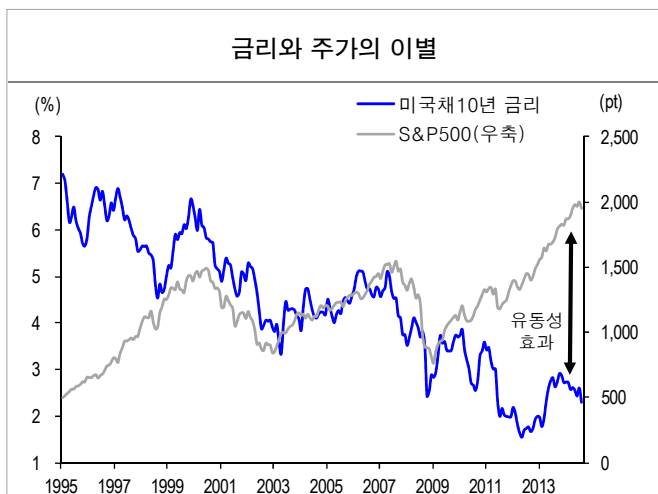


I-1. 초이노믹스와 리레버리징

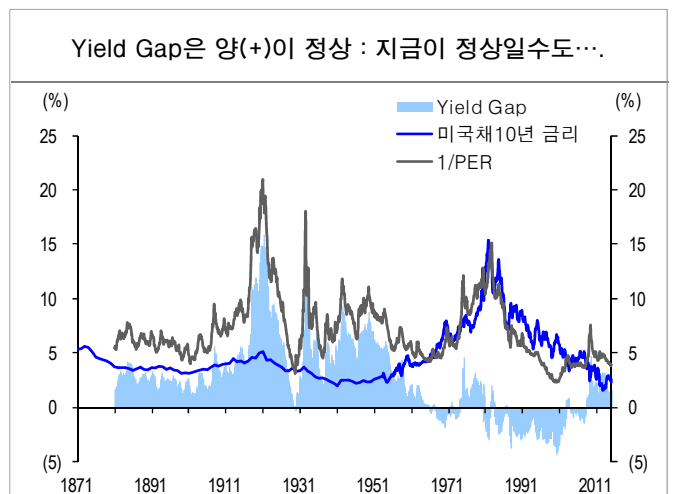
금리와 주가 : 유동성 효과는 언제까지 갈까?

Yield Gap: 주식투자에서 기대되는 수익률과 국채투자에서 기대되는 수익률 차이로 주가가 국채에 비해 낮게 혹은 높게 평가되었는지를 판단하는데 이용되는 지표이다. 주식수익률은 국채수익률보다 항상 높은 편인데 이는 주식의 투자위험도가 높기 때문이다. 주가가 오르면 일드갭이 줄고 주가가 떨어지면 일드갭이 상승한다.

- 사실 60년대까지는 항상 yield gap(1/PER-10년국채)은 양(+)의 값
- 1990~2000년대는 주가 고평가 구간. 주가가 채권금리에 비해 저평가되었다고 말하기 어려운 구간
- 지금은 정상구간 : 채권금리가 너무 낮다고 말하기 어려운 구간, 금리 올리면 주가 오래 못가서 급락할 것



자료: Robert J. Shiller, 신한금융투자



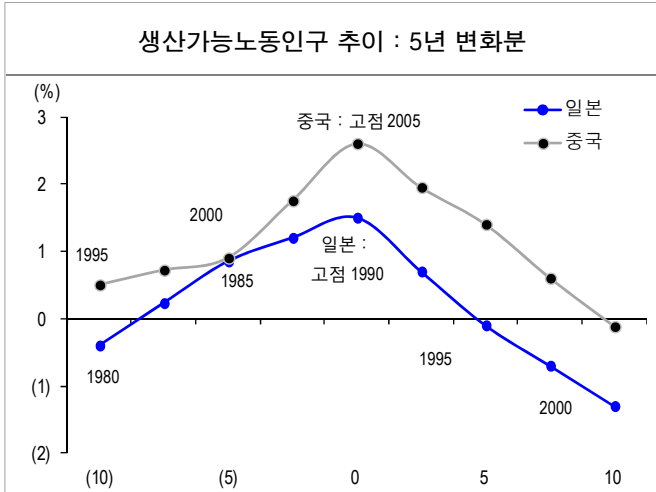
자료: Robert J. Shiller, 신한금융투자



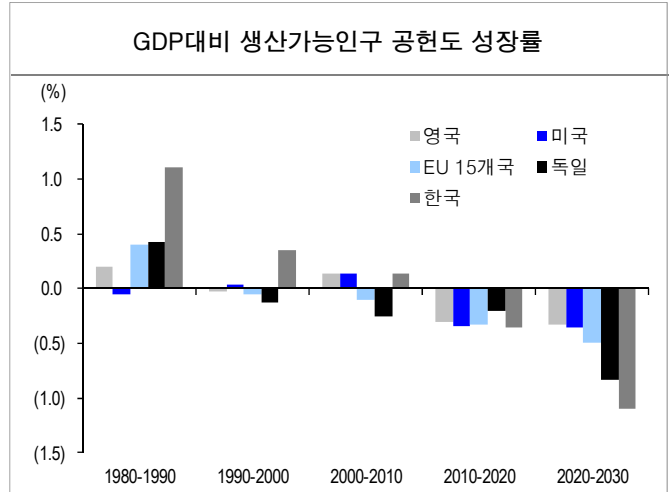
I-1. 초이노믹스와 리레버리징

글로벌 인구 재앙이 다가온다

- ▶ 한국 2017년부터 일본보다 생산인구 3.4배 빨리 감소: 생산인구 감소기에는 성장과 물가 상승 쉽지 않아
- ▶ 저성장: 잠재성장률 3%를 가정해도 인구요인 때문에 2020년대 마이너스 성장 불가피
- ▶ 생산가능인구 감소는 우리나라만의 문제 아님: 2010년대 주요 선진국과 개도국의 생산인구 증가에서 감소로 전환
- ▶ 한국은 지금 60년간의 성장을 마무리하는 시기: 2017년부터 성장률 급감 현실화 예상



자료: 세계은행, 신한금융투자

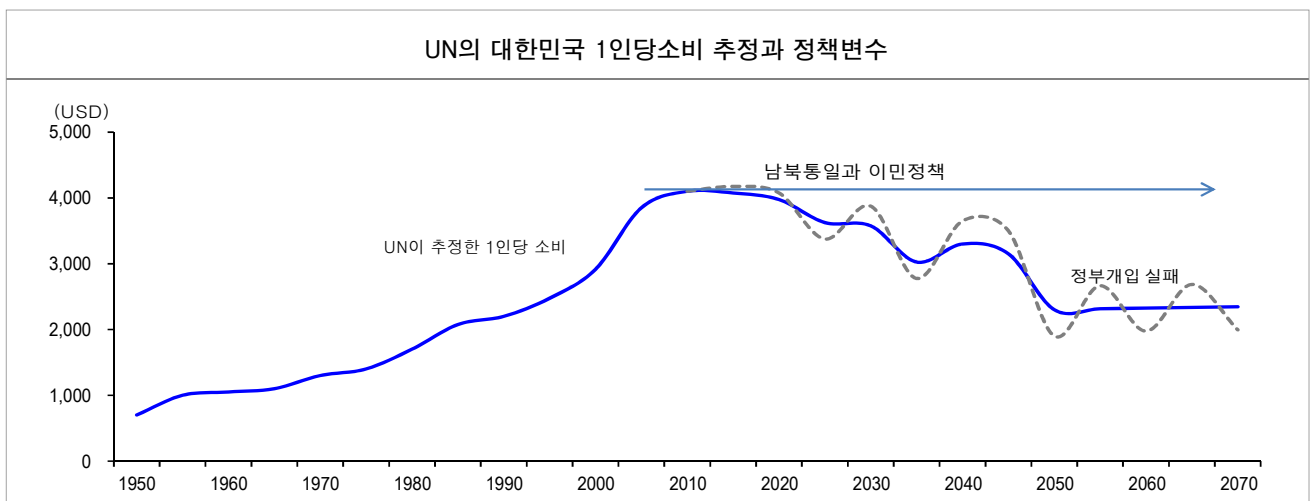


자료: UN Population Division; McKinsey Global Institute analysis

I-1. 초이노믹스와 리레버리징

이대로 가다가는 다 죽는다

- ▶ 생산인구 감소로 한국은 2020년대 마이너스 성장 피하기 어려워: 생산보다 소비 둔화가 문제
- ▶ 2025년 우리나라 1인당소비는 2010년 대비 12% 감소 예정(UN 전망) → Golden Time 2~3년 남아
- ▶ 정부의 인위적 경기부양이 생산효율성과 수요증대의 근본적 대책을 수반하지 못하면 더 큰 경기변동만 초래
- ▶ 남북통일, 중국인 투자이민 유치 등 변수는 남아 → 인구총격을 겪은 후 결국은 대안을 모색해낼 것

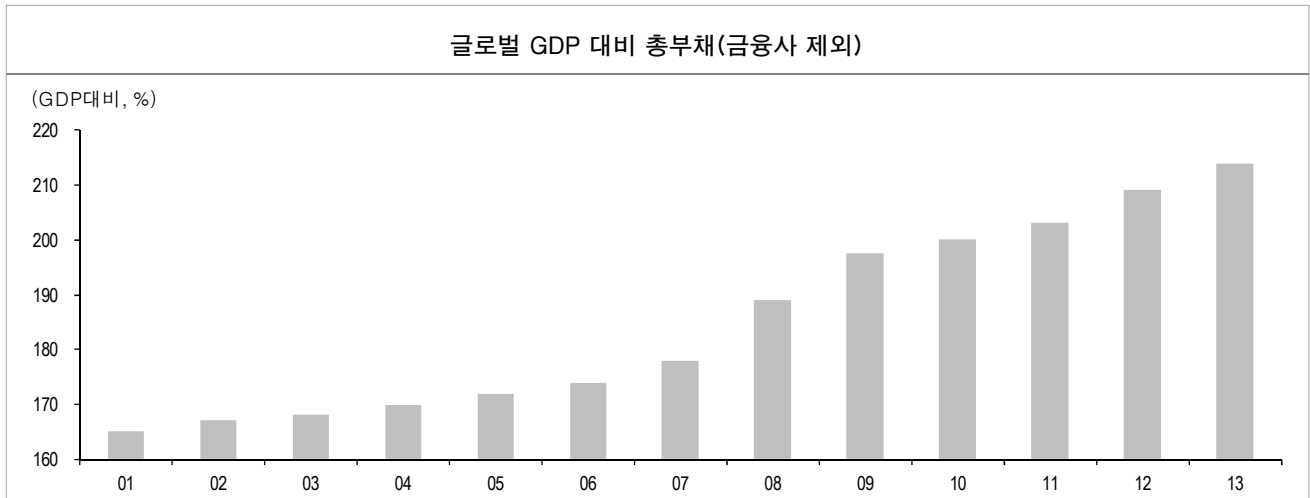


자료: UN, 신한금융투자

I-2. 글로벌 레버리지의 현주소

글로벌 비금융부채 추이

- ▶ 전세계 GDP 대비 총부채는 계속 늘어 : 2001년 165%, 2008년 189%, 2013년 212%
- ▶ 2013년 말 현재 정부부채 78%, 민간부채 133%, 선진국 272%(정부 108%, 민간 164%), 이머징 151% (정부 48%, 민간 102%)
- ▶ 글로벌 디레버리징 매우 미흡 → 금리 빠르게 올리는 부담스러운 상황

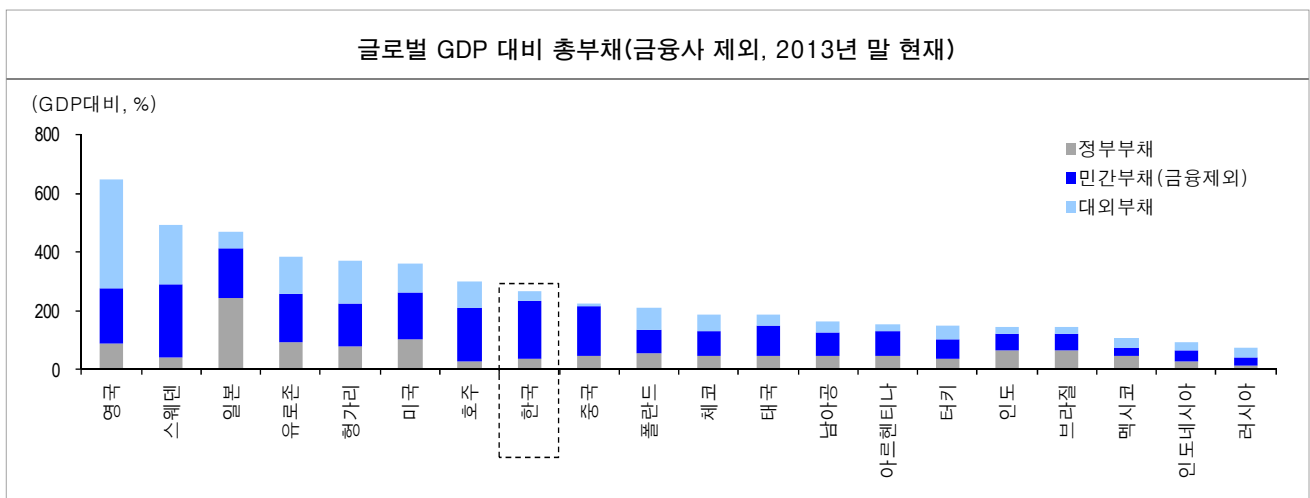


자료: OECD, IMF, CEPR, 신한금융투자

I-2. 글로벌 레버리지의 현주소

글로벌 비금융부채 추이

- ▶ 공공 vs. 민간 : 영국/스웨덴은 대외부채 많고, 일본/미국/유로존은 정부부채 많아
- ▶ 한국은 정부부채 37%로 작고, 민간부채 196%로 큰 편 (2014.06말 현재 국가채무 527조원, 공공기관 부채 523조원, 가계부채 1,040조원)
- ▶ 이머징 151%(정부 48%, 민간 102%)

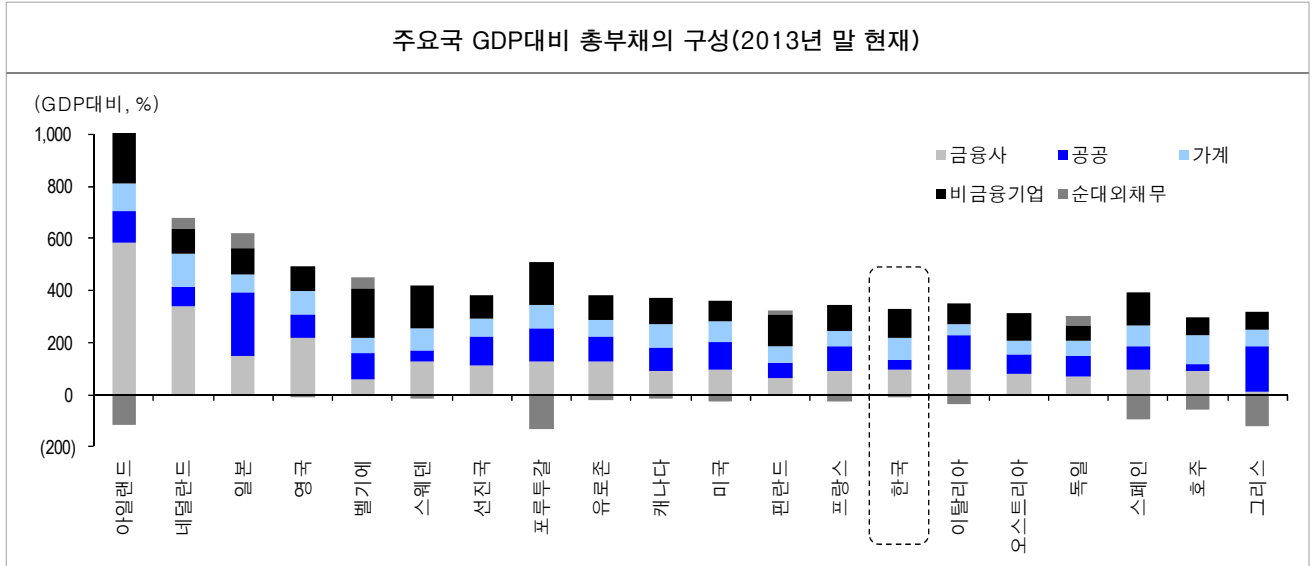


자료: OECD, IMF, CEPR, 신한금융투자

I-2. 글로벌 레버리지의 현주소

레버리지 : 주요국 현황

- 금융권 vs. 비금융권 : 아일랜드, 네덜란드는 금융사 부채 많아
- 미국 : 금융사 부채 크게 줄어



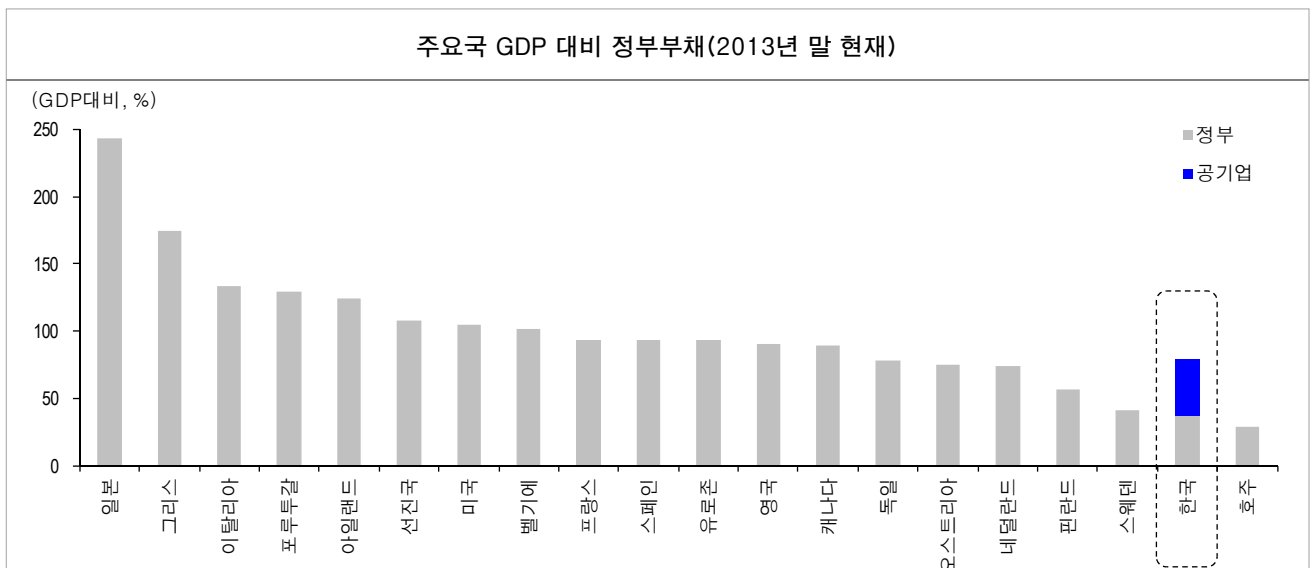
자료: OECD, IMF, CEPR, 신한금융투자



I-2. 글로벌 레버리지의 현주소

글로벌 정부부채 추이

- 한국은 정부부채는 GDP대비 37%로 호주 다음으로 낮은 수준 → 공기업부채 합해도 78.8%로 독일 수준
- 민간부채의 부실 발생시 정부에서 흡수 가능



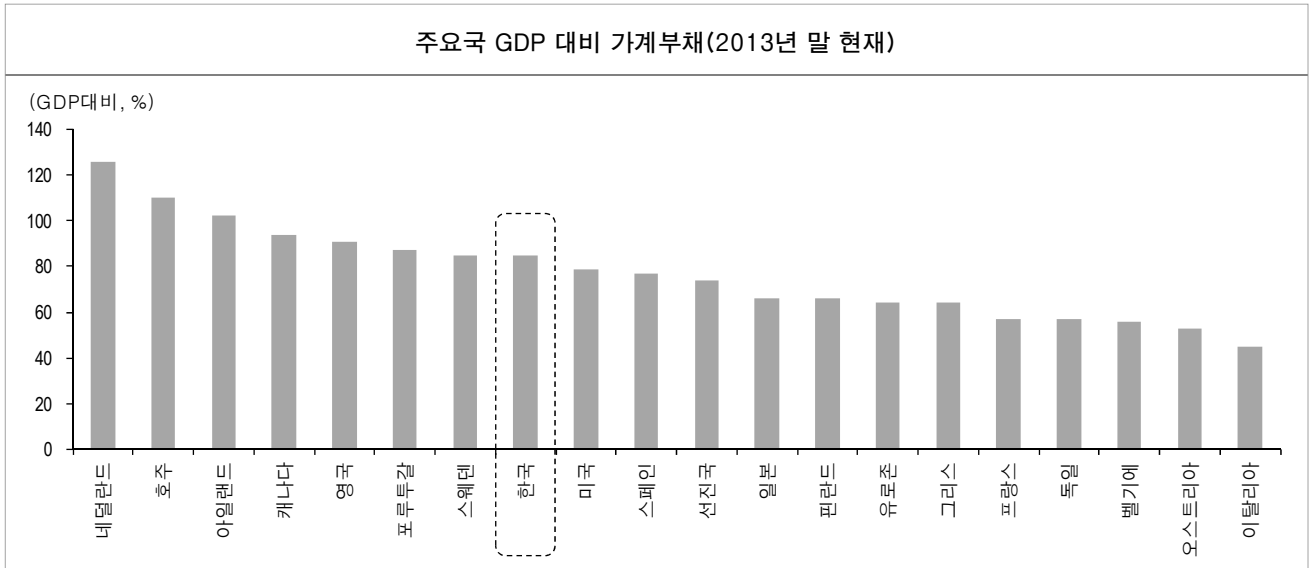
자료: OECD, IMF, CEPR, 신한금융투자



I-2. 글로벌 레버리지의 현주소

글로벌 가계부채 추이

- ▶ 한국은 GDP대비 가계부채 85%로 높은 수준, 네덜란드 126%, 호주 110%, 아일랜드 102%, 영국 91%, 포르투갈 87%
- ▶ 한국은 GDP에서 내수와 가계 비중이 작아 가처분소득 대비로는 세계 최고수준

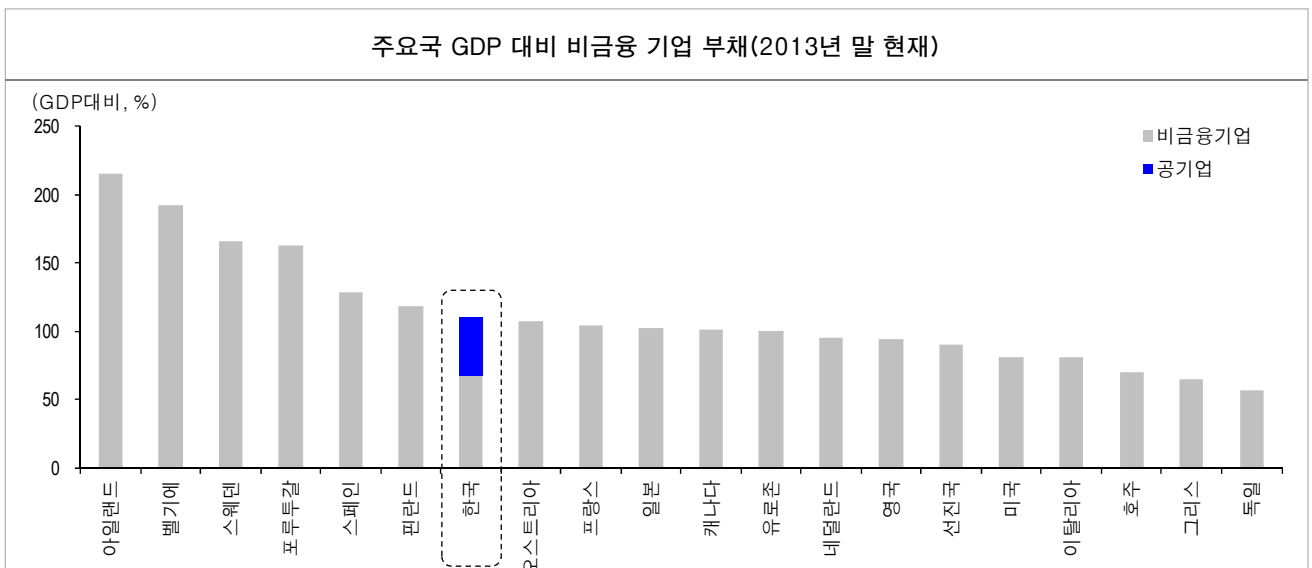


자료: OECD, IMF, CEPR, 신한금융투자

I-2. 글로벌 레버리지의 현주소

글로벌 비금융기업부채 추이

- ▶ 한국은 기업 부채는 국민경제에서 차지하는 기업섹터 비중에 비해 적은 편
- ▶ 공기업 부채를 제외하면 68.2%로 더 줄어(공기업 포함해 110%)

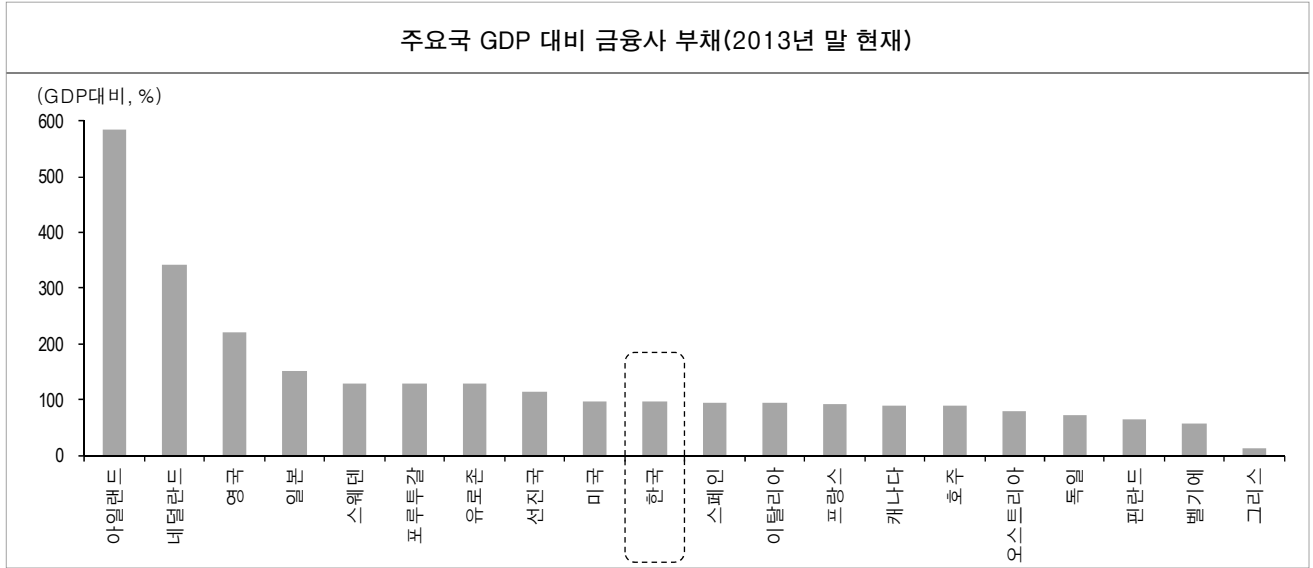


자료: OECD, IMF, CEPR, 신한금융투자

I-2. 글로벌 레버리지의 현주소

글로벌 금융사 부채 추이

- ▶ 한국 GDP 대비 금융사 부채 평균 수준
- ▶ 금융업과 서비스업 비중 키워 내수를 키우면 GDP대비 가계부채 부담 경감



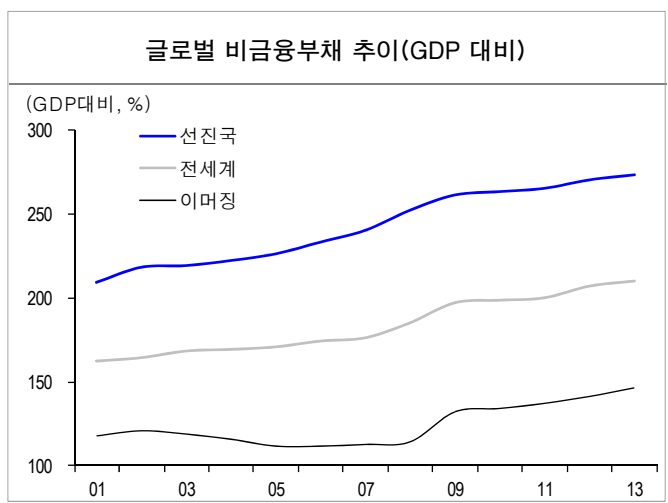
자료: OECD, IMF, CEPR, 신한금융투자



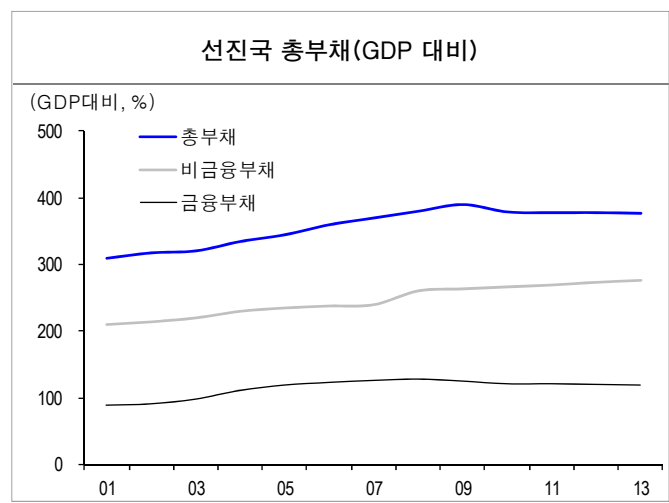
I-2. 글로벌 레버리지의 현주소

전세계 부채 추이 : 비금융부채는 증가 금융부채는 감소

- ▶ 선진국도 이머징도 비금융부채(정부, 비금융기업, 가계) 늘기만 하는 부채
- ▶ 금융사는 디레버리징으로 GDP 대비 부채 감소 : 전체(금융+비금융)로는 정체



자료: OECD, IMF, CEPR, 신한금융투자



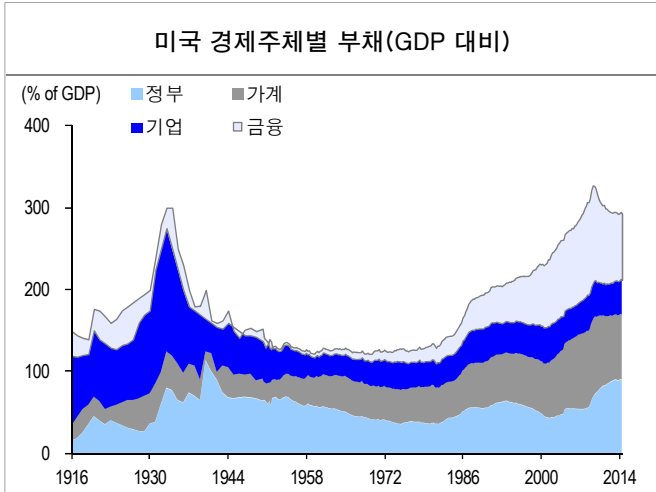
자료: OECD, IMF, CEPR, 신한금융투자



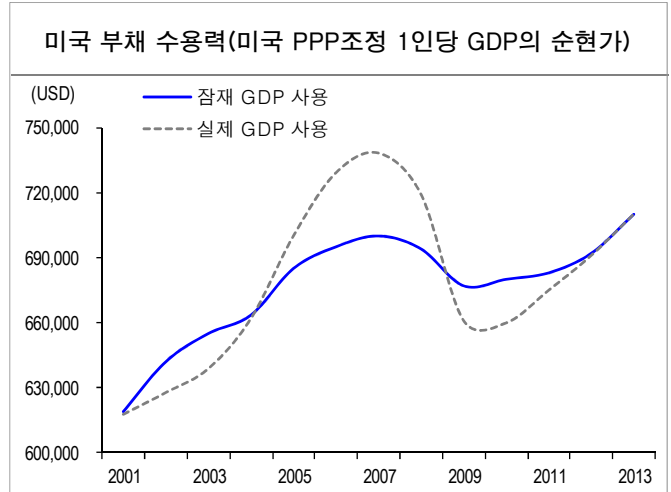
I-3. 미국과 유로존의 부채

미국의 부채 : 디레버리징 가장 성공적인 나라는 미국

- ▶ 미국의 디레버리징은 4년정도 진행 향후에도 2~4년은 더 해야 1900년 이후 디레버리징 사례를 보면 디레버리징 기간 6~8년 소요(2008말과 2014년 상반기 GDP대비 정부부채 63%→90%, 가계부채 95%→80%, 기업부채 45%→43%, 가계부채 95%→80%)
- ▶ 그래도 사상 최고 수준으로 리레버리징을 하기에는 아직 미흡한 디레버리징
- ▶ 대출은 잠재GDP를 기준으로 부채 수용력은 최고 수준
- ▶ 실제 소득은 변동이 심해 부채 수용력 줄여서 반영해야



자료: FRB, CEPR, 신한금융투자

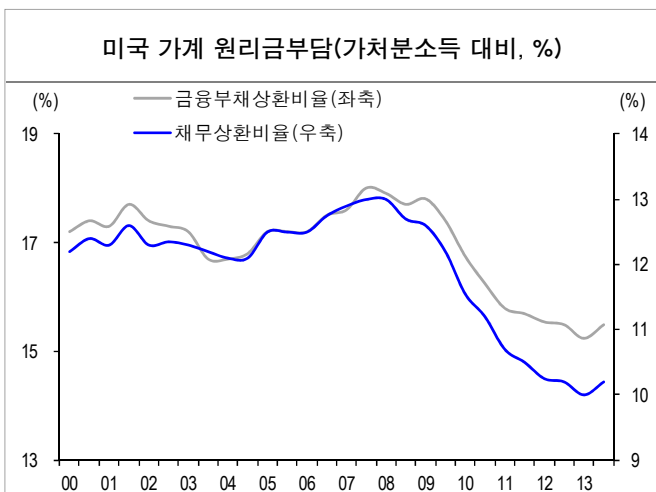


자료: FRB, CEPR, 신한금융투자

I-3. 미국과 유로존의 부채

미국의 가계부채 : 가계 원리금 상환부담 경감중

- ▶ 가계 원리금 상환 부담 최저 수준으로 감소
- ▶ 가계 부채비율 개선 2002년말 20.1%, 2007년말 21.2%, 2008년말 25.0%, 2013년말 17.2%로 가장 낮아
- ▶ 2006~12년 가계의 저축률 증가와 정부의 공격적 확장 재정정책으로 민간(가계+금융사)의 Deleveraging 성공적



자료: FRB, 신한금융투자

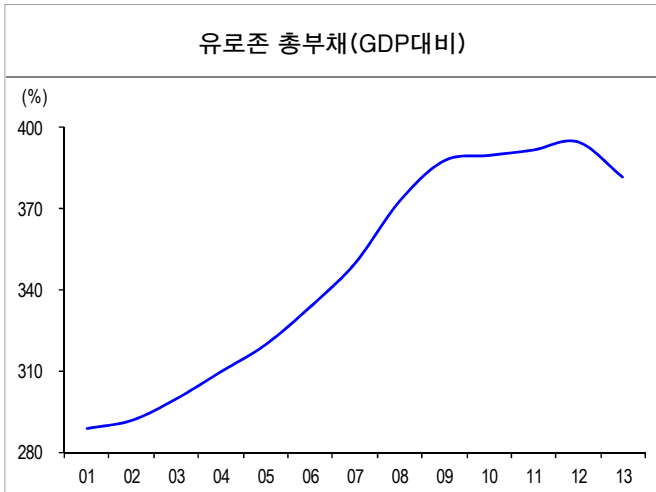
(십억불)	금액 2013	증감		
		2002~2007	2007~2008	2008~2013
자산				
총자산(A)	94,042	29,394	10,750	22,566
부동산(시가)	22,070	7,095	3,524	2,208
소비 내구재	5,011	949	103	432
금융자산	66,498	21,238	7,355	19,863
부채				
총부채(B)	13,768	5,536	-116	-510
부동산담보대출	9,386	4,583	-32	-1,193
소비신용	3,097	619	35	447
순자산(A-B)	80,274	23,758	-10,634	23,076

자료: FRB, 신한금융투자

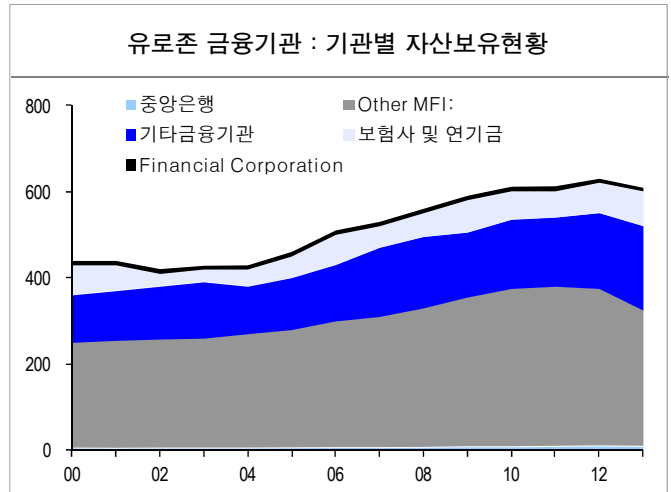
I-3. 미국과 유로존의 부채

유로존의 부채 : 정점 찍고 축소 중, 최소 5년이상 더 걸릴것

- 과감한 재정정책 펼 수 없어 총수요 견인 부족
- 이에 따라 2009~10년까지도 가계 저축률은 감소하고 부채는 늘었음
- 미국보다 늦은 2013년부터 부채 축소가 시작됨 → 미국의 디레버리징 정책이 더 효과이었다고 평가할 수 있음



자료: OECD, IMF



자료: ECB, OECD

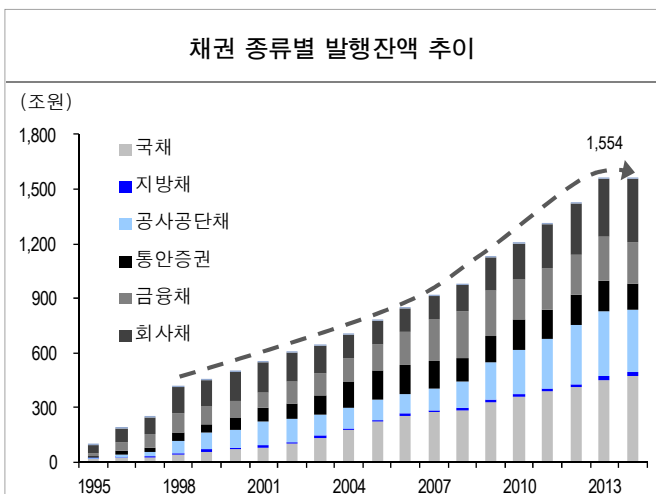
주: MFI: 유럽중앙은행(ECB)를 제외한 통화금융기관으로 각종 중앙은행, 신용기관, MMF
OFI: 비은행금융기관, 연기금, 보험, MMF, 리스, 금융지주사,캐피탈, 유통화 자산



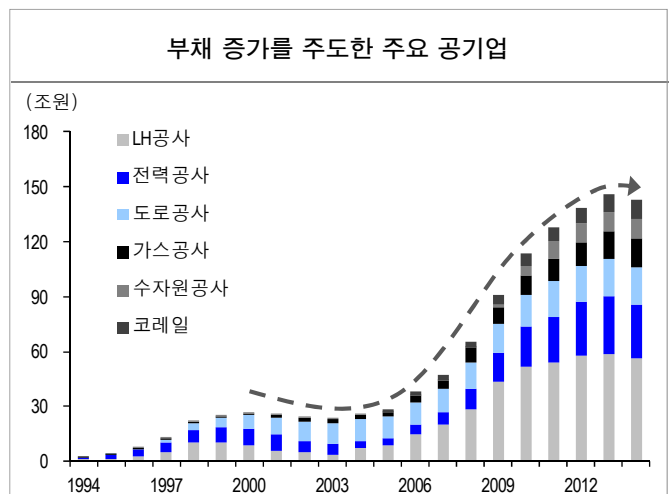
I-3. 미국과 유로존의 부채

순환적 리레버리지 [기업 → 가계 → 공기업 → 정부]

- 정권별 정부정책에 따라 레버리지의 종류 달라짐
- 1998~2007[DJ, 참여정부] : 금융사를 통한 가계부채의 레버리지로 금융채 급증
- 2007~2013[MB정부] : 공기업 부채 증가로 공사·공단채 급증
- 레버리지의 끝 정부부채 : 앞으로 남은 것은 정부부채, 국채 증가 불가피



자료: 연합인포맥스



자료: 연합인포맥스



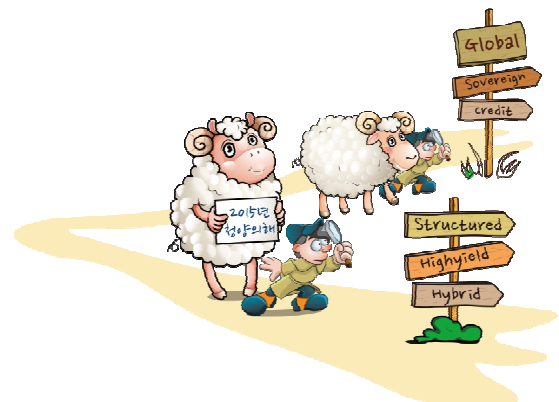
결론 : 선진국 부채조정의 반면교사

- 미국 : 디레버리징 2~4년이면 일단락 될 것, 여전히 부채 과다해 급격한 금리인상 없을 것
- 유럽 : 디레버리징 이제 막 시작 5년 이상 더 걸릴 것
- 미국의 디레버리징 정책이 더 효과적
: 가계와 금융사의 부채 17% 축소, 가계의 부채비율 25%에서 17%로 축소
- 미국식 조정의 부작용은 금융위기 이전에 비하여 정부 재정적자가 두 배 이상, 정부부채는 69%, 연준자산은 3.5배 증가한 것이 문제 → 미국이니까 가능할 수도...
- 한국은 2000년대 중반 부채증가를 주도한 섹터가 민간(Private)이라는 점에서는 유럽과 닮아 있으나 지지부진한 부채조정과 내수부진 실적을 감안할 때 Deleveraging의 귀감은 아님
- 한국의 디레버리징
: 정부의 과감한 재정정책을 통해 민간의 부채를 효과적으로 줄였던 미국의 사례를 따를 가능성 높아
→ ∴ 과감한 통화정책과 재정정책으로 가계부채와 정부부채 급증할 위험 있음



II. 산업구조와 지배구조 개편

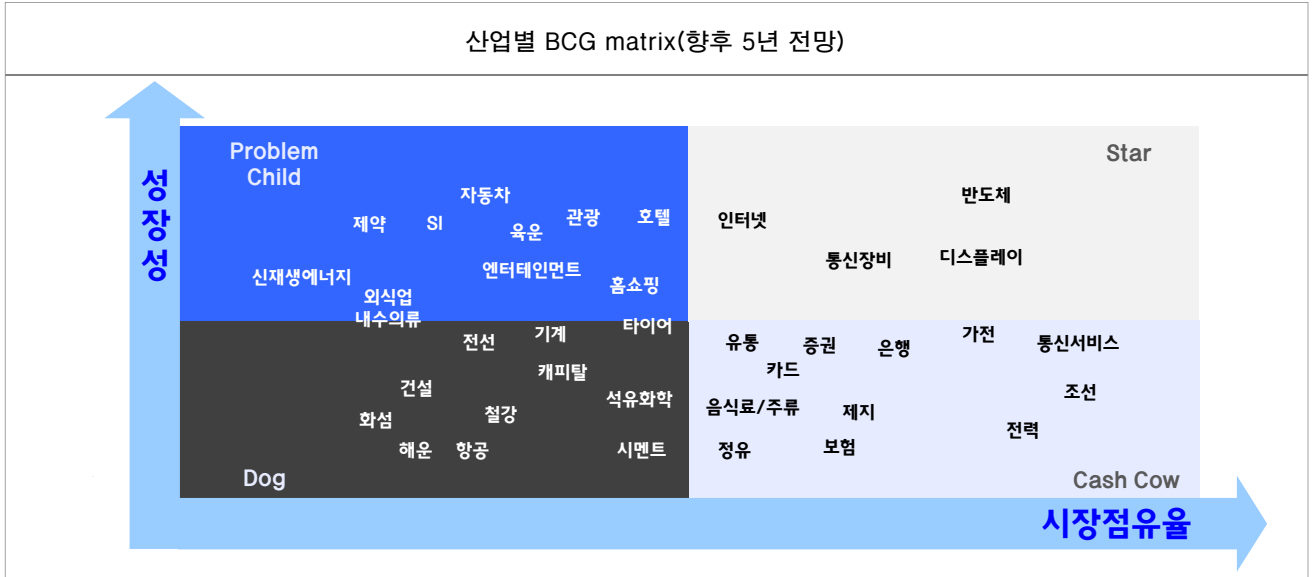
1. 산업구조 개편
2. 지배구조 개편
3. 결론



II-1. 산업구조 개편

산업구조 개편 전략

- ▶ 산업구조 개편을 위한 산업지도 : BCG matrix, 성장성-수익성 matrix, 수익성-안정성 matrix 모두 고려해야
- ▶ 대한민국은 지금 Star 공백 상태, Dog는 구조조정, Problem Child는 자원을 집중 투입하여 Star로 키워야



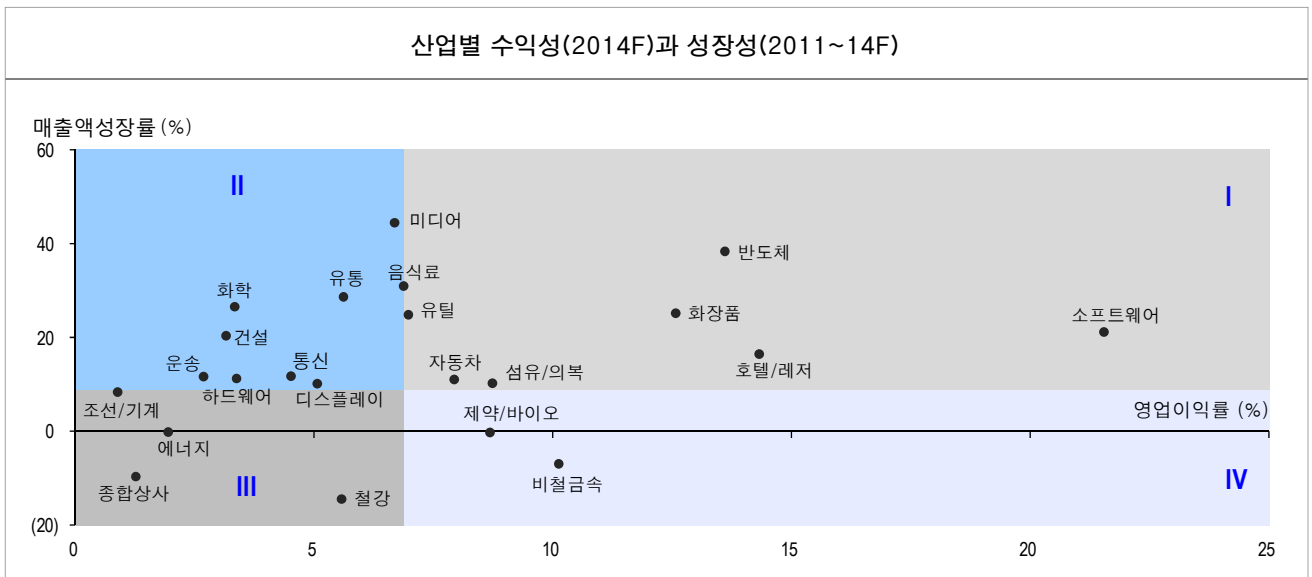
자료: 신한금융투자



II-1. 산업구조 개편

산업 선택과 집중

- ▶ III사분면은 수익성과 성장성 모두 열위한 산업 → 구조조정 대상
- ▶ 선택과 집중 : II사분면의 일부는 구조조정하고, 일부는 육성하여 I사분면으로 보내야



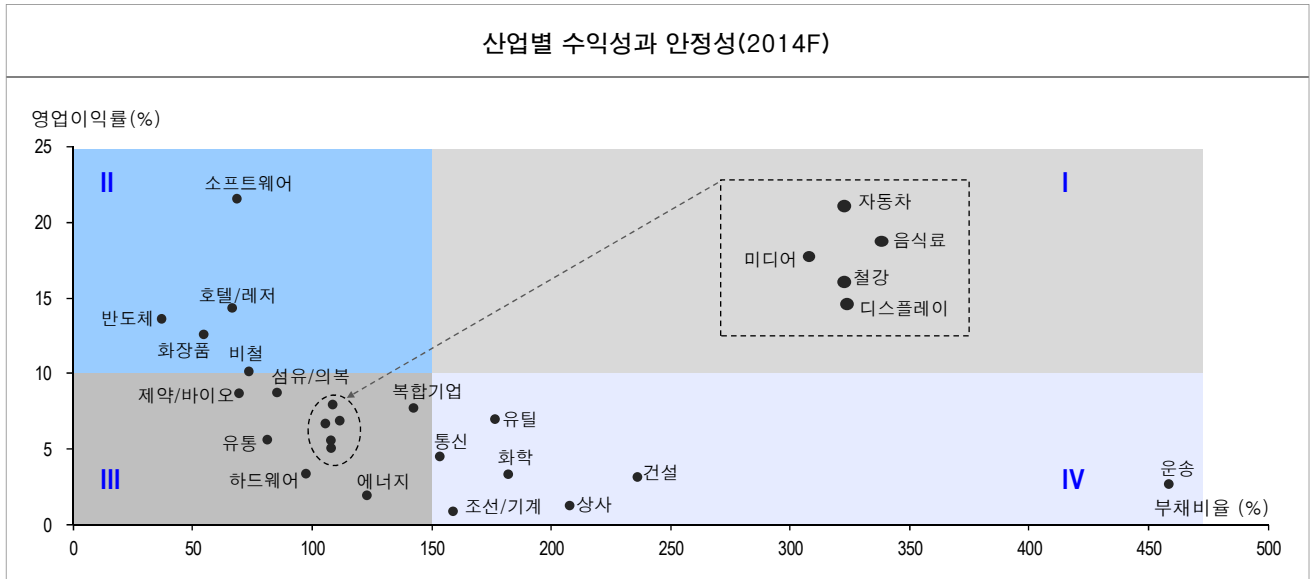
자료: QuantiWise, 신한금융투자 / 주: 2014년 증권사 컨센서스



II-1. 산업구조 개편

산업별 재무구조 vs. 수익성

- III사분면의 일부와 IV사분면은 수익성과 재무구조 열위한 산업
- 산업은행은 구조조정과 과점화에 주력하거나 민영화를 통한 구조조정 촉진해야

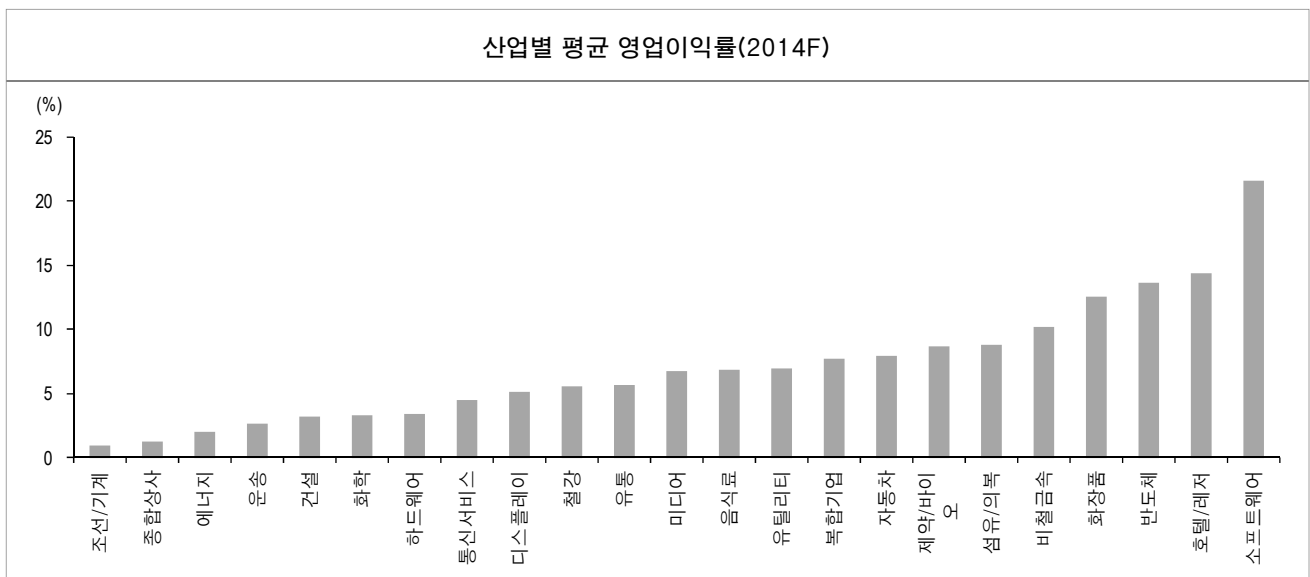


자료: QuantiWise, 신한금융투자 / 주: 2014년 증권사 컨센서스

II-1. 산업구조 개편

산업별 수익성

- 수익성 낮은 산업은 구조조정을 통해 과점화 대형화를 유도해야[조선, 종합상사, 에너지, 운송, 건설, 화학, 철강]

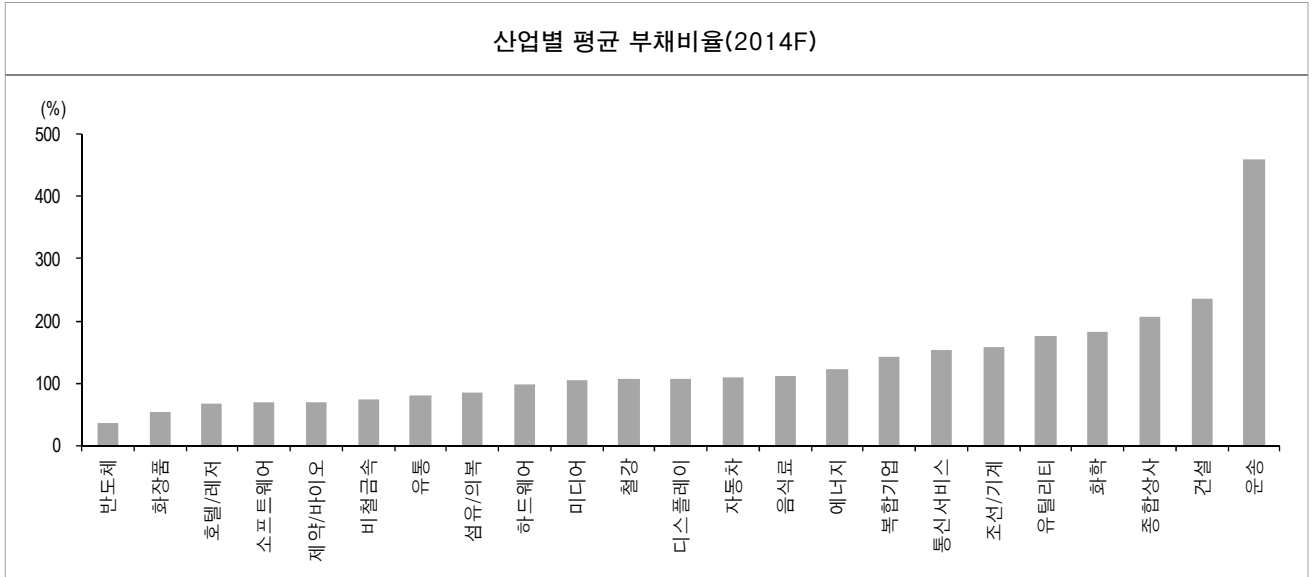


자료: QuantiWise, 신한금융투자 / 주: 2014년 증권사 컨센서스

II-1. 산업구조 개편

산업별 재무구조

- 재무구조 악화된 운송, 건설, 상사, 화학, 조선/기계의 구조조정 필요
- 산업은행은 구조조정과 과점화에 주력하거나 민영화를 통한 구조조정 촉진해야



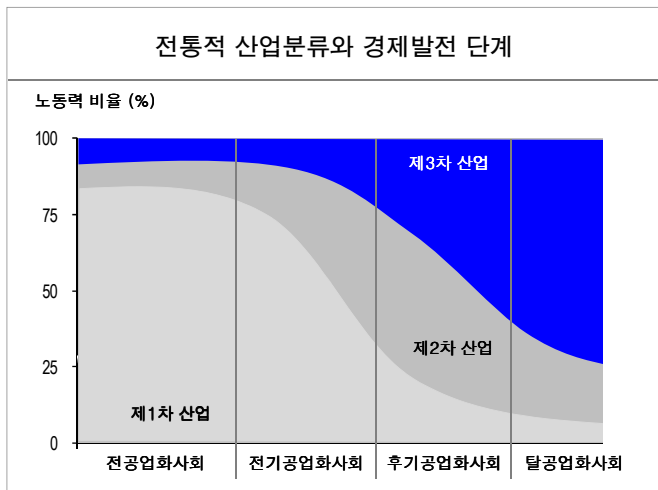
자료: QuantiWise, 신한금융투자 / 주: 2014년 증권사 컨센서스



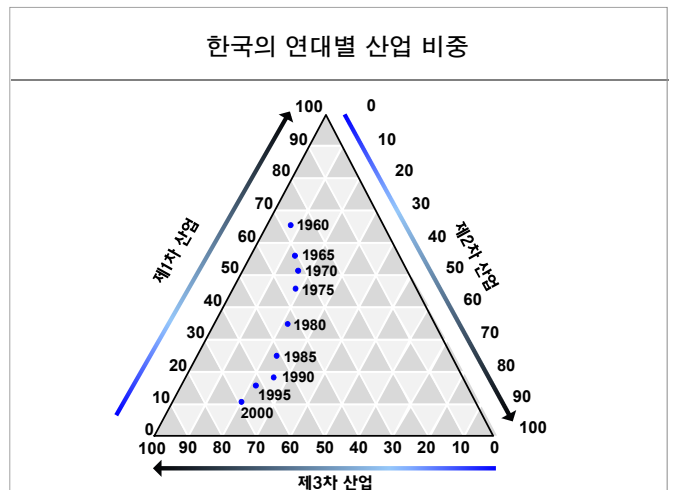
II-1. 산업구조 개편

산업구조 변화 반영 못하는 산업분류 체계 : Clark의 산업분류 한계 있어

- 2차, 3차 산업 내의 질적 변화 설명 못해, 3차 산업 비중 너무 커져, 개도국 이상에서는 세 분류 필요



자료: 신한금융투자



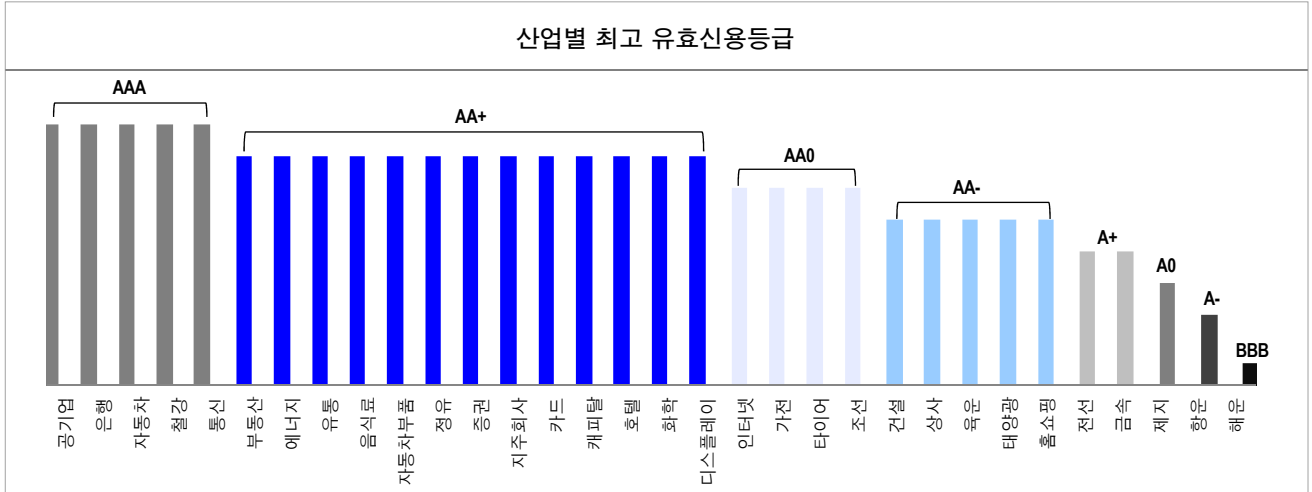
자료: CIA, 신한금융투자



II-1. 산업구조 개편

산업별 신용 등급

- 최상위 등급이 고평가되면 산업 내 모든 기업이 고평가될 수 있어
→ 금융위기는 지났으므로 신평사는 이제 과감한 등급조정으로 산업 구조조정 촉진에 기여해야
- 신용등급에 대한 불만과 Credit Event는 특정산업에 쏠려있어(건설, 조선, 운송, 철강)
- 신용평가 : 뜨는 산업과 BBB이하 기업 발굴에 앞장서야 → 금융당국은 기업의 평가수수료 부담 낮추는 등 여건 조성해야



자료: 신용평가사 3사, 신한금융투자
 주: 2014년 10월 25일 현재, 철강은 포스코에 대한 한기평의 등급 하향 이후 한신평과 한신정의 등급 상향으로 유효등급은 AAA 복귀, IT와 보험은 1위 기업의 신용등급이 없으나 AAA로 보아야 함

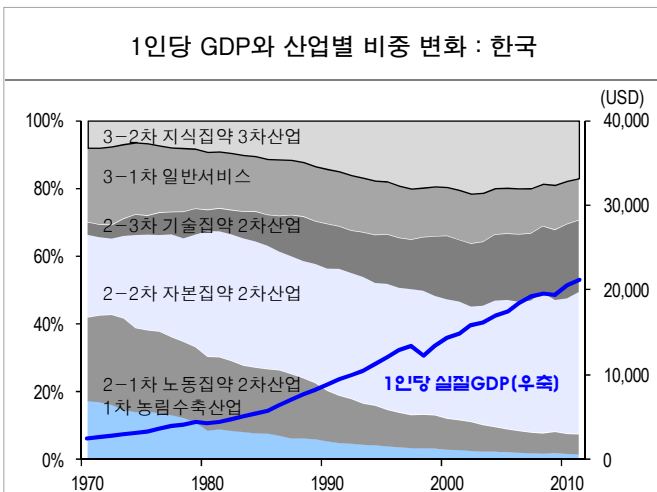


II-1. 산업구조 개편

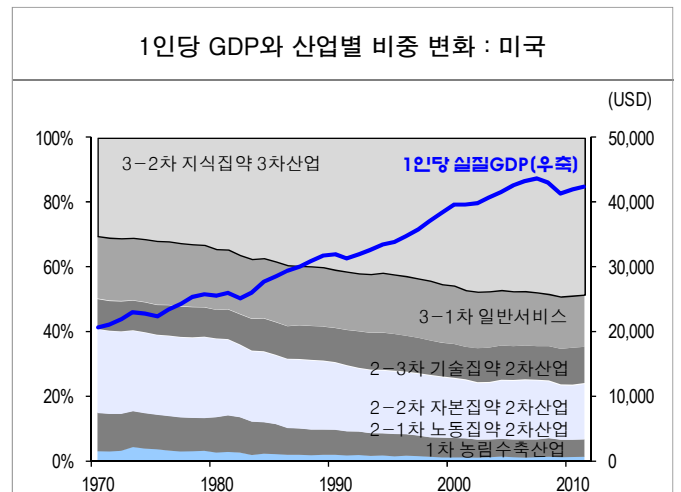
산업 세분류와 한미일 산업 구조의 변화

3차산업을 키워야 : 우리나라는 자본집약 2차산업의 비중 너무 비대, 3차산업 비중 미미한 수준

- 2-1차 노동집약적 2차산업 : 광업, 목재, 비금속, 음식료, 직물, 의류, 종이, 가구
- 2-2차 자본집약적 2차산업 : 건설, 유틸리티, 제조업, 금속, 기계 등 / 2-3차 기술집약적 2차산업 : IT, 의료장비, 자동차
- 3-1차 노동자본집약적 3차산업 : 도소매, 기타 서비스, 운송, 유통 등
- 3-2차 기술집약적 3차산업 : 금융, 의료, 전문직, 교육, 관광, 레저, 호텔



자료: CEIC, 신한금융투자



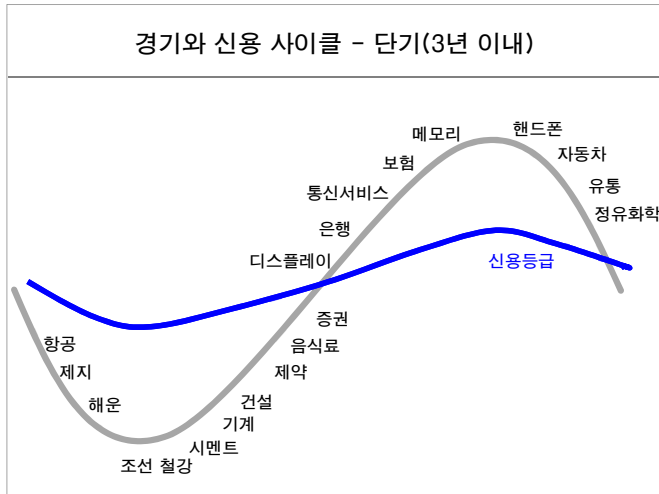
자료: CEIC, 신한금융투자



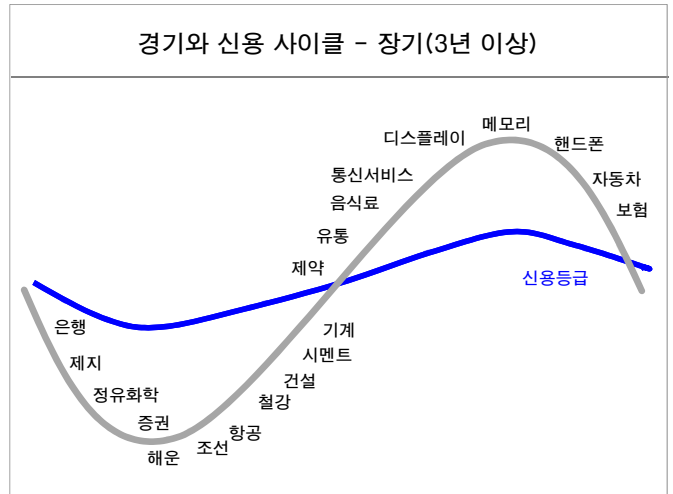
II-1. 산업구조 개편

산업별 경기사이클을 장단기로 나누어 평가

- 신한금융투자 기업분석 애널리스트의 자문 구해 재무안정성, 수익성, 현금흐름, 성장성에 대한 사이클상 위치 판단
- 4가지 사이클을 종합하여 신용 사이클 산정



자료: 신한금융투자

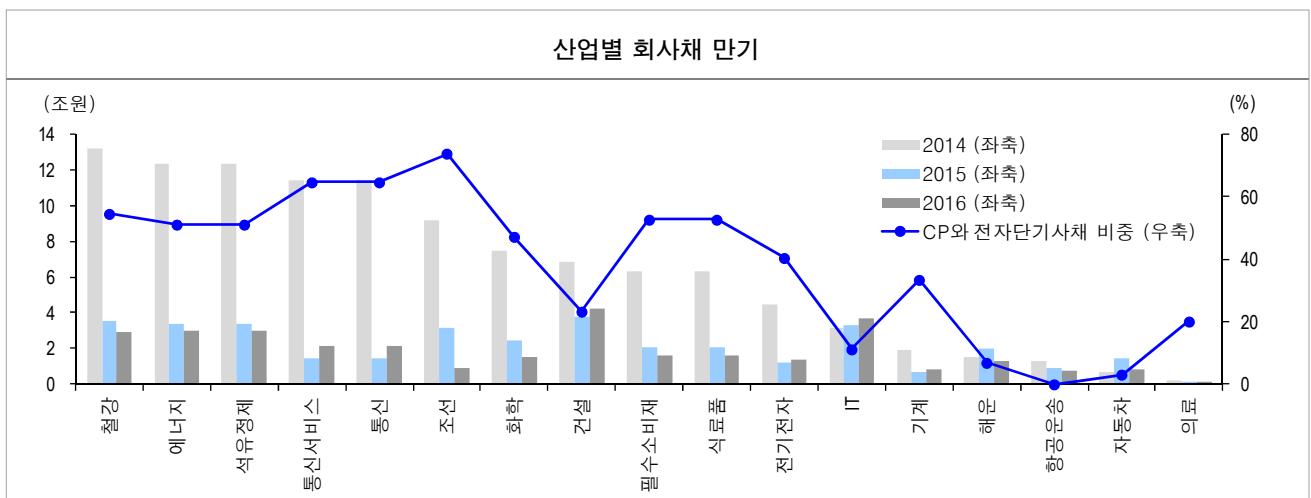


자료: 신한금융투자

II-1. 산업구조 개편

산업별 유동성 위험

- 회사채 만기 : 2014년에는 건설이 4.2조원으로 가장 많았으나 2015년에는 철강이 3.4조원으로 가장 많음
2016년에는 다시 건설사가 수위(3.8조원)
- 3년 평균 만기도래 규모 : 건설, 정유, 철강, 화학 순

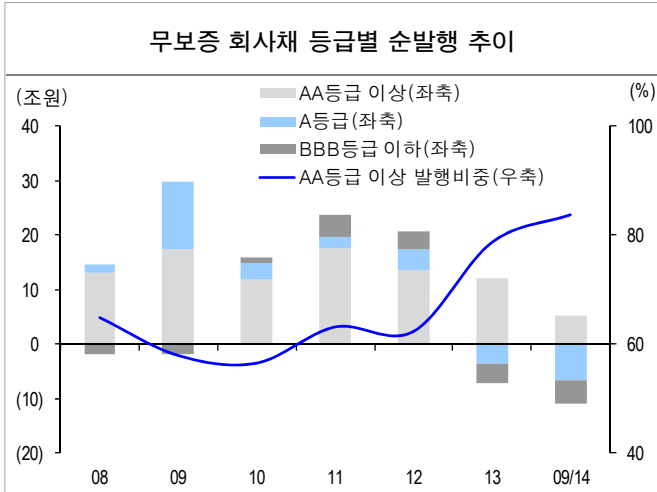


자료: 신한금융투자

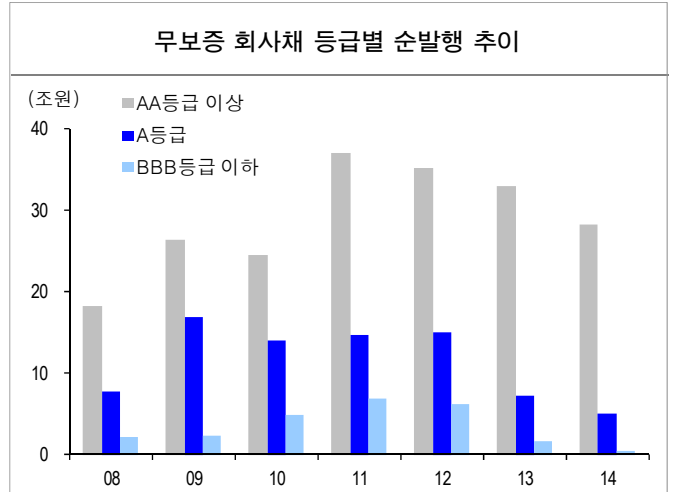
II-1. 산업구조 개편

창조경제를 위해서는 직접금융시장 키워야 : 주식과 회사채를 통해 창의력 아웃 소싱할 수 있는 기반 만들어야

- 직접금융시장 발전 없이 창조경제는 불가능, 은행은 담보대출의 유혹으로 속성상 기술금융, 창조금융이 어려움
- 창의력 있는 중소, 중견 기업의 자금조달 수월성을 높여주어야
- 직접금융시장의 등급 차별 심각한 상황 : BBB이하 채권시장 활성화시켜야



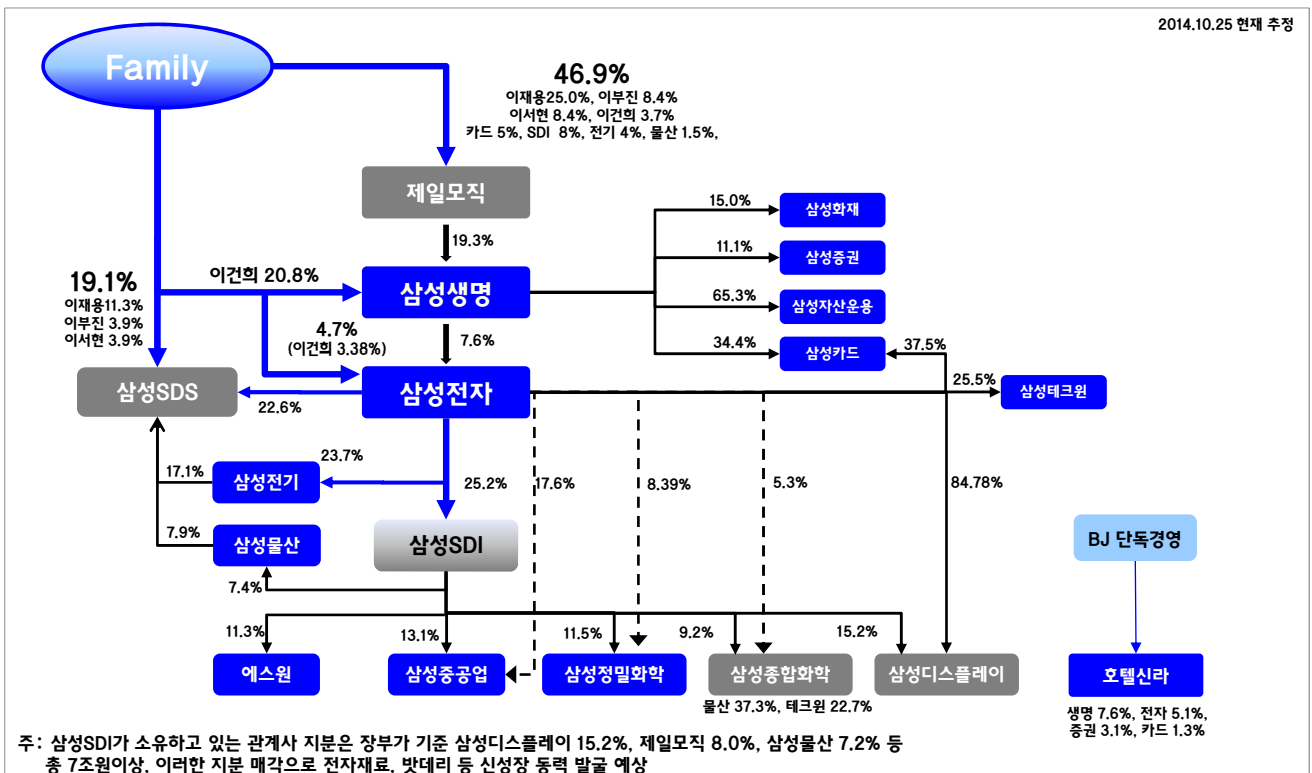
자료: 연합인포맥스, 신한금융투자



자료: 연합인포맥스, 신한금융투자

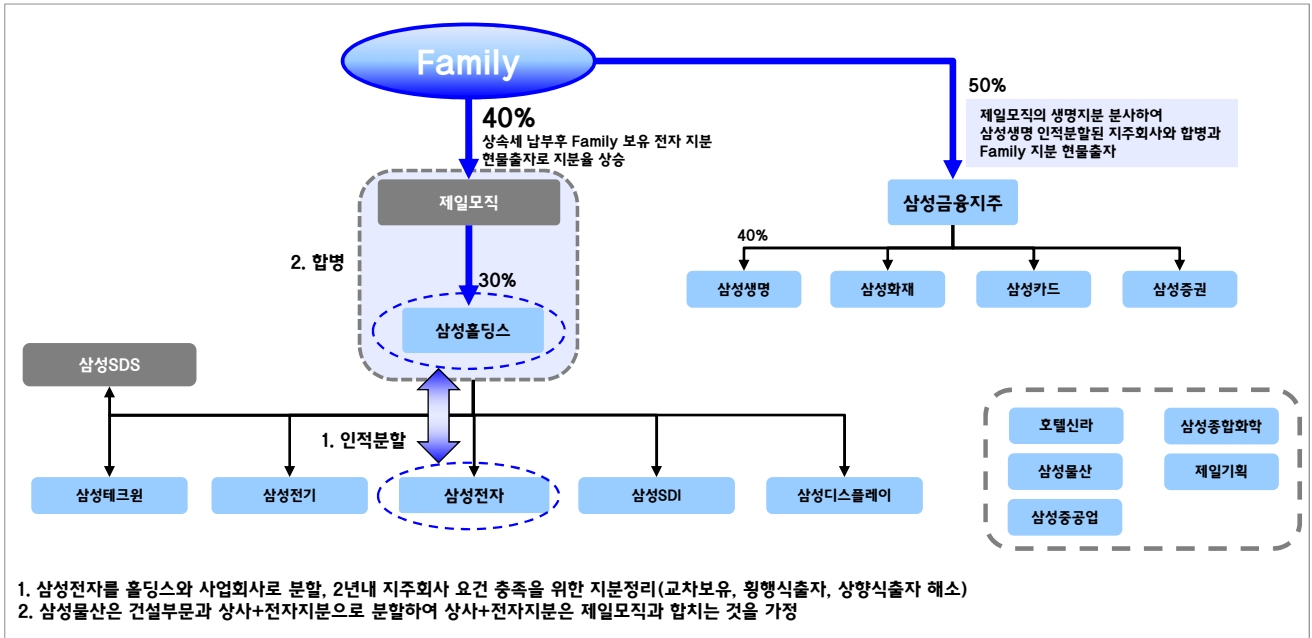


II-2. 지배구조 개편 : 삼성의 지배구조 변화(현상황)



II-2. 지배구조 개편 : 과도기 (SK그룹과 유사)

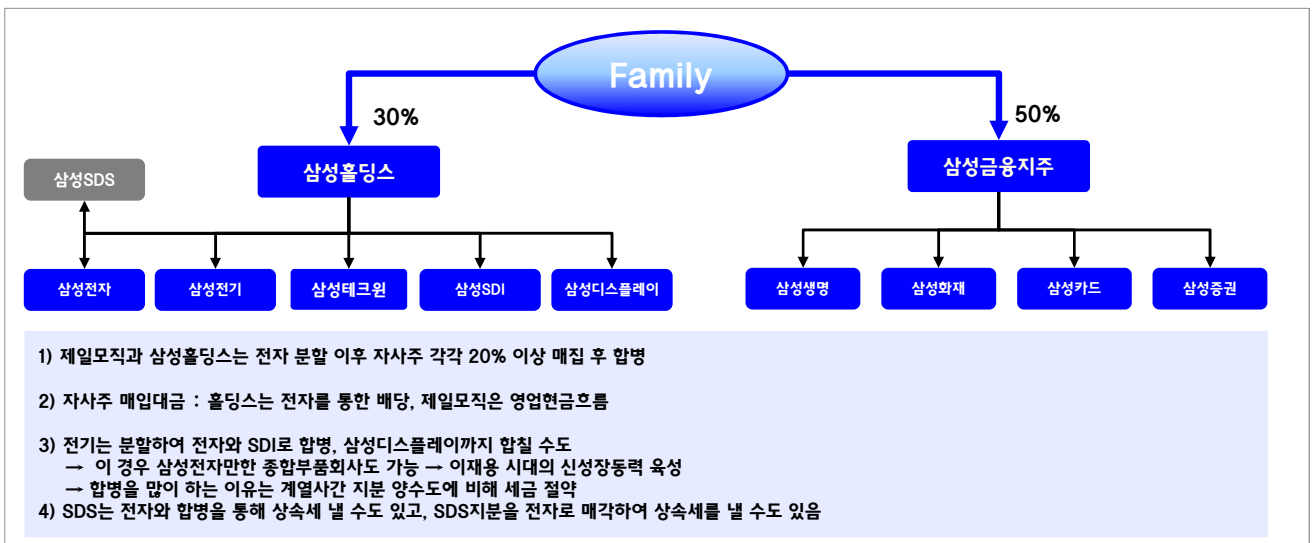
삼성 지배구조 변화 조속히 마무리해야 새로운 성장 가능 : 새 술은 새 부대에...



II-2. 지배구조 개편 : 완성이

완성이 : 지배구조 개편 완성되면 배당과 자사주매입 늘어 날 것

- SK 사례처럼 지주회사 전환과 지배력 강화를 위해 자사주 매입 늘고, 배당 늘어날 것
- 지주회사는 배당소득세 내지 않고, 지분을 확대로 배당을 통해 챙길 수 있는 오퍼일가 몫 커지기 때문
- 배당과 자사주 매입 증가는 가계의 부의 효과(Wealth Effect)와 현금흐름 증대에 유리



결론 : 산업구조와 지배구조개편으로 창조경제 구현

▶ 얼마 남지 않은 Golden Time

: 단기성과 중심의 금리인하와 규제 완화에 의한 부동산 띄우기와 함께 장기적 성장을 위한 진정한 창조경제 고민과 대책이 필요
→ 가계의 실질 가처분 소득을 늘리는 대책 필요: 금리 인하, 비정규직 축소, 세금 감면, 배당 증가, 서비스업 일자리 창출

▶ 창조경제로 산업구조 개편

- **덜만한 산업 집중 지원** : 당장 사회 전반의 효율성 증대에 기여할 수 있는 한국의 세일가스 나와야
→ 기술집약 2차 산업과 3차 서비스업 육성
- **3차 서비스업 육성** : 관광, 의료, 금융업이 미래 성장의 핵
- **금융업 육성** : 금융업 특히 직접금융시장 육성을 못하면 창조금융은 불가능. 우리나라 증권업은 유치산업 [infant industry]으로 과점화와 대형화 유도하고, 수수료 기반 만들어주어야
- **산업 구조조정 촉진** : 산업은행 민영화를 통해 자본집약 2차산업의 구조조정 촉진과 경쟁력 강화

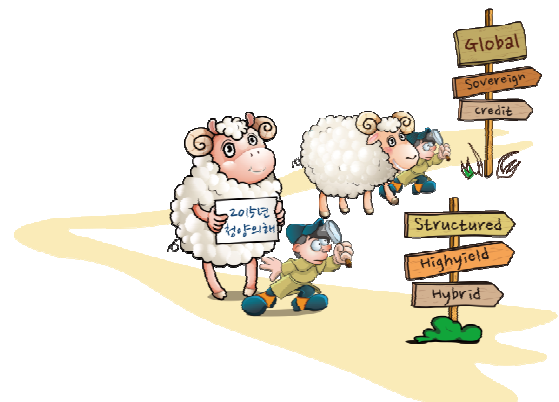
▶ 가계 실질가처분소득 증가

- **서비스업 육성을 통한 일자리 창출과 내수부양**
- **가계 고정비 축소** : 직간접 세금, 교육비, 금융비용 줄이고, 작은 정부를 지향해야
- **기업집단** : 삼성, 현대차, 현대중공업, SK, 롯데, 한화 등 지배구조 개편 조속히 마무리로 배당 늘리고, 성장에 대한 희망 심어줘야. 지배구조 개선되면 배당 늘 것
- **對기업정책** : 지배구조 개선 동기 부여, 지주회사 전환 유인책 실시, 지배구조 개편을 위한 양도세 완화

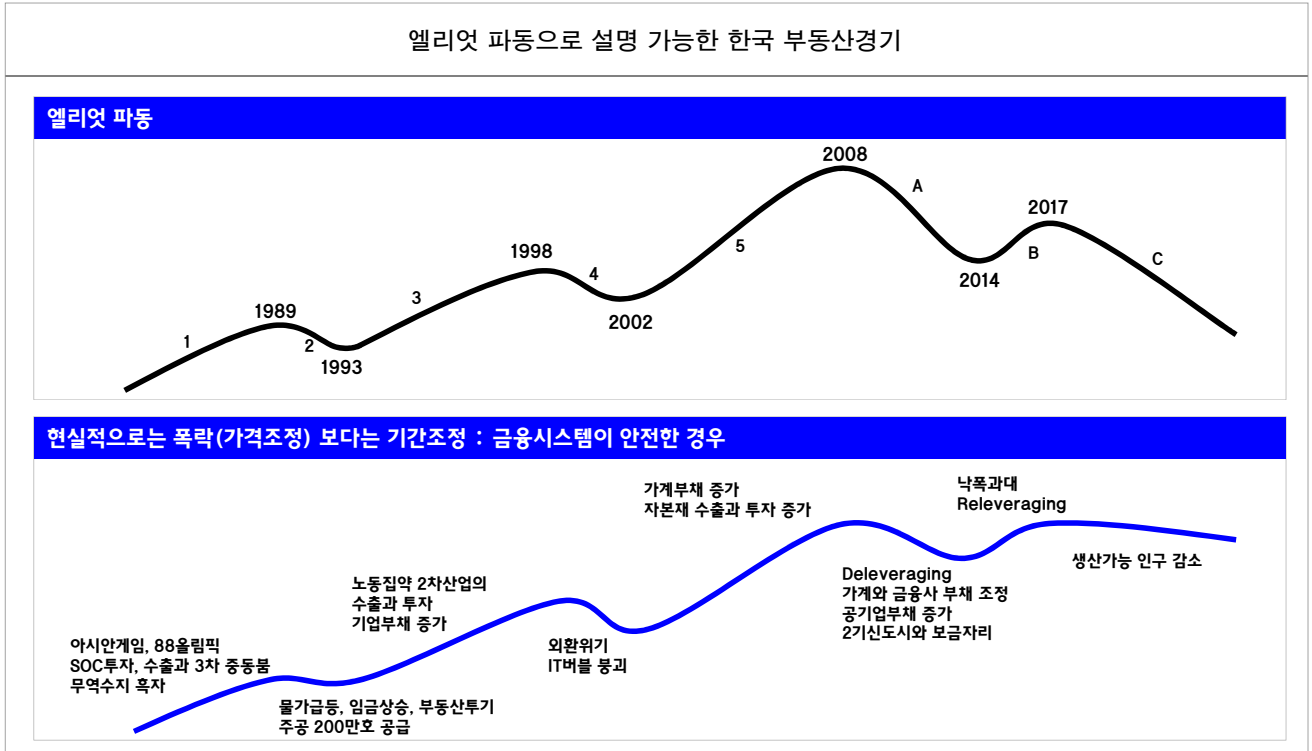


III. 가계부채와 부동산

1. 부동산 수급
2. 가계부채
3. 인구
4. 결론



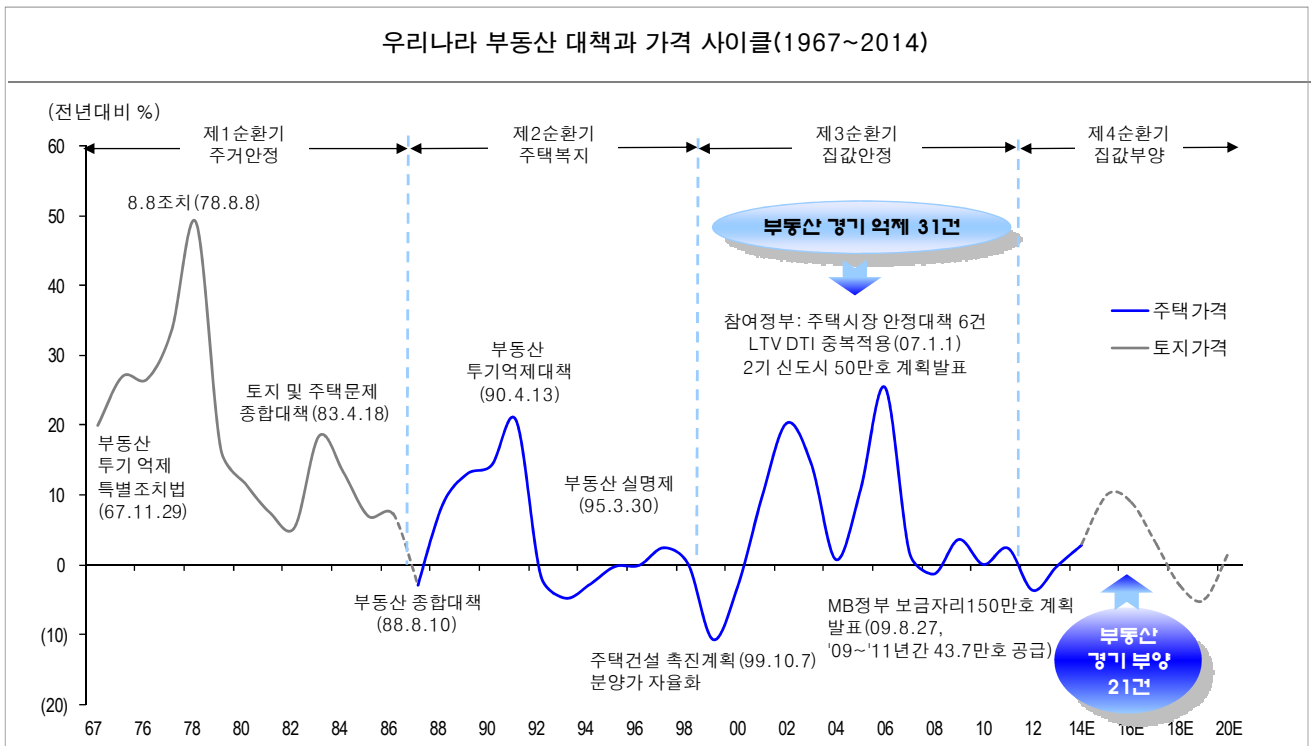
III-1. 부동산 수급 : 한국의 부동산 사이클



자료: 신한금융투자



III-1. 부동산 수급 : 부동산 대책은 가격변화를 유발



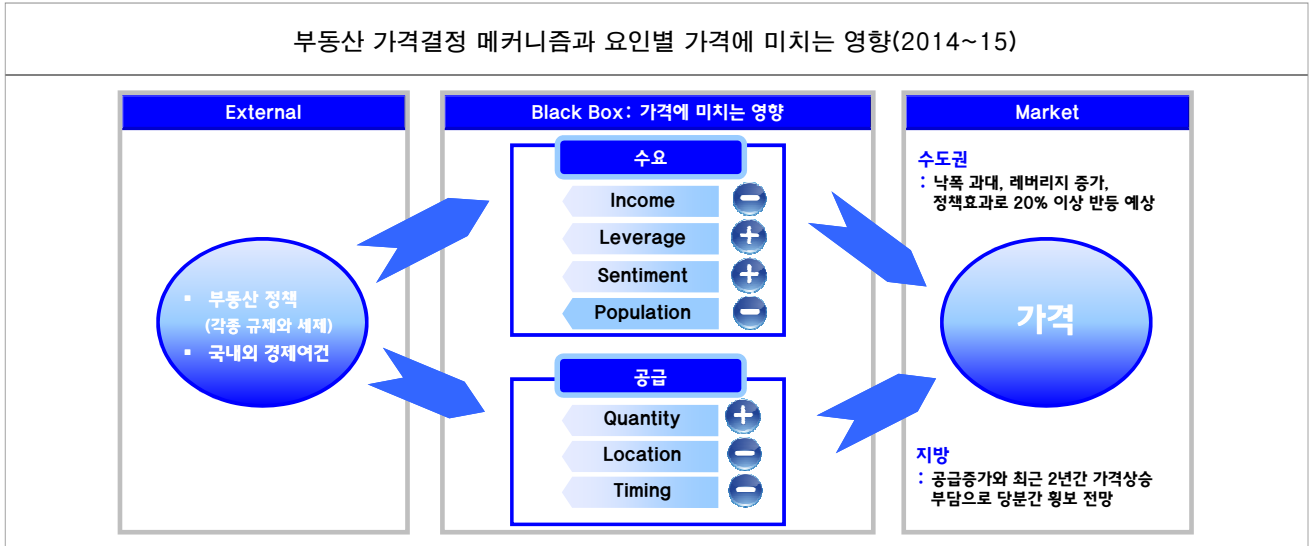
자료: 주택산업연구원, 부동산114, 신한금융투자 / 주: 통계 자료의 미비로 1967~1986은 토지가격, 1987~1999는 주택가격, 2000년 이후는 아파트 가격의 변동률을 사용함



III-2. 가계부채

레버리지의 몰락과 인구의 등장

- 향후 2년간 금융(Leverage)과 심리(Sentiment) 요인 우호적일 전망
2017년부터 생산가능인구 감소로 인구(Population)요인 불리하게 작용
- 택촉법 폐지와 LH공사 3년간 택지지정 정지로 공급요인 우호적으로 전환중

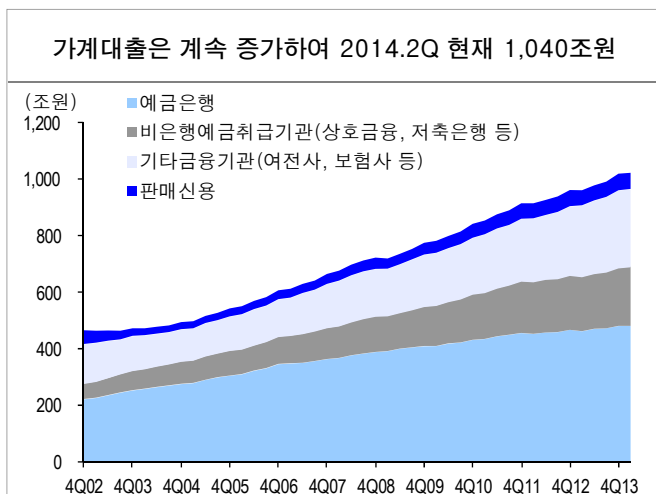


자료: 신한금융투자

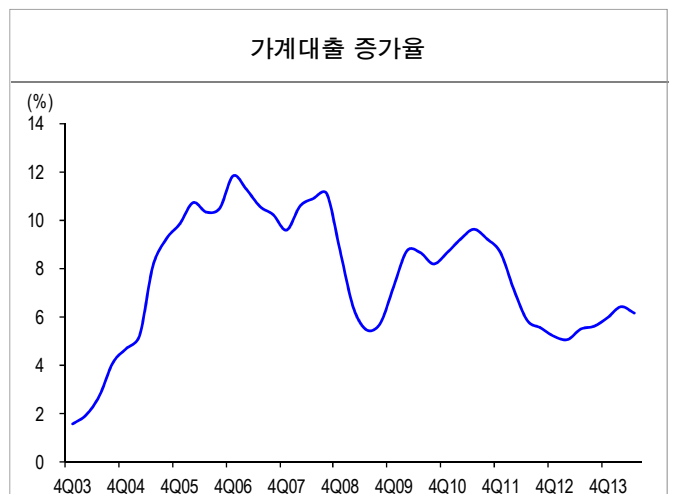
III-2. 가계부채

지방은행과 제2금융권이 대출 증가 주도 : 뜨거운 감자 가계부채

- 우리나라 가계부채는 2000년대 이후 끊임없이 증가하여 가처분 소득 대비 세계 최고 수준, 올해 상반기 현재 1,040조원
- 금융위기 이후에도 지방은행, 상호금융, 저축은행, 여전사, 보험사는 9%대의 빠른 성장. 시중은행은 2.5%로 디레버리징 중
- 전체 가계대출 증가율은 둔화중(지난 12년간 증가속도 1분기 0.84%로 가장 느리고, 4분기는 2.66%로 가장 빨라)



자료: 한국은행, 신한금융투자

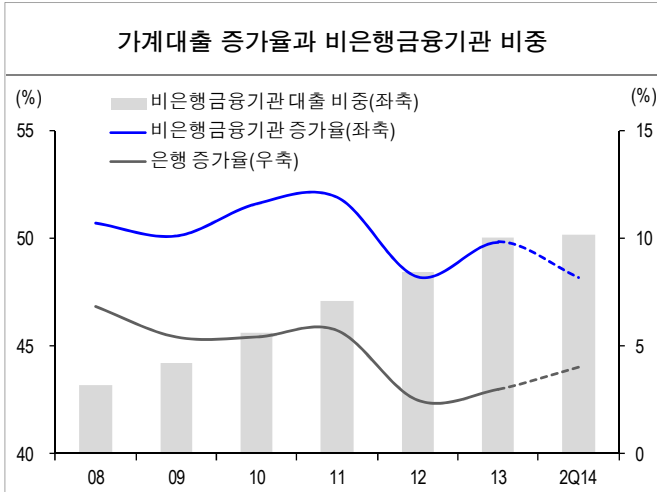


자료: Bloomberg, 신한금융투자

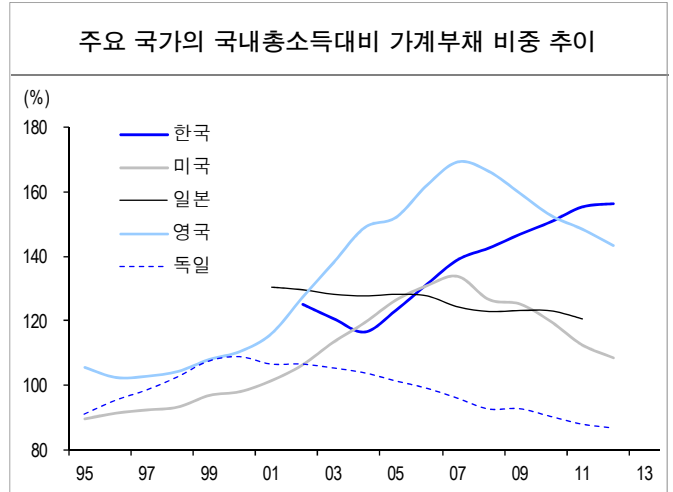
III-2. 가계부채

가계부채 GDP대비는 보통, 가계소득대비는 1등 가계부채 증가를 주도한 지방은행과 제2금융권

- 금융위기 이후 비은행의 가계대출 증가 두드러져 상호금융과 여전사의 자산성장 두드러져
- GNI대비 160% OECD가입국 중 GNI대비 가계부채 수준 최고(300%가 넘는 폴란드와 같은 나라도 있음)



자료: 한국은행, 신한금융투자



자료: Bloomberg, 신한금융투자

III-2. 가계부채

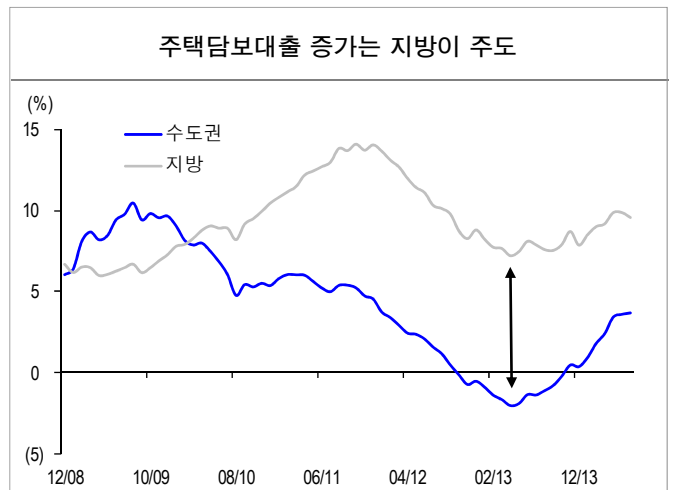
2010년대 주택담보대출 증가 지방이 주도 : 가계부채 증가를 주도한 지방 부동산

- 2011~2012년 전국으로 보면 주택담보대출 증가하였으나 수도권은 집값은 오히려 소폭 하락
- 원인1 : 수도권의 제2기 신도시 50만호 입주와 보급자리 150만호 공급이 맞물려
- 원인2 : 이 시기의 대출 증가가 지방에서만 이루어져. 지방 부동산은 급등하였고, 지방은행의 자산은 급증함

은행권 대출 및 자산 증가 : 지방은행 2000년대 이후 급성장

잔액 (조원)	시중은행		지방은행		일반은행 계	
	대출채권	자산총계	대출채권	자산총계	대출채권	자산총계
1999	259.6	411.9	22.5	40.5	282.1	452.4
2009	723.4	1,021.4	71.7	104.8	795.1	1,126.2
1Q14	804.7	1,107.6	108.5	147.3	913.2	1,254.9
연평균증가율 %						
2000년대	10.8	9.5	12.3	10.0	10.9	9.5
2010년대	2.5	1.9	10.2	8.3	3.3	2.6

자료: 금융감독원, 신한금융투자

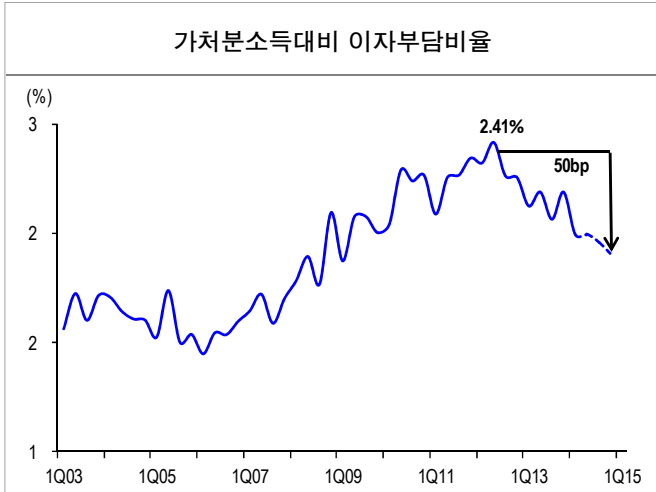


자료: 한국은행, 신한금융투자

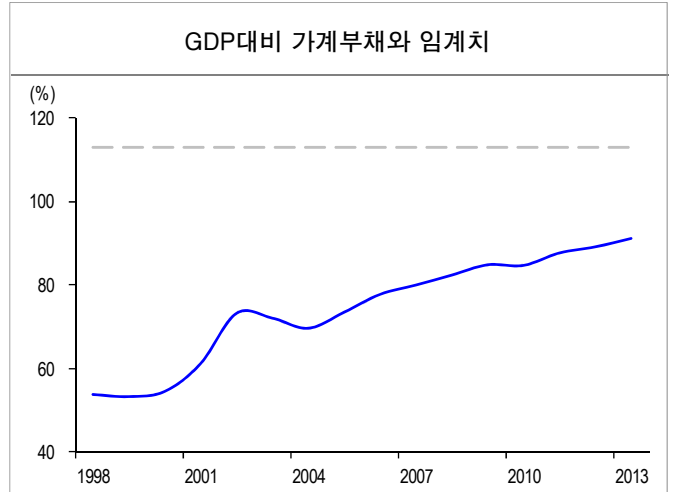
III-2. 가계부채

가계 이자부담은 20% 경감 : 가계 부채 수용 능력

- ▶ 가계대출 총액은 늘었으나 금리하락과 증가율 둔화로 이자부담은 '12.2Q를 정점으로 20% 경감된 상태
- ▶ 1인당 GDP증가를 멈추게 하는 가계부채의 임계치까지 24% 여유
- ▶ 은행이 대출을 줄일 때 집값 크게 빠질 위험 있어 → 그러나 은행에게 주택담보대출 외에 마땅한 수익모델 없어

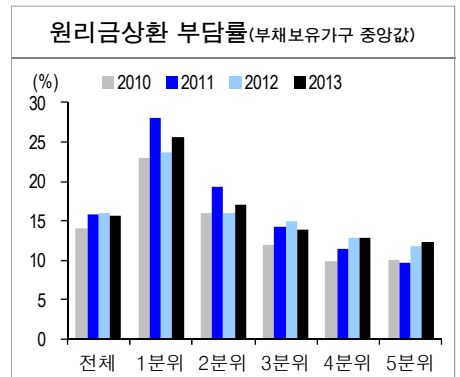
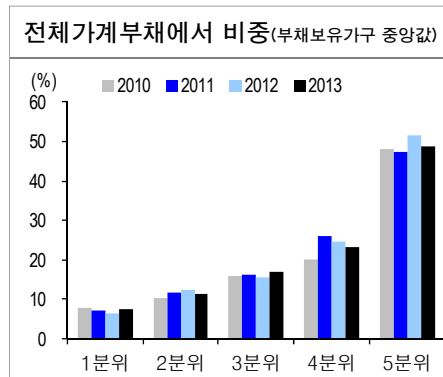
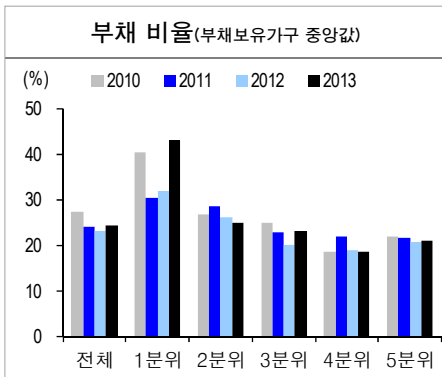
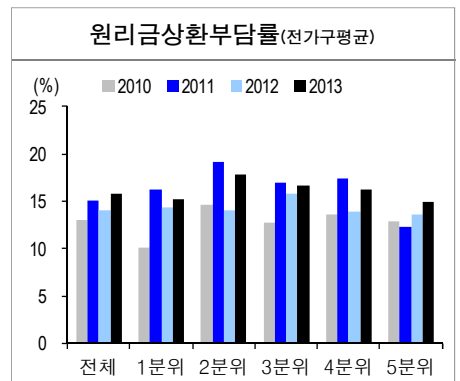
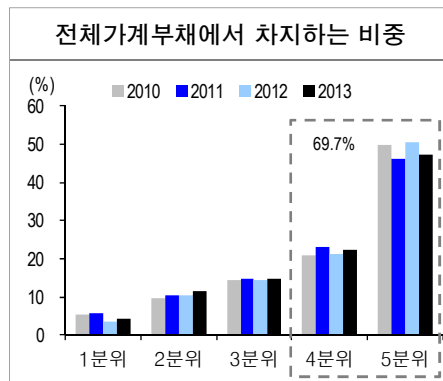
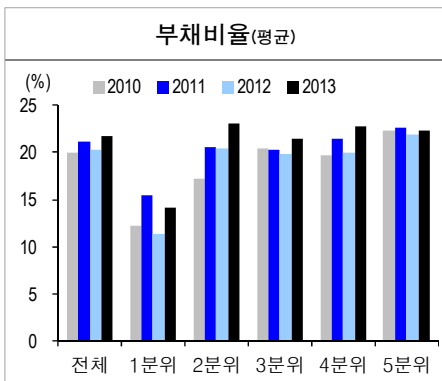


자료: 한국은행, 신한금융투자



자료: 한국은행, 신한금융투자

III-2. 가계부채 : 가계부채의 구성

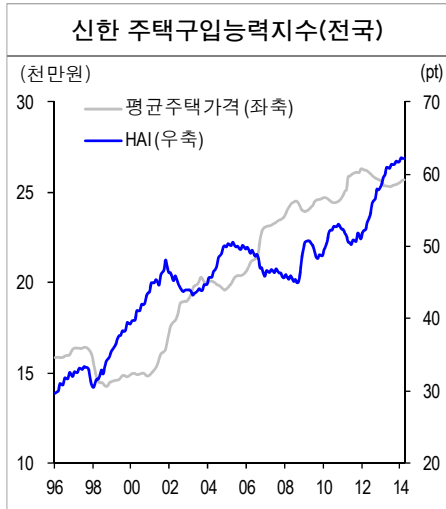


자료: 통계청, 한국은행, 신한금융투자

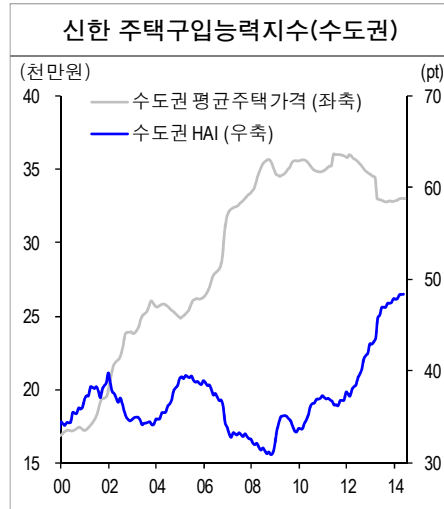
III-2. 가계부채

주택구입능력 수도권 개선, 지방 저조 : 주택구입능력지수

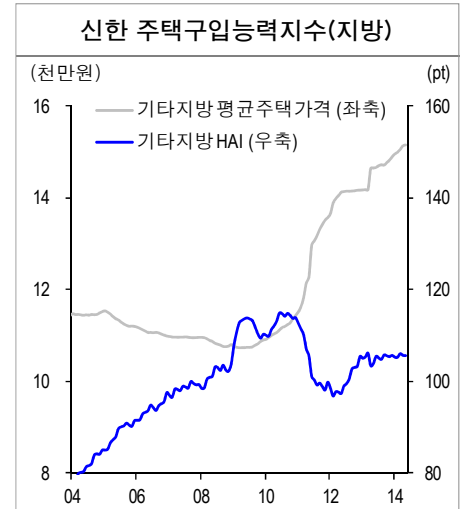
- ▶ 주택구입능력은 주택가격/금리와 역의 관계, 소득과 정의 관계
- ▶ 금리, 집값, 소득을 감안시 수도권 집값은 매우 저렴해진 상황. 지방은 구입능력 악화



자료: 통계청, 한국은행, 국민은행



자료: 통계청, 한국은행, 국민은행

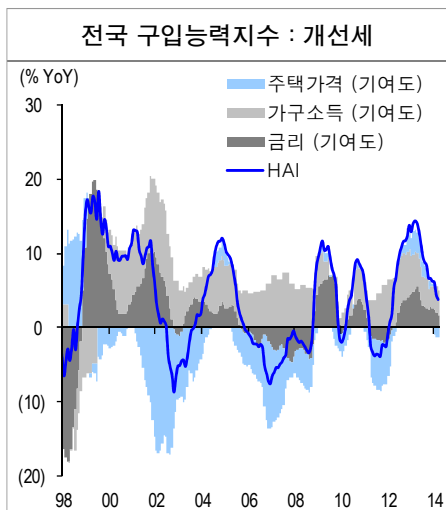


자료: 통계청, 한국은행, 국민은행

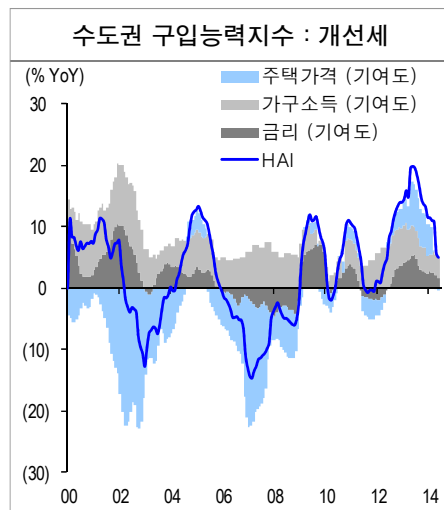
III-2. 가계부채

주택구입능력 수도권 개선 : 가장 큰 원인은 소득과 금리하락

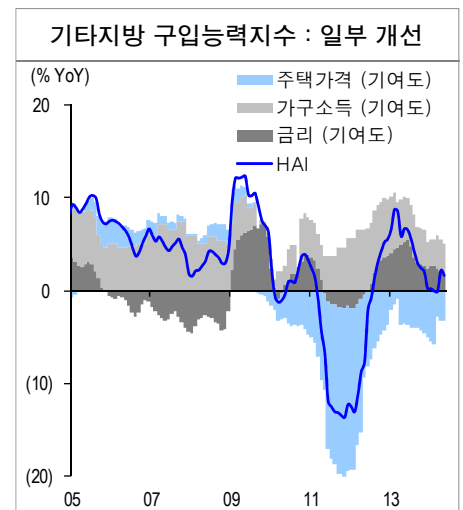
- ▶ 수도권은 큰 폭으로 상승 : 금융위기 이후 수도권 집값 10.6% 하락, 명목소득 37% 증가, 국고3년 금리 3.8%p 하락
- ▶ 지방은 2011년과 2012년 상반기 주택가격 급등
- ▶ 금융위기 이후 지방 아파트 가격 41.7%나 올라 금융위기 때보다 주택구입능력 악화



자료: 통계청, 한국은행, 국민은행



자료: 통계청, 한국은행, 국민은행

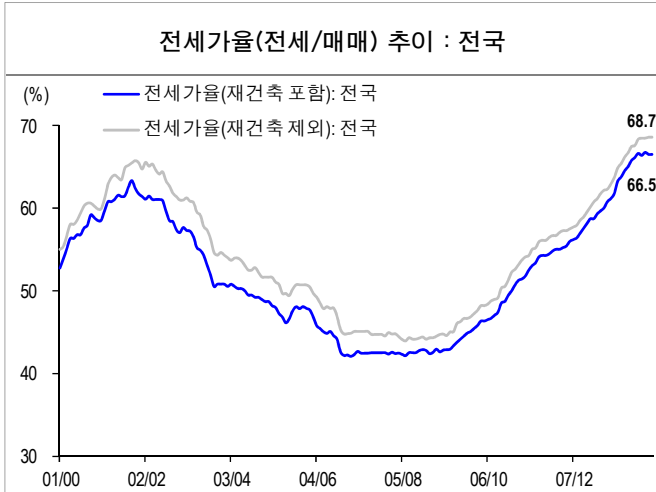


자료: 통계청, 한국은행, 국민은행

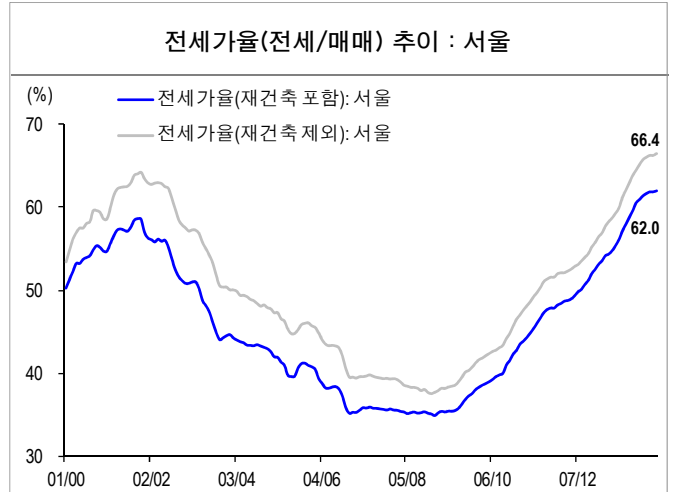
III-2. 가계부채

집값 단기적으로 하락보다 상승가능성 높아 : 전세/매매비율

- ▶ 이미 전국적으로 2002년 고점 수준 도달, 금융위기 이후 전세가 상승률이 매매가 하락률의 세 배
- ▶ 집값이 고정이고, 집을 보유하는데 따르는 비용이나 추가효용이 없다고 가정하면 전세/매매비율은 100%가 정상
- ▶ 현실적으로는 주택보유에 따른 안정감, 기호에 맞는 개조/인테리어 등 효용이 비용보다 더 커 70% 이하가 정상



자료: 부동산114

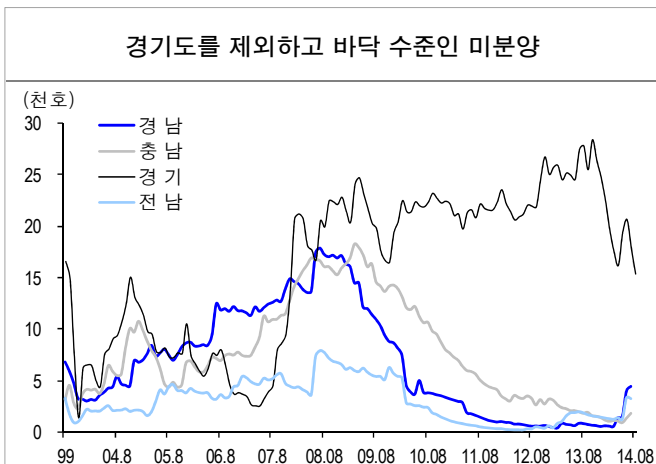


자료: 부동산114

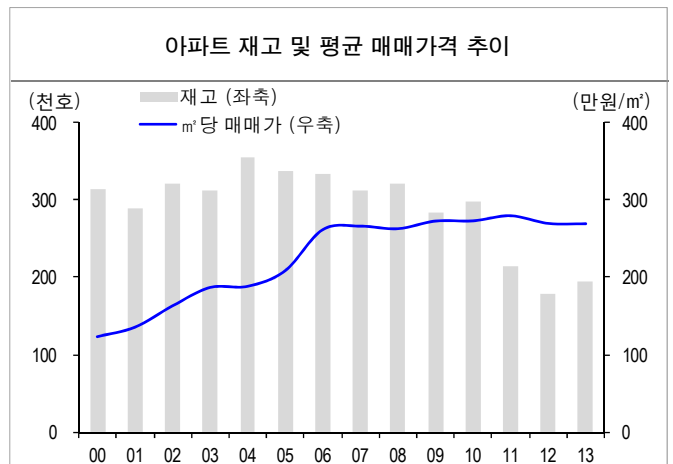
III-2. 가계부채

공급초과 현상 서서히 해소 전망 : 미분양을 보면 집값이 올라도 이상하지 않아

- ▶ 수도권 기분양 미입주 재고 전세가 상승과 매도 가능한 옵션 분양(After living)으로 대부분 해소. 경기도는 2014년 8월 현재 아직 1.5만호로 미분양 재고 남아있으나 점차 줄어들 전망. 영남을 중심으로 지방 미분양 증가세 향후에도 이어질 것
- ▶ 주택재고의 수도권 비중 2012년 60.4%에서 2014년부터 40% 수준으로 감소할 전망
신도시 근거법인 택축법 폐지와 LH공사 3년간 택지지정 금지로 공급 서서히 감소할 전망



자료: 국토교통부, 신한금융투자

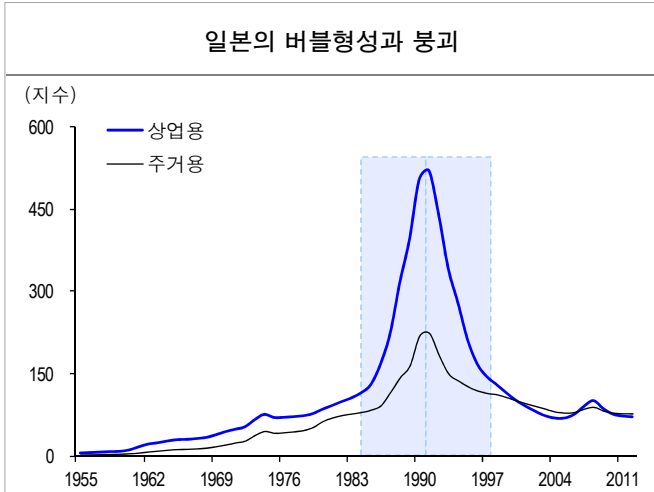


자료: 부동산114, 신한금융투자

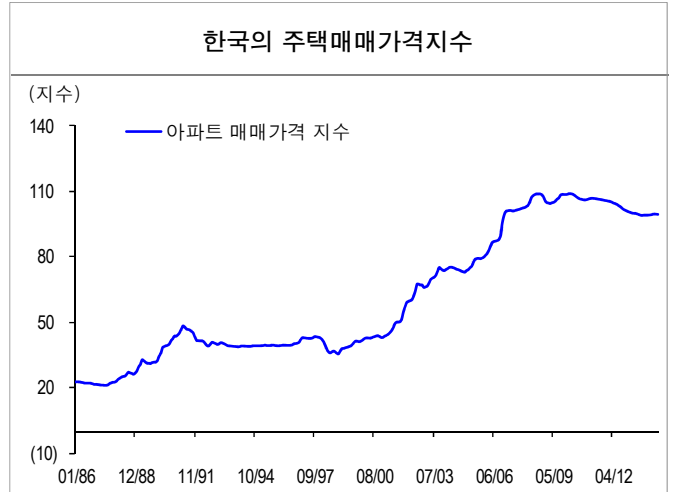
III-2. 가계부채

버블 없이 붕괴 없다 : 금리 인상 및 규제로 자산가격 버블 붕괴

- 1989년 5월부터 1990년 8월까지 일본은행이 기준금리를 2.50%에서 6.00%까지 급격히 인상
- 1990년 3월부터 부동산관련 용자의 총량 규제, 1990년 3월 토지기본법 제정 및 토지세제개혁안 발표
- 일본 상업용 부동산 : 80년대 이후 91년 버블붕괴 전까지 상업용 6.2배, 주거용 3.6배 올라 90년대 87% 하락
- 한국 주택가격 : 외환위기 이후 15년간 64% 밖에 안올라(서울 1.9배)



자료: BOJ, 신한금융투자



자료: KB국민은행, 신한금융투자

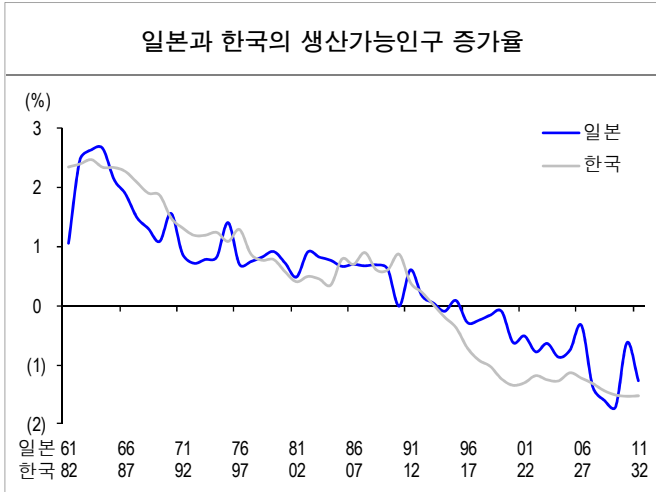
III-2. 가계부채 : 한국 vs. 일본 : 같은 운명, 다른 길

	일본 버블 진입기 8년(1983~1991)	내용	한국 버블 진입기 8년(1999~2007)
공통점	▪ 동경도심 지가가 우선급등 (주가상승 병행)	부동산시장	▪ 서울 강남 아파트 가격이 주도
	▪ 저금리기조, 10% 웃도는 통화증가율	금융정책	▪ 저금리로 시중 유동성 풍부
	▪ 소비자물가 1% 미만 하락 → 건축통화정책 명분 미약	물가	▪ 소비자물가 3~4%대에서 안정 → 금리인상 어려움
	▪ 부동산 관련 과잉대출 (오피스의 경우 LTV 100% 이상)	금융	▪ 가계와 자영업자의 부동산 관련 대출 급증
	▪ 토지불매 신화	사회적 인식	▪ 강남아파트 불매 신화, 금융위기 이후 자가보다 전세를 선호
	▪ 양도세를 금상승으로 수급 왜곡	정책실패	▪ 세제 중심 규제로 공급 부족, 금융위기 이후 수도권은 보금자리와 2기 신도시로 급격한 공급 증가
	▪ 기업대출에 완화적이었던 정부	정치환경	▪ 가계대출에 완화적이었던 정부
차이점	▪ 기업부채 증가 → 자산가치 증가 → 기업부채 증가	거품의 주체	▪ 가계부채 증가 → 부동산가치 증가 → 가계부채 증가
	▪ 토지와 사무용 빌딩	주도자산	▪ 아파트
	▪ 주요 도시 등 전국적 양상	거품지역	▪ 서울과 수도권 일부
	▪ 60년대에 이미 100% 웃돌아	주택보급률	▪ 서울 (89.7%), 수도권 (96.8%) : 공급 여전히 부족
	▪ 100% 이상까지 가능, 거품붕괴 때 금융기관 부실화	시가대비 담보대출액	▪ 50%~80% 수준으로 금융기관 부실 가능성 낮음 (2013년말 은행권 평균 LTV 49.5%)
▪ 과도한 금리인상, 대출총량제 등으로 가격 급락	정부정책	▪ 대출총량제 (DTI 50~60%) 실시	
▪ 대출총량제 : 기존 대출을 상환하는 범위에서 신규대출		▪ 금리 인하, 과도한 부채조정은 없을 것	

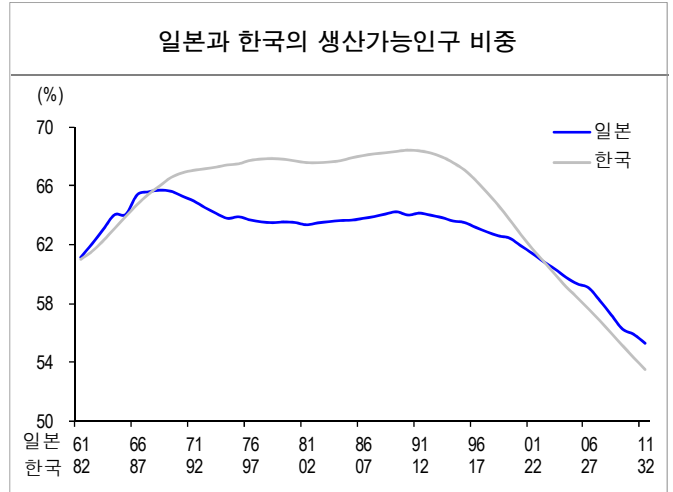
III-3. 인구

인구와 부동산 : 인구 장기전망

- ▶ 인구와 레버리지 효과 저물어 장기적으로는 부동산수요 진작시킬 마땅한 방법 없어
- ▶ 역도시화 : 한국은 전체 인구의 92%가 도시지역에 거주, 베이비부머(55년~63년생)의 은퇴로 역도시화 위험 내재
- ▶ 생산가능인구 감소 : 2012년을 정점으로 우리나라 생산가능인구 비중이 하락하여 2013~2050년 20.4%p 하락 [2017년에는 생산가능인구도 감소] 20년 전 일본과 비슷한 인구구조



자료: CEIC, 통계청, 신한금융투자



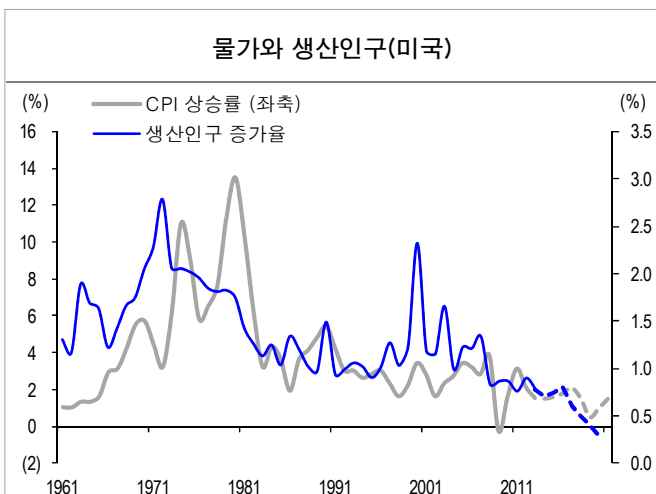
자료: CEIC, 통계청, 신한금융투자



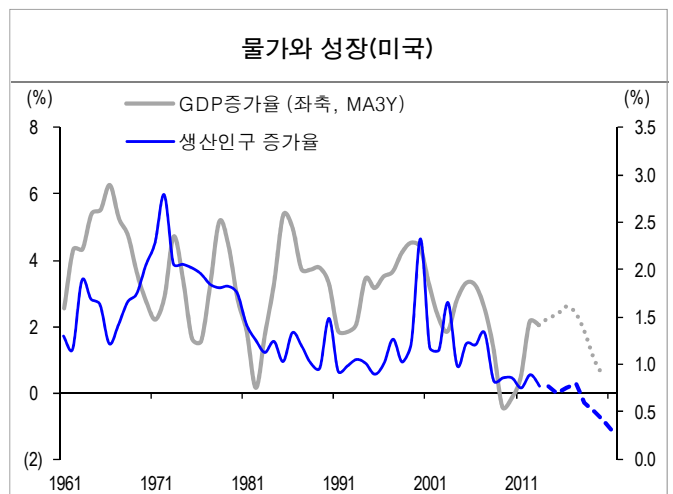
III-3. 인구

생산인구 확대 정책 필요 : 인구를 늘리는 정책 나와야

- ▶ 이민정책 : 구매력, 노동력, 창의력을 아웃소싱하는 것. 순혈주의는 글로벌 경쟁시대에 어울리지 않아
- ▶ 남북통일 : 통일은 남한보다 북한이 더 원할 것. 남한도 결국은 간절해질 수 밖에...



자료: UN, Princeton University, 신한금융투자



자료: UN, Princeton University, 신한금융투자

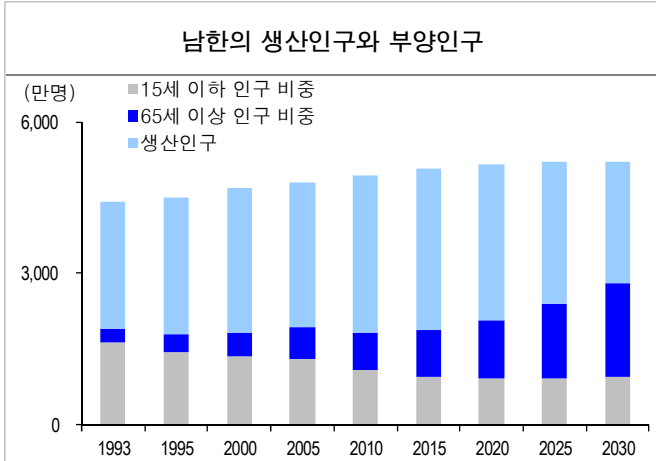


III-3. 인구

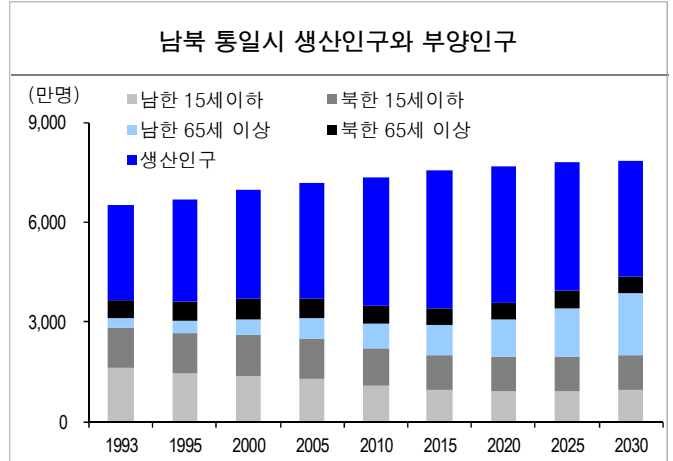
통일, 인구관점에서 대박

: 꺼진 성장엔진을 살리는 일, 단계적 통일 가능성 높아

- 동서독과 달리 남북한은 인구(2.0배)와 국토면적(0.83배)은 큰 차이 없으나 소득격차는 37.7배로 커 단계적 통일로 가야
- 부동산 : 당장 북한에 가서 땅을 살 수는 없는 일. 수도권 부동산 가격 오히려 오를 수도
- 금리와 물가 : 자본부족 국가로 전환을 의미하므로 물가와 금리 모두 올라야 정상
- 환율 : 독일처럼 일시에 복지부담 지을 수 없고, 성장에 대한 기대를 감안시 안정적인 가능성 높아



자료: FISIS, 신한금융투자



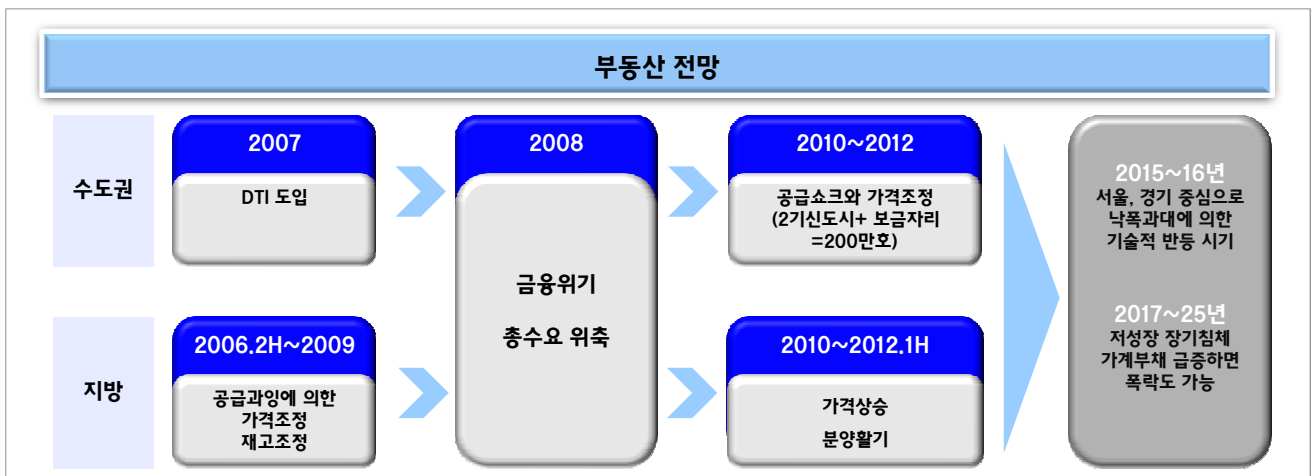
자료: FISIS, 신한금융투자



결론 : 한국 부동산 3년 반등, 10년 장기침체 전망

2017년 이후에도 급락할 가능성은 낮아

- 금융이 안전 : 은행과 보험이 안전하며, 금융기관간 리스크 절연막 있어
- 가격조정 : 2007년부터 미리 오랫동안 선제적 거품빼기 진행. 수도권의 경우 실질가격은 이미 반토막
- 한국의 대출은 가계 주택담보대출로 실질적 LTV 낮고, 대수의 법적 성립하여 부실화 가능성 낮아
- 수도권 공급 억제 정책과 소형주택에서 매년 17만호씩 새로운 수요 발생
- 주택구입능력 개선중 : 금리 하락, 소득 상승, 가격 하락



결론 : 가계부채와 부동산

- **Choinomics의 핵심은 부동산정책**
: 부동산 회복 여부에 의해 정책판단도 달라지고, 금리와 주가도 영향을 받으므로 부동산 전망이 매우 중요한 시점
- **부동산과 Credit Risk**
: 부동산은 모든 레버리지의 출발점이므로 건설사와 금융사의 신용도 판단에 중요한 영향 미침
- **가격 조정, 금리 하락, 소득 증가**
: 서울과 수도권 부동산의 경우 금융위기 이후 6년간 10.6% 조정 받았고, 명목소득은 37% 올랐으므로 실질적으로 집값은 35% 하락한 꼴. 여기에 금리하락까지 반영한 주택구입능력지수는 사상최고 수준으로 개선
- **레버리지 효과**
: 2000년대 이후 집값을 가장 잘 설명하는 변수는 레버리지 요인. 금리인하와 LTV, DTI 완화로 가계부채는 100조원 정도 Debt Capacity 증대 효과 있음
- **가계부채의 딜레마**
: 2016년까지 100조원 이상 증가시 수도권 부동산 가격 크게 상승 가능 2017년 이후 버블붕괴도 가능 : 은행과 감독당국이 속도조절 할 가능성 높아 폭락은 없을 것 → ∴ 상승폭 크지 않고, 금융기관(은행과 보험)이 안전해 차압에 나서거나 부동산을 던지지 않기 때문 기간조정이 현실적
- **부동산 가격**
: 수도권 부동산 가격 2015년까지 20% 오르고, 2017년 이후 장기 횡보 전망. 지방의 경우 상승폭 미미할 것
- **부동산 폭락은 없을 것**
: 이에 따라 건설사와 은행/보험/여전사의 신용도도 2년 정도 개선세 보일 전망

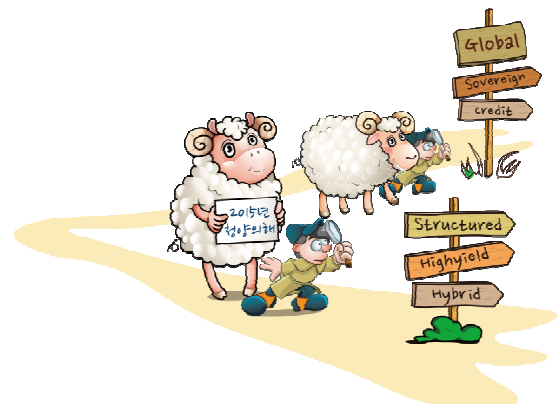


IV. 금융안정성

1. 은행
2. 보험사
3. 상호금융/저축은행
4. 여신전문금융사/증권
5. 결론

신한 금융시장 FORUM

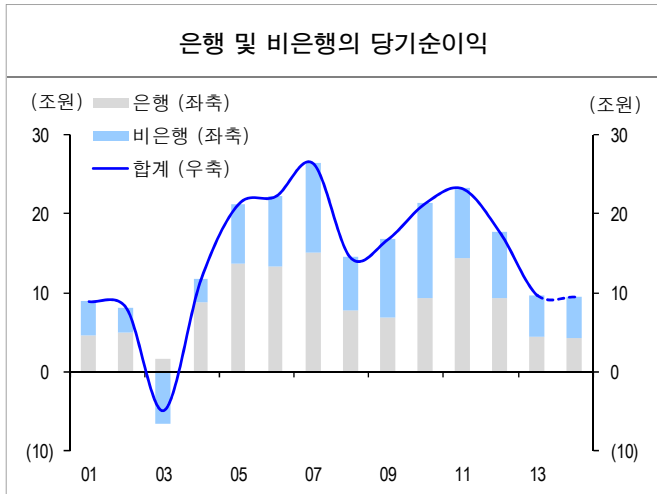
2015년 국내외 채권시장 전망 및 투자전략



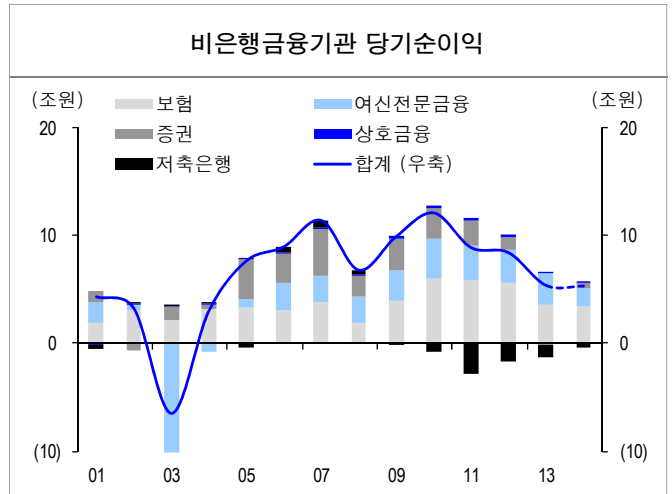
IV-1. 금융 안정성 : 은행

전 금융사 수익성 저하중 : 금융사 수익성 저하는 곧 금융의 국제경쟁력 저하

- ▶ 은행권 순이익 규모는 2011년 145조원 → 2013 45조원 → 2014.1H 42조원
- ▶ 비은행(보험+여전업+증권+상호금융+저축은행) 순이익 2010년 121조원 → 2013 54조원



자료: FISIS, 신한금융투자 / 주: 비은행에서 금융투자회사는 제외



자료: FISIS, 신한금융투자



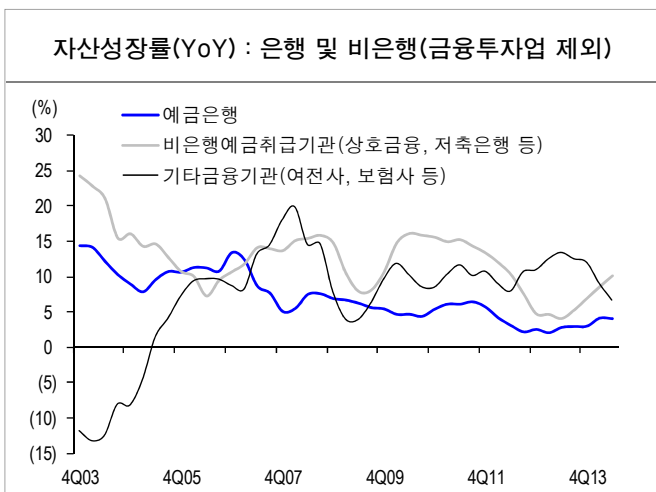
IV-1. 금융 안정성 : 은행

자산성장과 예대율 : 은행은 디레버리징 이미 충분히 진행

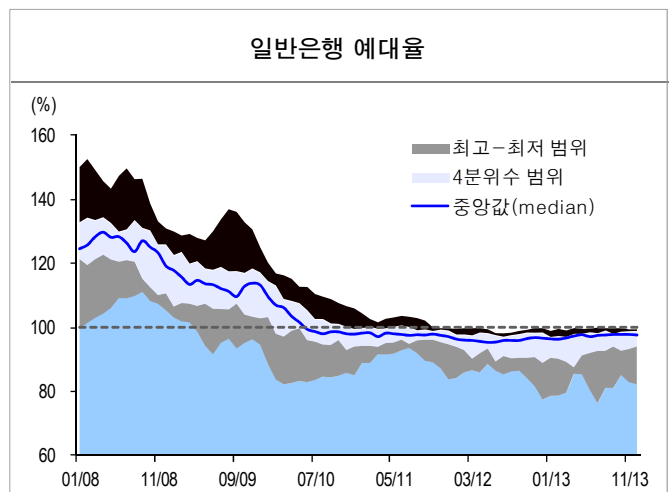
- ▶ 은행 자산 성장 정체 이유: 부동산 침체, LTV/DTI규제, 바젤III 규제, 예대율 규제 영향
- ▶ 예대율 규제가 완화될 경우 은행권의 대출 여력은 수신을 늘리지 않고도 30조 원가량 증가하는 효과

[온렌딩대출(10조원), 농림정책자금대출(8조원), 새희망홀씨대출(3조원) 등 특정 정책 목적으로 집행된 대출은 예대율 산정에서 제외] 잔존 만기 10년 이상 커버드본드 발행 잔액을 예금에 포함시 은행권 전체 원화에수금(1000조원)의 1%인 10조원의 대출 여력 추가 증가

→ 부동산 경기 회복과 함께 은행채와 조건부 신증자본증권(Tier1)과 후순위채(Tier2) 발행 증가 예상



자료: FISIS, 신한금융투자



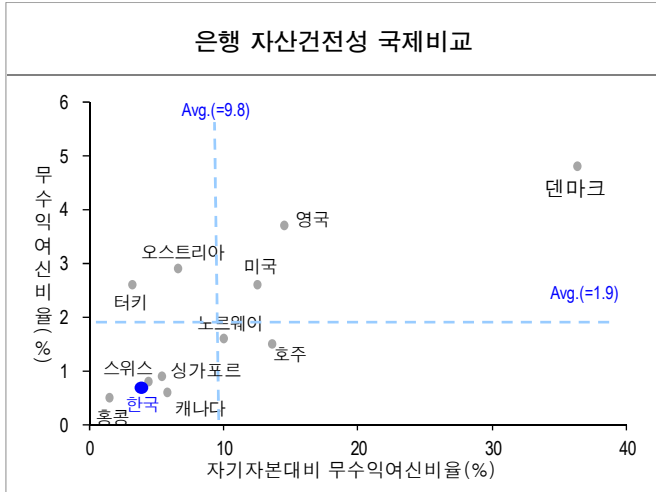
자료: 일반은행 업무보고서, 한국은행
주: '최고-최저 범위'는 4분위로 나누었을 때 1~4분위의 범위이며, '4분위수 범위'는 2~3분위 범위



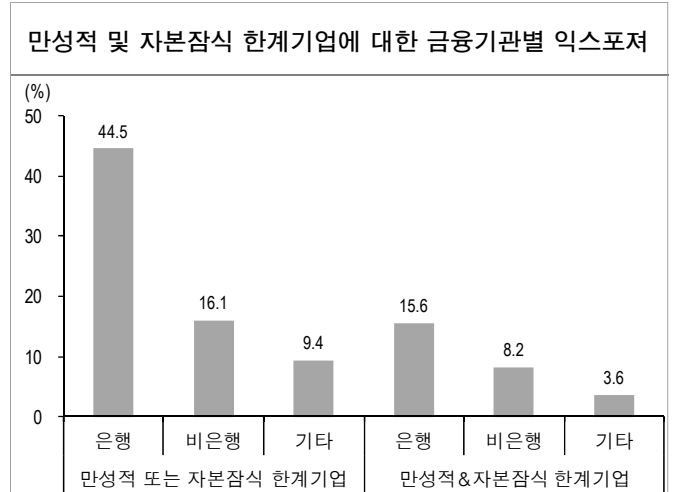
IV-1. 금융 안정성 : 은행

우리나라 은행의 자산건전성 최고수준 유지

- 무수익여신 비율 낮게 유지, 금융위기 이후 자성의 결과
- 2000년대 중반 10%대의 빠른 성장으로 정부 규제 강화도 한 몫



자료: BIS, 신한금융투자



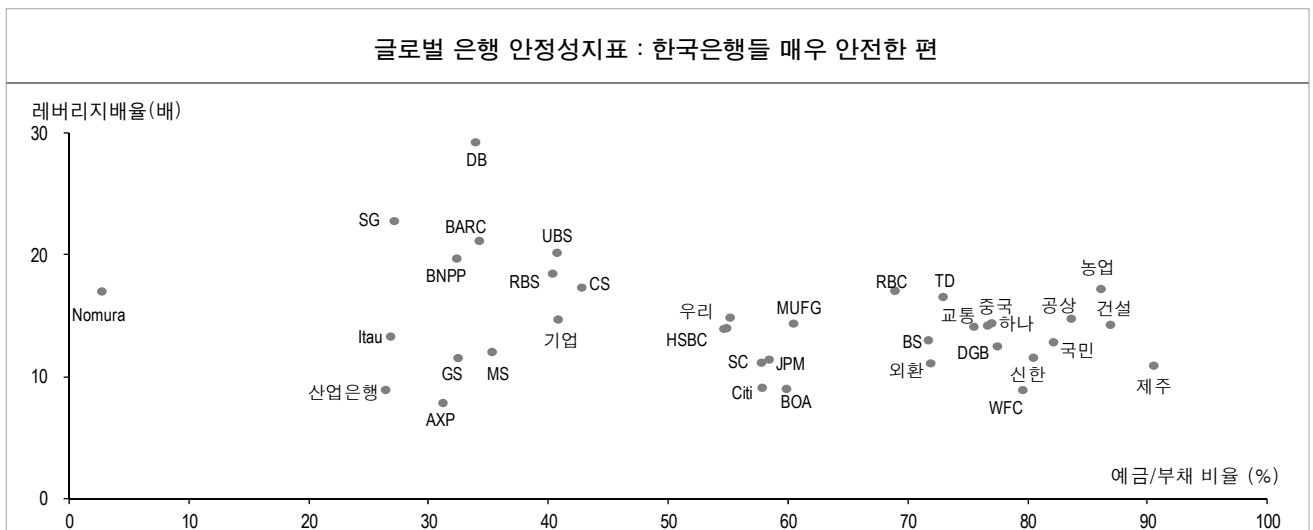
자료: 한국은행, 신한금융투자



IV-1. 금융 안정성 : 은행

은행 건전성은 이상무

- 예금/부채 비율 높아 상업은행의 본질에 충실
- 10배 초반의 낮은 레버리지 비율로 부실 가능성 낮아



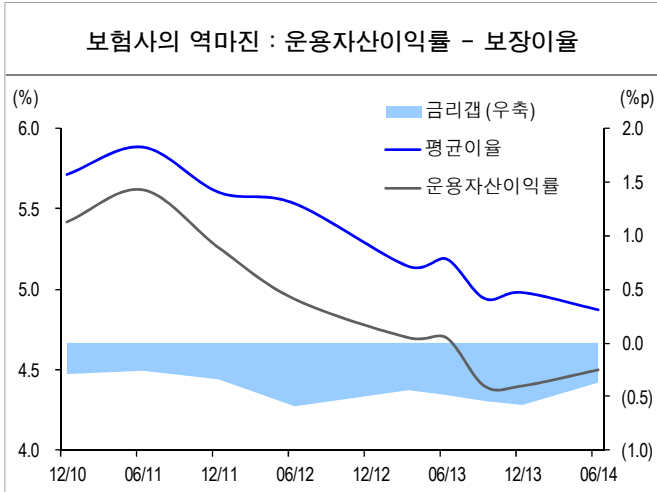
자료: Bloomberg, 신한금융투자



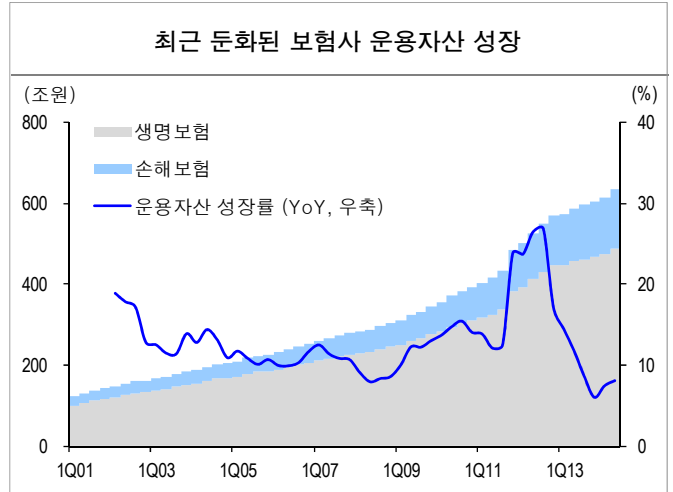
IV-2. 금융 안정성 : 보험사

역마진보다 자산성장 정체가 더 문제 : 이차역마진 축소중 자금유입세 둔화

- 생명보험사의 이차역마진은 2013년말 48bp → 2014.1H 27bp로 축소
- 생보사 운용자산증가율은 2012년 20%대에서 2014.2Q 6.9%(YoY)로 둔화(생보 489조원, 손보 147조원)



자료: 각사 공시자료 취합, 신한금융투자

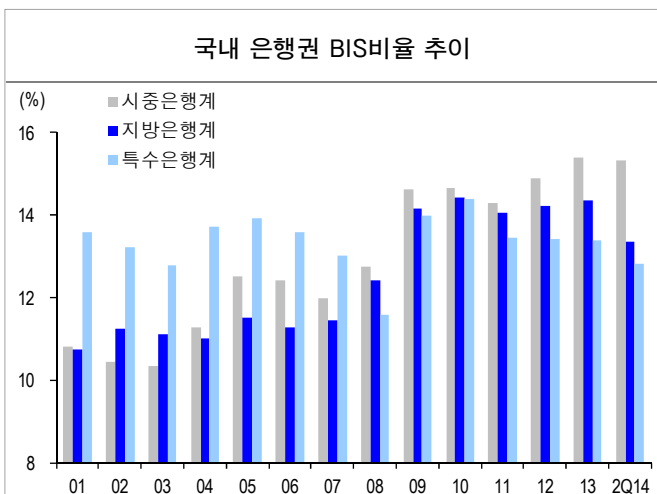


자료: FISIS, 신한금융투자 / 주: 국내영업중인 해외지점 포함

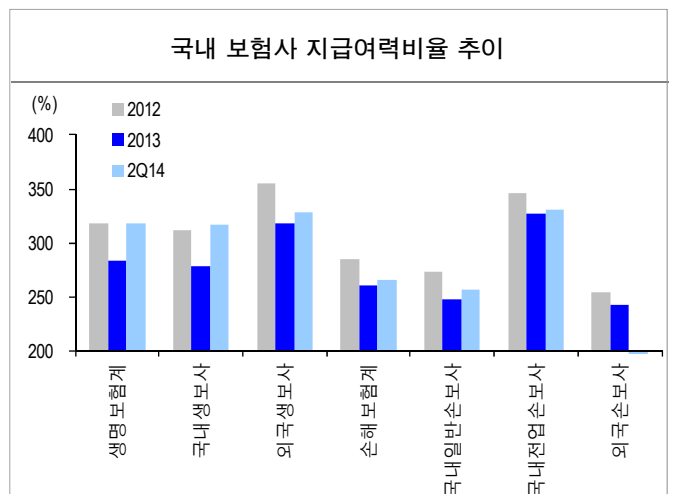
IV-2. 금융 안정성 : 보험

은행과 보험 자본적정성 : 전반적으로 안전

- 은행은 규제수준 8%를 모두 넘겨 전반적으로 안전한 편, 특수은행과 지방은행은 2014년 건전성 악화
- 국내 생명보험사 지급여력비율은 개선, 손보사는 악화[15개 국내 일반 및 전업 손보사의 2014년 6월 말 기준 가용자본은 21.2조원, 요구자본은 8.3조원으로 지급여력비율은 256%로 당국의 권고치 150%보다는 높아]



자료: FISIS, 신한금융투자

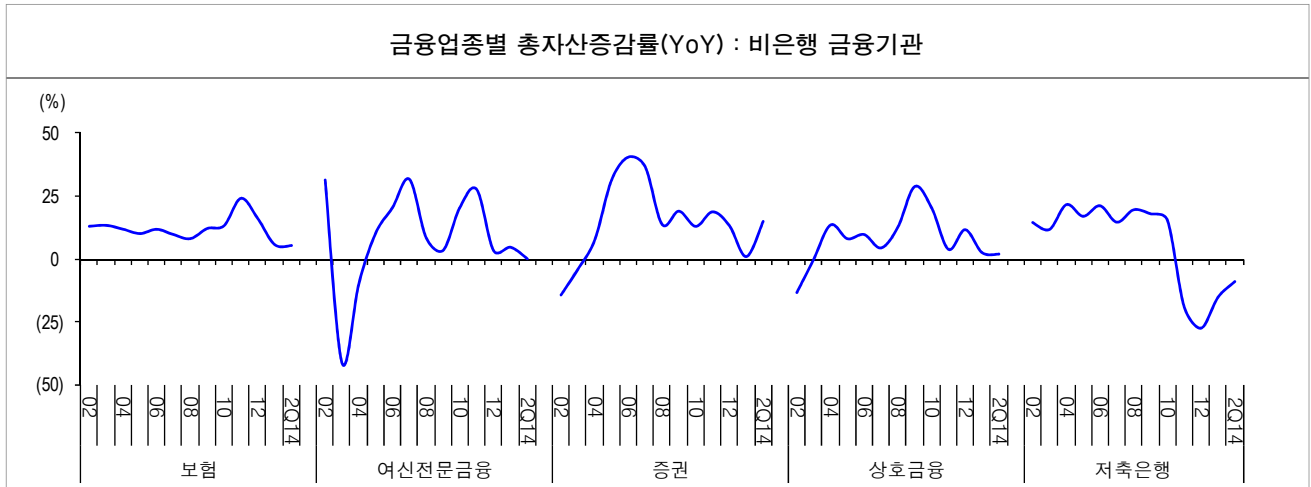


자료: FISIS, 신한금융투자

IV-3. 금융 안정성 : 상호금융/저축은행

자산성장 : 비은행의 놀라운 자산 성장

- ▶ 자산성장은 금융사 리스크 판단의 핵심 → 유의성과 선행성 높아
- ▶ 금융위기 이후 제2금융권의 급성장은 불행을 잉태
 - 보험 : 2009~12 연평균 16.3% 성장후 2013 5.7%, 2014.1Q 5.3%로 성장 둔화
 - 여전사 : 2011~12 20%대의 성장후 정체
 - 증권 : 2014.1H 10% 대 성장 회복

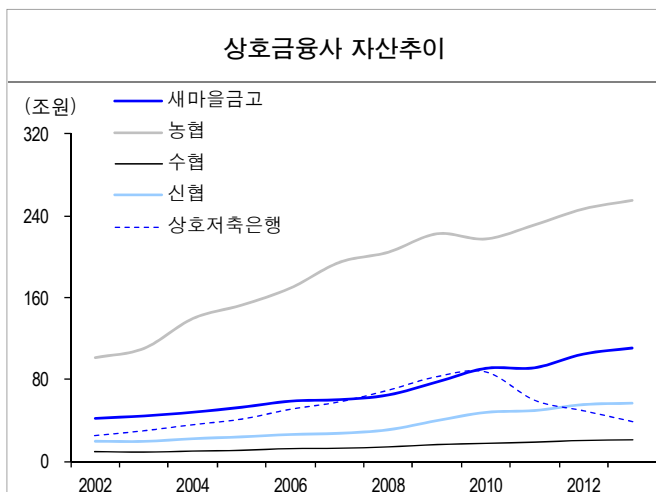


자료: FISIS, 신한금융투자

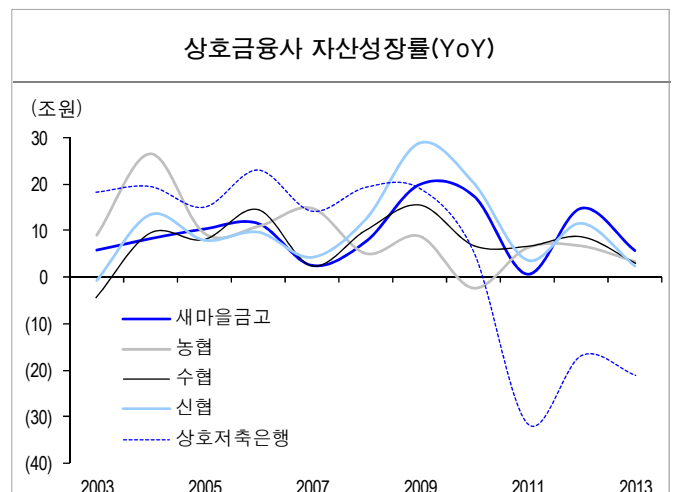
IV-3. 금융 안정성 : 상호금융/저축은행

빠른 성장후 정상화 과정 : 상호금융사와 저축은행

- ▶ 2004~2010년까지 연평균 11.6%의 너무 빠른 성장 → 시중은행으로 대출 유도할 듯
 - 상호금융 : 2009~10년 20% 성장후 정체
 - 저축은행 : 4년째 역성장



자료: FISIS, 신한금융투자

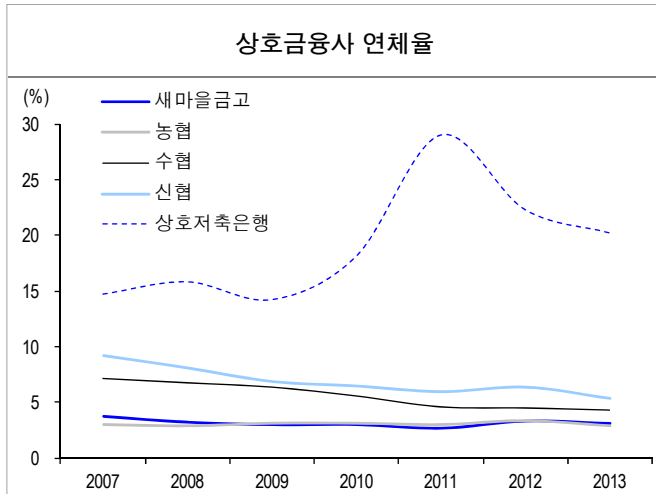


자료: FISIS, 신한금융투자

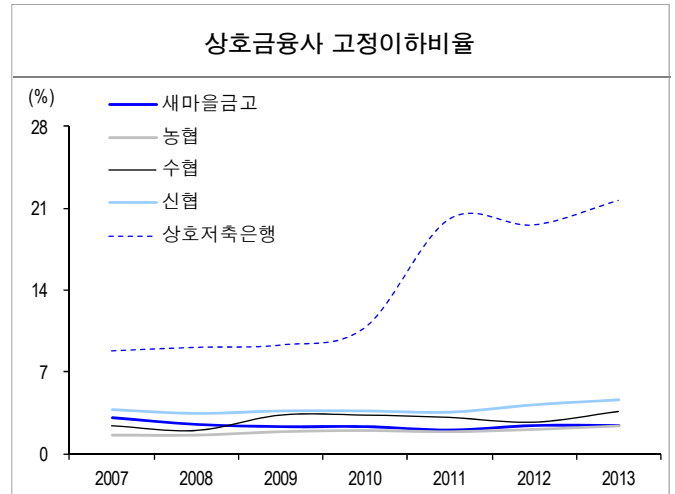
IV-3. 금융 안정성 : 상호금융/저축은행

상호금융사 자산건정성 : 저축은행 자산건전성 악화 후 정상화 과정

- 상호금융사는 자산건전성은 아직 위험 신호 보내지 않아
- 연체율과 고정이하비율은 사후적 위험지표로 자산이 증가일로에 있을 경우 위험신호 보내지 않아
- 최근 둔화된 성장을 감안할 때 동 비율 상승할 전망



자료: FISIS, 신한금융투자

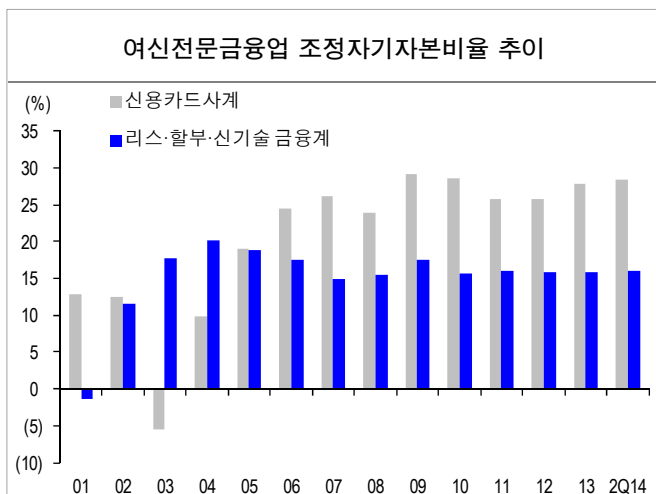


자료: FISIS, 신한금융투자

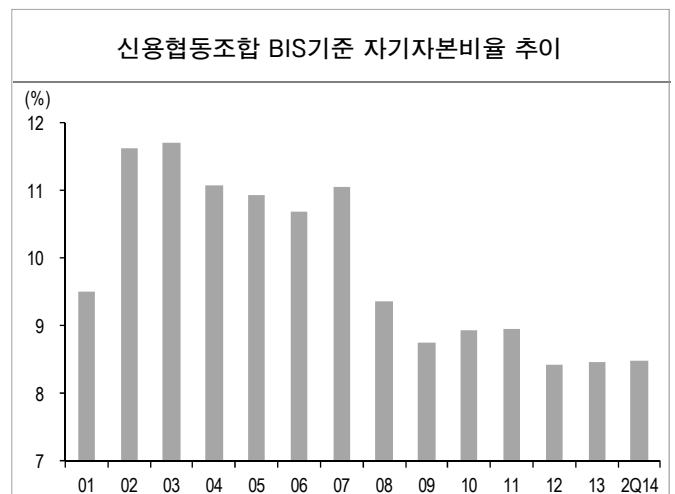
IV-3. 금융 안정성 : 여전사

여전사와 상호금융 자본건정성 : 안심할 수 없는 캐피탈과 상호금융

- 카드사는 여전히 높은 건전성 유지 : 2011년 이후 사실상 자산성장 5% 이내로 억제하는 규제의 효과
- 캐피탈[리스·할부·신기술] : 감독기준인 레버리지배율 10배 넘는 JB캐피탈, 하나캐피탈, 고정이하비율 높은 두산, 무림 등도 있어 업체별 차별화



자료: FISIS, 신한금융투자

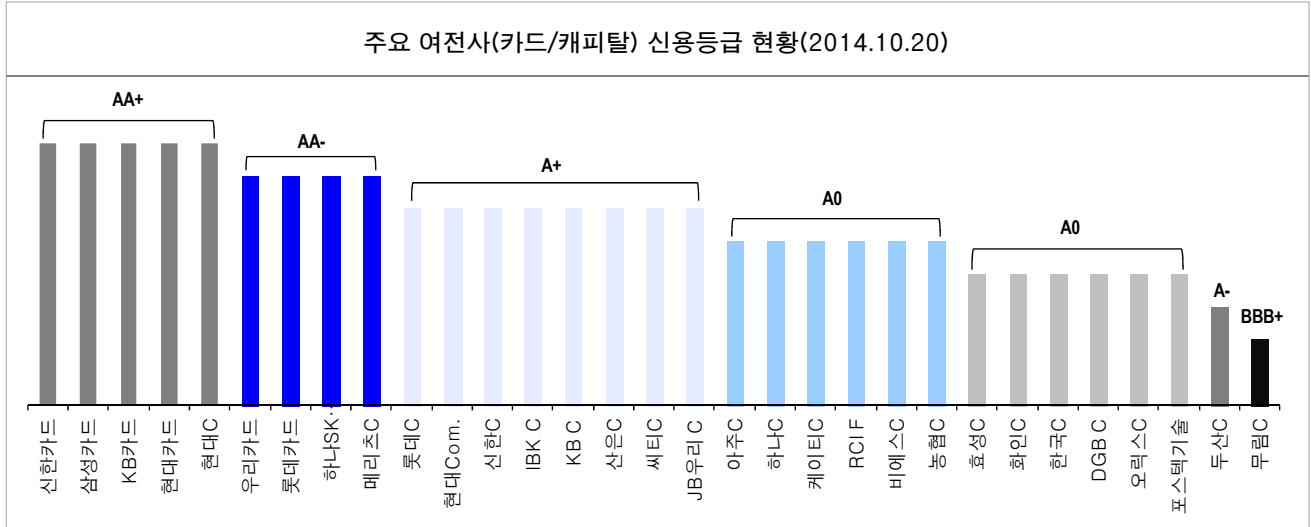


자료: FISIS, 신한금융투자

IV-3. 금융 안정성 : 여전사

신용등급 변동 미미했던 2014년

- 카드 - 캐피탈의 전반적인 성장 정체에도 불구하고 아직 연체율 증가 등 부실 징후 발견되지 않아
- 계열사 지원 가능성과 사업구성이 신용도에 중요한 역할 차지

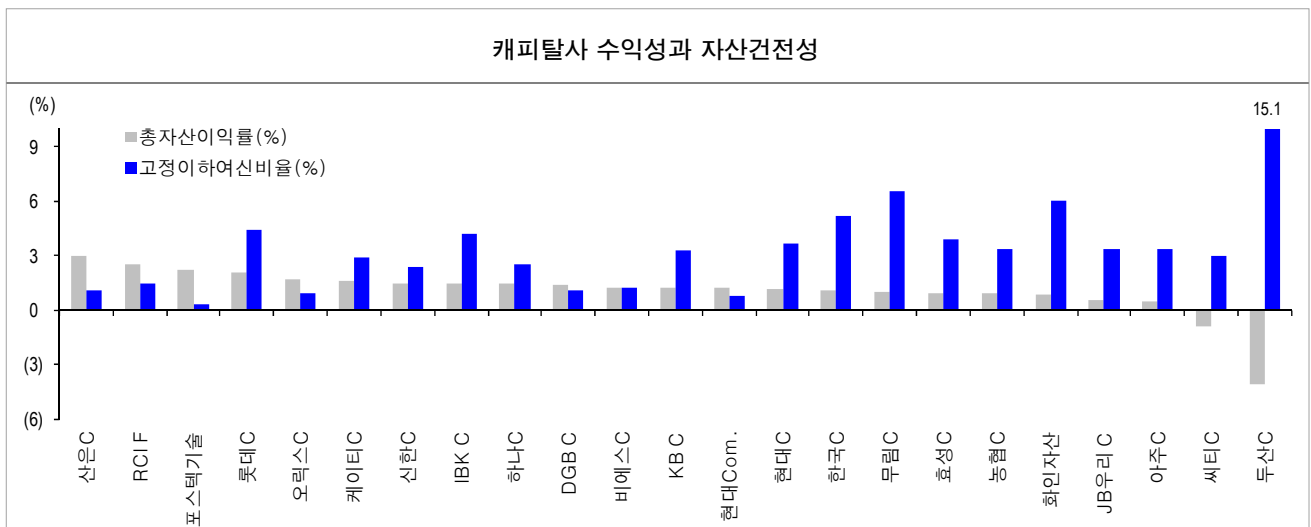


자료: KIS-net, 신한금융투자

IV-3. 금융 안정성 : 여전사

캐피탈사는 개별적으로 접근해야

- 모회사 지원, 사업구성, 리스크에 대한 태도 회사마다 크게 달라 차별적 접근 요구됨
- 고정이하여신비율과 연체율 너무 높거나, 수익성 너무 낮은 업체는 피해야

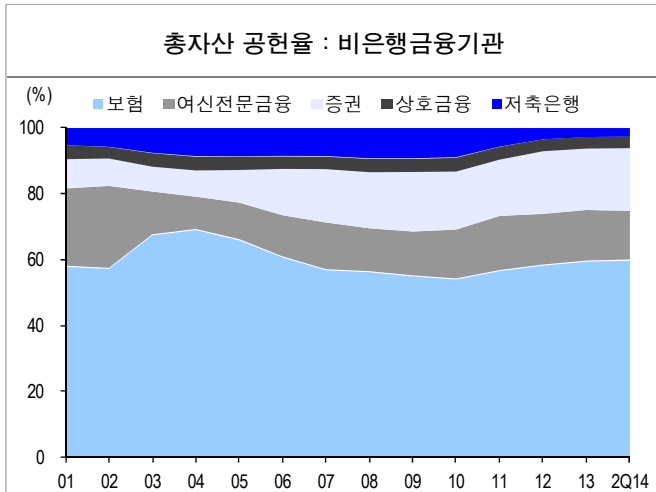


자료: FISIS, 신한금융투자

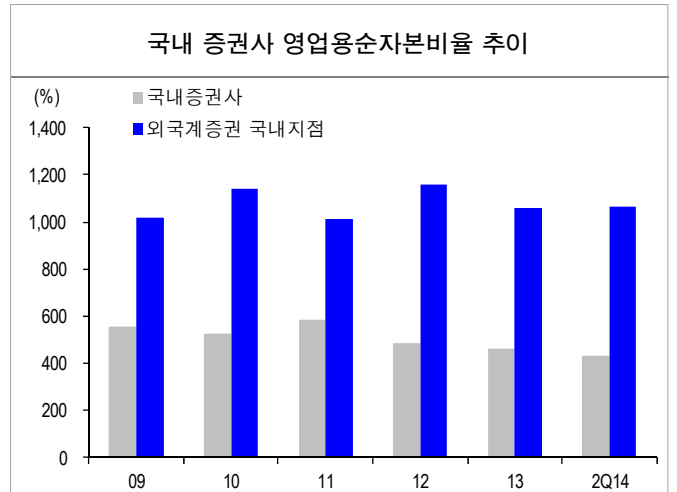
IV-4. 금융 안정성 : 증권

증권사 건전성지표는 이상무, 과당경쟁에 따른 수익성 악화가 문제

- 증권업은 완전경쟁에 가까운 치열한 경쟁의 장
- 2013년을 제외하고 10%대의 자산증가율 유지
- 금리인하 사이클 마무리될 경우 수익 감소 불가피해 보여
- 과점화와 대형화 유도해야



자료: FISIS, 신한금융투자

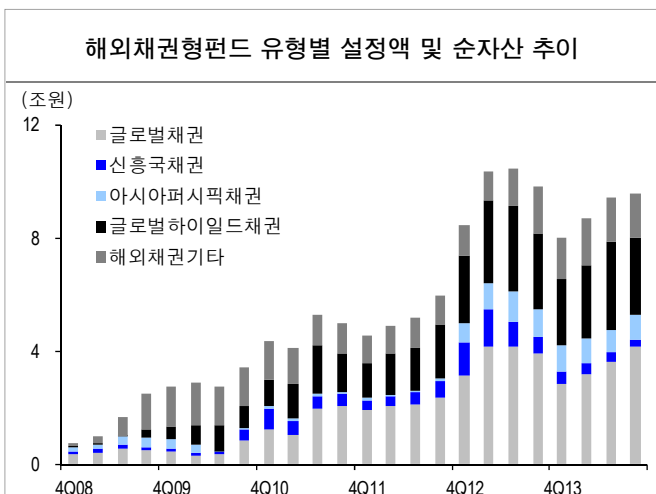


자료: FISIS, 신한금융투자

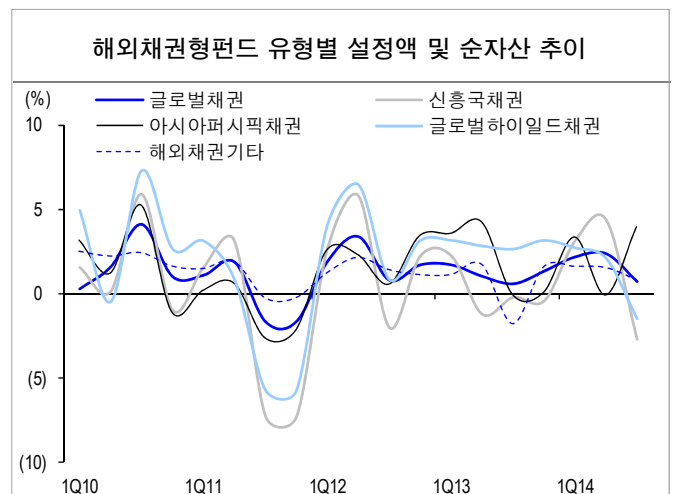
결론 : 각자도생

금융권 역마진 극복을 위해서는 새로운 먹거리를 찾아 각자도생해야

- 해외채권, 구조화채권, 하이일드, 금리와 신용 연계 파생상품, 메자닌 등 새로운 먹거리 탐색해야
- 금리 인하 사이클 마무리로 해외채권 투자 증가하고 있음 2008년말 0.7조원에서 2014.1H 9.5조원으로 13.3배 증가



자료: 에프앤펀드평가



자료: 에프앤펀드평가

결론 : 금융사 안정성 아직은 양호

- ▶ 창조금융 없이 창조경제는 요원
→ 한국 금융사 안전해 금융규제 과감히 완화해야 지방은행, 상호금융, 여전사 대출 시중은행이 흡수해야
- ▶ 금융기관별 안정성
 - 은행 : 전반적으로 세계 최고수준의 안정성 [시중은행 건전성 지표 양호, 지방은행과 특수은행 악화]
 - 보험 : 이차역마진 축소 중, 저금리에 따른 성장정체로 자금수지 악화 가능성 있어
 - 상호금융과 저축은행 : 상호금융 건전성 악화, 예금자보호법으로 시스템 문제로 번지지 않는 것
 - 신용카드 : 성장 규제로 위험 낮아진 상태
 - 캐피탈 : 금성장 후 성장 둔화중, 업체마다 신용도 상이 레버리지 배율 10배 이상인 곳은 조심해야
 - 증권 : 과도한 경쟁, 창조경제를 위해 보호와 육성이 필요 → 과점화와 대형화 유도해야
증권시장 활성화를 통한 창의력 아웃소싱 원활해야 창조경제 실천 가
- ▶ 금융사와 저금리
 - 은행 : 저금리로 예대 마진 축소는 불가피
 - 보험 : 저금리로 확정금리형 상품 판매 중단→자산 유지 고전 예상, 채권 운용에서도 이익 축소 예상
 - 상호금융, 저축은행, 캐피탈 : 은행의 저금리와 대출 완화로 대출 경쟁력 저하 우려
 - 증권 : 채권 운용 수익 감소 예상, 비전통 채권형 상품 찾아 나서야

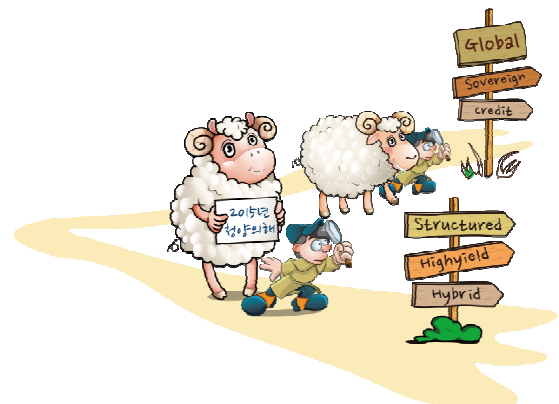


V. 결론

1. 초이노믹스와 한국경제
2. 존망지추 각자도생

신한 금융시장 FORUM

2015년 국내외 채권시장 전망 및 투자전략

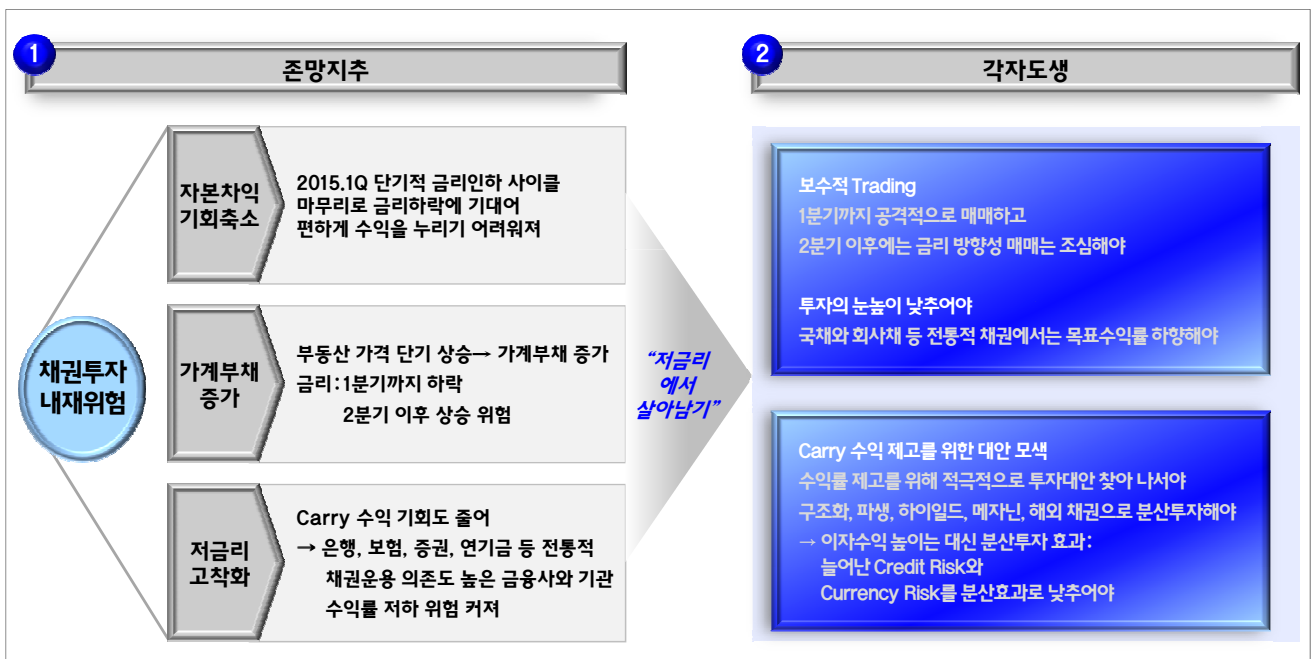


결론 : 초이노믹스와 한국경제

	주요 이슈와 현황	전망과 대안
글로벌 디레버징	<ul style="list-style-type: none"> 여전히 미흡한 글로벌 디레버징 유럽보다는 미국 모델이 성공적 : 민간의 부채를 공공이 흡수하여 내수 위축 최소화 투자 활성화 	<ul style="list-style-type: none"> 한국은 미국 모델 좇아 부채 증가 경로는 '기업 → 가계 → 공기업 → 정부'가 될 것 공사채 정체를 보이고 국채가 크게 늘 것
산업정책 지배구조	<ul style="list-style-type: none"> 얼마 남지 않은 Golden Time : 고령화에 따른 수요위축과 저성장 불가피 한국은 자본집약적 2차 산업 비중 과도해 산업구조 개편 필요 가계 소득 늘리기 위한 획기적 정책 필요 	<ul style="list-style-type: none"> 자본집약 2차 산업 구조조정하고, 지식집약 2차 산업과 3차 산업으로 비중 늘려야 직접금융 [주식, 채권] 발전 없이 창조경제 없다! 감세, 금리 인하, 배당 증가로 가계 가처분소득 늘려야
가계부채 부동산	<ul style="list-style-type: none"> 초이노믹스의 핵심은 금리인하와 부동산 정책 금리와 부동산 가격 하락, 명목소득 증가로 수도권 부동산 가격 사실상 반토막 시중은행 리레버징 가능한 상황 	<ul style="list-style-type: none"> 낙폭 과대에 의한 기술적 반등으로 2016년까지 수도권 부동산 20% 오르고, 지방은 기간조정 → 2017년부터 장기정체 예상 가계부채 수도권을 중심으로 100조원 이상 증가할 것 폭등이 없었고, 금융사 안전해 부동산 폭락은 없을 것
금융사 안정성	<ul style="list-style-type: none"> 전반적으로 금융시스템 안정성 높아 창조경제를 위해 직접금융시장 보호와 육성이 필요 저금리로 예대 마진 축소와 채권 운용 이익 축소 예상 	<ul style="list-style-type: none"> 창조금융 없이 창조경제는 요원 [직접금융시장 키워야 → 한국 금융사 안전해 금융규제 과감히 완화해야 지방은행, 상호금융, 여전사 대출 시중은행이 흡수해야 수익률 제고를 위해 다양한 채권형 상품 찾아 나서야

결론 : 존망지추 각자도생 [存亡之秋 各自圖生]

- 저금리 고착화로 열심히 발품을 팔지 않으면 초과수익 얻을 수 없어



리서치센터

양기인 리서치센터 총괄 02) 3772-2600 kinyang@shinhan.com

기업분석부

소현철 디스플레이, 가전 및 부서 총괄 02) 3772-1594 johnsh@shinhan.com

테크팀

김영찬 반도체, 장비 02) 3772-1595 youngkim@shinhan.com
 하준두 휴대폰산업, 전자부품 02) 3772-1545 jdha1017@shinhan.com
 박광래 디스플레이, 가전 (Jr) 02) 3772-1513 krpark@shinhan.com
 송기태 휴대폰산업, 전자부품 (Jr) 02) 3772-1581 kt.song@shinhan.com
 김민지 반도체, 장비 (Jr) 02) 3772-1509 minji.kim@shinhan.com

통신/서비스팀

성준원 통신, 엔터테인먼트 02) 3772-1538 jwsung79@shinhan.com
 공영규 인터넷, 게임 02) 3772-1527 jxlove1983@shinhan.com
 홍세종 미디어, 광고 02) 3772-1584 sejonghong@shinhan.com
 손승우 인터넷, 게임 (Jr) 02) 3772-1565 swson85@shinhan.com
 양혜원 통신, 엔터테인먼트 (Jr) 02) 3772-3942 hyewon.yang@shinhan.com

소재중공업 1팀

이응주 화학, 정유 02) 3772-1559 eungju.lee@shinhan.com
 최중혁 자동차, 타이어 02) 3772-1552 eric.choi@shinhan.com
 홍진주 철강금속, 운송 02) 3772-1597 jinjoo.hong@shinhan.com
 정용진 화학, 정유 (Jr) 02) 3772-1591 yjung86@shinhan.com
 윤영식 철강금속, 운송 (Jr) 02) 3772-1530 youngsik.yoon@shinhan.com

소재중공업 2팀

김 현 조선, 기계 02) 3772-1533 hyunkim@shinhan.com
 허민호 유틸리티, 종합상사 02) 3772-2183 hiroo79@shinhan.com
 박상연 건설, 전자재 02) 3772-1592 sypark03@shinhan.com
 황어연 건설, 전자재 (Jr) 02) 3772-3813 eoyeon.hwang@shinhan.com
 장준상 조선, 기계 (Jr) 02) 3772-1601 junchang@shinhan.com
 황호인 유틸리티, 종합상사 (Jr) 02) 3772-2846 hhwang@shinhan.com

내수팀

배기달 제약바이오 02) 3772-1554 kdbae@shinhan.com
 박희진 유통, 섬유 의복, 홈쇼핑 02) 3772-1562 hpark@shinhan.com
 조현아 음식료, 화장품 02) 3772-1528 hyunahjo@shinhan.com
 이지용 제약바이오 (Jr) 02) 3772-1574 sgilee@shinhan.com
 김은혜 음식료, 화장품 (Jr) 02) 3772-1546 eunhye.kim@shinhan.com

금융팀

송인찬 보험, 저주회사 02) 3772-1521 icsong@shinhan.com
 김수현 은행, 카드 02) 3772-1515 sh.kim@shinhan.com
 손미지 증권 02) 3772-1572 mjson@shinhan.com
 이관희 보험, 저주회사 (Jr) 02) 3772-1508 kwanhee.lee@shinhan.com
 임희연 은행, 카드, 증권 (Jr) 02) 3772-3498 heeyeon.lim@shinhan.com

투자전략부

최창호 부서 총괄 02) 3772-1571 soochoi@shinhan.com

투자전략팀

이경수 주식투자전략 및 투자전략팀 총괄 02) 3772-2320 ks.lee@shinhan.com
 류주형 계량분석 02) 3772-3161 ulrich@shinhan.com
 광현수 주식투자전략, 시장 02) 3772-2463 gwak81@shinhan.com
 최동환 파생상품시장, 기술적 분석 02) 3772-1796 dhchoi@shinhan.com
 박상민 투자전략, 시장 02) 3772-4456 purepsm@shinhan.com
 김지운 투자전략, 시장 02) 3772-1524 kimji@shinhan.com
 황윤정 투자전략, 시장 (Jr) 02) 3772-1596 yunjeonghwang@shinhan.com
 최 민 계량분석 (Jr) 02) 3772-3517 minchoi@shinhan.com

채권분석팀

강성부 Credit분석 및 채권분석팀 총괄 02) 3772-1567 sungboo.kang@shinhan.com
 박형민 채권투자전략 02) 3772-2162 hm.park@shinhan.com
 김상훈 Credit분석 02) 3772-1585 sanghun.kim@shinhan.com
 정경희 채권투자전략 02) 3772-1506 khjung@shinhan.com
 김진우 해외채권분석 02) 3772-1558 jinwoo.kim@shinhan.com
 지현준 Credit분석 (Jr) 02) 3772-2184 hyunjoon.ji@shinhan.com
 강승원 채권투자전략 (Jr) 02) 3772-1590 sw.kang@shinhan.com
 임지용 Credit분석 (Jr) 02) 3772-3845 jiyong.lm@shinhan.com

Macro팀

윤창용 경제분석 02) 3772-1583 cyoon@shinhan.com
 선성인 경제분석 02) 3772-1575 sungin03@shinhan.com
 하건형 경제분석 (Jr) 02) 3772-1946 skyblue1a@shinhan.com

글로벌팀

김중현 글로벌투자전략 02) 3772-2813 jkim1@shinhan.com
 이정도 Global Research 02) 3772-4458 ego0315@shinhan.com
 이소연 Global Research(Jr) 02) 3772-4192 sylee423@shinhan.com
 강효주 Global Research(Jr) 02) 3772-2915 hj.kang@shinhan.com

투자분석부

이정수 부서 총괄 02) 3772-2614 jis@shinhan.com

시황정보팀

이선엽 리테일투자전략, 이슈 02) 3772-2559 coreagod@shinhan.com
 한범호 리테일투자전략, 이슈 02) 3772-1569 hanbeomho@shinhan.com
 조용식 정보, 수급(KRX파견) 02) 3772-1598 ycc@shinhan.com
 윤창민 리테일투자전략, 이슈 (Jr) 02) 3772-1579 changmin.yoon86@shinhan.com

스몰캡 1팀

최석원 산업기업정보, 스몰캡 02) 3772-1290 sw.choi@shinhan.com
 최준근 산업기업정보, 스몰캡 02) 3772-1795 jg.choi@shinhan.com
 김현석 산업기업정보, 스몰캡 02) 3772-2884 hskim1006@shinhan.com

스몰캡 2팀

이주영 산업기업정보, 스몰캡 02) 3772-1573 joylee@shinhan.com
 유성모 산업기업정보, 스몰캡 02) 3772-1550 mariayoo@shinhan.com
 조현목 산업기업정보, 스몰캡 02) 3772-2883 id9022@shinhan.com

신한금융투자 영업망

서울지역									
강남	02) 538-0707	구로	02) 857-8600	대치센트레빌	02) 554-2878	보라매	02) 820-2000	여의도	02) 3775-4270
강남중앙	02) 6354-5300	남대문	02) 757-0707	도곡	02) 2057-0707	삼성역	02) 563-3770	연희동	02) 3142-6363
관악	02) 887-0809	노원역	02) 937-0707	마포	02) 718-0900	삼풍	02) 3477-4567	영업부	02) 3772-1200
광교	02) 739-7155	논현	02) 518-2222	명동	02) 752-6655	송파	02) 449-0808	잠실신천역	02) 423-6868
광화문	02) 732-0770	답십리	02) 2217-2114	목동	02) 2653-0844	신당	02) 2254-4090	중부	02) 2270-6500
종로영업소	02) 722-4388	성수동영업소	02) 466-4228	반포	02) 533-1851	압구정	02) 511-0005		
인천·경기지역									
계양	032) 553-2772	분당	031) 712-0109	안산	031) 485-4481	일산	031) 907-3100	평택	031) 657-9010
구월동	032) 464-0707	산본	031) 392-1141	연수	032) 819-0110	정자동	031) 715-8600	평촌	031) 381-8686
등두천	031) 862-1851	수원	031) 246-0606	의정부	031) 848-9100	판교	031) 898-0011		
부산·경남지역									
금정	051) 516-8222	마산	055) 297-2277	부산	051) 243-0707	울산	052) 273-8700	창원	055) 285-5500
동래	051) 505-6400	밀양	055) 355-7707	서면	051) 818-0100	울산남	052) 257-0777		
대구·경북지역									
구미	054) 451-0707	대구수성	053) 642-0606	안동	054) 855-0606	포항	054) 252-0370		
대구	053) 423-7700	시지	053) 793-8282						
대전·충북지역									
대전	042) 484-9090	유성	042) 823-8577	청주	043) 296-5600	청주지웰시티	043) 232-1088		
광주·전라남북지역									
광주	062) 232-0707	광양	061) 791-8020	전주	063) 286-9911	정읍	063) 531-0606	수완	062) 956-0707
군산	063) 442-9171	여수	061) 682-5262						
강원지역					제주지역				
강릉	033) 642-1777			서귀포	064) 732-3377	제주	064) 743-9011		
PWM센터									
강남	02) 508-2210	목동	02) 2649-0101	서교	02) 335-6600	압구정중앙	02) 547-0202	태평로	02) 317-9100
강남대로	02) 523-7471	반포	02) 3478-2400	서울파이낸스	02) 778-9600	여의도	02) 782-8331	해운대	051) 701-2200
대구	053) 252-3560	방배	02) 537-0885	서초	02) 532-6181	이촌동	02) 3785-2536	부산	051) 819-9011
대전	042) 489-7904	분당	031) 717-0280	스타	02) 2052-5511	일산	031) 906-3891	Privilege강남	02) 559-3399
도곡	02) 554-6556	분당중앙	031) 718-5015	압구정	02) 541-5566	잠실	02) 2143-0800	Privilege서울	02) 6050-8100
해외현지법인/사무소									
뉴욕	(1-212) 397-4000	홍콩	852) 3713-5333	상해	(86-21) 6888-91356	호치민 사무소	(84-8) 3824-6445		

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 강성부).
- ◆ 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서, 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.