BUYSIGNAL
VALUE-INVESTING
ACADEMIA

Industry Report 2023.11.08

Opinion

**Buy**

Price trend (1 year)

Team 2

| | |
|---|---|
| 김재윤 | 박상은 |
| 박종원 | 유동연 |
| 유해린 | 이서우 |
| 전민호 | |

# 금융지주사

- NIM(P) 제한적 하락, 대출성장률(Q) 개선, 대손비용률(C) 안정
- 자사주 매입 및 소각 등 배당수익률 기대감 상승
- 장기적 관점에서 튼튼한 재무 건전성으로의 탈바꿈 기대
- 적극적 주주환원 & 안정적 수익 향상의 KB금융지주를 최선호주로

## Signal 1. 과도한 불안이 반영된 저평가 은행주

금융지주사의 주된 수익원인 은행 업종은 금융권 전반에 걸친 불안을 참작하고도 여전히 금융 위기 수준의 과한 저평가를 받고 있다. 그러나 1) 주요 은행주들의 배당수익률이 6~11% 수준에 달하고 있고, 지속적인 주주환원 정책을 내놓고 있다는 점, 2) 최근 발표된 실적이 우려와는 별개로 튼튼한 모습을 보여주고 있다는 점이 저평가를 반증한다. 은행은 고금리 기조에서 막대한 수익을 얻어내며 꾸준한 우상향 기조를 이어나가고 있다. 2024년 은행 순이익의 경우 이자수익자산의 증가와 높은 수준의 NIM 유지로 역대 최대치를 기록할 것으로 보인다.

## Signal 2. 주주환원정책으로 고배당 매력

주주환원정책은 금융지주 투자에서 가장 큰 매력으로 꼽힌다. 은행들은 기존의 연말에 진행되던 결산배당에서 분기배당으로 선회하며 배당주로서의 매력을 높였다. 배당금의 규모를 선제적으로 제시해 현금흐름에 대한 확실성도 높였다. 또한, 높은 자본력을 바탕으로 자사주 매입/소각에 대한 공시 및 계획을 지속적으로 발표하고 있다. KB금융지주는 1분기에 2,717억원의 자사주를 소각했고, 지난 2분기 실적 발표에도 3,000억원 수준의 추가 자사주 소각 계획을 발표하여 추가적인 주주환원이 기대된다. 높은 채권 금리가 안정화됨과 동시에 채권에 비해 떨어졌던 고배당주의 매력은 점점 더 부각될 것이다.

## Signal 3. 수익구조의 개선 및 다각화

은행의 Q에 해당하는 대출 성장률이 대폭 개선 중이다. 주택담보대출 확대로 가계 대출이 증가했고, 회사채보다 은행 대출을 선호하는 현상의 대두로 기업 대출이 증가했다. 주택 거래량 회복과 50년 만기 주담대 수요 증가 등의 이유로 신용대출을 포함한 가계 기타대출은 전분기 대비 0.4% 상승하고 7개 분기만에 증가세로 전환될 전망이다. 더불어, 최근 국내 은행들은 신사업이나 해외시장 진출 등을 통해 비이자이익을 늘리려는 여러 노력을 지속하고 있다. 실제로 국내은행의 올해 상반기 비이자이익은 3조8000억원으로 전년 동기 대비 122.1% 증가했다. 또한, 최근 금융업의 비대면화가 최대의 화두인 만큼 디지털 전환에 기반한 신사업 진출 및 해외 시장 영업에 힘쓰며 수익구조를 다변화하고 있다.

# CONTENTS


산업 개요 ..... 3

벨류체인 및 수익 구조 ..... 9

산업 전망 ..... 13

산업 현황 ..... 16

투자 전략 ..... 19

리스크 ..... 22

최선호주 ..... 25

## I. 산업개요

### 1) 금융지주회사의 등장 및 정의

금융지주회사란, 금융업을 영위하는 회사와 금융업의 영위와 밀접한 관련이 있는 회사만을 자회사로 둔 지주사를 말한다. 은행, 증권, 보험, 카드사 등 금융회사를 지배하려는 목적을 가지며 자체적인 사업을 하지 못하여 '순수지주회사'라고도 불린다. 이처럼 지주회사는 주식의 소유로 타 회사의 사업내용을 지배하는 것을 주된 사업으로 하는 회사다. 금융지주사가 아닌 지주회사는 계열사 주식을 소유해 해당 회사를 관리 및 지배하려는 목적으로 '사업형 지주회사'라고도 불린다.
외환 위기로 인한 기업의 구조조정을 위해 1999년에 지주회사의 설립이 허용된 이후 은행 등 금융사를 자회사로 두는 금융지주회사만을 대상으로 한 제도가 2000년에 제정됐다. 금융지주회사법은 금융 지주 회사의 설립을 촉진하고 금융 지주 회사 및 그 자회사의 건전한 경영을 도모하기 위한 법률이다. 해당 법의 제2조제1항제1호에 따르면 금융지주회사는 ① 금융기관(한국표준산업분류에 의한 금융 및 보험업을 영위하는 회사) 또는 금융업의 영위와 밀접한 관련이 있는 회사를 ② 주식(지분 포함)의 소유를 통하여 지배하는 것을 주된 사업으로 하며, ③ 하나 이상의 금융기관을 지배하고, ④ 자산총액 1천억원 이상의 회사로서 ⑤ 금융위원회의 설립인가를 받은 회사이다.

### 2) 분류

금융지주회사는 자회사 종류에 따라 크게 은행지주회사, 보험지주회사, 금융투자지주회사 등으로 분류된다.
- 은행지주회사: 은행 및 은행지주회사를 포함해 하나 이상의 금융기관을 지배하는 금융지주회사
- 비은행지주회사: 은행 및 은행지주회사 중 어느 금융기관도 지배하지 않는 금융지주회사
- 보험지주회사: 보험회사를 포함하여 하나 이상의 금융기관을 지배하는 비은행지주회사
- 금융투자지주회사: 금융투자업자인 하나 이상의 금융기관을 지배하면서 보험회사, 상호저축은행 등 중에서는 어느 하나를 지배하지 않는 비은행지주회사

### 3) 업무

금융지주회사의 업무는 상당히 제한적으로 규정됐다. 금융지주회사법 시행령 제11조에 따르면 경영관리 업무와 그에 부수하는 업무만을 영위할 수 있다. 먼저, 경영관리에 관한 업무의 예시로는 자회사등에 대한 사업목표의 부여 및 사업계획의 승인, 자회사등의 경영성과의 평가 및 보상의 결정, 자회사등에 대한 경영지배구조의 결정 등이 포함된다. 다음으로 경영관리에 부수하는 업무로는 자회사등에 대한 자금지원, 자회사에 대한 출자 또는 자회사등에 대한 자금지원을 위한 자금조달 등이 있다.
다음은 금융지주회사 업무에 대한 이해를 돕기 위한 표다.

**그림 1) 금융지주회사 업무**

| 구 분 | 사업내용 | 계열사 |
|---|---|---|
| 금융지주회사 | 자회사의 경영관리업무와 그에 부수하는 업무 | 우리금융지주 |
| 은행업 | 여신, 수신취급 및 이에 수반되는 업무 | 우리은행 |
| 신용카드업 | 카드, 현금서비스, 카드론 등의 영업 및 이에 수반되는 업무 | 우리카드 |
| 여신전문금융업 | 자동차금융, 기업금융, 개인금융 등의 영업 및 이에 수반되는 업무 | 우리금융캐피탈 |
| 종합금융업 | 종금상품을 통한 여수신업무 및 이에 수반되는 업무 | 우리종합금융 |
| 부동산신탁업 | 부동산신탁 및 관리 업무 | 우리자산신탁 |
| 자산운용업 | 자산운용업무 및 이에 수반되는 업무 | 우리자산운용/ 우리글로벌자산운용 |
| 저축은행업 | 상호저축은행법에 따른 여신, 수신취급 및 이에 수반되는 업무 | 우리금융저축은행 |
| 신용정보업 및 추심대행업 | 채권추심, 신용조사, 임대차 조사업무 등 | 우리신용정보 |
| 집합투자 일반사무관리업 | 펀드의 일반사무관리업무, 자산운용종합관리시스템 제공 등 | 우리펀드서비스 |
| 사모투자업 및 전문사모집합투자업 | 국내외 사모투자전문회사의 업무집행사원으로서의 업무 등 | 우리프라이빗에쿼티자산운용 |
| 시스템개발 및 공급업 | 금융IT시스템의 개발, 판매, 유지보수 등 IT서비스 업무 | 우리에프아이에스 |
| 경영컨설팅업 | 경영연구 및 조사업무, 경영컨설팅 등 | 우리금융경영연구소 |

**자료 : 우리금융지주**

해당 기업은 2001년 우리나라에서 첫 금융지주 전환을 한 우리금융지주로 은행을 중심으로 여신, 보험, 투자 등을 아우르는 금융지주회사를 운영한다. 금융지주회사는 일반적으로 은행, 카드, 증권, 생명보험, 손해보험, 캐피탈, 저축은행, 자산운용 등을 계열사로 두고 있다. 이러한 금융회사들은 고객으로부터 예금을 받아 대출, 투자, 카드 등 다양한 상품을 운용하여 수익을 창출한다. 그리고 금융지주사는 자회사들의 경영 및 투자를 관리하고 다양한 전략을 수립한다. 은행은 금융소비자로부터 예금 적금을 받아 이를 돈이 필요한 기업 및 가계에 대출해주는 업무를 담당하고 그 차액인 예대마진을 취해 수익을 내게 된다. 은행은 지주사에게 안정적인 현금흐름 확보를 위한 캐시카우의 역할을 담당한다.

### 4) 은행

#### 4.1) 은행 업무 및 분류

은행은 돈을 빌려주고, 돈을 맡아주는 기본적인 역할을 수행하면서 업무를 확장 중에 있다. 기본적으로 예금과 대출을 중심으로 하는 다양한 상품을 제공해왔고, 투자상품과 보험상품을 판매하게 되면서 취급하는 상품의 폭이 넓어졌으며, 개인의 라이프사이클 상에서 필요한 보험, 투자, 은퇴 등과 관련한 다양한 맞춤형 서비스를 제공하고 있다. 금융기술의 발전과 함께 은행에서 제공하는 서비스의 방식(온라인, 오프라인 등 다양한 플랫폼과 채널을 통하여 서비스 제공)과 유형(상품의 판매, 자문의 제공, 종합자산관리 등의 개인형 맞춤 금융설계 제공)이 점차 다양해지며 확대되고 있다. 뿐만 아니라 인터넷전문은행이 설립되는 등 은행의 영업방식도 다양해지고 있다.

은행에는 은행법에 의하여 설립된 일반은행과 개별 특수은행법에 의하여 설립된 특수은행이 있다. 일반은행은 은행법에 의하여 설립된 은행으로 예금, 대출, 지급결제 업무를 고유 업무로 하며 시중은행, 지방은행, 외국은행 국내지점, 인터넷전문은행이 있다. 특수은행은 개별 특수은행업에 의하여 일반은행이 자금을 충분히 공급하기 어려운 부분에 자금을 지원하는 한국산업은행, 한국수출입은행, 기업은행, 농협은행 및 수협은행이 있다.

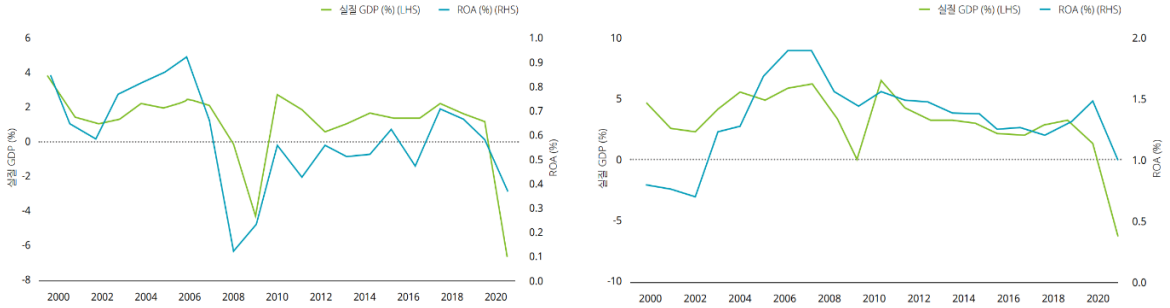
이러한 은행들 중 금융시장에 영향력이 크며 다른 금융기관에 비해 건전성 기준이 강력하게 요구되는 은행을 시스템적 중요은행(SIB: Systematically Important Banks)라고 부른다. 2008년 글로벌 금융위기 당시 미국의 거대한 금융기관 규모로 인해 엄청난 파장을 겪은 이후로 금융시장에 영향력이

큰 금융기관을 선정해 시스템적 금융기관으로 지정하여 강화된 건전성 기준을 요구하게 된 것이다. 시스템적 중요 금융 기관에는 국제 시스템적 중요 금융기관(G-SIFI)과 국내 시스템적 중요 금융기관(D-SIFI)이 있다. 국제 금융안정위원회는 2011년부터 G-SIFI를 발표해 왔으며 우리나라에서는 2016년부터 D-SIFI를 선정하여 발표하여 현재 10개의 시스템적 중요은행을 보유하고 있다. SIFI 의 건전성 기준은 미국의 연방준비위원회와 유럽중앙은행 등 주요 10개국 중앙은행과 은행감독 당국으로 구성된 바젤위원회에서 결정한다. 2023년 발표된 2024년 D-SIFI는 국민은행, 신한은행, 하나은행, 농협은행, 우리은행 5곳으로 KB금융지주, 신한금융지주, 하나금융지주, 농협금융지주, 우리금융지주가 동시에 시스템적 중요 은행지주회사(D-SIB)로 선정된 것이다.

**4.2) 은행의 중요성 : 세계 거시경제 환경 속의 역할**

불안정한 세계 경제의 흐름이 주는 직간접적 파급 효과는 세계 은행 산업에 매우 다양한 모습으로 나타날 것이다. 파급효과는 경제 성장, 국가/지역별 금리, 은행 규모, 자본 수준, 비즈니스 모델에 따라 상이하다. 이러한 파급효과는 GDP 성장률을 통해서도 확인 가능하다. GDP 성장률은 G7과 같은 선진국 경제 및 일부 개발도상국의 경제 모두에 총자산이익률(ROA)로 측정되는 은행의 실적과 복잡하게 연관되어 있다.

**자료 2) (좌) G7 국가의 GDP 성장률 및 은행 ROA (우)일부 개방도상국의 GDP 성장률 및 은행 ROA**




**출처: 딜로이트**

좌측 표는 G7(미국, 영국, 프랑스, 독일, 이탈리아, 캐나다 및 일본)의, 우측 표에서는 브라질, 인도, 남아프리카공화국 및 멕시코의 GDP성장률과 은행ROA가 비슷한 추이를 보이고 있음을 보여준다. 두 개의 상황 모두에서 GDP 성장률과 ROA간의 상관관계는 놀랄 만한 결과이며, 각 국가의 GDP 성장률에 따라 은행이 직면할 특수한 현실을 더욱 자세하게 나타내고 있다. 이 연관성은 현재 상황에서 더욱 확실한 지속세를 보일 것이며 은행의 실적에도 영향을 미칠 것이다.

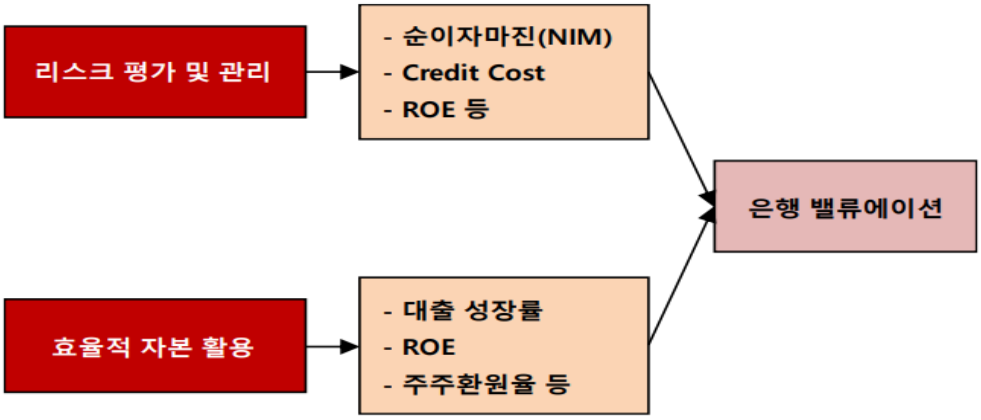
이처럼 세계 경제의 상황과 밀접한 관계를 맺은 은행이 현재의 경기에 어떻게 대처할 것인가. 대규모의 높은 수준을 보유한 은행은 현재의 불안정한 경기 상황을 비교적 잘 견뎌낼 것으로 전망된다. 은행은 '22년 3분기 기준으로 자본 여력이 충분하고, 적절한 유동성을 보유하고 있었다. 소비자 및 기업의 지출이 감소하는 조짐이 보였으나, 위기를 초래하는 상황이 크게 나타나지는 않았다. 22년 6월 미국 연방 준비제도에서 미국 내에서 운영되고 있는 대규모의 미국 및 해외 은행을 대상으로 시행한 스트레스 테스트에 따르면 해당 은행들은 6천억 달러 규모의 손실을 흡수할 수 있을 만큼 충분한 자본 여력을 보유하고 있다. 이는 2008년-2009년 금융 위기 당시 발생한 대손금 전체를 합친 것보다 많은 금액이다. 유럽 중앙 은행이 2021년 시행한 스트레스 테스트는 유럽연합 내의 은행 시스템은 경기 침체 발생을 극복할 수 있는 충분한 회복능력을 가지고 있다고 판단하였다. 그리고 경기 침체 발생 가능성에 대비하여 상당수의 은행 기관은 더욱 엄격한 대출

약관을 시행하고 있으며, 대손에 대비한 충당금을 쌓고 있다. 이는 세계 경제가 은행에 주는 영향력 뿐만 아니라 거시 경제 상황에서 은행의 역할을 보여준다.

**4.3) 은행의 핵심가치 : 리스크 평가/관리와 자본 활용의 효율성**

금융지주사에게 가장 중요한 수익원이 되는 은행은 리스크 기반의 자본집약적 산업에 해당한다. 은행이 취급하는 상품에는 신용리스크(채무불이행 등) 및 유동성리스크(뱅크런 등)가 내포되어 있는데, 상품 판매 시점에는 정확한 리스크 수준을 파악하는 데 한계가 있다. 따라서 은행은 과거 데이터를 기반으로 리스크를 평가하고, 자본을 바탕으로 해당 리스크를 관리하며, 그 대가로 이익을 창출한다. 그리고 그 이익을 재투자해 보유 자본을 확충하며 추가 이익 창출을 위한 기반을 마련한다. 따라서, 자본과 리스크를 기반으로 하는 은행업의 본질적 특성을 고려하면 은행의 가치는 1) 리스크 평가 및 관리를 통한 리턴이 확보되고 있는지와, 2) 자본비용과 자본 투입에 따른 리턴 수준을 바탕으로 효율적 수준에서 재투자 및 주주 환원 규모가 결정되고 있는지로 결정된다. 이러한 일련의 과정은 단순히 은행의 자체적 결정으로만 움직이는 것이 아니라 매크로 및 규제 환경 등 은행을 둘러싼 대내외의 복합적 요인의 영향을 받게 된다

**그림 3) 은행의 핵심 업무**




**출처 : SK증권**

은행이 부여받는 벨류에이션은 해당 은행이 속한 국가의 주요 매크로 환경에 따라 달라진다. 베트남 등 개발도상국은 채권 및 주식의 자본시장이 선진국 시장 대비 상대적으로 발전 정도가 미미하고 높은 경제 성장률을 보인다. 이러한 환경에서 은행은 재투자를 통한 성장 중심의 자본 활용만으로도 높은 성장성과 수익성을 기대할 수 있어 특별한 주주 환원 없이도 높은 벨류에이션과 시가총액을 부여받을 수 있다. 베트남의 경우 Vietcom Bank(베트남수출입은행)나 VIDB(베트남투자개발은행) 등의 은행들이 각각 해당 국가의 시가총액 1, 2위를 차지하고 있는 점에서 은행의 성장성 및 수익성에 대한 높은 기대감이 밸류에이션에 반영되었음을 확인할 수 있다.

반면, 미국 등의 선진국은 채권 및 주식 등의 자본시장이 발달되어 있어 은행시스템을 통한 기업들의 자금 중개 의존도가 상대적으로 낮은 편이며, 이미 성숙해진 경제 구조로 가파른 경제 성장률을 기대하기 어렵다. 이와 같은 환경에서는 은행들이 적극적으로 자본을 재투자 활용하더라도 성장성 및 수익성에 대한 큰 기대감을 형성하기는 비교적 쉽지 않은 편이다. 그렇기에 주요 선진국의 은행들은 리스크에 대한 리턴 수준을 고려하여 효율적인 수준에서 자산 성장을 추진하고, 일정 자본비율을 초과하는 상황이라면 보다 적극적으로 자본을 주주 환원으로 활용하는 모습을 보인다. 한국의 경우도 경제 규모가 이미 성숙 단계에 접어들었기에 높은 수준의 경제성장률을

기대하기는 어려운 시점이다. 그럼에도 국내 은행들의 전체 주주환원율은 약 20-30% 대에 머무르고 있으며 재투자 중심의 자본활용도 계속되고 있다. 그러나 이러한 은행의 활동이 투자자 입장에서는 실제 리스크 수준에 미치지 못하는 가격으로 성장을 단행하는 상황 혹은 잠재적 리스크 흡수를 위한 높은 버퍼가 요구되는 상황이라고 해석될 수 있다. 결국, 리스크 평가 및 관리와 자본 활용 효율성에 있어 상대적으로 높은 불확실성이 존재한다는 점에서 밸류에이션 디스카운트가 불가피한 것으로 보인다.

**그림 4) (좌)KB금융 P/E밴드 (우)KB금융 P/B밴드**

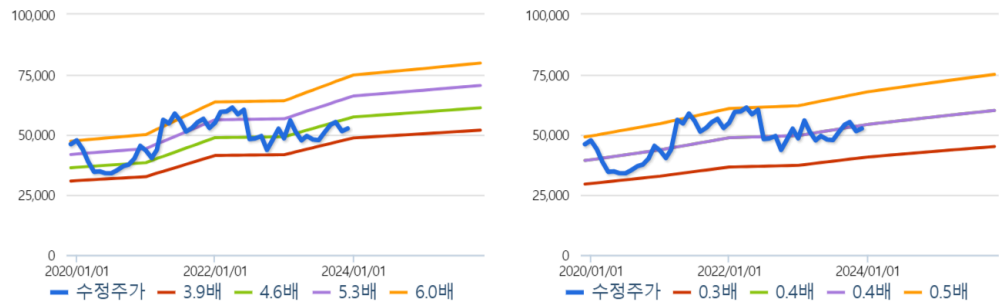
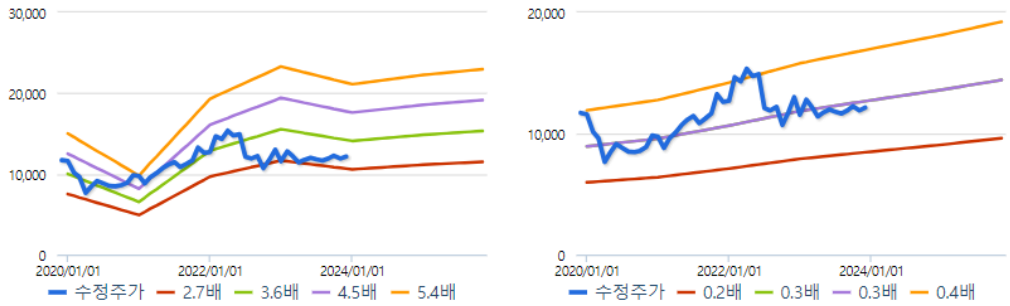


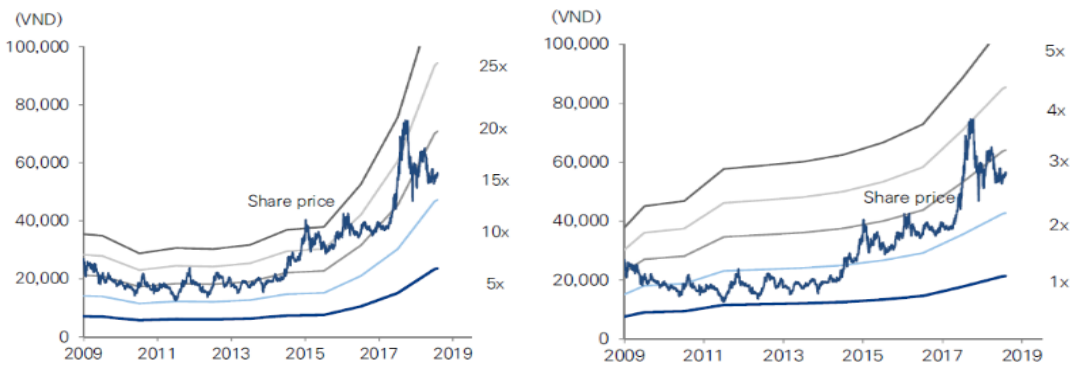

**그림 5) (좌)우리금융 P/E밴드 (우)우리금융지주 P/B밴드**




**출처: 네이버증권**

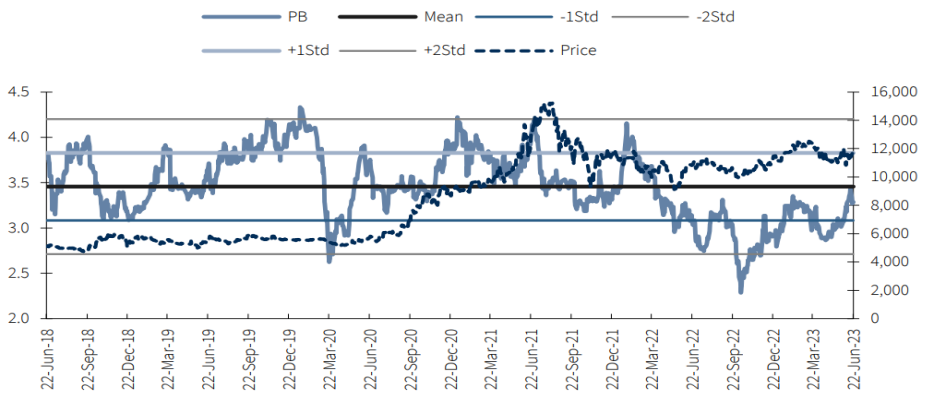
국내 금융지주의 주가순자산비율(PBR)은 0.5배를 넘지 못하는 모습을 보이고 있다. 이는 글로벌 주요 금융사와 비교해서 현저하게 낮은 수준이다. 국내 금융사들이 적극적으로 해외투자에 나서는 비롯한 동남아시아의 경우 은행들 PBR이 1~2배로 형성되어 있다. 즉, 주주 입장에서 리스크 대비 높은 리턴을 보여주는 해외 금융사에 투자하는 것이 같은 자본으로 국내에 투자하는 것보다 수익이 좋다는 것이다.

**그림 6) (좌)VCB P/E밴드 (우)VCB P/B밴드**




**출처: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터**

**그림 7) 2022년 VCB P/B밴드와 주가**




**출처: Bloomberg, KB증권 베트남**

특히나 베트남의 시가총액 1위를 차지하고 있는 VCB(Vietcom Bank, 베트남수출입은행)의 경우 1~2배에서 2018년을 기점으로 3배 이상으로 상승했으며, 현재까지도 평균 3.5배의 높은 PBR을 보여준다. 18년도의 성장은 상업은행이 서비스에 크게 투자하여 소매 부문에서 국민의 소비를 이끌었다는 점 등이 영향을 미쳤다.

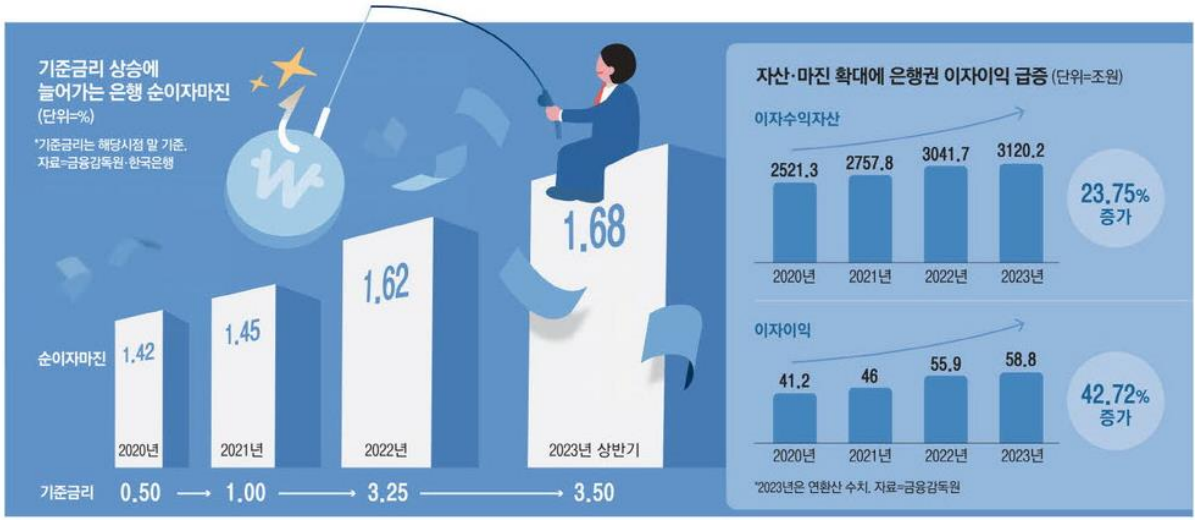
## Ⅱ. 밸류체인 및 수익구조

### 1) 수익구조

#### 1.1) 은행의 이자수익

은행의 기본 비즈니스 모델은 일반 고객의 예적금, 은행채 발행, 이익잉여금 활용 등을 통해 자금을 조달한 후 그를 필요로 하는 가계 및 기업에게 대출을 해주는 과정에서, 고객이 은행에 맡기는 예금으로 자금을 조달하는 수신 업무와 다른 고객에게 대출해주는 여신 업무로 예금과 대출의 금리 차이로 수익을 일으키는 구조이다. 즉, 수신금(예수부채)과 자본금을 바탕으로 한 여신금(대출채권)을 통해 수익을 창출하는 것이다. 이러한 은행의 순영업수익은 크게 수익에서 비용을 차감한 개념의 이자이익과 비이자이익으로 구분된다. 우선 이자수익은 총 수익의 약 70% 이상을 차지하는 주 수입원으로, 원화대출금으로부터 발생한 이익이다. 은행은 수신(예금)금리는 낮게 여신(대출)금리는 높게 유지하여 예대마진을 극대화하고자 한다. 이때 그 예대마진을 운용자산 총액으로 나눈 수치를 NIM(순이자마진)이라 부른다. 다시 말해 NIM은 은행의 운용자금 한 단위당 이자순이익으로, 이자부문 수익률만을 고려하는 예대마진의 한계를 보완해 현재 금융기관의 대표적인 수익성 지표로 활용되고 있다. NIM은 은행 이자자산운용 수익률에서 이자 지불 비용을 차감한 수치로도 해석될 수 있어, NIM이 높을수록 고객에게 많은 대출 이자를 받고 적은 예금 이자를 지급했다는 뜻이다. 이와 같은 이자수익에서 P는 NIM(대출금리)가 되는 한편, Q는 대출액(대출채권, 대출성장률)이 된다.

**그림 1) 기준금리 상승에 따른 은행 순이자마진 급증**




**출처: 금융감독원, 매일경제**

최근과 같은 고금리 기조에서 은행의 수익성은 고점을 찍게 된다. 대출은 주담대 중 일부 고정금리 대출을 제외하면 대부분 기준금리에 따라 바뀌는 변동금리에 의거해 금리민감도가 높은 반면, 정기예금·적금 등 수신 상품의 예금금리는 계약 당시 기간과 금리를 정해두는 고정금리에 의거하므로 기준금리 인상 시 대출금리는 오르고 예금금리는 상대적으로 적어지면서 예대마진이 커지는 원리이기 때문이다. 다시 말해 금리 변동시 예금금리보다 대개 6개월 주기 변동금리 비중이 높은 대출금리에 빠르게 반영되는 시차가 발생하게 되는 것이다. 다만, 일부에서 지적하는 것처럼 은행이 수익에 유리하도록 예금금리와 대출금리의 인상 혹은 인하를 의도적으로 조정하는 행태는 취하지 않는 것으로 나타났다. 기준금리 인상기에도 여신금리는 대출금리 상승 부담 축소를 위한

가산금리 인하로 상승폭이 작아지는 반면 수신금리는 은행들의 대출재원 확보, 규제비율 관리, 은행권의 수신 확보 경쟁 등으로 상승폭이 크기에 수신금리차가 축소되기 때문이다. 반대로, KDI 정책포럼 연구에 의하면 정책금리 인하 시에는 예금금리와 대출금리 모두 작은 폭으로 하락해 예대금리차가 유지되므로 NIM에 미치는 큰 영향은 없는 것으로 밝혀졌다.

**1.2) 은행의 이자수익 중 대출금리**

금융회사의 대출금리 산정 과정에 대해 구체적으로 살펴보면, 대출금리는 기준금리와 가산금리를 산정해 결정되며 그 종류에는 고정금리, 변동금리, 혼합금리가 있다. 우선, 은행은 대출금리 결정 시 세금 및 자금조달비용, 금리추이, 채무자의 신용도 등을 종합적으로 고려한다. 대출금리는 그를 바탕으로 기준금리, 가산금리, 우대금리의 조합으로 구성된다. 변동금리 대출의 기준이 되는 국내 기준금리는 COFIX(자금조달비용지수) 금리, CD(양도성 예금증서) 금리 등 주기적으로 발표되는 지표에 의거한다. 대출금리 산출 시 기준금리에 추가로 더해지는 가산금리는 대출 신청자의 신용 등급, 상환 능력, 대출 목적 등을 고려해 개별 고객에 따라 상이하게 책정된다. 기준금리와 가산금리를 더한 후 차감되는 금리를 우대금리라 하는데, 이는 제휴카드 일정금액 이상 결제, 자동이체 건수 충족 등 금융회사가 제시하는 특정 조건을 충족할 경우에 제공하는 보상으로 보다 낮은 금리로 대출받을 수 있도록 하는 일종의 혜택이다. 이러한 과정으로 산출된 대출금리의 종류에는 고정금리, 변동금리, 혼합금리가 있다. 고정금리란 계약 시 약정한 금리가 일관되게 적용되는 금리 산정 방식으로, 금융회사는 기준금리인 금융채 5년물 금리에 금리 변동위험에 대한 관리 비용을 가산해 최종 고정금리 수준을 결정한다. 반면, 변동금리는 대출기간 동안 금리가 시장 상황을 반영해 일정한 주기로 조정되는 금리 산정 방식이다. 변동금리의 기준금리로는 국내 주요 8개 은행의 수신상품(예적금, 은행채 등) 내 자본조달비용을 가중평균한 COFIX 금리가 주로 쓰인다. 마지막으로, 혼합금리의 경우 계약 후 일정기간은 고정금리를 적용하고 특정 시점 이후부터는 변동금리를 적용한다.

**1.3) 은행의 이자수익 중 대출액**

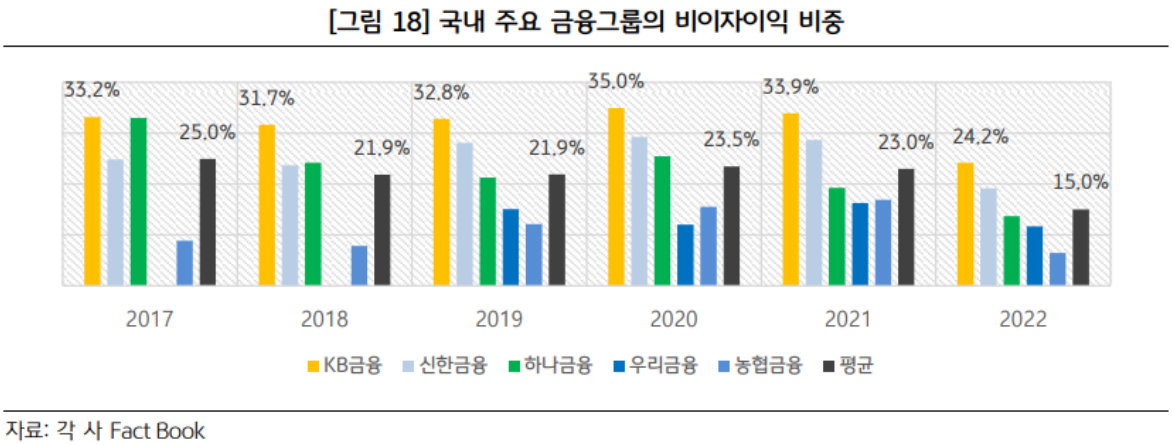
대출액의 경우 크게 가계대출과 기업대출 부문으로 구분해 살펴볼 수 있는데, 최근 9월 국내 금융시장 동향을 살펴보면 가계대출 수요 회복과 대기업 및 중소기업의 기업대출 증가세에 따라 은행 대출성장률은 전월 대비 0.7% 회복되었음을 확인할 수 있다. 추가적으로, 이러한 대출금 측면에서는 대출금 회수 가능성에 대한 은행 건전성 문제를 고려할 필요가 있다. 대출채권은 정상, 요주의, 고정, 회수의문, 추정손실의 5단계로 나뉘는데, 그 중 연체기간이 3개월을 넘어가 고정, 회수의문, 추정손실에 해당해 부실채권으로 분류되는 경우에는 회수 가능성이 낮다고 판단되어 '고정이하여신'으로 구분해 관리된다. 총여신에서 고정이하로 분류된 대출이 차지하는 비중을 '고정이하여신비율(NPL)'이라 부르고, 금리 상승으로 차주의 상환능력이 감소할수록 해당 비율은 증가하는 경향을 보인다. 이에 대출건전성 관리를 위해 금융지주들은 대출채권의 대손을 대비하는 대손충당금을 사전에 적립해두는데, 그 충당금 환입 정도에 따라 은행의 당기순이익은 크게 달라지게 된다. 또한, 은행은 부실채권을 장부에서 상각하거나 자산유동화 전문회사 등에 헐값으로 매각하는 식으로 연체율을 낮추곤 한다. 실제로 최근처럼 대내외 불확실성이 높아진 시점에서 금융당국은 은행의 손실흡수능력 확충을 위해 부실 위험 조기 감지 및 선제적 대응을 돕는 충당금 적립과 관련한 각종 규제를 강화하고 있다. 대표적으로 자기자본의 8% 소유를 유지하도록 하는 BIS(자기자본비율 규제)와 함께, 최근 금융당국은 경쟁적 예금 금리 인상이 금융시장에 불안을 가하지

않도록 LCR(유동성커버리지비율)의 규제 수준 95%를 내년 6월까지 유지할 것이며, 지난해 10월 말 이후 채권시장 안정을 위해 발행을 제한했던 은행채를 각 은행의 사정에 맞춰 발행 한도 제한을 풀기로 결정했다고 밝힌 바 있다.

**1.4) 은행의 비이자수익**

금융지주의 추가적인 수입원인 비이자수익은 이자수익 외 모든 수익을 총칭하는 개념으로, 은행에서 진행하는 자산관리 서비스나 금융지주 산하의 증권사, 캐피탈사 그리고 보험사 등에서 발생한 이익을 의미한다. 신용카드 발급 및 사용금액, 보험사 상품 판매, 펀드 및 신탁, 외화 환전 및 송금 등에서 얻는 수수료 수익이 대표적이다. 이러한 수수료 이익은 원금 상환을 위한 만기 도래까지 긴 기간에 걸쳐 인식되는 대출 이자수익과는 달리, 판매 즉시 수익으로 인식된다는 점에서 선호된다. 최근 고금리 기조에 따라 과도하게 쌓여가는 금융지주의 막대한 이자수익에 대해 '이자장사'라는 비판과 함께 부정적인 반응이 속출하고 있고, 특히 경기민감도가 높은 기업 대출에서 차주들의 이자부담 심화로 채무상환 능력이 악화되자 금융권 연체율 급증과 같은 문제가 발생하고 있기에 비이자수익 창출의 중요성이 더욱 더 증대되고 있다.

**그림 2) 국내 금융그룹의 비이자이익 비중**




**출처: KB금융지주 경영연구소**

특히 국내 은행들은 그 수익 구조에 있어서 자산 중심의 성장 전략에 따라 이자수익에 대한 의존도가 과도하게 높아, 총이익 중 비이자 이익 비중이 글로벌 은행 대비 상당히 적은 편으로 불균형적인 구조를 취하고 있다는 문제점이 계속해서 지적되어 왔다. 실제로 한미 은행 간의 수익구조 비교 시 비이자이익에 대한 의존도가 높은 미국 은행과 달리, 국내 은행들은 이자이익에 대한 의존도가 높은 편이다. 국내 5대 은행의 비이자이익 비중은 2018년부터 지난 2022년까지 순서대로 11.7%, 12.8%, 12.6%, 8.3%, 4.0%이나, 미국 5대 은행의 경우 37.2%, 35.5%, 37.8%, 39.6%, 34.2%로 국내 은행에 비해 더욱 높은 수치를 보인다. 이는 타국 은행들과 비교한 국내 은행들의 수익 구조적 한계에도 기인한다. 우선 ATM, 예금잔액 관련해 수수료를 다각화하며 전체 카드사용 수수료 중 약 80%의 정산수수료를 수취해 안정적인 비이자수익의 원천으로 활용하는 미국의 은행들과는 달리, 국내 은행들은 자회사로 카드사를 두고 있어 높은 정산수수료를 수취하지 못하는 한계가 존재한다. 국내 은행은 민간 소유의 은행에서 출발한 영미계 은행과 달리, 정부 소유로 시작해 민영화 과정을 통해 상업은행으로 전환한 경우 수수료율 결정권이 낮은 것은 불가피하다. 특히 비

금융업자의 금융업 진출로 송금, 자금이체, 자산관리 등 대고객서비스 분야에서 경쟁도가 높아지고 있는 동시에 국민들의 유료서비스에 대한 정서적 반감 증대와 그에 대한 정부의 암묵적 개입으로 인해 시중은행들이 대출자의 이자 부담 경감을 위해 송금 수수료 및 중도상환수수료를 한시적으로 면제하는 등 기존의 수수료 수익마저도 수취하기 어려워지고 있는 상황이다.
그럼에도 불구하고, 국내 은행은 향후 글로벌 경제 불확실성 및 한국의 저성장 기조와 정부의 가계대출 규제를 감안했을 때 자산 성장 전략 유지에 한계가 있으므로 수익구조 개선을 통해 이자이익 이외의 수익원 다변화를 위한 노력을 취할 필요가 있는 현실이다. 이러한 상황에서 금융당국은 지난 7월 초 '은행권 경영·영업관행·제도개선 방안'을 발표하며 비이자이익 비중 확대 과제와 관련해 신탁업 영업 개선을 통한 자산관리서비스 활성화, 금융-비금융 융합 촉진, 벤처투자 및 해외진출 확대 등의 방안을 발표한 바 있다. 이에 따라 최근 국내 은행들은 신사업이나 해외시장 진출 등을 통해 비이자이익을 늘리려는 여러 노력을 지속하고 있다. 덕분에 국내은행의 비이자이익의 비중은 소폭 증가하고 있는데, 금융감독원에 따르면 국내은행의 올해 상반기 비이자이익은 3조8000억원으로 전년 동기 대비 122.1% 증가한 것으로 보고된다. 물론 시장금리 변화에 따른 유가증권 이익이 큰 비중을 차지했으나, 수수료 이익과 외환 파생 관련 이익도 일부 상승세를 보였다.

**1.5) 은행의 수익구조 다변화 시도**

최근 ICT(정보통신기술)기업, 유통기업, 핀테크 등과의 경쟁에 대적하기 위해 디지털 전환이 금융권 최대 화두에 오른 만큼, 기존의 수익구조를 다변화하기 위한 노력으로 국내 은행들은 디지털 전환에 기반한 신사업 진출 및 해외 시장 영업에 힘쓰고 있다. 리테일 금융은 모바일 앱 등을 통해 비대면 서비스가 어느 정도 자리 잡은 편이지만, 기업금융은 대면 영업방식이 주로 선호되며 개인에 비해 상품구조가 복잡하고 고객 요구도 다양한 탓에 소매 금융보다 디지털 전환 장벽이 높은 편이다. 그럼에도 최근에는 기업금융 분야에서도 서비스 이용자의 디지털 전환 수요가 급증하고 있어, 일례로 신한은행은 기업 CMS(기업자금관리시스템)와 연계된 금융 거래 중심의 디지털 전환에 집중해 기업모바일뱅킹 '쏠비즈(SOL Biz)'를 출시한 바 있다. 동시에, 기업고객을 위한 경영관리지원 플랫폼 '신한BizMate'을 출시해 신규 기업고객을 확보하는 중이다. 한편, 글로벌 시장 공략에 있어서는 주요 시중은행들은 선진 금융시장과 신흥국을 나눠 일명 '투 트랙(Two-track) 전략'으로 지역별 맞춤형 영업을 펼치고 있다. 은행권은 선진국 시장에서는 IB(투자금융) 및 기업금융 위주로 영업을 확대하고, 성장잠재력이 높은 신흥국 시장에서는 리테일(개인 소매 금융) 네트워크 구축, 디지털 상품 등으로 입지를 다지고 있다. 예컨대 신한캄보디아은행은 디지털 기반 리테일 비즈니스를 확대하고 현지 플랫폼사와의 파트너십을 통해 다양한 사업 기회를 모색하고 있다. 신한인도네시아은행의 경우에는 기업상품 비중이 자산의 90%에 육박할 정도인데, 사업 다각화를 통한 수익 안정성을 위해 2030년 안으로 해당 비중을 50%까지 낮춰 개인상품을 늘리는 것을 목표로 삼은 상황이다. 그렇기에 직장인 신용대출 혹은 중소상인을 위한 SME대출 같은 리테일 신상품을 적극 출시하고 있는 중이다. 특히 리테일 확장 전략으로 디지털 전환을 무기로 삼아 신한인도네시아은행에 디지털플랫폼인 '솔(SOL)'을 출시해 고객의 지점 방문 없이 계좌 및 해외송금이 가능하도록 서비스를 구축했다.

## III. 산업현황

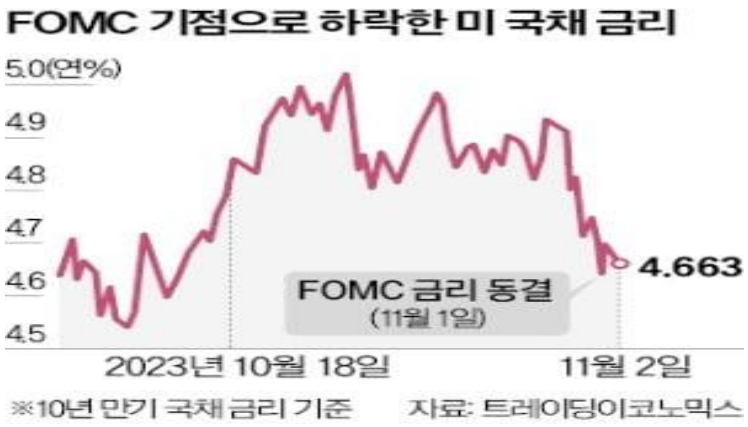
**- 높은 이자수익 의존도**

시중은행은 KB국민은행, 우리은행, 신한은행, 하나은행 이렇게 빅4가 시장의 대부분을 차지하고 있다. 은행의 경쟁력은 낮은 금리로 많은 고객을 유치하는 데 달려 있으며, 예금액 기준 시장점유율도 빅4가 비슷하게 나눠 가진 형국이다. 시중은행들의 전체 수익 대비 이자수익 비율이 일본은 70%, 미국과유럽의 경우 60%수준이지만 우리나라 은행은 90%에 육박한다. 예대마진 모델은 정부의 대출 규제, 기타 신용 경색 이슈 등의 대외변수에 취약하다. 그렇기 때문에 현재 은행산업은 이자수익 의존도를 줄이기 위해 비이자수익을 확대하는 전략을 취하고 있다.

**- 고금리 기조**

현재 고금리 장기화 우려가 지속되면서 미국의 10년 만기 국채 금리가 4.8%를 넘으며 16년 만에 최고치를 경신했다. 동시에 30년 만기 미 국채 금리도 4.95%까지 오르며 5%대에 육박했다. 미국채 금리 급등의 영향으로 국내에서도 시장 불안이 가속화되며 주택담보대출의 준거 금리에 해당하는 금융채 5년물(AAA) 금리가 연 4.4%의 최고 수준으로 올랐다. 즉, 은행들이 자금조달을 위해 발행하는 채권이자 주담대 대출금리 산정의 기준이 되는 은행채 금리가 오르기 시작하면서 자연스레 주담대 금리도 함께 상승폭을 그리고 있다. 실제로, 최근 5대 시중은행(KB국민·신한·하나·우리·NH농협)의 은행권 대출금리 상승이 잇따라 발생하고 있다. 특히, 1금융권중 유일하게 3%대 저금리의 업계 최저 금리로 주담대에 대해 공격적인 영업을 펼쳤던 카카오뱅크 주담대마저 4%대로 올라섰다. 대출금리 상승세는 당분간 계속될 것이라는 전망이 유력하다. 경제 악화로 한동안은 시장금리의 인상이 지속될 것이므로 올해 안에 대출금리의 급격한 하락세는 보기 어려울 것이라는 의견이다. 그러나 최근 11월 FOMC이후 장기금리 상승추세가 꺾이며 10년물 금리가 급락하였다. 이에 따라 일명 '공포 지수'로 불리는 시카고옵션거래소(CBOE) 변동성지수(VIX)도 지난 10월 3일에는 최고치를 기록 했었는데 하락추세를 보이고 있다.

**그림 1) 10년 만기 국채 금리**




**자료: 트레이딩이코노믹스**

**- 연체율 증가**

원화 대출의 연체율 추이가 최근 상승하고 있다. 2022년 당시에, 저금리 등을 비롯한 유동성 공급

정책에 힘입어 연체율이 낮은 모습을 보였지만 최근 고금리 기조가 지속되고 주식 시장과 부동산 시장과 같은 금융시장이 부진한 모습을 보이자 연체율이 급증하는 모습을 보이는 것으로 추정된다. 이러한 연체율 상승은 은행의 주요 건전성 지표인 NPL(Non Performing Loan), 고정이하여신비율이 상승하고 있다는 문제점 역시 야기했다. 5대 금융지주(KB,신한,하나,우리,농협)의 평균 NPL은 0.47%로 지난해 말보다 0.13%p 높아졌다. NPL비율은 연체기간이 3개월 이상인 부실채권이 차지하는 비율을 의미한다.

**그림 2) 연체율 추이**

※ 은행이 분기말에 연체채권 관리를 강화함에 따라, 연체율은 통상적으로 분기 중 상승했다가 분기 말에 하락하는 경향을 보임

**자료 : 금융감독원**

**- 불확실성에 대비하는 은행**

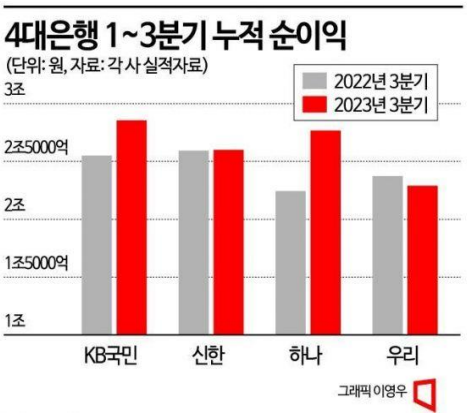
은행들은 불확실성에 대비하기 위해 선제적으로 충당금 적립에 나서고 있다. 4대 금융지주(KB,신한,하나,우리)가 이번 3분기까지 적립한 대손충당금 규모는 6조 8,892억원 수준이다. 특히 리딩뱅크 타이틀을 확보한 KB금융지주는 올해 약 1조 7,682억원 수준의 대손충당금을 확보했다. 지난해 같은 기간동안 7,885억원을 확보했던 것에 비하면 2.24배의 충당금을 올해 보유한 것이다.

나아가 최근 금융위원회는 특별대손준비금을 도입하며 은행에 추가적인 자본완충을 요구하려는 모습을 보인다. 특별대손준비금은 대손충당금 및 대손준비금이 부족할 경우에 추가적으로 쌓는 대손준비금인데, 상기의 금융지주들이 보여주는 충당금 수준에도 불확성과 안정성이 부족하다는 것이 금융위원회의 시각이다. 우리나라 은행들의 적립 수준은 0.93% 수준을 확보하고 있지만, 미국의 1.67%나 유럽의 1.51%에 비해서는 부족하다는 지적이 나왔기 때문이다.

신한지주의는 자본비율 목표치를 인상했다. 당국이 스트레스 완충 자본 적립 규모를 발표할 예정인 만큼 목표 자본비율도 이에 따라 조정할 필요가 있었기 때문이다. 경기 부진이 은행의 자본적정성 관리에 대한 필요성을 부각시킨다는 점은 부담 요인이다. 최근 실리콘밸리은행 인수 사례에서도 나타나듯이 은행이 아무리 건전해도 시스템이 불안정해지면 사회적인 역할을 요구 받을 수 밖에 없기 때문이다. 그렇지만 이러한 모습들이 은행에게 독으로만 작용하지 않을 수도 있다. 최근 은행들의 실적은 고공행진 중이다. 2022년 은행들이 금리 인상의 수혜를 직면한 당시보다 더 큰 순이익을 기록하며 은행들의 수익성 강화는 지속되고 있다. 이러한 상황에서 자산건전성을 위한 대비는 결코 부정적으로만 바라볼 수 없을 것이다. 수익이 커지는 만큼 안정적인 운영을 위해 들어가는 대비책 역시 커지는 것은 향후 지속적인 영업 능력에 대한 체력이 커지는 것이기 때문

이다.

**그림 3) 국내 은행 수익성**




**자료 : 금융감독원**

또한 정부의 특별준비금과 같은 정책들은 최근 정치권에서 논의되고 있는 횡재세에 대한 대응책으로 작용할 수 있다. 최근 대통령은 상생 금융을 강조하며 은행들의 이자 장사에 대한 불편한 심기를 드러냈다. 그럼에 따라 유럽의 몇개 국에서 시행되었던 횡재세의 도입을 논의하고 있다. 횡재세의 경우에는 법인세 혹은 시장에 기부하는 형식으로 진행될 가능성이 있다. 그러나 이처럼 특별준비금을 쌓게 된다면 수치적으로 나타나는 이익의 규모가 축소될 것이기 때문에 횡재세 논란에서 벗어날 수 있을 것이다.

**- 금융시장의 불확실성**

최근 금융 시장은 불확실성이 여전하다. 엔데믹 이후, 연준을 필두로 한 각국이 공격적인 긴축에 나서고 있으나 그럼에도 불구하고 물가는 잡히지 않았다. 또한 러시아-우크라이나 전쟁이 종식될 기미가 보이지 않으며 공급망 안정이 요원한 상황에서, 이스라엘-팔레스타인 전쟁이 발발하며 지구의 화약고인, 중동에서의 불확실성 역시 한층 강화되었다. 이러한 상황에서 고금리 기조가 유지되며, 최근에는 Higher for Longer에 대한 견해가 지속되고 있다. 또한 9월 26일 한국은행의 발표에 따르면, 국내 금융불안지수(FSI)는 8월 16.5로 6월 이후 두 달 연속 상승했다. 금융불안지수는 금융 안정 관련 실물 및 금융 부분 20개월 지표를 표준화해 산출한 종합지수로 단기 금융 불안 수준을 평가하는 지표로, 22를 넘어가면 위기 단계로 본다. 작년 하반기에는 급격한 기준금리 인상, 레고랜드 사태, 부동산 PF우려 등이 맞물려 23.6까지 상승하며 위기단계에 진입하기도 했다. 이번 FSI 지수의 상승세는 올 2분기 가계와 기업 대출의 급증에 의한 것으로 보인다. 2분기 명목 국내총생산(GDP) 대비 민간신용(자금순환통계상 가계·기업 부채 합) 비율은 225.7%로 1분기 말(224.5%)보다 1.2%p 상승하며 역대 최고 기록을 세웠다.

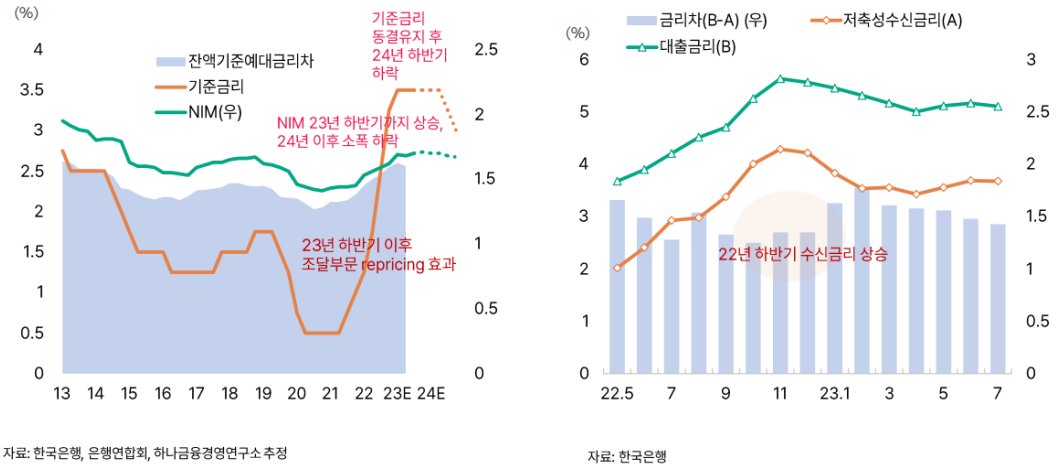
## IV. 산업전망

향후 은행 실적을 NIM(P), 대출성장률(Q), 대손비용률(C)로 전망해보겠다. 지금까지 경기 불확실성 확대로 금융당국의 규제가 강화되고, 고금리 기조로 인한 은행권의 막대한 이익 창출에 여론의 시각도 그리 긍정적이지 않았다. 그렇지만, 증권이나 보험 등 비은행 자회사를 보유한 회사는 비이자수익으로 실적을 만회했으며 앞으로도 비이자수익을 위해 신사업을 펼칠 것으로 전망된다.

**- NIM 제한적 하락**

우선, 은행업종의 마진(NIM)은 전반적으로 소폭 하락세가 나타날 것으로 전망된다. 올 3분기 경영실적 발표를 마친 4대 금융그룹에서 공통적으로 나타난 현상은 수익성 둔화다. 시장금리 상승에 대출금리가 오르긴 했지만, 은행들이 자금을 가져다 쓸 때 내는 비용(금리)도 덩달아 뛴 영향이다. KB금융의 3분기 NIM은 2.09%로 전분기 대비 0.01포인트(p) 하락했다. 신한금융 역시 같은 기간 NIM이 0.01%p 하락한 1.99%로 나타났다. 하나금융과 우리금융의 3분기 NIM은 각각 1.79%, 1.81%로 집계됐다. 역시 전분기 대비 각각 0.05%p, 0.04%p 하락한 수치다. 시장에선 4대 금융의 NIM 둔화가 조달 비용 증가에 기인한다고 분석한다. 보통 은행은 예·적금과 은행채(금융채)를 통해 조달한 자금으로 대출을 내준 뒤 수익을 얻는데, 수신금리가 뛰면서 비용 부담이 커졌다는 설명이다. 물론 시장금리 상승에 따른 대출금리 상승이 이자 이익 증대 효과를 나타냈지만, 예전보다 '마진'을 내기는 어려운 환경이 조성됐다는 진단이다. 이렇듯 시장금리 상승 기조에도 불구하고 가계 예대금리차가 하락 추세를 보이고, 조달 부문의 리프라이싱(Repricing) 효과가 지속될 것으로 보이기 때문에 NIM은 소폭 하락세가 나타날 것으로 전망된다. 현재로서 시장금리가 향후 가파른 하락이 나타날 가능성도 작기 때문에, NIM도빠르게 축소될 가능성은 낮다. 예대금리차(NIS)가 이미 역사적 하단에 위치한 것도 향후 NIM 하락 속도를 완만하게 만드는 요인이다. 커버리지 5사 연간 NIM은 올해는 작년보다 소폭 상승(평균 +3bp), 내년은 완만한 하락(-4bp)을 예상한다.

**그림 4) NIM의 하락**




**자료 : 한국은행**

**- 대출 성장률 개선**

우선 신용대출을 포함한 가계 기타대출은 전분기 대비 0.4% 증가하면서 7개 분기만에 증가세로 전환될 것이다. 주택거래량 회복과 50년 만기 주택담보대출 수요의 확대로 전분기에서 추가로 주담대(주택담보대출) 증가세가 확대된 모습이다. 올해 1월 LTV(주택가격 대비 대출 비율)등 부동산

대출규제 완화가 이루어지며 고점 대비 19% 하락했던 전국 아파트 실거래가격은 올해 2월 이래 완만하게 상승 중이다. 주택 거래량도 아직 장기평균은 하회하고 있으나 2월부터 점진적으로 반등하고 있다. 주담대는 올해 2분기부터 신규 주택구입 용도로도 견조하게 증가하고 있는 것으로 보인다. 올해 8~9월에 집중적으로 늘어났던 50년 만기 주담대는 10월 이후 시차를 두고 안정을 찾을 것이다. 한편 9월 발표된 가계부채 관리방안에 따라 생애주기를 감안한 장래소득을 DSR에 활용한다는 복안인데, 구체화될 경우 일부 중장년층 가계대출 성장에 제약 요인으로 작용할 여지가 있다.

**그림 5) 가계대출 증감액**

<표 4> 은행업 월별 가계대출 증감액 (단위: 조원)

| | 22.08 | 22.09 | 22.10 | 22.11 | 22.12 | 23.01 | 23.02 | 23.03 | 23.04 | 23.05 | 23.06 | 23.07 | 23.08 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 가계대출 | 0.3 | (1.3) | (0.7) | (1.0) | 0.3 | (4.7) | (2.8) | (0.7) | 2.3 | 4.2 | 5.8 | 5.9 | 6.9 |
| 주택담보대출 | 1.6 | 0.9 | 1.3 | 1.0 | 3.1 | 0.0 | (0.3) | 2.3 | 2.8 | 4.2 | 6.9 | 5.9 | 7.0 |
| 일반 개별 주담대 | (0.4) | (0.3) | (0.6) | (1.2) | (1.3) | (0.2) | 0.7 | (2.0) | 0.3 | 2.0 | 3.7 | 3.9 | 4.1 |
| 정책모기지 | 0.0 | 0.1 | 1.0 | 2.6 | 3.5 | 1.7 | 1.0 | 7.5 | 4.7 | 2.8 | 2.6 | 2.4 | 2.8 |
| 전세자금대출 | 0.9 | 0.6 | 0.2 | (1.0) | (0.4) | (1.8) | (2.5) | (2.3) | (1.7) | (0.7) | 0.1 | (0.2) | (0.1) |
| 집단대출 | 1.2 | 0.5 | 0.7 | 0.6 | 0.9 | 0.3 | 0.5 | (0.9) | (0.5) | 0.1 | 0.7 | (0.1) | 0.2 |
| 신용대출 등 | (1.3) | (2.2) | (2.0) | (2.0) | (2.8) | (4.7) | (2.4) | (3.0) | (0.5) | (0.1) | (1.1) | (0.0) | (0.1) |
| 신용대출 | (0.9) | (1.8) | (1.6) | (1.8) | (3.6) | (3.8) | (1.9) | (2.3) | (0.7) | (0.0) | (0.9) | 0.0 | 0.0 |
| 신용대출 제외 기타 | (0.4) | (0.4) | (0.4) | (0.2) | 0.8 | (0.9) | (0.6) | (0.6) | 0.1 | (0.1) | (0.2) | (0.1) | (0.1) |

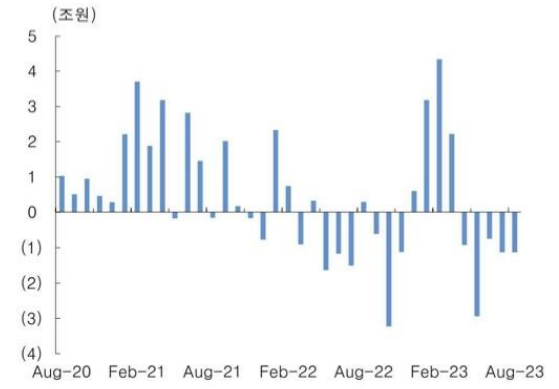
주: '신용대출 제외 기타'에는 상업용부동산담보대출과 예적금담보대출, 은행신탁 등 포함
자료: 금융위원회, 한국은행, 한국투자증권

**자료 : 금융위원회 외 2**

기업대출은 수년간의 생산자물가 상승으로 운전자금 수요가 커진 가운데 8월 들어서는 시설자금 수요까지 확대됐다. 회사채 시장 대비 은행 대출로 조달하려는 수요도 커졌다. 화사채 발행금리와 은행 대출금리 격차가 줄어들고, 기준금리 인하가 예상됨에 따라 듀레이션이 장기인 회사채보다는 짧은 은행 대출을 선호하는 현상이 보인다. 또한 2020년 2~3분기 조달했던 회사채의 상환을 앞두고 올해 초 선제적으로 차환 목적 회사채를 발행한 후 올해 4월부터 거꾸로 회사채 순상환 기조가 이어지고 있다. 중소기업대출이 증가했는데, 이는 개인사업자보다는 주로 중소법인 위주로 견조하게 증가한 것으로 보인다.

**그림 6) 기업 대출과 대출 성장률**

[그림 17] 회사채 순발행




주: 1. 회사채: 공모회사채 기준(ABS 제외, P-CBO 포함), CP/단기사채: 일반기업 기준
자료: 한국은행, 한국투자증권

[그림 18] 2023년 3분기 누적 기준 은행 대출 성장률

자료: 각 사, 한국투자증권

**자료 : 한국투자증권**

**- 대손비용률**

은행(지주) 유니버스 합산 3분기 대손율은 0.49%로 전분기대비 하락할 전망이다. 1분기 대손율 0.52%와 유사한 수준이다. 국내은행 신규연체율은 7월 0.09%로 전월과 같았다. 작년 7월 0.04%에서 올해 1월 0.09%까지 빠르게 상승한 후 최근까지 횡보세다. 이에 후행해서 은행 연체율도 올해 4분기부터 전년동기대비 악화폭이 축소될 것으로 추정한다. 연체율이 각종 건전성 지표의 선행지표임을 감안하면 내년 상반기에는 경상 대손율이 하향 안정화될 전망이다. 따라서 선제적으로 적립한 충당금은 연체율의 하향 안정화에 맞춰서 줄어들 것이다.

PF대출과 건설업 대출에 대한 주의가 업종별로 주의가 필요하다. 다만 은행 PF대출은 보증부나 선순위인 경우가 많아 올해 2분기 기준 연체율이 0.23%에 불과하고 건설업 익스포저도 상위권 업체 위주여서 작년 이래 이슈가 제기된 구조조정 건설업체에 대한 은행 익스포저는 극히 제한적이다.

**- BUT 높은 수익성**

2024년 은행 순이익의 경우 이자수익자산 증가와 높은 수준의 NIM 유지로 역대 최대치를 기록할 것으로 보인다. 안정적인 이익과 주주 환원 확대에도 대내외 불확실성 요인으로 주가가 약세를 보이면서 배당수익률은 상승하고 있다. 연간DPS 기준 예상 배당수익률은 KB금융 7.1%. 신한지주 6.3%, 하나금융지주 9.4%, 우리금융지주 9.9%, 기업은행 10.2%에 이른다. 여기에 자사주 매입/소각까지 감안하면 주주환원 수익률은 이보다 더 높다. 따라서 은행주는 중장기 관점에서 어느 때보다 투자 매력이 매우 높다고 판단된다. 다수의 악재가 주가 할인 요인으로 크게 작용하고 있지만, 대부분은 확정된 손실 요인보다는 구체화되지 않은 불확실성에 가깝다. 반면 실적과 이에 기반한 배당(주주환원) 전망은 훨씬 가시성이 높다. 막연한 불확실성보다는 구체적인 배당에 배팅해야 할 때라고 판단한다. 최근 고배당주가 현재 금리가 높다는 측면에서 채권에 비해 투자매력이 떨어진다는 말이 있는데, 현재 높은 채권금리가 안정화되면서 고배당주의 매력이 점점 부각될 것이다. 경쟁사보다 NIM이 양호하고 탄탄한 비은행 포트폴리오(손해보험, 증권)와 높은 자본적정성을 보유한 KB금융을 Top Pick으로 제시한다. 배당수익률이 10% 수준인데다 4분기에는 기말배당 수익률이 높은 기업은행이 주목받을 것으로 예상된다.

정리해서, 은행은 금리상승의 수혜 주다. 올해도 많은 이익을 내고 있지만 앞으로 순이익이 감소할 것이라는 전망이 나오기 시작하면서 주가 하락이 나오고 있다. NIM이란 은행이 돈을 조달하기 위한 비용이 늘었다는 의미이다. 돈을 조달하는 비용이 올라가면 은행도 이자를 올려 수익성을 올리게 된다. 그래야 순이익이 높아질 수 있다. 하지만 정부 정책이 이를 쉽게 용납하지 않는다는 상황이다. 대출이자가 올라갈 경우 가계대출이 높아 서민 경제가 어렵게 되기 때문이다. 그러나 금융주에서 규제 리스크는 늘 언급되는 부분이기에 장기적인 관점에서 펀더맨탈을 크게 훼손하지 않는다면 저가매수의 기회일 것이다.

## V. 투자전략

### 1) 현재 은행주들의 주가는 과도한 불안이 반영된 저평가 상태

최근 은행 업계에는 크고 작은 변화들이 일어났다. 그 중에서 가장 큰 이슈는 은행권 경영 및 영업의 관행 개선이었다. 챌린저뱅크, 스몰라이센스와 같은 은행권의 경쟁을 촉진하는 현안들이 발의되었고, 이에 따른 규제 리스크는 커졌다. 특히, 미국의 SVB 파산부터 유럽의 CS 유동성 위기까지 금융권 전반에 걸친 불안이 커져갔다.

하지만 현재 은행주들은 이러한 불안에도 불구하고 과도한 저평가 구간에 접해 있다. 최근 은행주 랠리로 KOSPI 대비 Valuation 할인율은 58.2%로 연초 대비 줄어들었으나 여전히 금융 위기 수준으로 저평가되어 있다. 주요 은행주들의 배당수익률은 6~11% 수준(현 시점의 은행 평균 7.7%)에 달하고 있으며, 지속적인 주주환원 정책이 기대된다. 또한 금융주의 특성상 리스크는 선제적으로 반영하는 경향이 있다. 최근 규제 리스크와 추가적인 금리 인상이 힘들 것이라는 우려가 이익 상승의 폭을 제한하면서 상방이 막힌 모습을 보여주었다. 하지만 최근 발표된 은행들의 실적은 그러한 우려와는 별개로 튼튼한 모습을 보여주고 있다.

### 2) 주가 상승 트리거는 실적 방어력과 주주환원정책이 될 것

1. 배당 이익 기준 단기적 접근 관점에서는 결산배당 중심 배당 정책을 시행하는 기업은행, 지방은행의 Upside 상대적으로 높다고 판단한다.

2. 장기적 관점의 접근에서 분기 배당으로 배당락 관련 부담이 상대적으로 낮고 지속적인 자사주 매입/소각을 기대할 수 있는 시중은행지주 중심 접근 유효. 특히 높은 자본력 등을 바탕으로 지속적인 자사주 매입/소각을 기대할 수 있는 KB 금융, 신한지주 등 은행지주 중심의 접근이 유효할 것으로 예상한다.

**그림 1) 국내 은행 주주환원정책**

**표 5. 국내 은행(금융지주)들의 주주환원정책**

| | 1) CET1 비율 기준, 주주환원 계획 | 2) 분기배당 정례화 및 균등 배당 의지 | 3) 자사주 매입 및 소각 |
|---|---|---|---|
| 신한지주 | - 12% 초과시, 주주환원 활용 원칙 | - 분기 및 결산배당까지 동일한 금액으로 배당할 계획<br>- 4Q22 실적 자료에 연간 배당금 2,100원을 기준으로 23년 매분기에 525원씩 지급하는 예시 명시(금액은 아직 미 확정) | - 1,366억원 자사주 매입/소각 완료(23.03.28)<br>- 23년 5월 전환우선주의 보통주 전환물량 (7,500억원) 자사주 매입/소각 의사결정 시 고려<br>- 자사주 매입/소각의 분기별 진행을 검토 중 |
| KB금융 | - 13% 초과시, 주주환원 활용 원칙 | - 결산배당 외 분기별 균등 배당 원칙은 지속할 계획 | - 자사주는 매입된 후 소각되는게 당연한 시장의 원칙<br>- 주가가 본질가치 대비 크게 할인된 상태에서는 자사주 매입/소각을 지속적으로 늘려 나갈 의지가 큼<br>- 2,717억원 자사주 매입/소각 완료(23.04.04) |
| 하나금융 | - 13~13.5% 구간: 전년 대비 증가한 자본비율의 50%에 해당하는 자본을 주주환원<br>- 13.5% 초과시, 주주환원 활용 원칙 | - 분기배당 근거 마련 위한 정관개정(23.03.24) | - 1,500억원 자사주 매입/소각 결의(23.02.09) |
| 기업은행 | | | - 자사주 매입/소각은 정부의 협조 필요 |
| BNK금융 | - 1Q23 기업설명회 개최 시 발표 예정 | | - 160억원 자사주 매입 결의(23.02.02). 다만 소각 여부는 미정 |
| JB금융 | - 12% 초과시, 안정적 DPS 성장 + 자사주매입/소각도 적극 검토<br>- 13% 초과시, 주주환원 활용 원칙 | - 분기배당 근거 마련 위한 정관개정(23.03.30) | - 자사주 매입/소각은 어느 정도 안정적 배당 성향을 달성한 후 고려할 예정 |
| DGB금융 | - 11~12% 구간: 주주환원율 30% 목표 점진적 상향<br>- 12~13% 구간: 주주환원율 30% 초과 40% 미만<br>- 13% 초과시, 주주환원율 40% 이상 | | - 자사주 매입/소각 고려 중 |

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

**자료 : 미래에셋**

따라서 우리가 금융지주, 그 중에서 은행을 보유한 금융지주에 투자를 접근할 때에는 추후 발생할 C의 감소와 다른 국가의 은행들 비슷한 수준의 주주환원율로의 방향성에 집중해야 한다. 상술했던 것처럼, 은행의 CET1(보통주자본비율)은 12% 혹은 13%를 상회하는 목표를 보여주고 있다. 이

러한 CET1 비율에는 정부의 정책적 규제인 8%에 경기 변동 대비 준비인 2.5% 수준에 자체적인 경영진 버퍼 1.5% 등을 포함하여 안정성 대비에 힘쓰고 있다. 또한 선제적인 충당금 적립에 힘쓰며 C의 상승을 이끌었다. 하지만 이러한 C의 상승은 경기가 안정화됨에 따라 축소될 것이고, C의 상승이 마무리된 시점에서는 과거보다 튼튼한 재무건전성을 지닌 은행으로의 탈바꿈이 기대될 것이다.

**그림 2) 은행별 배당수익률 및 주주환원율**

그림7 은행별 기대 배당수익률 및 주주환원율(Base)

| 단위: 십억원, 원, % | KB | 신한 | 하나 | 우리 | 기업 |
|---|---|---|---|---|---|
| 23F 순이익 | 4,895 | 4,663 | 3,655 | 2,801 | 2,821 |
| 기대 배당성향 | 25.5 | 22.9 | 27.1 | 27.3 | 29.7 |
| **연간 DPS** | **3,200** | **2,100** | **3,400** | **1,050** | **1,050** |
| 연간 배당수익률 | 5.6 | 5.8 | 7.8 | 8.4 | 8.8 |
| **기말 DPS** | **1,670** | **525** | **1,600** | **790** | **1,050** |
| 기말 배당수익률 | 2.9 | 1.5 | 3.7 | 6.3 | 8.8 |
| **예상 자사주 매입/소각** | **450** | **500** | **300** | **100** | **0** |
| 자사주 매입/소각 비중 | 9.2 | 10.7 | 8.2 | 3.6 | 0.0 |
| **2023F 총주주환원율** | **34.7** | **33.6** | **35.3** | **30.9** | **29.7** |
| 2022A 총주주환원율 | 33.0 | 30.0 | 27.0 | 26.0 | 28.7 |

자료: Quantiwise, DS투자증권 리서치센터 추정

그림8 은행별 기대 배당수익률 및 주주환원율(Bear)

| 단위: 십억원, 원, % | KB | 신한 | 하나 | 우리 | 기업 |
|---|---|---|---|---|---|
| 23F 순이익 | 4,895 | 4,663 | 3,655 | 2,801 | 2,821 |
| 기대 배당성향 | 23.6 | 22.5 | 26.5 | 26.2 | 27.0 |
| **연간 DPS** | **2,950** | **2,065** | **3,350** | **1,030** | **960** |
| 연간 배당수익률 | 5.2 | 5.7 | 7.7 | 8.2 | 8.1 |
| **기말 DPS** | **1,420** | **490** | **1,550** | **670** | **960** |
| 기말 배당수익률 | 2.5 | 1.4 | 3.6 | 5.3 | 8.1 |
| **예상 자사주 매입/소각** | **450** | **450** | **150** | **100** | **0** |
| 자사주 매입/소각 비중 | 9.2 | 9.7 | 4.1 | 3.6 | 0.0 |
| **2023F 총주주환원율** | **32.8** | **32.2** | **30.6** | **29.8** | **27.0** |
| 2022A 총주주환원율 | 33.0 | 30.0 | 27.0 | 26.0 | 28.7 |

자료: Quantiwise, DS투자증권 리서치센터 추정
주: 스트레스 자본 규제로 1) 전년도 DPS 유지 혹은, 2) 배당 성향 유지 가정

**자료 : DS투자증권**

또한 이번 산업 분석 보고서에서 지속적으로 언급되었던 주주환원정책은 금융지주 투자에 가장 큰 매력으로 꼽힌다. 은행들은 기존의 연말에 진행되던 결산배당에서, 분기배당으로 선회하며 배당주로서의 매력을 높였다. 또한 배당금의 규모를 선제적으로 제시하며, 현금흐름에 대한 확실성을 높였다. 그와 더불어 자사주 소각에 대한 공시 또는 계획 역시도 지속적으로 발표되고 있다. KB금융지주의 경우에는 이미 자사주 소각을 두 차례 진행하며 1분기에는 2,717억원의 자사주를 소각하였고, 지난 2분기 실적 발표 당시에도 추가적인 3,000억원 수준의 자사주 계획을 추가 발표하며 주주환원의 폭을 넓혔다. 이러한 변화에 힘입어 기존의 배당을 활용한 주주환원율에 추가적인 주주환원이 기대되며 배당주로의 매력을 증대 시키고 있다.

## 리스크

### 1) 정부의 규제(횡재세 이슈)

전통적으로 은행업은 정부의 간섭을 많이 받는 산업이었고, 은행의 정부규제에 관한 이슈는 현재 진행형인 상황이다. 9/15 런던 투자설명회에서 정부가 외국인 투자자를 유치하러 가서 은행의 배당자율성을 유치하겠다고 말했으나 지켜지지 않았다. 투자설명회에서 금감원장은 직접 "시장 친화적이고 일관된 배당정책을 금융회사들이 결정할 수 있도록 추진하고 있다"라고 언급하며 도이치뱅크 서울지점의 2천억 규모 투자를 이끌어냈다. 하지만 정부가 10월 30일 은행이 고금리 상황에서 너무 많은 수익을 올리다보니 횡재세를 걷는다는 소식에 2~3% 하락하였다. 9/15이후 10/30까지 외국인들은 하나금융에 740억원 순매수, 우리금융에 540억, 기업은행에 140억 순매수를 진행했다. 같은기간 코스피에서 3.4조원 순매도한것을 감안했을때 외국인들이 은행주에 대한 기대감을 갖고 순매수했지만 뒤통수를 맞은 상황이다.
횡재세는 이론적으로 기업이 비정상적으로 유리한 시장 요인 외부 사건으로 인해 부당하게 높은 수익을 올린 것으로 간주되는 부분에 세금을 부과하기 위해 고안된 것이다. 횡재세는 고통 분담이라는 선한 의도에도 불구하고 산업 불확실성 증가, 법인세 과세 이후 잔여이익 이중과세 및 타 업종과의 조세 형평성 등 찬반론이 존재한다. 한 금융권 한 관계자는 은행권의 횡재세 도입에 대해 "통화 긴축에도 은행 금리가 충분히 오르지 못한 가운데 정부의 규제 완화 등으로 부동산 시장까지 회복되자, 결국 지난해 하반기 이후 이어지던 가계대출 감소세가 주춤해졌고 결국 4월부터 가계대출이 다시 증가세로 돌아섰다"며 "정부가 지나치게 인위적으로 금리를 조절하려고 시도하면 예금 금리와 시장금리, 대출 금리가 연동되는 금리 체계나 자연스러운 자금 흐름에 문제가 생길 수 있다. 그 부작용 사례의 하나가 대출 증가일 것"이라고 지적했다.

### 2) 신규기준 예대금리차의 하향세에 따른 NIM(순이자마진) 감소

**그림 1) 예대금리차, 금리추이**

**자료 : 한국은행**

은행은 보통 금리 상승기에 예금금리는 빠르게 올리고 대출금리는 천천히 올리면서 예대금리차이를 올린다. 현재 잔액기준 예대금리차가 2.5%로, 최근에 크게 상승했다 살짝 꺾이며 지금은 2014년도 수준에 머무는 중이다. 그러나 신규기준 예대금리차는 떨어지고 있는데, 그 이유에는 은행권의 경쟁심화와 서민들과 자영업자, 기업들이 고금리에 고통받고 있어 예대금리차를 쉽게 올리지 못하는 것이 있다.

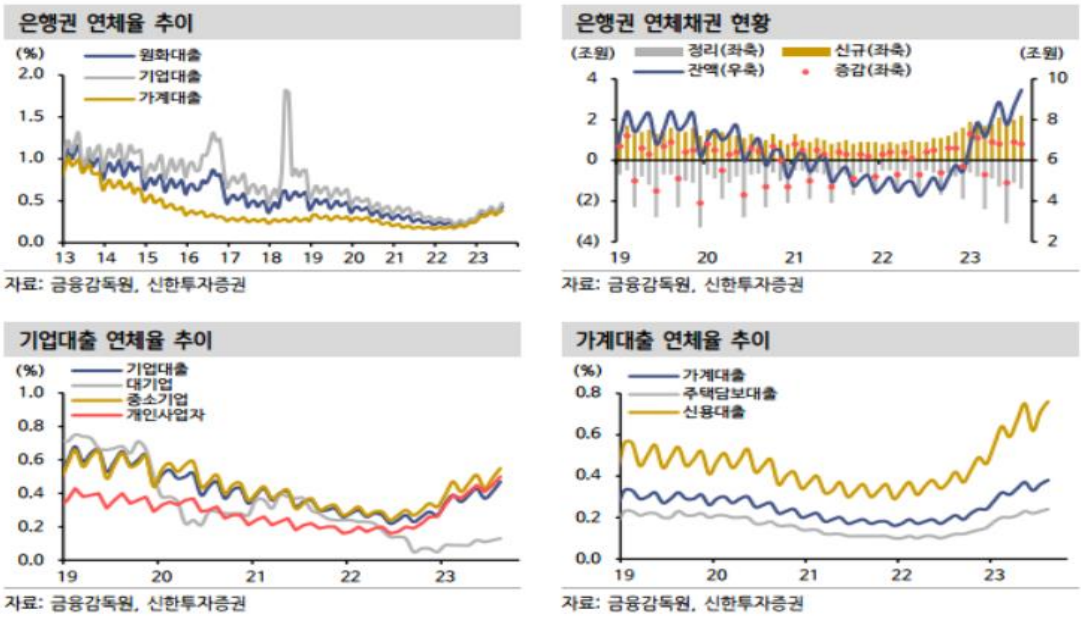
기업의 본질적인 펀더멘탈인 수익성 측면에 대한 고려는 필수적이다. 최근 은행의 NIM(순이자마진)은 소폭 하락하는 모습을 보여주고 있다. 하지만 전체적으로 이자이익과 수수료이익의 규모는 커지는중이므로 앞으로 이익은 증가할 수 있다고 볼 수 있다. 최근에 순이자마진이 조금씩 둔화되는 이유로는 높은 금리로 인한 부실채권 우려와 은행의 자본유출에 대한 우려로 인한 보수적인 자본운영 때문이라 해석된다.

기업여신을 중심으로 대출을 늘린 탓에 위험가중자산(RWA)이 커지며 자본비율도 하락하는 모양새다. 금리인상에 대한 기대감 일단락되었고, 정부의 예대금리차 고시를 비롯한 다양한 은행에 대한 비우호적인 정책적 방향성이 은행들의 과도한 수익추구를 억제하고 있다. 또한 GDP 대비 100% 이상의 수치를 보여주고 있는 가계와 기업의 대출 규모 역시 은행들이 적극적으로 대출을 확대할 수 없도록 만든다.

따라서 금융산업에, 그 중에서 금융지주에 투자를 접근하는 것에는 이자수익의 P인 NIM에 대한 내성이 강한 기업 또는 비이자수익에서 강점을 드러내는 기업을 선정하고, 해당 기업들 중에서 주주환원정책 및 자산건전성이 가장 뛰어난 기업을 최종적으로 선정하는 것이 필요할 것이다.

### 3) 국내은행의 연체율 증가

**그림 2) 국내은행 연체 추이 및 현황**




**자료 : 금융감독원**

8월말 은행 원화대출 연체율은 0.43%(+4bp MoM, +19bp YoY)로 2020년 2월(0.43%) 이후 3년 6개월만에 가장 높은 수준을 기록하였다. 올해 은행 원화대출 연체율은 부실채권 관리가 강화되는 분기말을 제외하면 우상향 추세가 지속되고 있는데, 고금리와 대내외 경기 불확실성 확대 속 은행의 건전성 관리가 더욱 중요해진 시점이다.

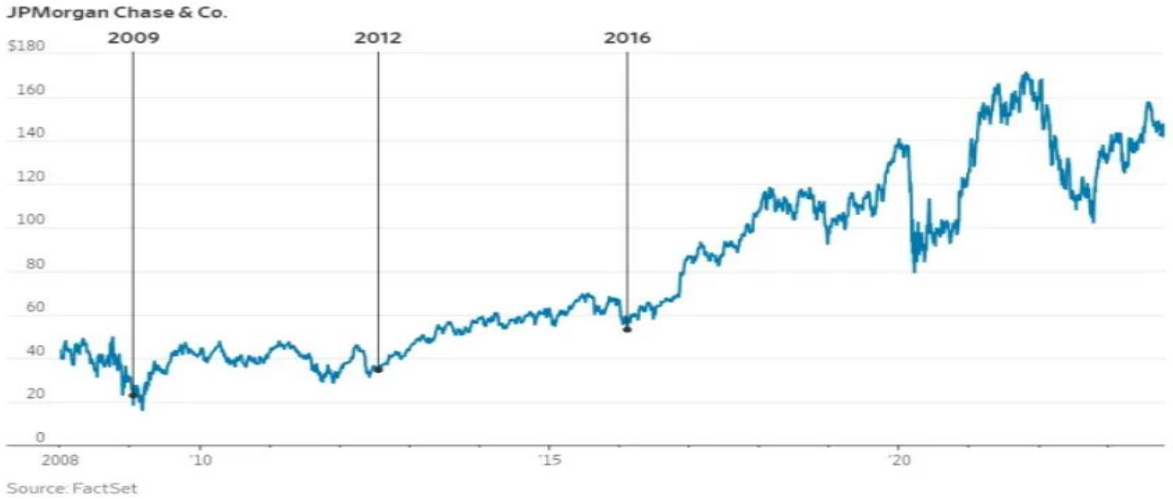
8월 연체채권 신규연체 발생액은 2.2조원, 정리규모는 1.4조원으로 연체채권 잔액은 전월대비 0.8조원 증가하였으며, 신규 연체율은 0.10%(+1bp MoM, +5bp YoY)로 전월과 유사한 수준(7월 신규 연체율 0.09%)이다. 기업대출 연체율은 0.47%(+20bp YoY)로 전월대비 6bp 상승하였고, 대기업 연체율은 0.13%로 전월대비 1bp 상승한 반면 중소기업 및 개인사업자 연체율은 각각 전월대비 6bp, 5bp

상승한 0.55%, 0.50%를 기록하며 대기업 대출보다는 상대적으로 증가폭이 더 가파른 모습을 보였다. 가계대출 연체율은 0.38%(+17bp YoY)로 전월대비 2bp 상승하였으며, 주택담보대출 연체율은 0.24%(+12bp YoY)을 기록하였다. 신용대출 등 기타 연체율은 0.76%(+34bp YoY)로 전월대비 5bp 상승했지만 증가폭은 축소되었다.
국내은행의 연체율이 조금씩 상승하는 것도 저축은행 같은 중소 은행들에게는 리스크 요인이라 판단되나, 4대금융지주 같은 크고 안정적인 제1금융권 시중은행에게 미치는 효과는 한정적일 것이라고 예상된다.

### 3) JP MORGAN CEO 제이미 다이먼의 주식매도

제이미 다이먼 JP모건 CEO가 이 1억4000만 달러 상당의 JP모건체이스사 주식을 처분한다고 미 월스트리트저널(WSJ)이 27일(현지시간) 보도했다. 행측은 다이먼 CEO가 860만주의 보유 주식 가운데 100만주를 처분해 "보유 자산을 분산하고 세금 납부에 대비한다"고 밝혔다. 10월 26일 종가기준으로 총 1억4100만달러(한화 약 1910억원) 규모이며, 매각 후 남은 지분은10억7000만달러(1조4498억억원) 상당이다. 이번에 매각하는 지분은 스톡옵션과 성과 주식 등을 포함해 다이먼이 보유한 전체 지분의 10% 수준이다. 이 같은 보도에 뉴욕증시 10월 27일 장중 JP모간(JPM)의 주가는 3% 가까이 하락 중이며, 뱅크오브아메리카(BAC), 씨티그룹(C), 웰스파고(WFC) 등도 주가가 1~2%대 하락했다.
2005년부터 CEO로 재임해온 다이먼은 지속적으로 은행 주식을 매입함으로써 은행에 대한 믿음을 과시해왔다. 그러나 이번 주식 매도로 다이먼의 회사에 대한 믿음이 언제까지 지속될 지에 대한 의구심이 커질 전망이다. 또 다이먼이 CEO 사임 뒤 보일 행보에 대해서도 관심이 커지고 있다.

**그림 3) 제이미 다이먼, JPM 주식 매입 시기**




**출처 : Souece FactSet**

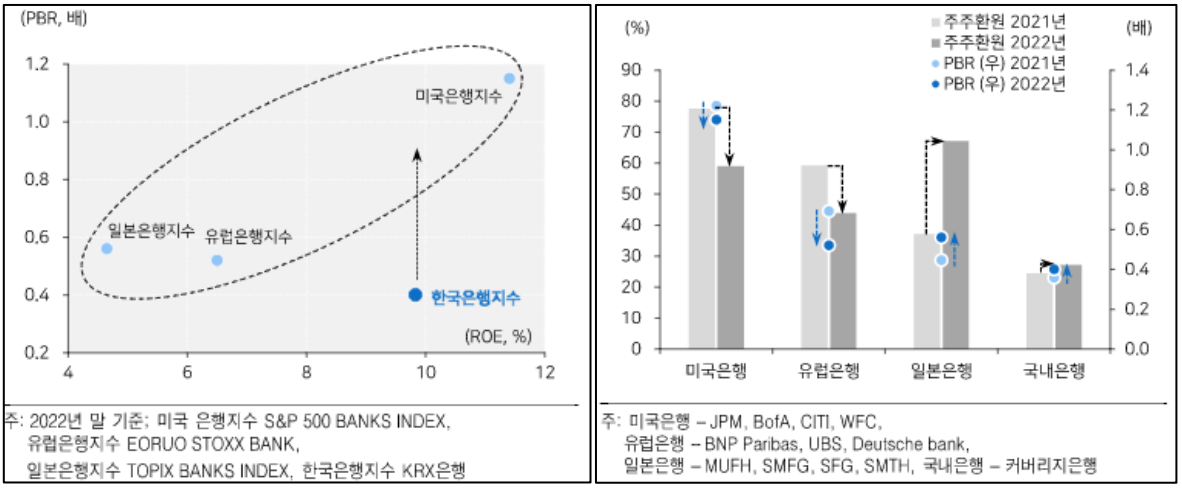
위 그래프는 제이미 다이먼의 JPM 주식 매입 시기이다. 첫번째 매입시기는 2009년 금융위기 당시이다. 두번째는 2012년 이른바 런던 웨일 사건(런던 지점의 대규모 파생상품 손실), 세번째는 2016년 경기침체와 에너지 가격 급락 때이다.
아래 JP모건 가격 차트를 보시면 이 세번의 주식 매수는 거의 정확하게 바닥 신호와 일치한다. 이와같이 CEO의 매수는 강력한 호재, 매도는 강력한 악재라고 볼 수 있는데, 이번 제이미 다이먼의

매도이후 전세계 최대규모 은행인 JPM의 주가가 크게 하락한다면 한국 금융주에 악영향을 미치는 스필오버(spill-over)가 진행될 수도 있을 것이다.

상술한 것처럼, 금융산업에 투자를 할 경우에 고려할 부분은 외부적 요인에 흔들리지 않을 건전성과 쌓인 이익을 환원하고자 하는 주주환원 의지이다. 그에 더해 기업의 기본적인 가치를 평가하는 수익성에 대한 부분 역시도 검증이 필요할 것이다.

한국의 은행주들은 저평가되어왔다. 은행과 같은 기업들은 해외시장에서 배당주로의 매력을 자랑하며 투자가치를 입증해왔다. 하지만 국내 은행주들의 주주환원율은 해외의 기업들과 비교했을 때 미미한 수준에 불과했고, 이러한 부분이 영향을 끼쳐 상대적으로 낮은 기업 가치를 인정받아왔다. 하단의 일본, 유럽 그리고 미국의 은행지수들과 비교했을 때, 한국의 은행지수들은 그들이 벌어들이는 수익에 비하면 낮은 PBR 벨류에이션을 받고 있는 것으로 나타난다. 그리고 해당 국가들의 주주환원의 수준은 명백히 국내의 것보다 높았고, 2021년에 비해서 2022년에 금융경기 변동에 따른 감소는 존재하는 경우도 존재하지만 그럼에도 불구하고 국내의 주주환원율보다 높은 모습을 보여주었다.

**그림 4) 각국 은행 ROE-PBR 비율 및 주주환원율**




**출처 : 메리츠증권**

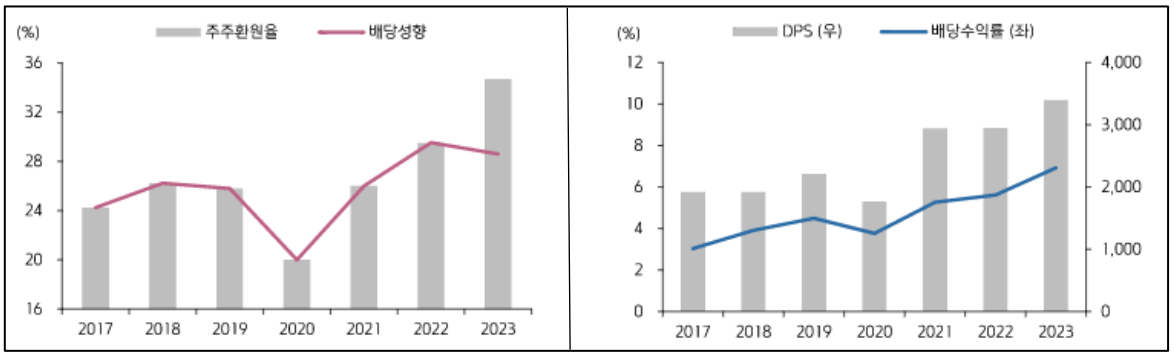
## VI. 최선호주 : KB금융

### 투자포인트

**1) 건전한 주주환원책**

하지만 최근 2019년 동 산업 최초로 자사주 소각을 진행한 KB금융을 필두로 하여, 주주환원에 대한 의지가 나타나고 있다. 특히, 본 산업 분석 보고서에서 최선호주로 선정한 KB금융은 여타 경쟁 은행 대비 높은 건전성과 수익성을 바탕으로 적극적인 주주환원 정책을 시행했고, 시행할 예정이다. KB금융의 경우에는 배당과는 별도로, 2023년 1분기와 2분기 모두 약 3,000억 원가량의 자사주 소각을 의결하며 약 30% 수준의 주주환원율을 보여주었다. 따라서 지속적으로 우상향하고 있는 주주환원율과 배당수익률을 확인할 수 있다

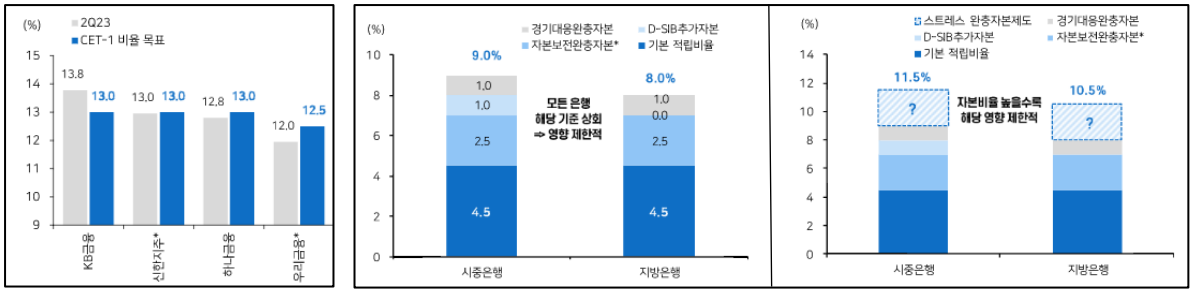
**그림 1) KB금융 주주환원율, 배당성향, DPS, 배당수익률**




**출처 : KB금융**

그리고 이러한 배당 지속 가능성은 타 은행들 대비해서 높은 자본 비율에서 나타난다. 국내 은행들의 CET1비율의 목표와 현 비율을 살펴본다면 KB금융의 비율은 상대적으로 높은 수준임을 알 수 있다. 최근 정부에서 은행들로 하여금 CET1비율에 대한 권고 및 규제를 많이 발표하고 있는데, 해당 비율은 자기자본을 RWA(Risk Weighted Asset), 위험가중자산을 나눈 값으로 대표적인 은행의 충격완충 능력을 나타낸다.

**그림 2) 금융지주 별 CET1 비율 및 목표, 경기대응완충자본 1% 추가 적립 시 필요 기준, 스트레스완충자본 2.5% 가정 시 필요 기준**




**출처 : 메리츠증권**

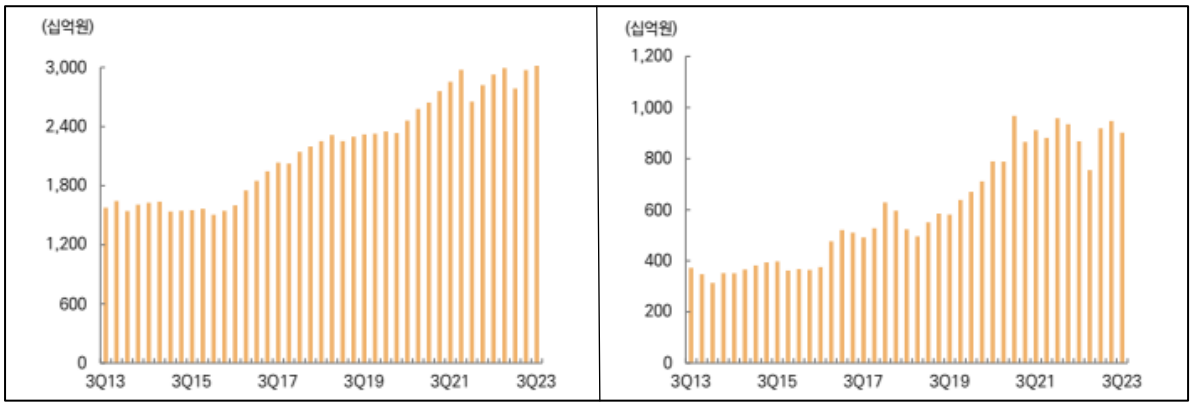
KB금융은 현재 정부에서 요구하는 10.5%(기본 적립비율 4.5% + 자본보전완충자본 2.5% + D-SIB(금융지주사 특별 완충 자본) 1.0% + 경기대응완충자본 2.5%)에 자체적으로 경영권 버퍼 2.5%를 더해 13%

의 목표 CET1 비율을 설정했고, 그것을 상회하는 수치를 보여주고 있다. 만약 정부에서 추가적으로 횡재세에 대한 대안으로 지금보다 더 높은 추가적인 완충자본의 확보를 요구할 때, 지금의 KB금융은 다른 은행지주들에 비해서 그 여파가 작을 것으로 예상된다.
또한 주주환원에 대한 정책들이 목표 CET1비율 충족 시 라는 조건이 달려있는 만큼 현재 목표를 간신히 달성하거나 아직 달성하지 못한 은행의 경우에는 주주환원 정책이 지금보다 진일보할 수 없을 것이다. 즉, KB금융은 목표 CET1비율보다 상회하는 모습을 보여주고 있기 때문에 주주환원에 활용할 수 있는 재원이 더 많을 것임 역시 알 수 있을 것이다.

**2) KB금융의 수익성 강화 및 경영 효율성 개선**

최근 금융지주들은 막대한 수익을 얻어왔다. 과거부터 꾸준한 우상향 기조를 여전히 이어가고 있는 모습을 보여주었다. 그리고 리딩뱅크, 4대 금융지주 중에서 시장을 선도하는 자리를 지키고 있는 KB금융의 경우에는 금융지주의 두 가지 수익, 순이자이익과 순수수료이익 모두 증가하고 있는 모습을 보여주고 있다. 물론 최근 부진한 주식 시장과 비우호적인 정책으로 인해 순수수료이익은 소폭 감소한 시기도 있었지만, 최근에는 그것을 만회하고 M&A를 통해 수익성을 보강하기 위해 노력하며 성장을 위한 투자를 아끼지 않았다.

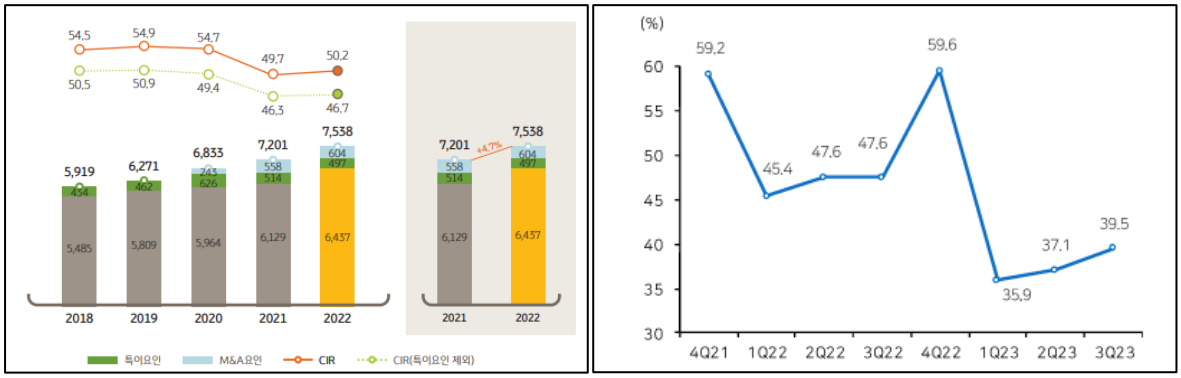
**그림 3) KB금융그룹 순이자이익 및 순수수료이익 추이**




**출처 : 메리츠증권**

하단의 CIR(Cost Income Ratio) 추이를 살펴보면, 최근의 KB금융이 얼마나 경영효율성에 집중하고 있는지를 알 수 있다. 해당 지표는 수익 대비 비용이 차지하는 비율로 산업 전반에서, 특히 금융업종에서 경영의 효율성을 나타내는 지표이다. KB금융은 가장 많은 고객을 기반으로 국내외에서 점포 수 역시 가장 많아 고정비가 많이 소모되었다. 하지만 꾸준한 디지털화와 명예퇴직 프로그램 등을 바탕으로 점차 경영 효율성이 개선되는 모습을 보여주고 있다.

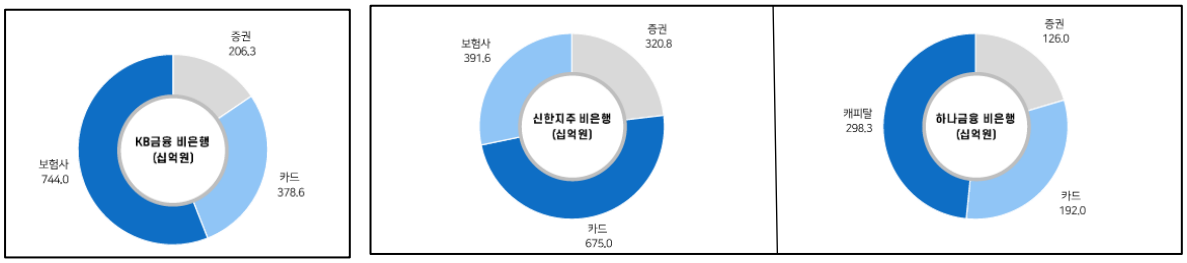
**그림 4) KB금융그룹 일반관리비 및 CIR 추이**




**출처 : KB금융 IR, 메리츠증권**

또한 대통령의 상생금융 발언을 필두로, 은행들의 이자이익에 대한 비판이 끊이지 않고 있다. 정치권에서 이자장사라는 표현을 사용하며 금융지주들의 과도한 수익추구 현상을 비판하는 현상이 나타나고 있다. 따라서 각 금융지주들은 정부의 상생금융에 동참하고, 이자수익에 대한 집중보다는 비이자수익에 대한 강화에 힘쓰고 있다. 그리고 이러한 비은행 부문의 수익이 가장 큰 금융지주 역시 KB금융이다.

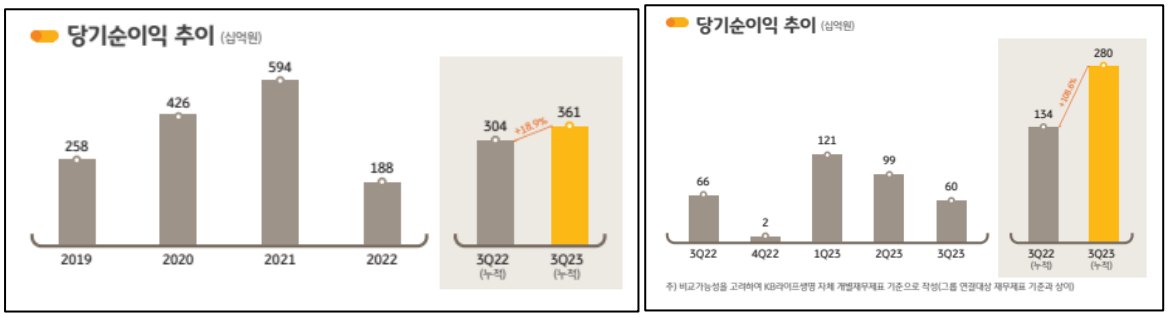
**그림 5) KB금융,신한지주,하나금융 비은행 이익**

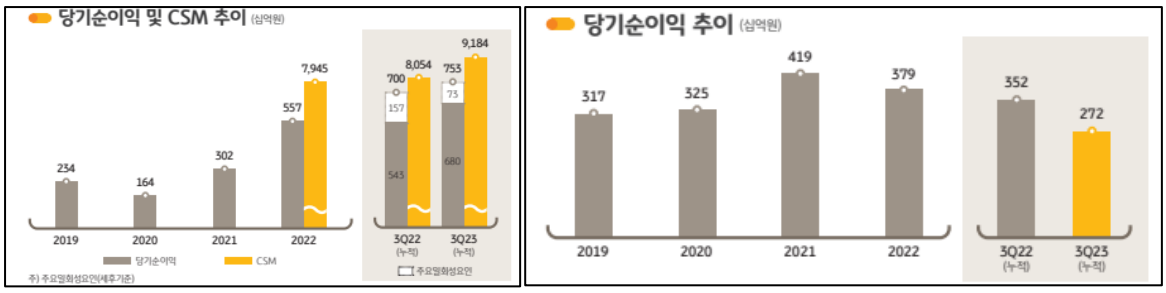



**출처 : 메리츠증권**

KB금융은 KB국민은행외에도 KB손해보험, KB라이프와 같은 보험업에서도 우수한 성과를 보여주고 있다. 비단 2022년이 아니라 올해에도 리딩뱅크의 자리를 KB금융이 굳건히 지킬 수 있었던 배경에도 든든한 비은행 계열사들의 활약이었다. KB금융은 상대적으로 약하다는 평가를 받던 생명보험 자회사인 KB라이프의 강화를 위해 푸르덴셜생명을 인수합병하며 약점을 보완해 더욱 큰 성장을 이끌어냈다.

**그림 6) KB증권, KB라이프, KB손해보험, KB국민카드 당기순이익 추이**






**출처 : KB금융 IR**

이러한 측면에서 배당주이지만, 배당주로서의 매력을 보여주지 못했던 국내 은행주들에 대한 재평가가 필요하다는 점은 의심의 여지가 없을 것이다. 그리고 그 매력을 가장 잘 살릴 수 있는 KB금융에 대한 매력도는 더욱더 증대될 것이다.

## 리스크

### 1) 지방은행의 시중은행 전환

최근 정부는 4대 시중은행의 독과점 체제에 대해서 은행업 경쟁을 유도하기 위한 수단으로 지방은행을 시중은행으로 전환하는 방식을 사용할 것으로 예측된다. 일종에 고인물 속에 메기를 풀어, 생태계 전반에 활기를 불어넣기 위함이다. 그러나 동 산업 분석 보고서에서 최선호주로 택한 KB금융은 단기적인 정부의 정책적 수혜로는 가장 유력한 전환 후보인 DGB금융과 좁혀지지 않을 격차를 보여준다.

**그림 7) DGB금융그룹 및 KB금융지주 그룹 손익계산서**

■ 그룹 요약 손익계산서

| (단위 : 억원) | 3Q22 (A: IFRS 4) | 3Q22 (B: IFRS 17) | 증감 (B-A) | 3Q23 (IFRS 17) |
|---|---|---|---|---|
| 총영업이익 | 15,136 | 15,176 | +40 | 16,648 |
| 이자이익 | 13,398 | 12,121 | -1,277 | 12,181 |
| 비이자이익 | 1,738 | 3,055 | +1,317 | 4,467 |
| 판매비와관리비 | 7,909 | 7,640 | -269 | 7,263 |
| 충당금전입액 | 1,402 | 1,401 | -1 | 3,589 |
| 영업이익 | 5,825 | 6,135 | +310 | 5,796 |
| 영업외손익 | -27 | -51 | -24 | -62 |
| 총당기순이익 | 4,260 | 4,473 | +213 | 4,489 |
| 지배주주지분순이익 | 3,943 | 4,156 | +213 | 4,247 |

그룹 손익현황

| 십억원, % | 3Q23(누적) | 3Q22(누적) | YoY | 3Q23 | 2Q23 | QoQ |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 순이자이익 | 8,847.2 | 8,400.8 | 5.3 | 3,087.9 | 2,973.7 | 3.8 |
| 순수수료이익 | 2,766.8 | 2,764.5 | 0.1 | 901.4 | 951.4 | -5.3 |
| 기타영업손익 | 1,009.0 | -696.4 | N.A. | -23.1 | 372.2 | N.A. |
| 총영업이익 | 12,623.0 | 10,468.9 | 20.6 | 3,966.2 | 4,297.3 | -7.7 |
| 일반관리비 | 4,723.9 | 4,573.5 | 3.3 | 1,564.7 | 1,592.9 | -1.8 |
| 충당금적립전영업이익 | 7,899.1 | 5,895.4 | 34.0 | 2,401.5 | 2,704.4 | -11.2 |
| 신용손실충당금전입액 | 1,768.2 | 788.4 | 124.3 | 448.6 | 651.4 | -31.1 |
| 영업이익 | 6,130.9 | 5,107.0 | 20.0 | 1,952.9 | 2,053.0 | -4.9 |
| 영업외손익 | -231.9 | 315.8 | N.A. | -43.4 | -92.3 | N.A. |
| 당기순이익 | 4,346.0 | 4,046.0 | 7.4 | 1,342.0 | 1,504.8 | -10.8 |
| 지배기업지분순이익 | 4,370.4 | 4,038.3 | 8.2 | 1,373.7 | 1,499.1 | -8.4 |

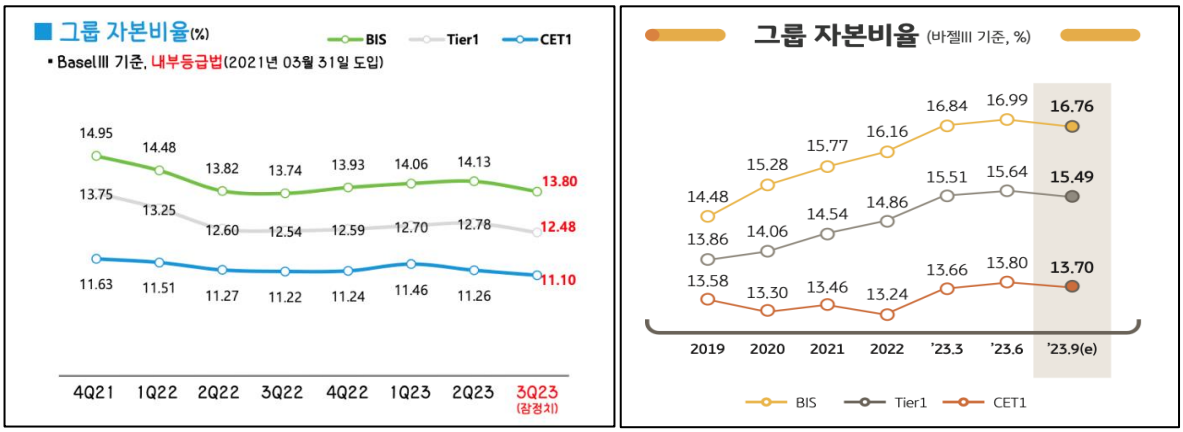
**출처 : 각 사 IR**

각 사의 IR 자료에서 발췌한 상기의 자료를 보면, 두 금융그룹 간의 차이를 알 수 있다. 은행의 주요 수입이라고 할 수 있는 이자이익의 경우, DGB금융은 약 1조 3,398억원에 불과하지만 KB금융은 8조 8,472억원에 달하는 것을 확인할 수 있다.

또한 금융그룹의 건전성을 살펴볼 수 있는 각종 자본비율에서도 그 차이는 드러난다. 지방은행은 시중은행에 비해 규제가 느슨하다. 따라서 각종 자본비율에 있어서 시중은행에 비해 완화된 수치를 보여준다. 하단의 DGB금융그룹과 KB금융그룹의 자본비율을 비교한 표가 있다. 지금과 같이 불확실성이 시장 전반에 산재해 있는 시기에는, 또한 정부에서 추가적으로 은행들로 하여금 스트레스완충자본에 대한 권고 혹은 규제를 고민하고 있는 시점에서 DGB금융그룹의 자본 비율은 과연

KB금융과 비슷한 수준의 주주환원이 가능할까 싶은 의문이 든다.

**그림 8) DGB금융그룹 및 KB금융지주 그룹 자본비율**



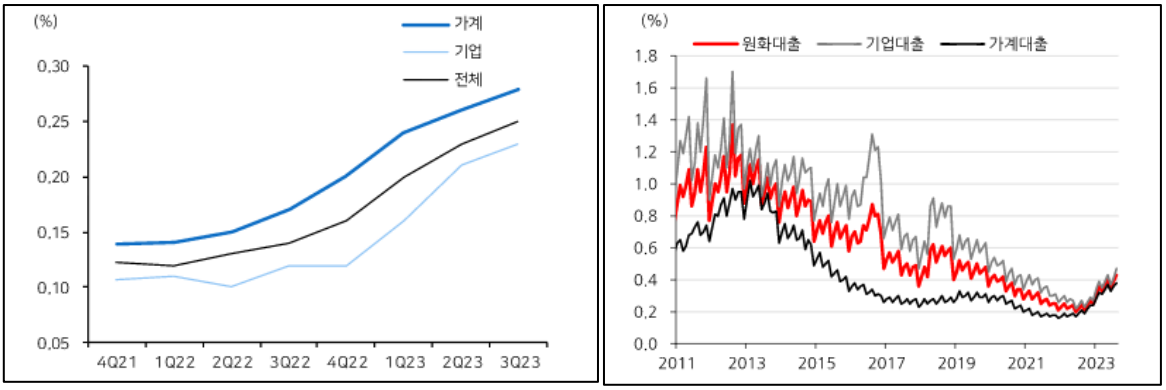

**출처 : 각 사 IR**

이처럼 금융산업에 투자함에 있어 가장 주요하게 고려해야 할 수익성 및 건전성 부문에서 지방은행의 시중은행 전환은 큰 리스크로 작용하기 어려울 것이다.

**2, 고금리에 따른 건전성 및 자금조달 비용 증가**

또한 최근 금융시장 확실성 및 고금리 여파로 차주들의 이자 상환 능력에 대한 의문이 지속적으로 제기되고 있다. 은행은 레버리지를 활용하여 수익을 창출하는 기업이기 때문에 자산의 건전성을 안정적이게 유지하는 것이 필수적이다. 이러한 금융시장의 상황 속에서 연체율과 신용 리스크에 대한 대비를 확인하는 것은 투자에서 반드시 고려해야 할 요인일 것이다. 거시경제 악화에 맞추어 KB금융의 대출들 역시 연체율이 증가하는 추세를 보여주고 있다. 최근 은행의 기준으로 한 KB금융의 연체율은 2021년 4분기부터 지속적으로 상승해왔다.

**그림 9) KB금융 연체율 추이 및 국내은행 차주별 연체율 추이**

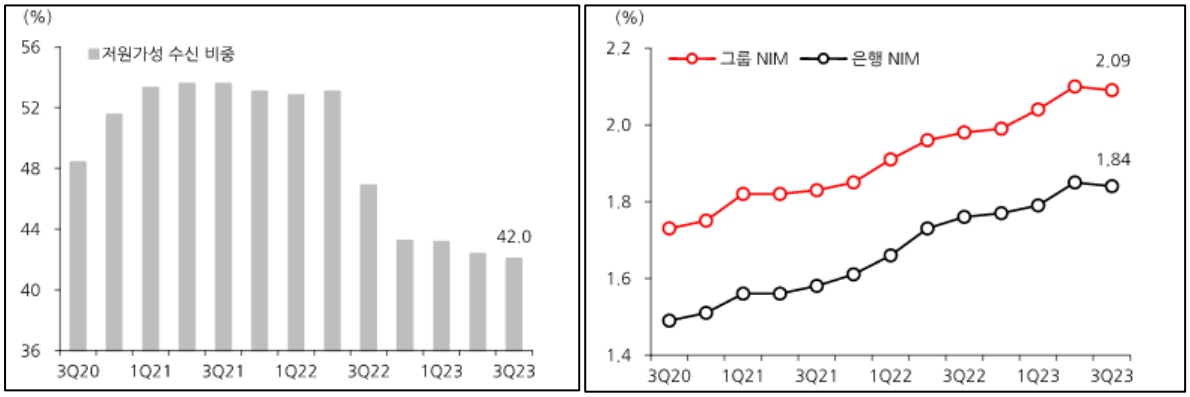



**출처 : 메리츠증권**

하지만 여전히 우려할 수준은 아니다. 좌측상단의 국내은행 연체율 추이 그래프를 본다면, 현재 국내은행들의 연체율 수준은 여전히 역사적으로 낮은 수준을 보이고 있다. 다양한 리크스의 선제적 반영으로 은행주의 가치평가가 금융위기 시점의 수준인만큼, 그러나 그때와는 비교할 수 없을 정도로 자산건전성이 뛰어난 지금 개별의 은행의 연체율은 지금의 주가를 설명하기 어렵다.

고금리 기조로 인해, 은행이 리스크를 안게 되는 것은 상기의 연체율 외에도 한가지 더 존재한다. 바로 자금조달 비용의 증가이다. 기준금리가 인상된다는 것은 시중에 존재하는 예/적금의 금리 역시 상승한다는 것을 의미한다. 더욱이 최근과 같이 자금이 주식시장에서 은행으로 흘러가는 역머니무브 현상이 나타나는 시점에서 은행들은 자금 유치 경쟁을 겪을 수밖에 없고 자연스레 조달 금리가 상승하는 현상이 나타날 것이다.

**그림 10) KB국민은행 수신 중 저원가성 비중, KB금융 및 국민은행의 NIM 추이**




**출처 : 한화투자증권**

따라서 최근 국민은행의 저원가성 예금의 비중이 감소하는 모습을 보여주고 있다. 저원가성 예금이라 함은 요구불예금과 수시입출금식 저축성예금과 같이 이자율이 낮은 수신을 의미한다. 이러한 저원가성 예금은 자금 흐름의 불확실성을 내재하고 있지만, 은행의 자금조달비용을 낮추는 효과를 보여주고 있다. 물론 최근 저원가성 예금의 비중이 감소하고 있더라도 은행의 NIM이 크게 감소하는 모습을 보여주고 있지는 않다.

상단의 표에서 확인할 수 있는 NIM의 감소는 자금조달비용에 의한 것보다는 정부의 정책적인 대출 규제와 이자장사 논란에 따른 눈치보기의 여파로 해석될 여지가 다분하다. 따라서 아직까지는 유의미한 영향을 끼치진 않지만, 이러한 저원가성 예금의 감소가 지속적으로 유지된다면 자금조달비용의 증가라는 악영향을 낳을 수 있다.