研究報告書

국내 주택시장 버블가능성과 정책과제 연구

2010. 2. 10(수)

대한상공회의소

1. 최근의 국내경제 및 금융시장 현황

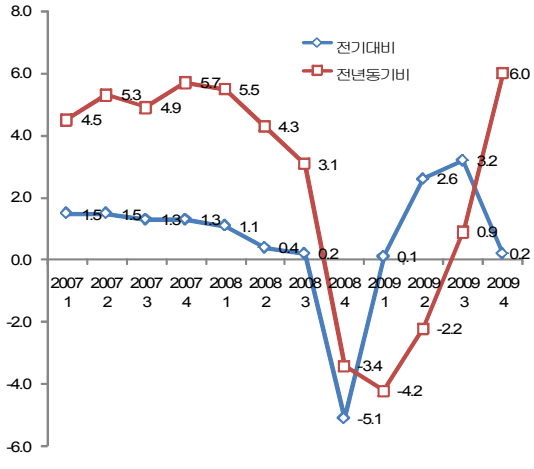
□ **국내경제는 2009년 1/4분기를 저점으로 경기 회복 국면에 진입하고 있으며, 미국, 영국, 일본 등 주요국들에 비해 상대적으로 빠른 회복세 시현**

— 전년동기 대비 경제성장률이 2008년 4/4분기 -3.4%, 2009년 1/4분기 -4.2%까지 하락하였으나 그 이후 2/4분기 -2.2%, 3/4분기 0.9%, 4/4분기 6.0% 등 글로벌 금융위기 직후 빠르게 상승하고 있음

— 전분기 대비 경제성장률은 리먼브라더스社 파산 이후 2009년 1/4분기 -5.1%까지 하락하였으나 2/4분기 2.6%, 3/4분기 3.2%, 4/4분기 0.2% 등 플러스 전환

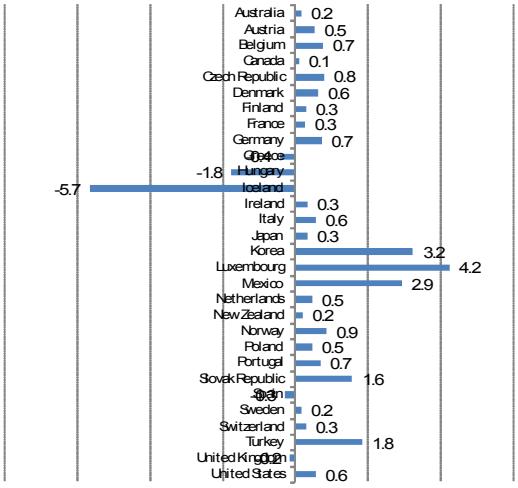
·3/4분기 성장률은 룩셈부르크에 이어 OECD 30개 국가 중 두 번째로 높은 성장률을 기록함

<그림1> 국내 경제성장률 추이(%)



자료 : 한국은행

<그림2> OECD 국가 경제성장률



자료 : OECD

□ **2008년 9월 금융위기 이후 공포에 질린 글로벌 금융시장이 진정되면서 국내 금융시장도 빠르게 안정되어 가고 있음**

— 국가 부도위험 기준으로 외화유동성을 평가할 수 있는 CDS프리미엄의 경우 2009년 9월 리먼사태 이전 수준으로 회복

〈그림3〉 주요국 CDS 프리미엄 추이(bp)

자료 : 블룸버그, 하나금융경영연구소 보고서에서 재인용

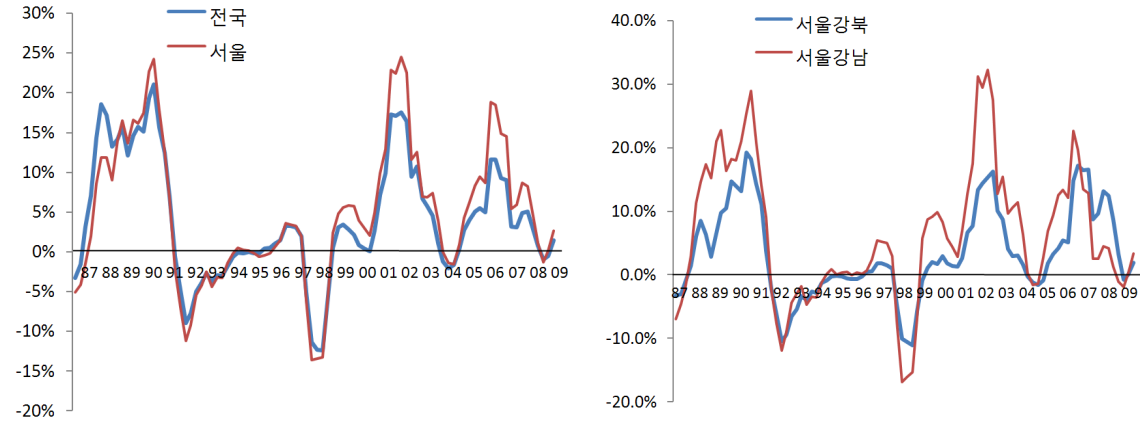
2. 주택가격 추이와 전망

□ **경제회복세, 금융시장 안정 등에 힘입어 2009년 들어서면서 일부 지역을 중심으로 부동산 가격이 빠르게 상승**

— 국내 주택가격지수가 글로벌 금융위기 이전 수준으로 회복이 되었음

- 과천지역의 경우 지난해 1월 대비 12월말 18.6% 상승하였고, 강남□서초□송파 등 강남 3구의 일부 재건축 단지도 가격이 크게 상승함
- 아파트 전세가격 지수 역시 자금순환, 불확실성 감소 등으로 거래심리가 회복되면서 빠르게 상승

〈그림4〉 전국 주택가격 상승률 추이



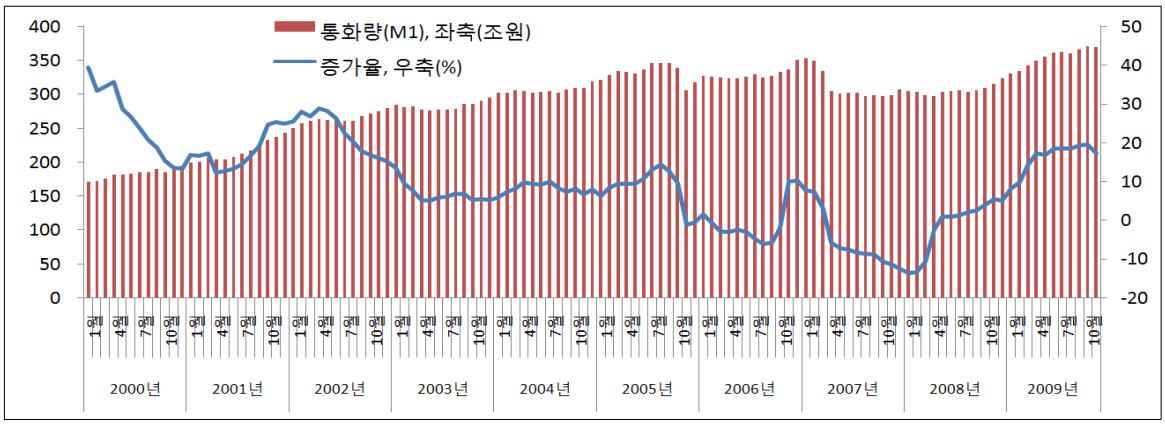
자료 : 국민은행. 분기말 전년동기대비 증가율

□ **주택가격이 상승하고 있는 주된 이유는 시중에 풀린 풍부한 유동성, 주택 공급부족, 경기회복에 대한 기대감 등이 복합적으로 작용함**

— 정부의 금융완화 정책에 힘입어 시중의 단기유동성(M1)[1]이 크게 증가함.

・2009년 1~11월 M1 증가율이 16.2%로 IMF 외환위기 이후 2000년대 초반 수준에 근접하고 있음.

〈그림5〉 시중 통화량 및 증가율 추이



자료 : 한국은행

1) KDI 김현욱은 '최근 단기 유동성 증가에 대한 판단' 보고서에서 단기유동성 지표로 M1을 사용

— 지난 10년간 연간 50만호의 수요에 불구하고 주택공급은 그에 못 미쳐 공급 부족이 누적됨2)

• 인구유입 • 가구증가 등으로 연간 수요가 30만호인 수도권은 지난 2년간 공급이 평균 23만호 수준에 불과하여 주택 공급이 크게 부족함

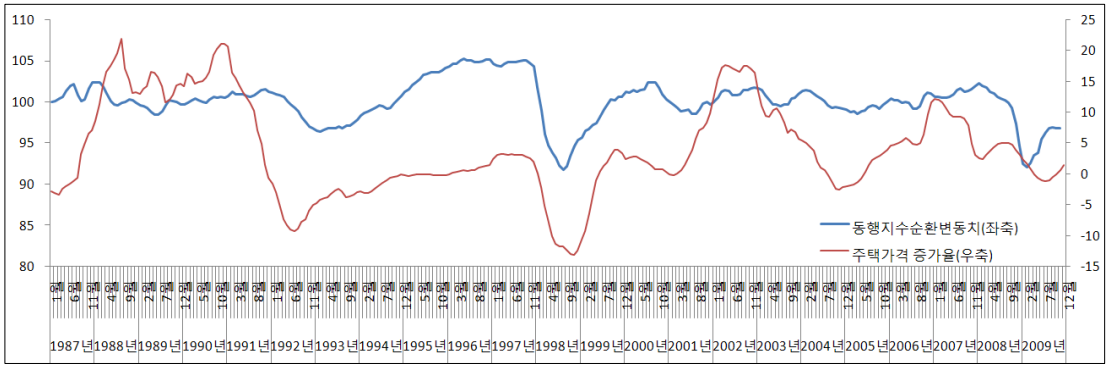
〈표1〉 주택건설 실적(천호, 인허가 기준)

구분	'00	'01	'02	'03	'04	'05	'06	'07	'08	'09
전국	433	530	667	585	464	464	469	556	371	382
수도권	241	304	376	297	206	198	172	303	198	255
서울	97	117	160	116	58	52	40	63	48	36

자료 : 국토해양부

— 경기회복에 대한 기대감으로 주택가격의 오름세가 이어지고 있음. 경기종합지수인 동행지수순환변동치와 주택가격 상승률이 비슷한 움직임을 보이고 있음

〈그림6〉 경기 동행지수순환변동치 및 주택가격 상승률 추이



자료 : 통계청, 국민은행

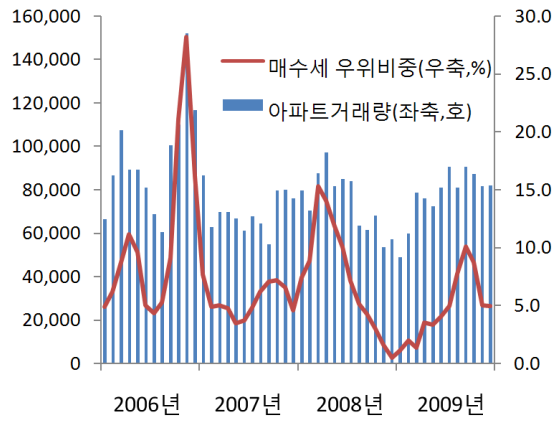
2) 국토해양부, "국민 주거안정을 위한 도심공급 활성화 및 보금자리 주택 건설방안"(2008. 9월)

□ **다만, 향후 부동산시장은 당분간 수요, 공급, 정책적 요인 등을 감안할 때 2009년의 상승세가 이어지기는 어려울 전망**

— 2009년 초부터 아파트거래량이 늘어나고 매수세 우위 비중도 늘어나기 시작하였으나 정부의 LTV, DTI 규제 강화[3]의 영향으로 10월부터 주춤하기 시작하고 있어 앞으로 주택가격의 추가 상승 압력은 크지 않을 것으로 전망됨

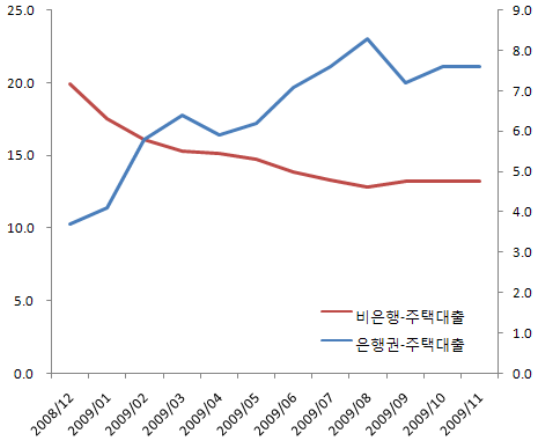
· 실제로 정부의 주택대출 규제 강화 이후 주택가격에 영향을 줄 수 있는 주택대출 증가율이 주춤하고 있는 상황임

〈그림7〉 아파트거래량/매수세 우위 비중



자료 : 국토해양부, 국민은행

〈그림8〉 주택대출 증가율 추이



자료 : 한국은행

— 정부의 주택공급 확대 정책도 공급부족 해소에 도움이 될 것으로 전망이 되고 있으며 이로 인해 가격안정 효과를 가져올 것으로 예상됨

· 정부는 2009년~2018년까지 150만호의 보금자리주택 건설 등 총 500만호의 주택을 건설하여 공급부족 문제를 해소할 계획

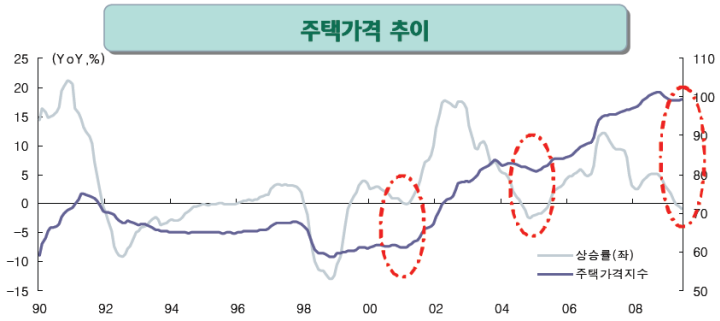
— 최근 국제금융시장 불안에 따른 실물경기의 회복 지연도 주택수요를 약화시

3) LTV 수도권 전역 50%로 하향조정(7/4), 은행권 DTI 하향조정 ; 강남3구는 기존대로 40%유지 · 서울 50% · 수도권 60%(9/7), 비은행권에 대해서도 LTV 및 DTI 규제적용 ; LTV 보험사 50% · 그외 60%, DTI 은행과 동일하나 상호금융사 저축은행 여신사 등의 경우 3억원 이하 대출시 65% 적용

키는 요인으로 작용할 가능성이 있음

· 중국의 긴축정책, 미국의 높은 실업률, 유로존의 재정적자 등으로 인해 글로벌 경제가 여전히 불안한 가운데 회복세를 보이고 있어 당분간 경제여건이 주택수요에 긍정적인 요인으로 작용할 가능성은 크지 않음

<참고1> 과거 부동산 상승기와 비교한 최근 경제여건 특징 비교



	2001년	2005년	현재
주택가격 움직임	주택가격이 과거 낙폭을 모두 회복하고 전년동월비 상승률은 소폭의 마이너스 기록한 후		
	단기간내에 회복했으며 대세상승장의 시작이 됨		?
주요 특징	경기호조	경기호조	경기 회복되나 지속성 의심
	저금리	저금리	저금리
	유동성 증가	유동성증가	유동성 증가세 둔화
	공급부족	공급부족	공급부족

* 자료 : 하나금융경영연구소, '주택가격 상승의 주요 결정요인과 시사점'(09.9월)

3. 국내 주택시장 버블 여부 검정

□ 지난해 주택가격의 상승으로 부동산시장의 버블 논쟁이 뜨거워지고 있음

— 국가경제에 있어서 약간의 버블은 상승초기에 투자, 소비 등 내수를 자극함으로써 일정 정도 경제활동에 활력소가 될 수 있음

— 그러나 부동산시장이 버블화 될 경우 근로의욕, 기업가정신, 소득분배, 국가경쟁력 등에 미치는 부정적 효과가 크기 때문에 이에 대한 사전적인 대응이 필요하다는 인식이 많음

— 버블은 속성상 지속적으로 유지될 수 없기 때문에 버블이 붕괴된 후 투자자들로부터 외면당할 경우 결과적으로 산업 및 기업의 장기발전을 저해
- 버블이 붕괴될 경우 일본식 장기침체로 연결되면서 '잃어버린 10년' 가능성에 대한 우려가 팽배
- 특히 버블이 급격히 붕괴될 경우 부동산담보 가계대출을 급격하게 확대한 국내 은행권에게는 담보가치 하락에 따른 부실채권 급증으로 이어지면서 치명적인 영향을 미치게 됨

□ 우리나라에서 부동산 버블이 형성되었는지 보려면 버블을 판단하는 기준이 무엇인지 먼저 고려해야 할 것임

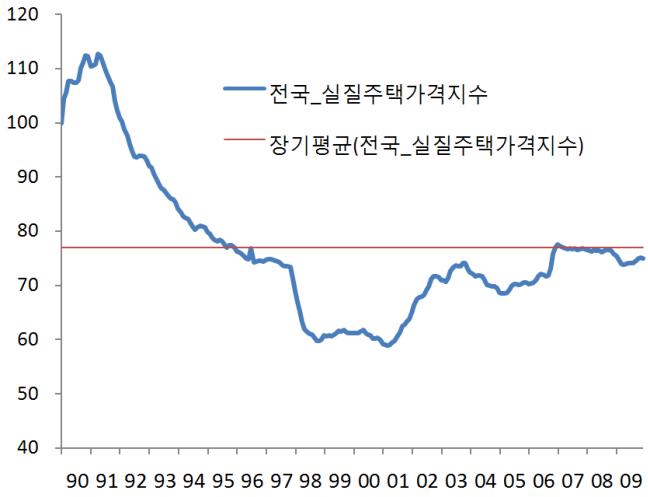
— 일반적으로 버블이란 부동산, 주식 등 자산 가격 급등이 추가 상승 기대를 낳으면서 지속적인 가격상승으로 이어지는 현상을 말함
- 자산 가치의 상승은 내수확대를 통한 경기 상승과 담보가치 증대를 통한 대출 증가 등으로 이어져 자산수요를 증가시키고, 자산수요 증가는 다시 자산가치 상승으로 이어지면서 자산버블을 형성

— 버블은 과거 자산가격 수익률의 통계적 분포를 추정한 후 최근 자산가격에 비정상적인 변화가 발생했는가의 여부로 판단할 수 있음
- 과거의 평균증가율 보다 높은 증가율을 보이거나, 가격상승률이 물가상승률, 임대료상승률, 전세가격상승률 등에 비해 빠르거나 소득대비 주택가격 비율(PIR: price to income ratio)이 상승할 경우 등으로 측정해 볼 수 있음
- 한 가지 예로 소비자물가 수준을 감안한 전국의 실질주택가격지수[4]로 살펴

4) 실질주택가격지수 = 명목주택가격지수÷소비자물가지수. 명목주택가격지수와 소비자물가지수는 1990년 1월을 각각 100으로 환산함.

볼 경우 우리나라의 전국 주택가격은 장기평균(1990~2009년)인 76.9에 못 미치는 75.0로 버블 가능성이 크지 않은 것으로 평가됨

〈그림9〉 전국 실질주택가격지수 및 장기평균



자료 : 한국은행, 국민은행

□ **동 연구에서는 부동산가격이 경제적 내재가치(fundamentals)와의 차이를 살펴 버블 유무를 주로 판단하고자 함**

— 거품을 '자산가격 중 시장근본가치(market fundamental value)에 의해 설명되지 않는 부분으로 정의

- 아무리 부동산 가격이 급등해도 내재가치 이하를 유지한다면 버블이라 할 수 없으며, 반면 부동산 가격이 급락해도 내재가치를 반영하지 못한다면 여전히 버블 상태에 있음

  * 홍콩의 경우 지난 1997년-2009년간 주택가격이 20% 정도 하락을 했지만 주택임대가격 대비 주택가격 장기평균과 비교해서 53% 정도 버블이 끼여 있는 것으로 평가됨(Economist.com)

- 자산가격과 시장근본 가치간의 괴리는 장기적이며, 지속적으로 커진다는 특징이 있으며, 괴리가 커지면 커질수록 거품이 붕괴할 가능성이 높음

□ **경제적 버블여부는 성장률, 물가, 금리 등 경제적 내재가치를 반영하는 주**

요 경제변수와의 비교를 통해서 파악

— 주택가격에 영향을 미치는 변수에는 거시경제 변수뿐만 아니라 주택수급, 정부의 정책 및 제도, 인구 통계학적인 변화 등을 생각할 수 있으나 여기서는 일시적인 요인이나 계량화가 어려운 요인들을 제외함

· 주택가격 변화에 영향을 줄 수 있는 여러 변수들 중 부동산 가격과 통계적으로 상관성이 높은 경제성장률, 물가상승률, 시장금리 등의 변수를 선정

— 1987년 1분기부터 09년 4분기까지의 전년동기대비 실질경제성장률, 전년동기대비 소비자물가상승률, 3년만기 회사채수익률 등 분기 테이타를 사용하여 다음과 같은 회귀분석식을 OLS방법으로 추정

$$\text{주택가격지수}_t = \beta_1 \text{경제성장률}_t + \beta_2 \text{금리}_t + \beta_3 \text{물가상승률}_t + \epsilon_t$$

— 회귀분석 결과에서 먼저 상관계수는 전국 종합주택가격지수의 경우 66.7%, 서울의 경우 이보다 다소 높은 67.5%로 나타남

· 상관계수가 60% 중반에 그친 것은 우리나라의 주택가격이 경제적인 요인에 의해서 보다 정부 정책 등 비경제적인 요인에 의해 설명되고 있음을 의미

— 추정계수 대부분 1%의 유의수준에서 경제논리가 설명하는 대로의 의미 있는 변수로 나타남

· 경제성장률과는 뚜렷한 正의 관계를 나타내고 있는데, 이는 경기상승 시에는 소득이 증가하고 주택에 대한 수요가 늘어나면서 주택가격이 상승하게 되고, 반대로 경기하락 시에는 주택가격이 하락함을 나타냄

· 금리는 負의 상관관계를 보여주고 있는데, 이는 금리가 상승하면 주택구입을 위한 차입코스트가 높아지고, 이자수익자산에 대한 선호로 부동산 등 장기투자자산에 대한 수요는 줄어지게 되기 때문임

· 소비자물가상승률도 正의 상관관계를 나타내고 있는데, 이는 인플레이션 압력이 상승하면 경제 주체들이 실물자산을 선호하게 되어 부동산가격이 상승

압력을 받기 때문임

〈표2〉 분석통계 결과

종속변수	상관계수	설명변수		
		경제성장률	이자율	소비자물가상승률
전국	0.667	0.010 (5.828)	−0.011 (−4.312)	0.022 (4.382)
서울	0.675	0.011 (5.930)	−0.015 (−5.039)	0.029 (5.095)
강북	0.630	0.008 (5.119)	−0.012 (−5.156)	0.025 (5.271)
강남	0.684	0.014 (6.194)	−0.016 (−4.683)	0.032 (4.662)
부산	0.509	0.011 (4.917)	−0.007 (−2.041)	0.019 (3.271)
대구	0.69	0.013 (7.538)	−0.012 (−5.250)	0.025 (6.147)
인천	0.585	0.008 (4.150)	−0.011 (−3.298)	0.024 (3.585)
광주	0.563	0.010 (5.829)	−0.008 (−3.459)	0.018 (4.306)
대전	0.292	0.004 (2.731)	−0.006 (−2.609)	0.013 (3.012)
울산	0.631	0.009 (6.731)	−0.010 (−5.461)	0.014 (3.857)

주: ( )내는 t값

□ 추정 결과에 따르면 최근의 부동산버블은 국지적으로 나타나고 있으며, 버블의 정도는 과거 80년대 후반과 2000년대 초반보다 약한 것으로 나타남

— 사용된 기법의 특성상 추정기간 초에는 둘 간의 괴리가 거의 같은 상태에서

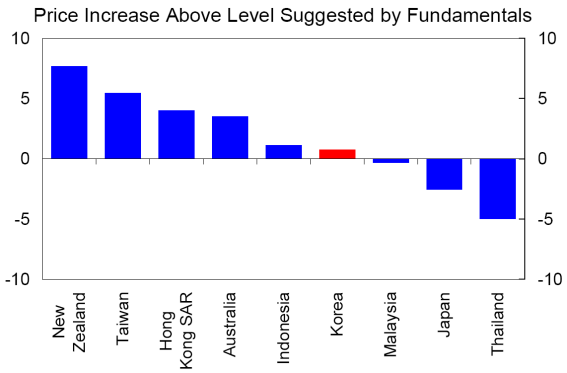
출발하였지만 이후 급변동하면서 괴리가 발생

- 80년대 후반에는 전국 및 서울지역 모두 실제 주택가격지수가 높아 이 기간 동안에는 국내 주택가격이 버블화가 되어 있음을 알 수 있음
- 그러나 94년 이후 2000년대 초반까지 실제 주택지수가 경제적 내재가치가 고려된 추정 주택가격지수 보다 낮은 상태에서 움직이고 있는데, 이는 90년대 부동산 투기 근절대책 등 정부의 강력한 부동산 안정대책으로 고성장 과정에서도 부동산 가격이 매우 안정적이었기 때문인 것으로 판단

— 2009년 4/4분기말 기준으로 전국의 실제 주택가격지수는 101.5로 추정 주택가격지수 103.6보다 낮아 버블 가능성을 높지 않은 것으로 평가됨

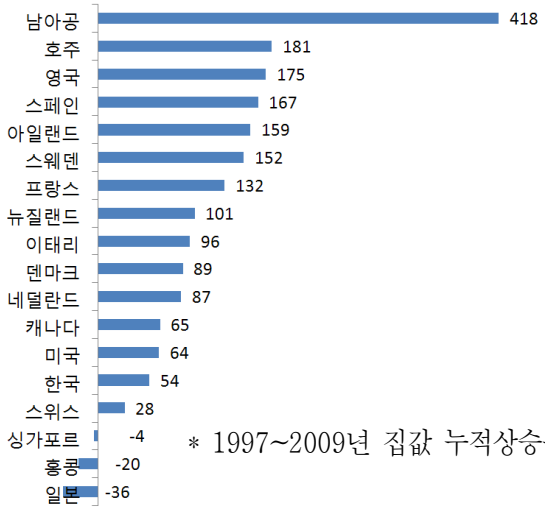
- 지난해 IMF도 주택구입능력, 가처분소득, 금리, 가계부채, 주가지수 등을 포함한 분석 보고서에서 외환위기 이후 한국의 집값 상승률이 평균적으로 기초경제여건에서 크게 벗어나지 않는다고 평가함
- 실제로 외환위기 이후 우리나라의 주택가격 상승률은 호주, 영국, 프랑스 등 주요국에 비해 크게 높지 않은 것으로 평가되고 있음

〈그림10〉 아시아 주요국 주택버블 유무



자료 : IMF, Republic of Korea: 2009 Article IV Consultation(09.8월)

〈그림11〉 주요국 주택가격상승률



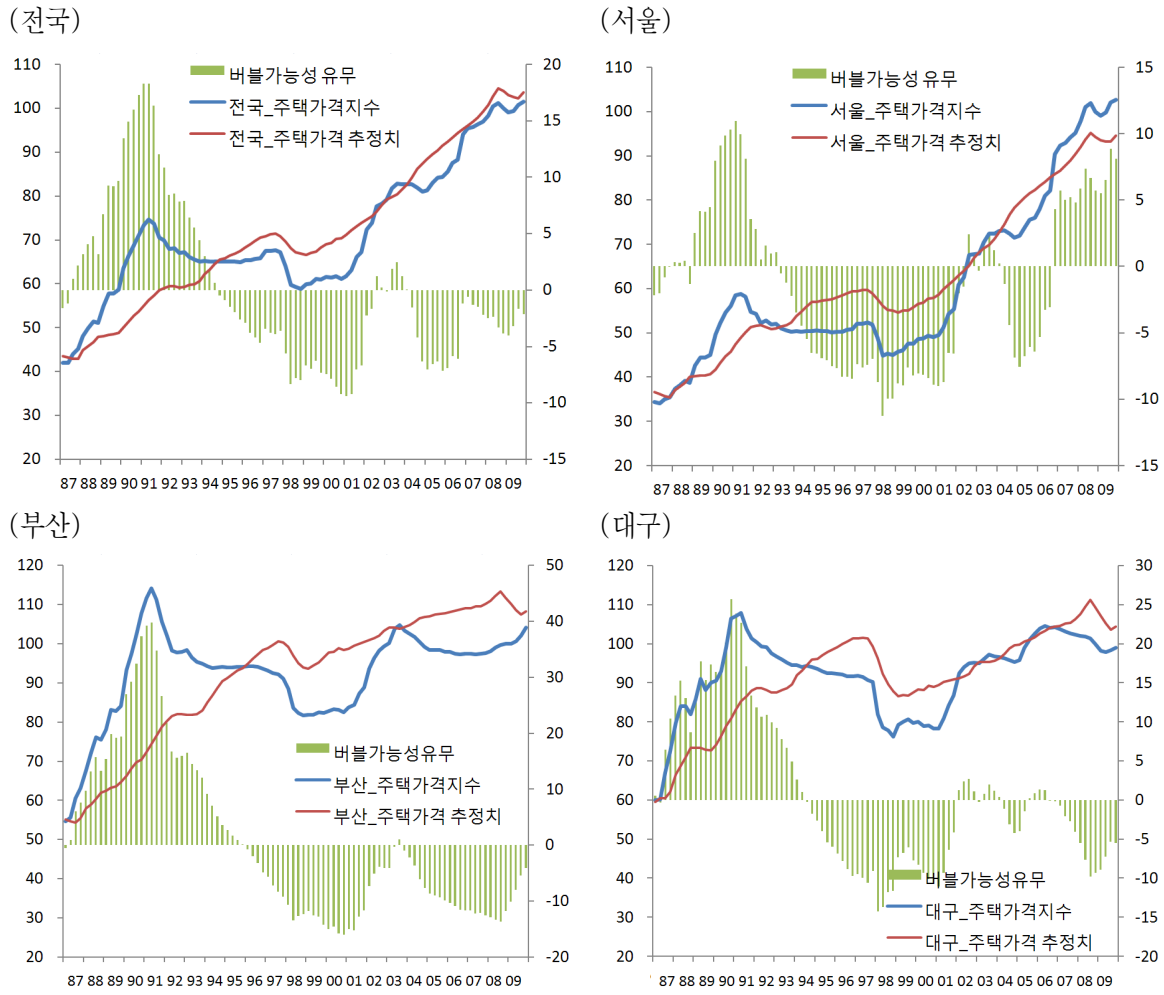
＊ 1997~2009년 집값 누적상승률

자료 : Economist.com, 국민은행

— 그러나 서울, 인천 등 수도권 지역을 중심으로 2000년대 중후반부터 실제주택가격이 경제적 내재가치가 반영된 추정 주택가격보다 높게 나타나고 있음

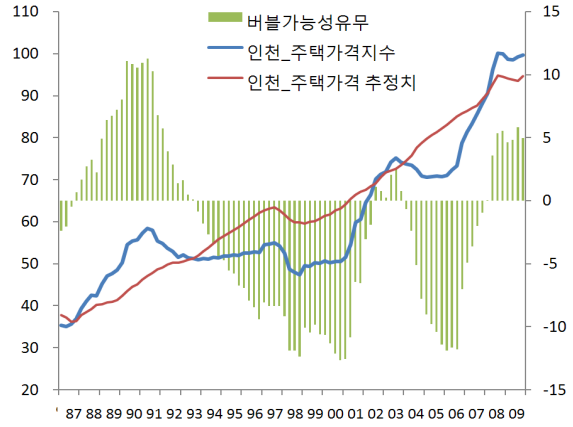
- 서울지역의 경우 2009년 4/4분기말 실제지수는 102.7로 경제적 내재가치를 반영한 지수 94.6 보다 높아 경제적 상황에 비해 고평가 된 것으로 보임
- 인천의 경우도 2009년말 실제지수는 99.7로 경제적 내재가치를 반영한 추정지수 94.7보다 높아 주택가격이 다소 과열 양상을 보임

〈그림12〉 전국 주택가격 버블가능성 평가

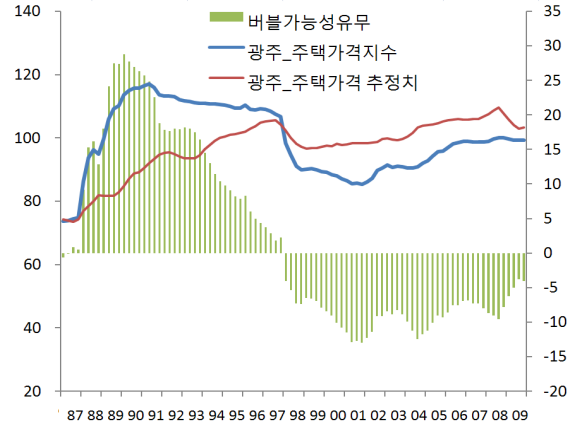


(이하 계속)

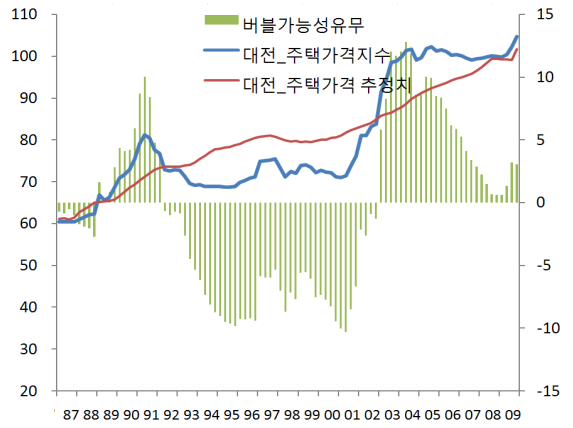
(인천)



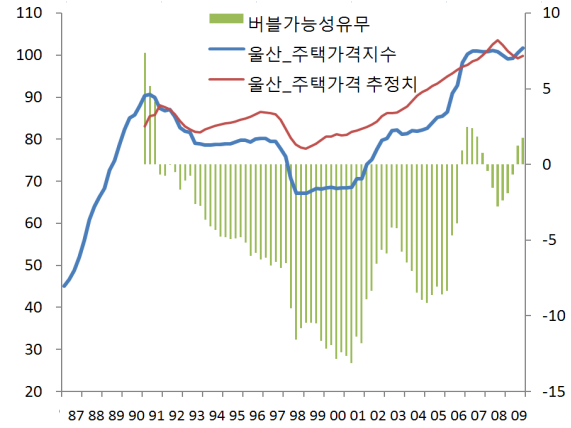
(광주)



(대전)



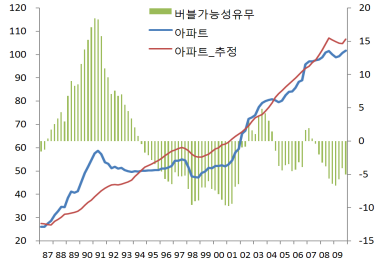
(울산)



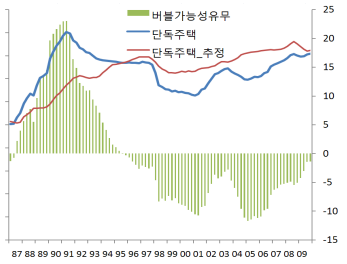
— 주거 형태별로는 2000년 이후 아파트 가격이 크게 상승하면서 간헐적으로 버블 가능성을 내 비치고 있으나 단독주택, 연립주택은 버블 가능성 낮음

<그림13> 주거형태별 버블가능성 평가

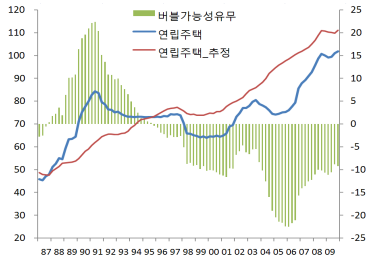
(전국 아파트)



(단독주택)



(연립주택)



4. 시사점 및 과제

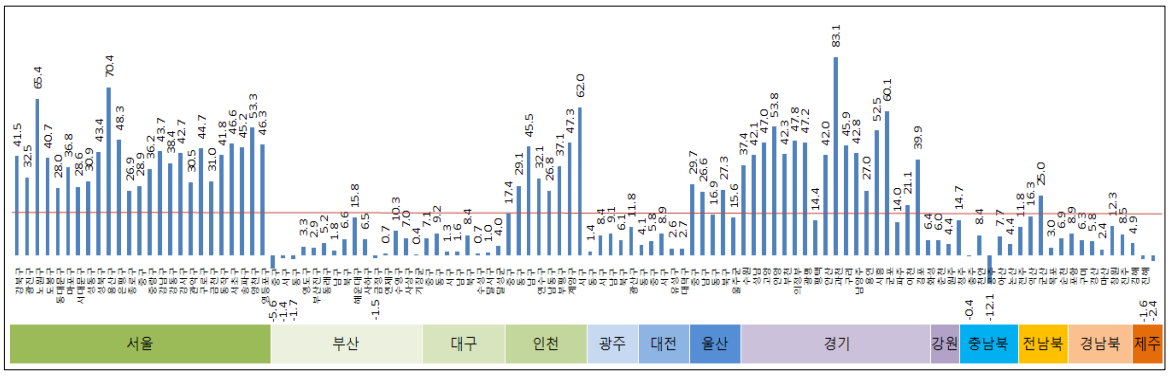
□ 현재 일부 지역에서 버블 조짐이 감지되고 있지만 과거 일본의 경험에서와 같은 버블 현상과는 거리가 있음

— 일본은 부동산 거품이 한창이던 87~91년간 지가상승률이 GDP성장률을 지속적으로 초과해 오면서 버블이 형성되었으나 우리나라의 경우 이제 경제성장률이 떨어진 최근 2년 정도 일부 부동산버블이 형성된 것으로 의심됨

— 즉 국내 주택버블은 국지적인 현상이며 오히려 전국적으로는 적정 가격보다 낮은 수준에서 형성되어 있음

- 지난 5년간(2005~2009년) 전국 112개 시군구 지역의 주택가격 누적상승률은 평균 22.2%로 같은 기간 소비자물가상승률(16.2%)을 소폭 상회하였지만 지방 57개 지역의 주택가격 상승률은 10.3%로 소비자물가상승률에도 못 미침
- 이는 지방의 실질 주택가격이 하락했음을 뜻하는 것으로 逆자산효과에 따른 소비감소 등 지역경제의 부진과 무관하지 않음. 반면 같은 기간 동안 서울은 43.7%, 인천은 40.5%, 경기지역은 40.6%의 상승률을 보여 큰 대조를 보임

〈그림14〉지역별 주택가격 누적상승률(%) 비교(05~09년)



자료 : 국민은행

- 현재 수도권의 주택보급률은 95.5%로 100%에 못 미치고 있고 향후 수도권

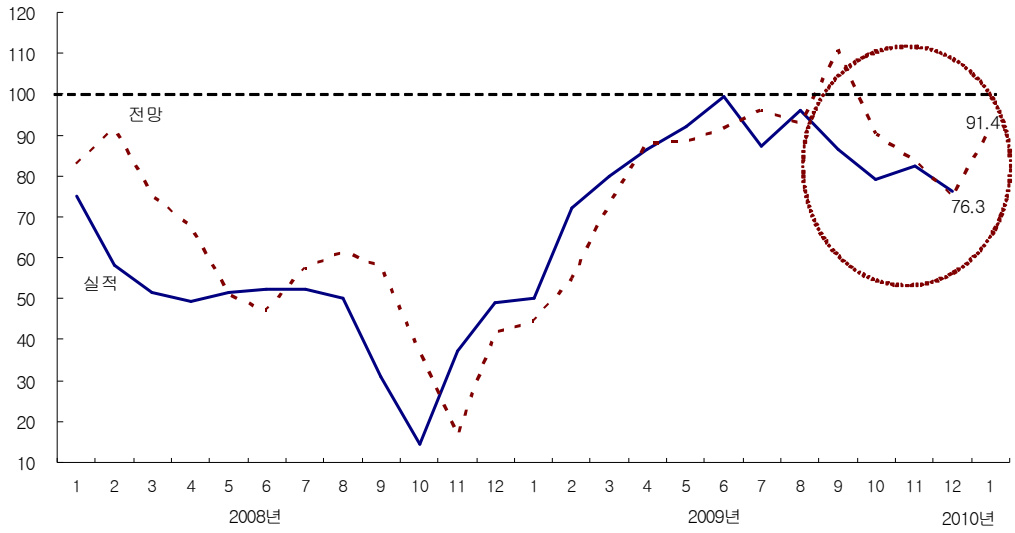
인구집중 현상의 심화로 가격 상승압력이 남아 있는 반면 지방은 대부분 지역의 주택보급률이 100%를 넘어섰고 미분양주택 물량증가로 어려움을 겪고 있는 상태이기 때문에 지방의 주택가격상승을 기대하기 힘든 실정. 따라서 향후 수도권과 지방의 가격양극화 현상은 심화될 가능성이 있음

* 수도권인구비중 전망(%, 통계청) : 48.2('05년)→ 49.7('10년)→ 51.1('15년)→ 52.3('20년)→ 54.2('30년)

□ **따라서 정부의 대책은 한편으로 전국의 주택경기 침체를 방지하고 다른 한편으로 특정 지역의 버블을 연착륙시키는 2분법 정책으로 접근할 필요**

— 지금은 주택시장이 아직 본격적으로 살아나지 않고 있기 때문에 당분간은 주택경기 활성화 정책기조를 유지해 나가야 함

<그림15> 건설기업 경기실사지수(CBSI)

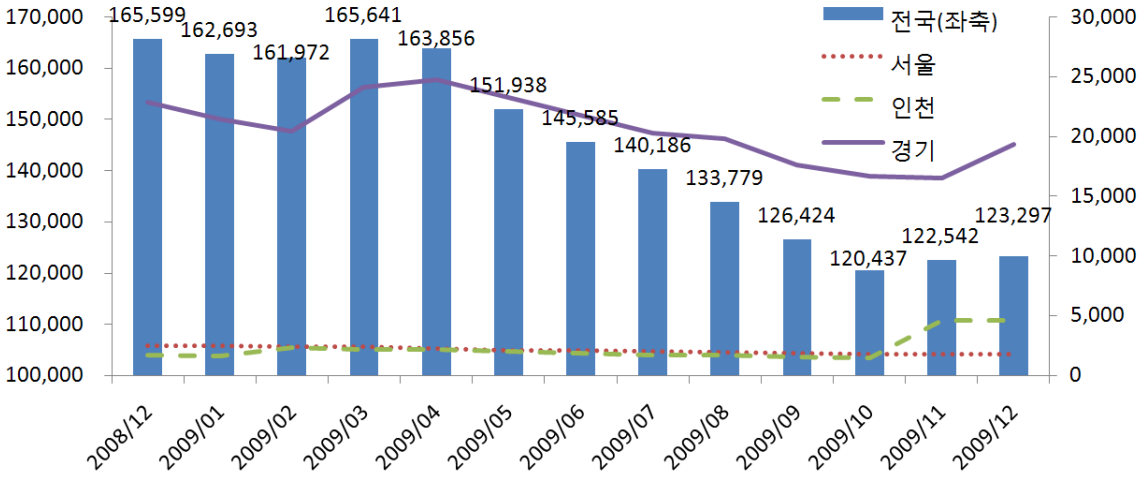


자료 : 건설산업연구원

— 특히 지방과 수도권 일부 지역의 미분양주택 해소가 시급

• 정부의 주택경기 활성화 정책에 힘입어 전국 미분양주택이 2009년 1월 16만호에서 10월 12만호까지 감소하였으나 11월, 12월 2개월 연속 다시 증가하기 시작함. 특히 경기지역, 인천의 미분양 주택물량이 크게 증가함

〈그림16〉 전국 미분양주택 현황(호)



자료 : 국토해양부

- 지방 및 수도권 취약지역의 미분양주택 문제 해소를 위해 취등록세 및 양도세 감면 기간의 연장을 고려해 볼 수 있음

□아직 건축 중인 미분양아파트의 경우 소호(SOHO) 기업을 운영하거나 창업 준비 중인 사람의 사무실 등으로 용도변경 검토

— 금융정책 급변으로 인해 경기회복 기조가 약해지지 않도록 출구전략에 신중

- 자산가격 상승, 물가 불안 등으로 금리를 포함한 금융정책의 변화가 필요한 시점이나 정책의 갑작스런 변화가 경기회복을 저해시키지 않도록 주의
- MMF내 국고채 편입 비율 증가, 그린투자펀드 활성화 등 경제에 충격을 주지 않으면서고 시중 유동성을 흡수할 수 있는 다양한 방안을 마련

— 특정 지역의 주택가격 상승에 대해서는 주택대출 제한 등 현 수준의 규제수단과 함께 주택 공급확대를 통해 해결하는 것이 바람직

□ **그러나 무엇보다도 중요한 것은 1990년대 처럼 부동산버블을 자연스럽게 흡수할 수 있도록 경제성장을 올려 수요능력을 창출해 주어야 함**

— 과거 80년대 후반 우리는 부동산버블을 맞았으나 당시 고성장이 지속되고, 정부의 강력한 부동산 안정화 정책으로 큰 위기 없이 넘어갔음

— 정부가 구상하고 있는 신성장동력을 서둘러 가동시키고, 경기부양을 위한 다양한 방안 모색이 시급

끝