meritz Strategy Daily

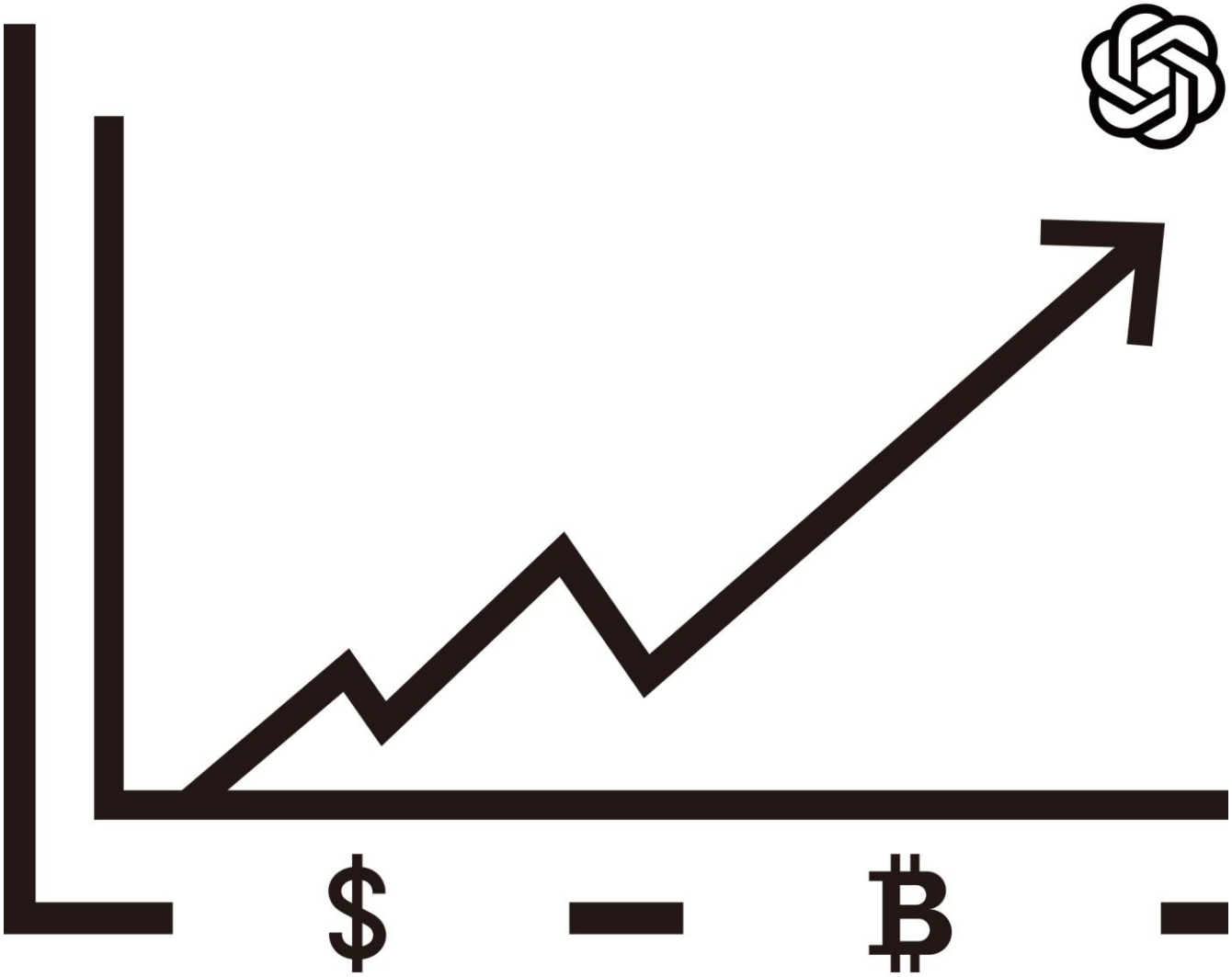
전략공감 2.0

2026. 3. 5 (목)

Strategy Idea
이란전쟁 이후 주목해야 할 신용위험

오늘의 차트
US 프리미엄 회복의 조건

칼럼의 재해석
강남 집값 하락 전환, 분양 시장은?



본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

meritz 메리츠증권

Strategy Idea

이란전쟁 이후 주목해야 할 신용위험

채권/자산배분
Analyst **윤여삼**
yeosam.yoon@meritz.co.kr

- ✓ 이란 전쟁이 모든 이슈를 장악 중이나 이면에 가려진 MFS발 고금리 스트레스 징후
- ✓ 미국 주택시장 우려를 넘어 사모대출을 중심으로 한 전반적인 신용여건에 대한 점검 요구
- ✓ 전쟁+신용위험 이후 예상보다 양호해 보이는 미국경제 염려, 결국 연준의 금리인하 필요할 것

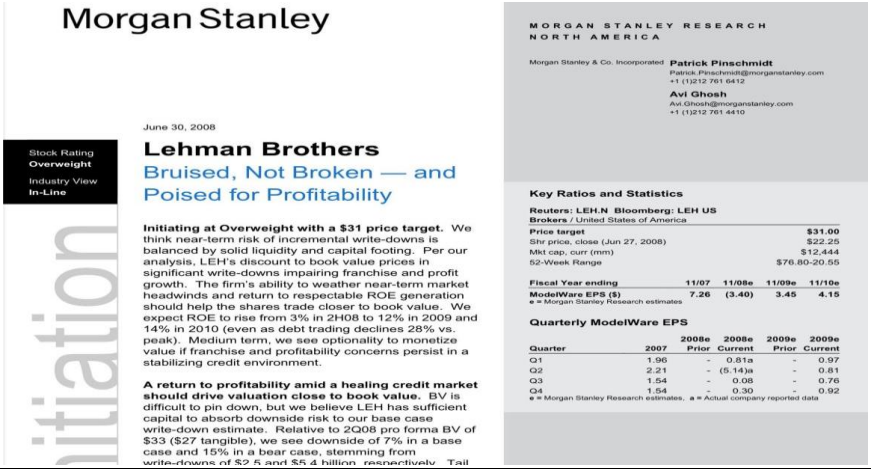
전쟁으로 주목받지 못했으나, 고개를 들고 있는 글로벌 신용위험

미국과 이란간 전쟁이 모든 이슈를 압도 중이다. 전쟁 발발 이후 몇일이 지나지 않았는데, 사태의 장기화에 대한 우려가 자원 취약국 중심 반영되고 있다.

6,300pt까지 넘었던 국내증시는 불과 2영업일만에 5,100p대t까지 하락 -18%를 기록했고, 원/달러 환율은 일시적으로 1,500원선을 넘었다. 2008년 금융위기 이후 최대 변동폭이다. 심지어 안전자산으로 여겨지는 채권시장마저 약세다. 10%가 넘게 상승한 글로벌 유가의 영향으로 인플레이션 공포에 시달리고 있다.

전쟁 위험은 시나리오별 사태 장기화 여부에 따라 회복/악화 여부를 다투어야 한다. 우리는 이란 이슈에 묻혔지만, 최근 불거지고 있는 MFS를 중심으로 한 신용위험에 대해 정리하고자 한다. 침체를 전제할 단계는 아니라고 하나 전쟁 불확실성이 완화된 이후 금융시장이 주목해야 할 핵심재료라는 판단이다.

그림1 **진정한 위기는 미리 알 수 없다 (2008년 6월: 상처는 입었지만 꺾이지 않았다 보고서)**



Morgan Stanley

June 30, 2008

Stock Rating
Overweight
Industry View
In-Line

Lehman Brothers
Bruised, Not Broken — and Poised for Profitability

Initiating at Overweight with a $31 price target. We think near-term risk of incremental write-downs is balanced by solid liquidity and capital footing. Per our analysis, LEH's discount to book value prices in significant write-downs impairing franchise and profit growth. The firm's ability to weather near-term market headwinds and return to respectable ROE generation should help the shares trade closer to book value. We expect ROE to rise from 3% in 2H08 to 12% in 2009 and 14% in 2010 (even as debt trading declines 28% vs. peak). Medium term, we see optionality to monetize value if franchise and profitability concerns persist in a stabilizing credit environment.

A return to profitability amid a healing credit market should drive valuation close to book value. BV is difficult to pin down, but we believe LEH has sufficient capital to absorb downside risk to our base case write-down estimate. Relative to 2Q08 pro forma BV of $33 ($27 tangible), we see downside of 7% in a base case and 15% in a bear case, stemming from write-downs of $2.5 and $5.4 billion, respectively. Tail

MORGAN STANLEY RESEARCH
NORTH AMERICA

Morgan Stanley & Co. Incorporated **Patrick Pinschmidt**
Patrick.Pinschmidt@morganstanley.com
+1 (1)212 761 6412
Avi Ghosh
Avi.Ghosh@morganstanley.com
+1 (1)212 761 4410

Key Ratios and Statistics
Reuters: LEH.N Bloomberg: LEH US
Brokers / United States of America

Price target	**$31.00**
Shr price, close (Jun 27, 2008)	$22.25
Mkt cap, curr (mm)	$12,444
52-Week Range	$76.80-20.55

Fiscal Year ending	**11/07**	**11/08e**	**11/09e**	**11/10e**
ModelWare EPS ($)	**7.26**	**(3.40)**	**3.45**	**4.15**

e = Morgan Stanley Research estimates

Quarterly ModelWare EPS

Quarter	2007	2008e Prior	2008e Current	2009e Prior	2009e Current
Q1	1.96	-	0.81a	-	0.97
Q2	2.21	-	(5.14)a	-	0.81
Q3	1.54	-	0.08	-	0.76
Q4	1.54	-	0.30	-	0.92

e = Morgan Stanley Research estimates, a = Actual company reported data

자료: MS

미국 부동산 시장에 대한 우려는 현재 진행형

우리는 작년 하반기 국내채권은 정부 경기부양으로 약세를 예상하면서도 미국 채권은 우리와 경로가 달라 투자에 긍정적 의견을 제시해왔다. 결과적으로 국내금리는 지난해 저점대비 국고10년 금리는 120bp 가까이 올라 약세를 기록한 반면, 미국채10년 금리는 지난 주말 4%를 일시적 하회 60bp 정도 하락했다.

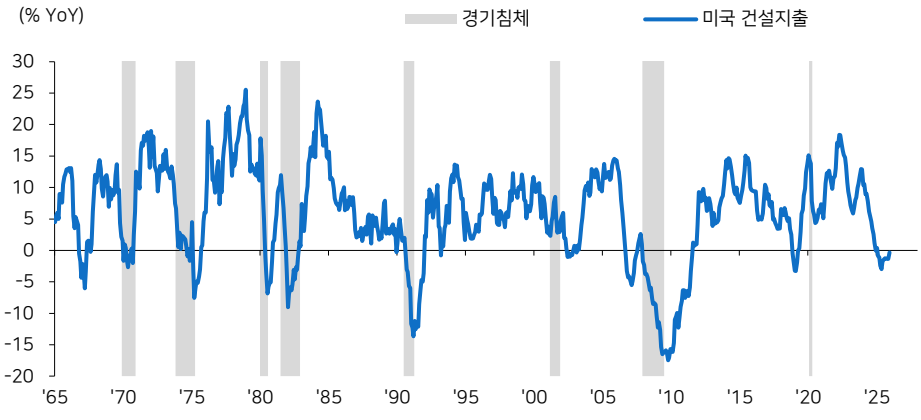
미국금리 하락의 논거로 관세발 물가 우려보다는 '고용지표' 위축을 중심으로 경제둔화 방어의 필요성과 일부 사모대출 및 주택시장 위축과 같은 위험요인에 초점을 맞추면서 미국 금리인하 기조가 이어질 것을 전망했다. 실제 작년 9월 이후 연준은 3차례 75bp 인하를 실시했다.

올해 성장률 전망이 상향될 정도로 외형적 미국경제는 양호한 듯 보이나 우리는 '고용없는 성장'의 취약성과 더불어 여전히 고금리 스트레스가 남아있는 미국의 신용여건의 취약성을 주목하고 있다. 작년 9월 우리는 그 중심에 미국 주택시장이 있다는 보고서를 작성한 바가 있다〈그림 2〉.

그림2 **작년 9월 16일 전략공감, 미국 주택시장 관련 우려의 목소리 제시**

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 **미국 건설투자 현재 정도 위축은 경기침체의 전조로 여겨지는 영역**



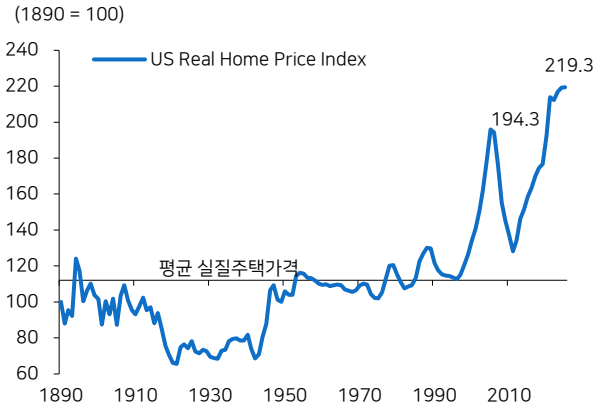
자료: NBER, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

경기침체 징후로 잘 알려진 지표는 아니지만, 건설투자가 전년대비 마이너스까지 위축된 경우 미국경제는 위험해진 경우가 많다〈그림 3〉. 미국의 건설투자가 현재 마이너스까지 위축된 배경에는 미국의 주택가격이 역사적으로 높다는 것이 가장 중요한 이유이다.

현재 실질주택가격은 서브프라임 금융위기를 유발했던 2008년 금융위기 직전보다도 10%가 넘게 비싸다〈그림 4〉. 금융위기 이후 크게 조정을 받았던 실질가격이 저금리와 펜데믹으로 인한 과잉 유동성 공급으로 급등했다. 해당 결과 미국은 현재 주택구매에 가장 최악의 환경이 되었다〈그림 5〉.

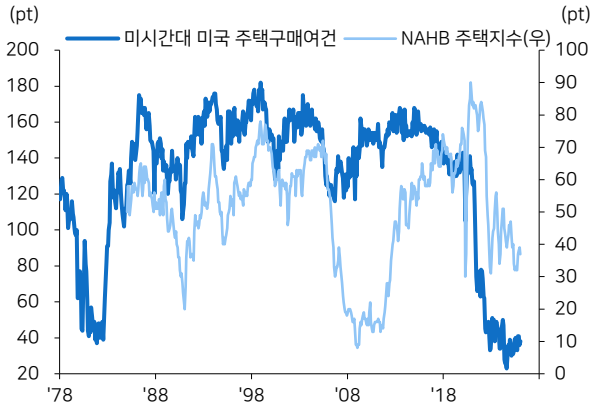
높은 집값은 임대료까지 끌어올리면서, 현재 미국 주요거주지에서 임대공실이 큰 폭으로 늘고 있다〈그림 6, 7〉. 때문에 미국 임대료는 전년대비 10%가 넘는 가격하락을 기록 중이다. 관세부과와 일부 반도체 가격상승에 따른 칩플레이션 우려에도 미국물가는 주거비(임대료)의 안정에 기인, 최근까지 안정 흐름을 이어왔다.

그림4 금융위기 당시보다 10% 이상 높은 미국 실질 주택가격



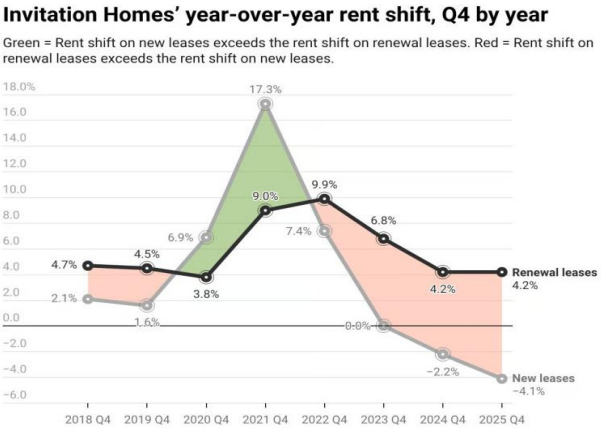
자료: Robert Shiller, 메리츠증권 리서치센터

그림5 미국 주택거래 여건 역사적 위축국면 지속



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 미국 신규임대 감소, 월세(rent) 하락을 견인



자료: ResiClub

그림7 2012년 이후 미국 임대증가율 바닥 수준 기록

자료: John Burns Research

높은 주택가격과 더불어 미국 주택시장의 가장 큰 위협은 높은 '모기지금리'이다. 이는 트럼프 대통령조차 신경 쓰는 부분으로 연초 '정부가 2천억달러 규모 MBS를 매수하겠다'는 SNS를 날리는 배경이 되었다. 실질적 연준의 금리인하 압박도 정부이자부담과 동시에 주택시장의 위험을 염두에 두었다고 해석된다.

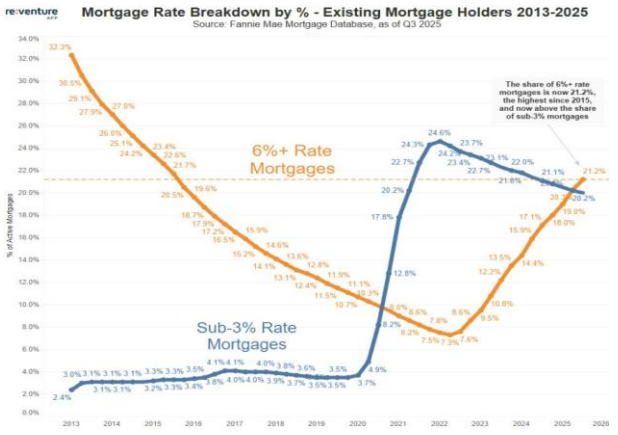
연준 금리인상으로 모기지금리가 국채보다 급등〈그림 8〉, 역사적 평균보다 스프레드가 벌어지자 가파르게 오르던 주택가격의 상승세마저 꺾었다. 작년 상반기 연준의 금리인하가 실시된 9월 이전까지 2분기 가까이 매월 미국 주택가격은 하락세를 기록했다. 그나마 3차례 금리인하 이후 주택가격 하락세가 주춤해졌다.

문제는 현재 3% 이하 저리에 대출받은 사람보다 6%가 넘는 고리에 대출받은 사람이 더 많아지면서〈그림 9〉, 주택대출자의 진정한 고통이 시작되었다. 지난 주 일시적으로 미국 모기지30년 금리가 6%를 하회했다고 하나 아직도 6% 내외로 높다. 금리인하 이후 주춤해진 주택매도자 증가세가 연준의 금리동결로 다시 늘어난다면〈그림 10〉, 주택시장 관련 신용위험도는 증가할 수밖에 없다.

그림8 미국 모기지30년 국채와 스프레드 줄여 6%를 하회했다는 소식도 긍정적이지 않아

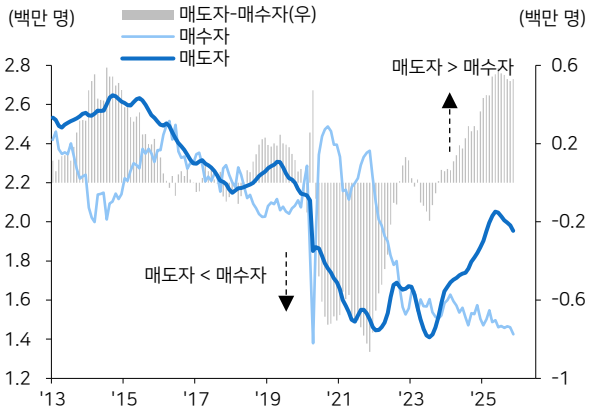
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 모기지대출 6% 이상〉3% 이하, 이제 금리부담 본격화



자료: Frannie Mae

그림10 주택 매수 축소지속, 증가세 주춤한 매도가 늘면 위기



자료: Redfin, 메리츠증권 리서치센터

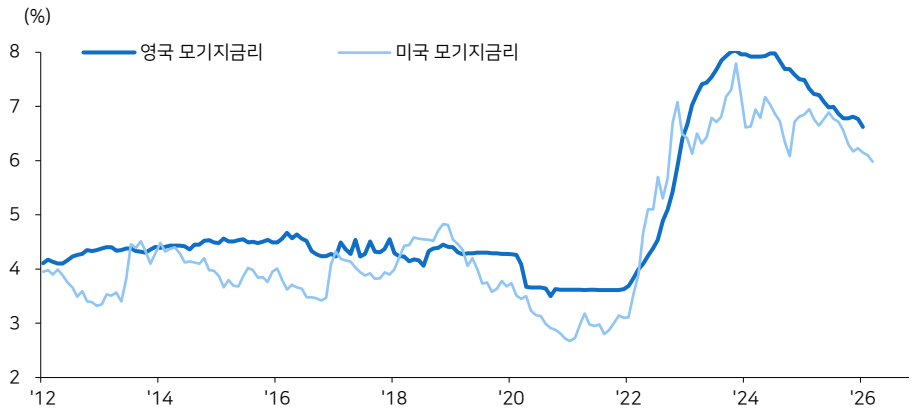
MFS 파산, 영국에서 확인된 고금리 스트레스

우리가 주목해온 미국의 부동산 시장은 연준의 금리인하 실시로 버텨주고 있다고 하나 미국 이외에도 부동산 경기여건이 과잉 유동성의 후유증에 시달리는 곳이 많다. 그중 대표적인 곳이 영국이다.

영국은 모기지 시장이 미국과 다르지만 초기대출 과정에서 형성되는 모기지 금리(BBA)기준 미국보다도 높은 6%대를 기록 중이다〈그림 11〉. 확대재정 및 물가 이슈가 미국보다 심각해 ECB가 금리인하를 실시하는 기간동안 BOE는 통화정책의 발이 묶여 있었다.

이를 감안하여 국채금리조차 영국이 미국보다 높은 실정이다〈그림 12〉. 영국의 대표적인 주담대인 단기 2년 고정금리 대출 기준 금리가 최근 많이 안정되었다고 해도 4%가 넘는다〈그림 13〉. 미국보다 금리에 대한 민감도가 높은데다 재정에 대한 건전성 문제 역시나 미국보다 심각해 영국 부동산 시장 역시 주목해야 한다.

그림11 **미국보다 높은 영국의 모기지금리 스트레스**

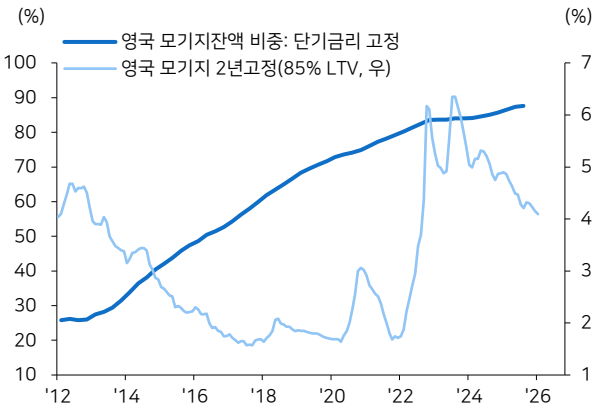


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터(영국 BBA initial 금리, 미국 Bankrate 30년 모기지)

그림12 **국채금리도 영국이 미국보다 높은 수준 유지 중**

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림13 **단기고점 금리가 최근 많이 하락했다고 해도 높은 편**



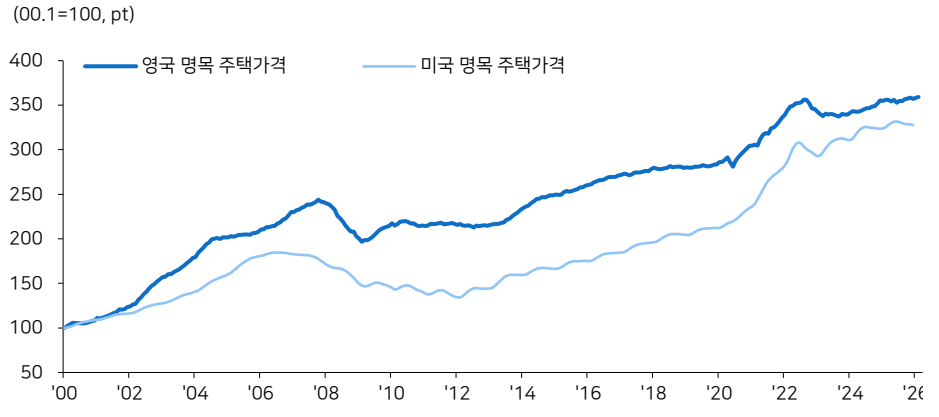
자료: UK NBS, 메리츠증권 리서치센터

고금리의 스트레스 이면에 영국 역시 부동산 가격의 급등에 따른 밸류에이션 부담이 높다는 점도 주목할 부분이다. 2000년을 기준년으로 영국과 미국의 주택가격 상승을 비교하면, 영국이 미국보다 다 많이 올랐다〈그림 14〉.

BIS 장기 실질주택가격 기준으로 비교를 해도 영국은 주택가격의 상승세가 강했던 지역으로 볼 수 있다. 금융위기 이후 중국과 인도의 이민으로 주택가격 몸살을 앓고 있는 영미권 호주와 캐나다 대비해서도 영국의 실질주택가격이 높게 형성되었다는 점에서 부담이 확인된다〈그림 15〉.

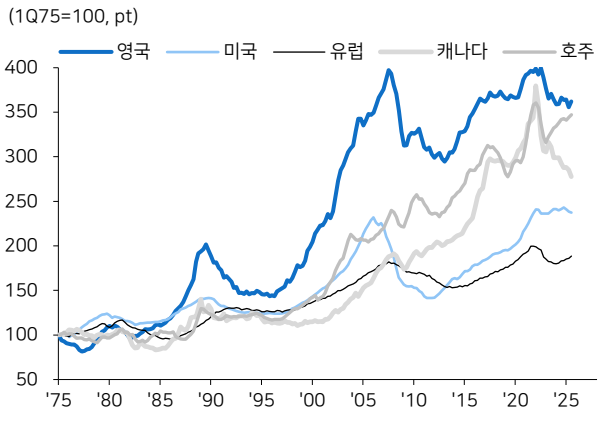
영국도 작년 통화정책이 완화기조로 전환되었으나 월간(mom)으로 하락세를 기록하는 월이 증가하는 등 전년대비 1%대 상승률로 부진하다〈그림 16〉. 고금리에 주택시장 고평가 이슈는 관련 금융기관들의 부담으로 이어진다.

그림14 영국 명목주택가격 2000년대 이후 미국보다 가파르게 상승



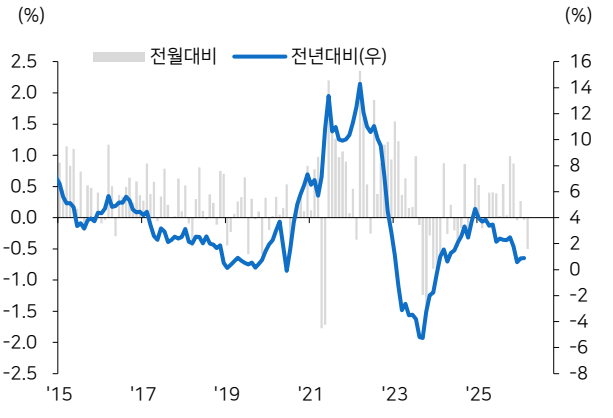
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터(영국 National wide, 미국 S&P case-shiller)

그림15 장기간 실질기준으로도 영국의 주택가격 강하게 상승



자료: BIS, 메리츠증권 리서치센터

그림16 2023년 이후 상승세가 주춤해진 영국 주택가격



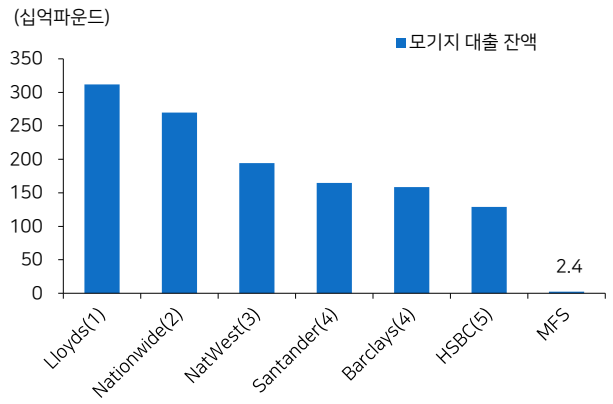
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

여기서 영국의 모기지업체 MFS(Market Financial Solutions)의 파산 이슈가 등장했다. 모기지업체이면서 동시에 시행(bridge loan)을 실시하는 영세한 금융기관의 파산이 2월 마지막 영업일에 크게 회자가 된 것은 상기한 부동산 시장의 취약성을 대표하는 것은 아닌지에 대한 의심이다.

대출규모 24억 파운드에 불과한 회사가 동일자산을 이중으로 담보제공을 통해 실질가치를 왜곡한 부분에서 문제가 발생했다. 대출액 절반인 12억 파운드의 실질가치가 2.3억 파운드에 불과할 정도로 대규모 담보부족으로 연계된 투자를 진행한 바클레이즈와 미국의 제프리, 아폴로 같은 사모펀드까지 손실이 연계되었다〈그림 19, 20〉.

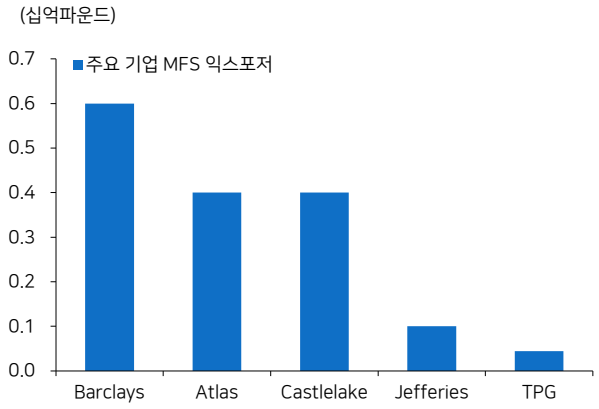
MFS는 비상장 기업이나 유럽의 금융기관들 후순위 채권 CDS는 단기간 20bp가 넘는 급등을 나타내며 위험확산을 반영했다〈그림 20〉. 절대수준이 아직 높지 않다는 점에서 심각하게 대응할 영역은 아니나 신경이 쓰이는 부분이다.

그림17 MFS 영국 모기지 업체 중 마이너한 업체로 여겨지나



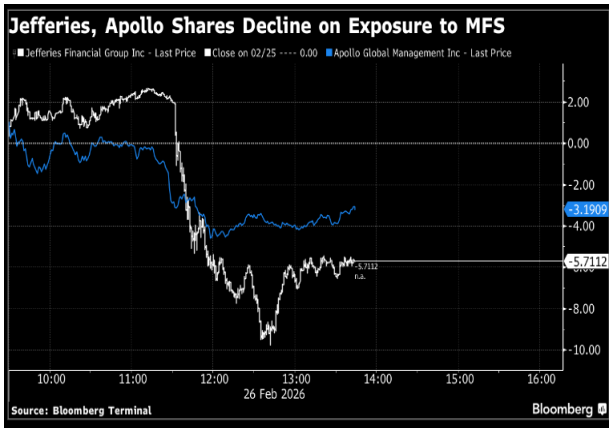
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림18 다수 금융기관이 연관된 MFS, 전염에 대한 우려 자극



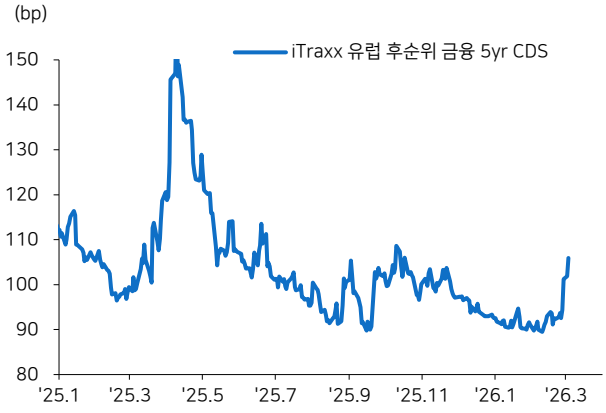
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림19 제프리스와 아폴로, 사모신용 관련 위험도 전이



자료: Bloomberg

그림20 심각한 수준 아니나 유럽 금융기관 CDS 상승세 지속



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

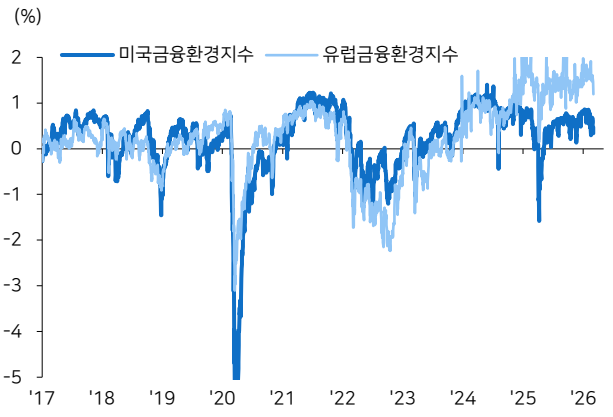
다시 등장한 바퀴벌레, 글로벌 신용여건에 대한 재점검 필요

MFS관련 위기감 상승으로 미국채10년 금리가 4%를 하회하는 등 주목을 받았지만, 현재 미국과 이란 전쟁으로 관심도는 다소 낮아진 상황이다. 그럼에도 러-우 전쟁의 공급망 충격을 극복하기 위해 유럽과 미국의 통화&재정 확장으로 금융환경은 여전히 완화적인 환경이다〈그림 21〉.

덕분에 유럽과 미국의 제도권 조달의 민감자인 하이일드 스프레드는 역사적 평균보다 낮게 유지되고 있다〈그림 22〉. MFS 이슈로 일부 반등했다고 하나 아직 심각하게 경계할 수준까지 오르지 않았다. 그렇다면 심각할 이유가 무엇인가?

앞서 미국과 영국의 부동산 시장 여건을 중심으로 한 주택가격 고평가와 고금리의 위험성에 대해 강조해왔으나 이는 전반적 신용시장(credit market)에 공통적 현상이다. 미국 모기지 연체율이 역사적 평균보다 낮은 것은 분명하나 고금리 대출자가 저금리 대출자를 초과한 상황에서 연체율이 향후 상승기조를 유지할 공산이 크다〈그림 23〉. 신용카드 대출은 이미 심각한 상황이다〈그림 24〉.

그림21 유럽과 미국 금융환경, 아직 완화적 수준이라고 하나

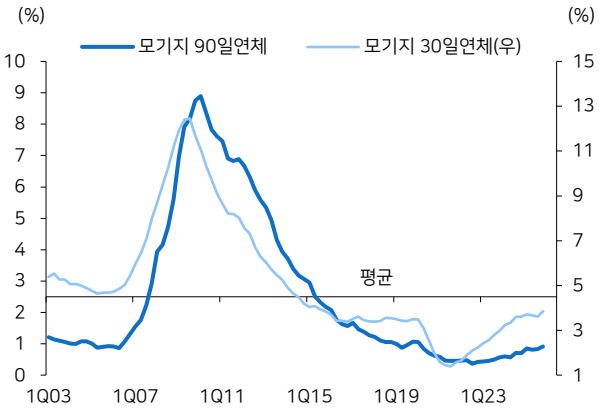


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림22 전쟁 위험 제외하고 제도권 신용위험 전이 점검해야

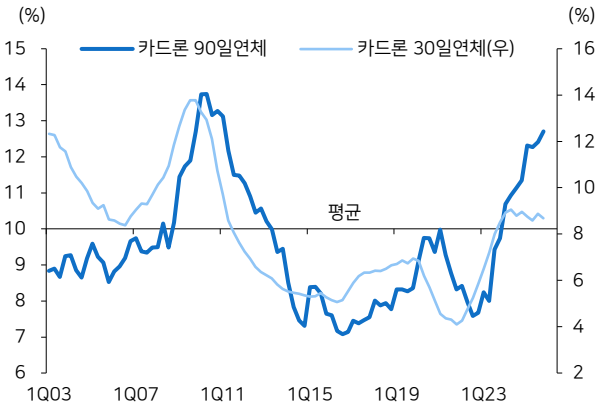
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림23 미국 모기지 연체율 낮지만, 고개를 드는 것이 문제



자료: NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림24 신용카드 연체율은 이미 심각한 단계로 진입



자료: NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

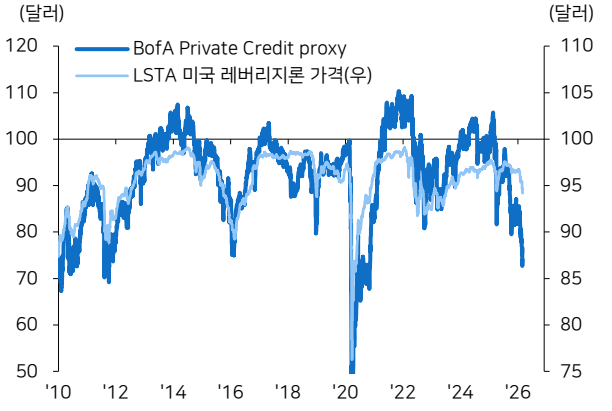
전쟁 이슈 중간에도 미국의 주요 금융기관 수장들은 MFS 관련 코멘트를 이어가고 있다. 다이먼 회장은 '바퀴벌레가 다시 나왔다'며 지난해 JP모건에도 손실을 안겨준 자동차 서브프라임 대부업체(Tricolor, First Brand)와 유사성을 강조했다. 이어 골드만 전 CEO와 다수의 분석가들은 사모대출 시장이 금융위기의 전조가 될 수 있다고 강조한다.

우리 또한 상기한 투자자들의 의견에 동의하며, 과거와 달리 레버리지를 활용하는 그림자 금융의 위험성은 사모대출(private credit) 쪽에서 발생할 수 있다는 것에 주목하고 있다. 영국 모기지 업체 파산에 미국 사모펀드과 금융회사의 주가가 더 민감했다는 것이 이를 뒷받침한다.

하이일드와 레버리지론만 해도 제도권 시장으로 인정받아 현재 완화적 유동성 환경에서 심각성이 크게 보이지 않는다. 그렇지만 사모대출 proxy 지표의 약세 정도와 최근 AI 투자 관련 블루아울과 대표적 사모기업들의 주가 약세에서도 해당 위험을 주의해야 한다고 생각한다〈그림 25, 26〉.

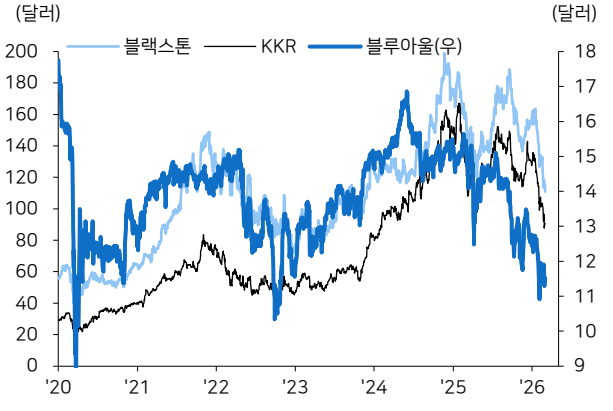
〈그림 1〉에서 보듯 리만 파산 1분기 전까지도 시장은 심각한 문제가 아니라고 보았다. 우리는 올해 다시 금융위기가 촉발될 것이라는 전망을 제시하지 않고 있지만, 전쟁의 위험이 수그러들더라도 올해 뒤로 갈수록 위험선호 측면에서 관리가 필요한 이슈는 산재해 있다. 반대로 채권투자자들은 유가 위험이 해소되면 해당 재료가 통화정책 완화의 근거가 될 수 있다는 점을 주목해야 한다.

그림25 **미국 사모신용 가격지표 위기 수준으로 위축**



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림26 **블루아울을 중심 대형 사모펀드까지 흔들리고 있어**

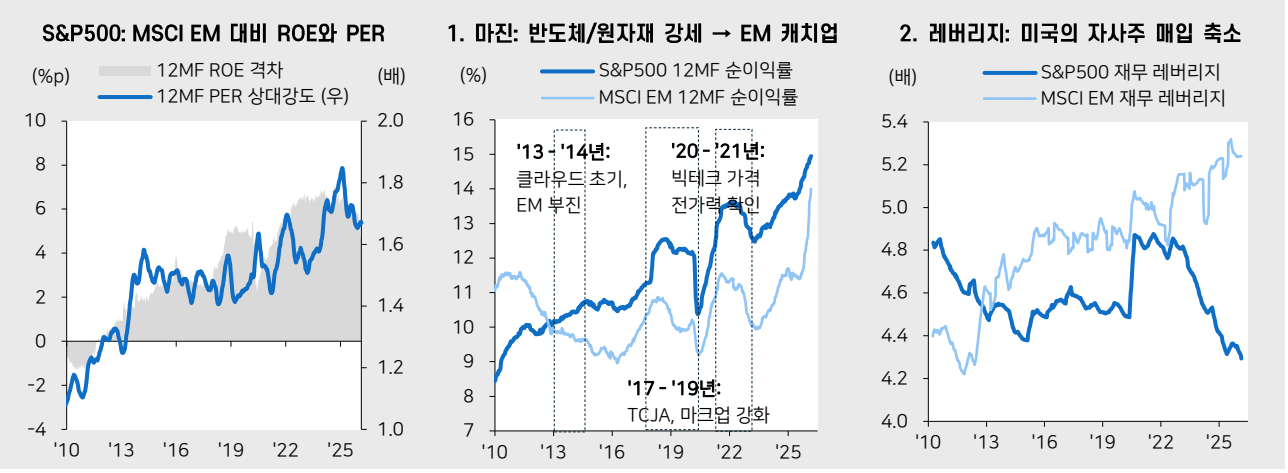


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

박보경 연구원

US 프리미엄 회복의 조건



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

연초 이후 S&P500는 글로벌 증시 대비 부진을 지속하고 있다. 이는 12MF PER의 후퇴로 설명되는데, ROE 스프레드 축소가 미 밸류에이션 프리미엄 후퇴 원인으로 지목되기도 한다. 실제로 '25년 9월부터 MSCI EM 대비 S&P500의 12MF PER 상대강도가 꺾임과 동시에 12MF ROE 격차도 7.00%p에서 4.46%p까지 하락했다.

ROE를 (순이익률 x 총자산회전율 x 재무 레버리지)로 분해했을 때, 순이익률과 재무 레버리지가 최근의 ROE 격차 축소에 대해 설명력을 지닌다. 순이익률의 경우, S&P500의 이익 기대가 후퇴한 건 아니다. 다만 원자재 및 반도체 가격 상승세에 한국, 대만 등 기업들의 마진 개선 기대가 가팔라졌다. S&P500의 12MF 순이익률이 '25년 9월 이후 0.75%p 개선되는 동안 MSCI EM은 2.45%p 개선되었다.

레버리지는 '23년을 기점으로 격차를 벌려가고 있다. 미국의 레버리지 하락의 대표 원인은 금리 상승세에 따른 자사주 매입의 둔화이다('21년 +168% YoY → '25년 +9% YoY). 동시에 기업 이익(Retained Earnings)은 지속 확대되었는데, 이는 분모(Equity) 확장 가속 요인이다. 반면 EM의 기업 이익 성장률은 정체되었던 가운데, 인프라 투자 확대에 따라 분자(Asset)는 더 빠른 속도로 확대되었다. 그 결과 S&P500과 MSCI EM의 레버리지는 각각 4.28배, 5.26배로 격차를 키웠다.

정리하자면, 미국 밸류에이션 프리미엄의 축소는 MSCI EM의 ROE 개선 양상의 변화로 설명 가능하다. 최근 5년간 MSCI EM의 ROE 개선이 레버리지에 기인했다면, '25년부터는 반도체/원자재 가격 강세에 기반한 가파른 마진 확장이 ROE 개선을 주도하고 있는 것이다. 결국 미국의 프리미엄이 회복은 ① 반도체 가격 상승세의 둔화 혹은 ② 마진 개선을 기반으로 한 ROE 격차 확대가 확인되어야 재개될 수 있을 것이다.

칼럼의 재해석

이동석 연구원

강남 집값 하락 전환, 분양 시장은? (Bloomberg)

56주 연속 오르던 강남3구 아파트값이 2월 넷째주 기준 하락 전환했다. 이재명 정부가 출범한 지 9개월 만이다. 그 사이 부동산 시장을 향한 정책 수단은 사실상 총동원됐다. 공급 측면에서는 2030년까지 수도권 135만호 착공이라는 목표를 내걸었고, 수요 측면에서는 6월과 10월 두 차례에 걸친 대출 규제로 갭투자를 봉쇄하고 서울 전역을 규제지역으로 묶었다. 세금 카드도 준비중이다. 올 5월로 예정된 다주택자 양도세 중과 유예 종료는 이미 기정사실화됐고, 그 이후 보유세 현실화 재추진 전망도 힘을 얻고 있다.

이번 하락은 양도세 유예 종료를 앞두고 다주택자 중심의 선제 매도세로 풀이된다. 다만, 건설 현장의 비용 압박은 여전해 건설공사비지수는 최고치를 경신하고 있고, 이에 분양가는 오히려 상승할 전망이다. 이미 25년 12월 서울 아파트 실거래가와 분양가가 역전된 상태다. 향후 건설사들의 분양 일정 지연으로 이어질 가능성이 높아보인다.

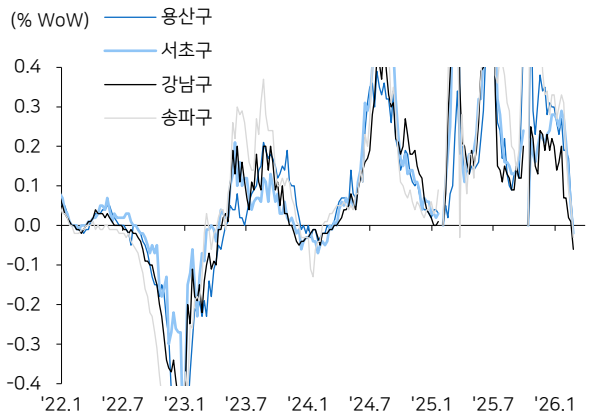
강남3구 아파트값, 56주 만의 하락 전환

56주 연속 오르던 강남3구 아파트값이 2월 넷째주 기준 하락 전환했다. 강남3구(강남구·서초구·송파구)와 용산구가 각각 -0.06%, -0.05%, -0.02%, -0.01% 하락했다. 서초구는 98주만, 강남구는 56주만의 하락 전환이며, 강남3구가 동반 하락한 것은 2024년 2월 첫째주 이후 약 100주 만에 처음이다. 서울 전체 아파트값 상승률도 0.11%로 전주(0.15%) 대비 0.04%p 둔화됐다.

이번 하락은 다주택자를 중심으로 급매가 집중된 결과로 해석된다. 이재명 대통령이 SNS를 통해 다주택자의 매물 출회를 직접 압박하고 향후 세제 개편 가능성을 암시하면서 강남권을 중심으로 심리가 꺾이기 시작했다. 특히 2026년 5월 10일로 다주택자 양도세 중과 유예 종료 방침이 확인된 이후 세금 회피를 위한 선제 매도세가 뚜렷하게 나타나고 있다.

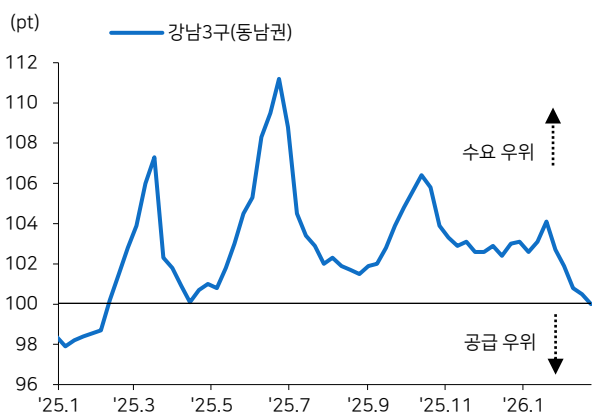
부동산 시장의 수요와 공급 비중을 지표화한 매매수급지수 또한 강남3구(동남권) 기준 1년 만에 100을 기록했다(0:공급우위~200:수요우위).

그림1 강남3구, 용산구 주간 매매가격지수 변화율



자료: 한국부동산원, 메리츠증권 리서치센터

그림2 서울 아파트 매매수급지수: 100선 터치



자료: 한국부동산원, 메리츠증권 리서치센터

돌아보는 이재명 정부의 부동산 정책들

이재명 정부는 출범 직후부터 수요 억제와 공급 확대를 동시에 추진해왔다. 대출 규제로 투기 수요를 차단하면서 대규모 공급으로 집값을 안정시키겠다는 전략이다. 그리고 그 의지는 대통령의 분당 자가 매각으로 재확인되었다.

수요 억제는 대출 규제를 축으로 움직였는데, 6월(6.27 대책)과 10월(10.15 대책) 두 차례에 걸쳐 단계적으로 강화됐다. 수도권 주담대 한도를 6억원으로 상한하고 갭투자를 전면 금지한 데 이어, 10월에는 15~25억원 주택은 4억원, 25억원 초과는 2억원으로 차등 축소했다. LTV는 40%로 강화됐고, 스트레스 금리도 1.5%에서 3%로 올렸다. 규제지역 역시 기존 강남·서초·송파·용산 4개 구에 한정됐던 토지거래허가구역을 서울 25개 전 자치구와 경기 12개 지역으로 한 번에 확대했다. 정부가 서울 전역을 동시에 규제지역으로 묶은 것은 이번이 처음이다.

공급 확대는 선언 수준에서 구체화되는 과정이었다. 9.7 공급대책에서는 2030년까지 수도권 135만호(연 27만호) 착공을 목표로 LH 직접 시행과 재건축·재개발 절차 간소화를 제시했고, 1.29 공급대책에서는 지역별 세분화 계획을 추가했다.

수요, 공급 정책에 이어 세금 카드도 본격화되고 있다. 이재명 대통령은 1월 SNS를 통해 "5월 양도세 중과 유예 종료는 이미 정해진 것"이라고 직접 못 박았다. 5월 이후 보유세 현실화 재추진 전망도 힘을 얻고 있다. 현재 0.1%대인 보유세 실효세율을 세계 주요 도시 수준인 1%대로 올리는 방향이 검토되고 있다.

표1 **이재명 정부의 부동산 정책 타임라인**

시점	정책명	핵심 내용
2025.6.27	대출 규제 (6.27 대책)	수도권 주담대 6억원 상한 / 갭투자 금지 / 다주택자 이주비 대출 0원
2025.9.7	공급 확대 (9.7 공급대책)	2030년까지 수도권 135만호 착공 (연 27만호, 최근 3년 평균의 1.7배)
2025.10.15	대출 규제 (10.15 대책)	서울 전역 + 경기 12곳 3종 규제지역 지정 / LTV 40% 강화
2026.1.29	공급 세분화	서울, 수도권 공급 세분화 계획 발표 / 공공택지 공급 목표 직접 관리
2026.1~2월	구두 압박	대통령 SNS: 다주택자 매물 4.25만호 압박 / 양도세 혜택 폐지 예고 / 대통령 자가 매각
2026.5월	양도세 유예 만료	다주택자 양도소득세 중과 유예 종료
2026년 중	추가 검토	보유세 현실화 재추진 검토 중

자료: 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

여전히 높은 공사비지수, 분양가는 계속 상승한다

강남3구 아파트의 주간 매매가격지수는 하락 전환했으나, 건설 현장의 비용 압박은 여전히 높아 분양가는 오히려 상승할 전망이다. 2026년 2월 건설공사비지수는 133.28(전월 대비 0.44% 상승)을 기록하며 역대 최고치를 경신했다. 특히 전선 및 케이블(기여도: +0.292%p), 피용자보수(기여도: +0.255%p)가 눈에 띈다. 글로벌 원자재 가격과 인건비 상승이 건설업으로 그대로 전가되고 있다.

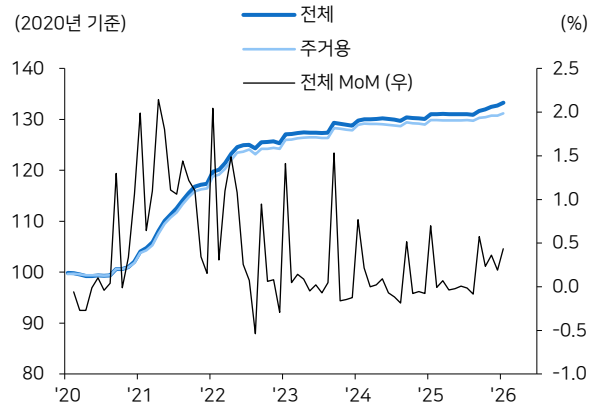
집값 하락이 건설사 실적에 실질적으로 영향을 주려면 인근 아파트 실거래가가 신축 분양가 아래로 내려가는 순간, 즉 실거래가-분양가 스프레드가 역전되는 시점이다. 이 역전이 발생하면 수요자 입장에서는 비싼 새 아파트를 살 이유가 없어지고 청약 수요가 무너지게 된다. 우려되는 부분은 가장 최근 데이터인 2025년 12월 기준 서울의 실거래가-분양가 스프레드가 음(-)으로 전환됐다는 점이다.

실거래가-분양가 스프레드 역전이 지속되면 건설사들은 분양 일정을 늦추기 시작한다. 미분양 리스크를 안고 분양에 나서는 것보다 시장 회복을 기다리는 것이 합리적이기 때문이다. 분양이 미뤄지면 착공도, 그보다 앞 단계인 인허가 신청도 줄어든다. 이미 2025년, 2026년 서울 신규 입주 예정 물량은 2.7만호로 전년(4.7만호) 대비 절반 수준이다. 수도권 착공 물량과 인허가 물량도 역대 최고치 15~16년 대비 절반 수준에 머물고 있다. 시차를 감안하면 2028~29년 수도권 공급 부족은 이미 예견된 상황이다.

게다가 최근 1)근로 환경의 변화(주52시간 근무제, 콘크리트 타설 시간 제한 등 관리 기준 강화), 2)민원 대응 등 사회적 합의 과정, 3)품질 관리 강화 등을 이유로 서울 아파트 착공부터 입주까지 실질 공사 기간이 평균 40개월을 넘어섰다는 분석도 나오고 있다. 공기가 길어질수록 공사비는 추가로 오르고, 입주 시점은 늦어져 주택 사업 환경은 더 악화된다.

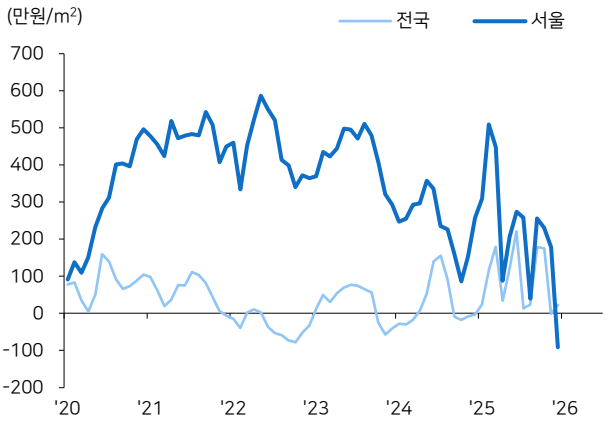
정리하면, 공사비는 원자재와 인건비 상승으로 역대 최고 수준을 이어가고 있는 반면, 서울 실거래가는 분양가를 이미 밑돌기 시작했다. 이 역전이 지속될 경우 건설사들의 향후 분양 물량 축소까지 이어질 가능성이 높아보인다.

그림3 공사비 지수: 완만하게 지속 상승 중



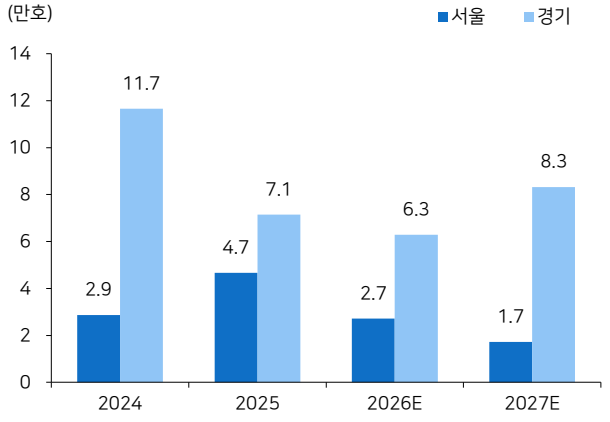
자료: 한국건설기술원, 메리츠증권 리서치센터

그림4 실거래가-분양가 스프레드 (서울, 전국)



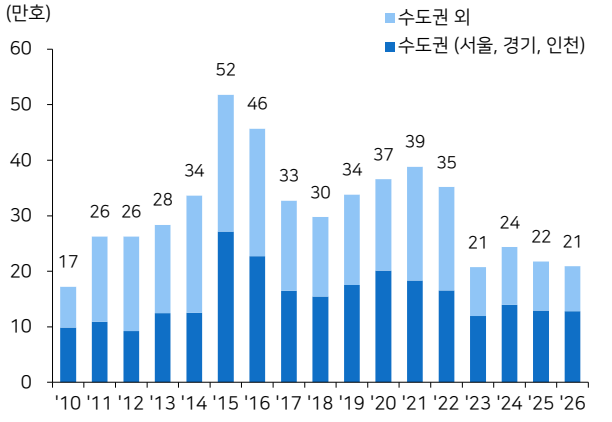
자료: 한국부동산원, 메리츠증권 리서치센터

그림5 연도별 공동주택 입주 예정 물량



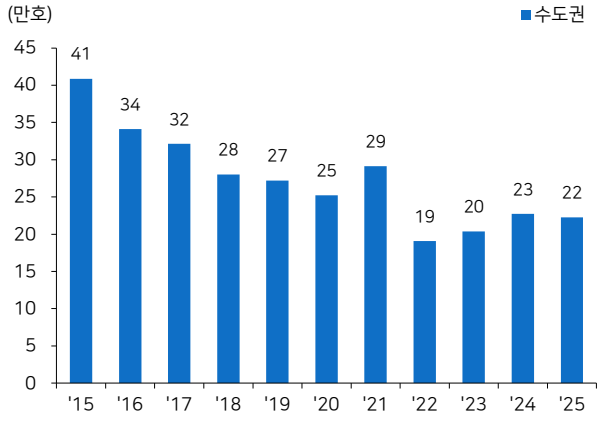
자료: 한국부동산원, 부동산R114, 메리츠증권 리서치센터

그림6 분양 물량 추이 및 전망



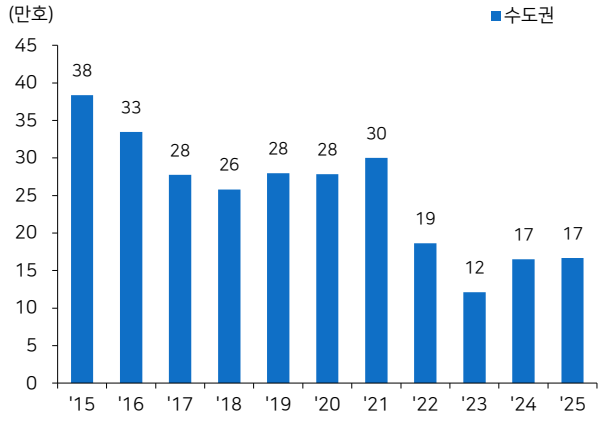
자료: 부동산R114, 메리츠증권 리서치센터

그림7 인허가 물량: 수도권



자료: 부동산R114, 메리츠증권 리서치센터

그림8 착공 물량: 수도권



자료: 부동산R114, 메리츠증권 리서치센터

원문: *Seoul Apartment Price Increase Cools as Bank of Korea Stands Pat (Bloomberg)*