

# 최근 주택가격 동향과 정책 대응

---

2008.8.6 | 여경훈\_새사연 연구원 | khyeo@saesayon.org

---

## 목 차

1. 신용 사이클과 경기 변동
2. 신용 사이클과 자산 가격 변동
3. 한국의 주택가격 동향
4. 금융 감독당국의 정책 대응



<http://saesayon.org>

## 요 약

최근 국내 경제는 금융시장 안정에 따른 원화가치 상승, 금리 인하, 유가 하락 등 '신 3저 현상'으로 회복속도가 예상보다 빠르다. 그러나 이는 금융위기 과정에서 발생한 일시적 현상으로 장기적으로 지속되기는 어렵다.

경기상승기에 신용이 크게 팽창하고 경기하강기에 크게 위축됨으로써 경기변동의 진폭이 확대되고 있으며, 97년 외환위기 이후 동조성은 더욱 두드러지고 있다. 자산 가격 상승 또한 금융기관의 대출 행태와 뚜렷한 양의 상관관계를 보이며, 2000년대 이후 부동산 가격 상승에서도 이를 명확하게 확인할 수 있다.

우리나라의 주택시장 버블은 미국과 달리 전국적인 현상이라기보다는 수도권 특정 지역을 중심으로 한 국지적 현상으로, 고점 대비 2퍼센트 하락에 그쳤으며 최근 다시 상승하는 추세여서 경기회복기 거품이 우려된다. 이는 우리나라의 경우 부동산 규제를 대폭 완화하고, 부동산 보유의 기회비용인 보유세 및 양도세 등을 대폭 인하했기 때문이다.

물가가 안정적이고 경기회복의 초입 단계에 부채를 통하여 자산 가격의 버블이 형성되는 경우, 자산 버블의 측정, 인식, 그리고 정책 대응 수단 등에서 중앙은행의 물가안정목표제는 한계를 노출할 수밖에 없다.

따라서 현재와 같은 경기회복의 초입 단계에서는, 서울 강남 중심으로 LTV 및 DTI 등의 선별 규제를 확대하고, 은행권의 주택담보대출 공급을 줄이고 특정 자산의 쏠림 현상을 방지하기 위해 주택대출의 일정 비율에 대하여 중앙은행에 지급준비금으로 예치하는 자산 기반 지급준비금 제도(Asset based Reserve Requirement)의 도입을 고려할 필요가 있다.

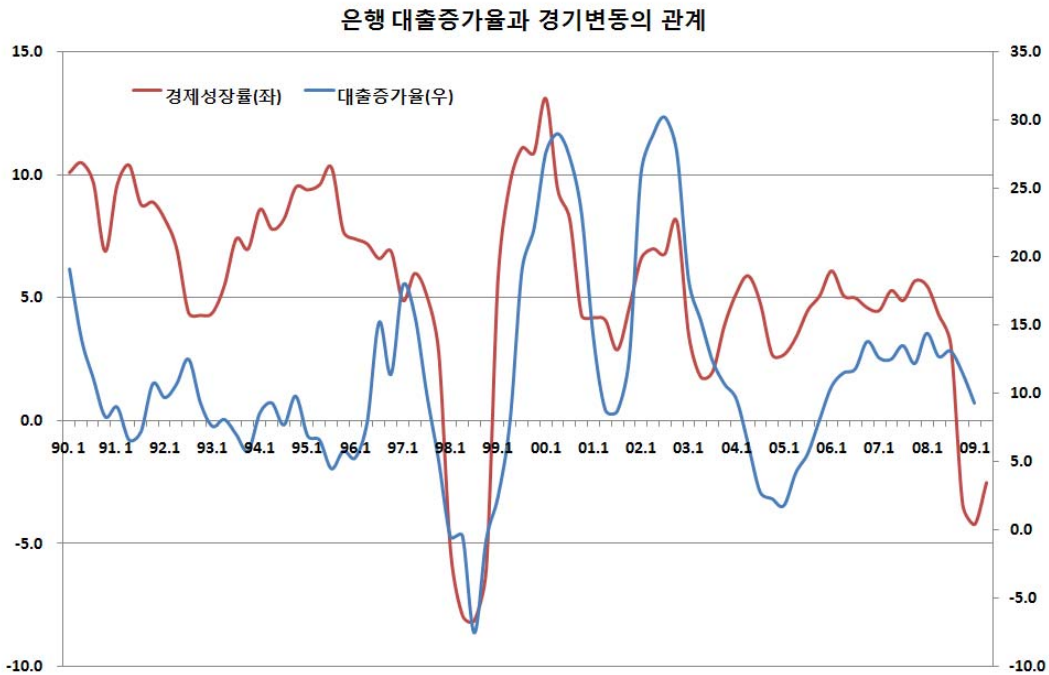
부동산 버블은 자원 및 소득 배분의 왜곡 등 경제적 이유뿐만 아니라, 지역, 계층 간 갈등을 초래하여 사회적 응집력 또는 통합을 저해하는 사회적 문제를 초래할 수 있다. 또한 버블은 생성 과정의 부작용뿐만 아니라, 붕괴 과정에서 금융기관 및 가계의 부실을 초래하여 소비, 투자, 신용공급의 위축으로 장기 경기침체를 초래할 수 있음을 심각하게 인식하고 대응해야 한다.

## 1. 신용 사이클과 경기 변동

### ■ 최근 한국경제의 회복

- 디플레이션을 방지하기 위한 미국의 리플레이션 정책에 따라 달러화 약세, 금융자산 가격 상승, 소비자 신뢰지수 회복 등으로 급격한 경기하강 추세는 마무리된 것으로 보임
- 국내 경제는 금융시장 안정에 따른 원화가치 상승, 금리 인하, 유가 하락 등 신 3저 현상으로 회복속도가 예상보다 빠름. 이러한 거시경제 변수의 우호적 환경 외에도, 법인세 인하, 임금 삭감 압력 등 정부의 친기업적 정책으로 비용절감 중심의 수익성 회복
- 그러나, 거시경제 변수의 신 3저 현상은 금융위기 과정에서 파생한 일시적 현상으로 장기적으로 지속되기 곤란
- 경상 및 자본 수지 흑자에 따른 원화가치 상승 압력, 경기회복 및 투기수요에 따른 유가 상승, 출구전략 및 인플레이션 압박에 따른 금리상승 기조가 향후 예상되기 때문; 오히려 미국의 상업용 부동산 등 새로운 금융위기가 촉발된다면 신 3저 현상은 지속될 수 있음

### ■ 신용 사이클 개요



주: 은행권 대출증가율은 예금은행 총여신의 분기별 전년대비 증가율에서 물가상승률(GDP 디플레이터 이용)을 차감하여 계산

자료: 한국은행 ECOS

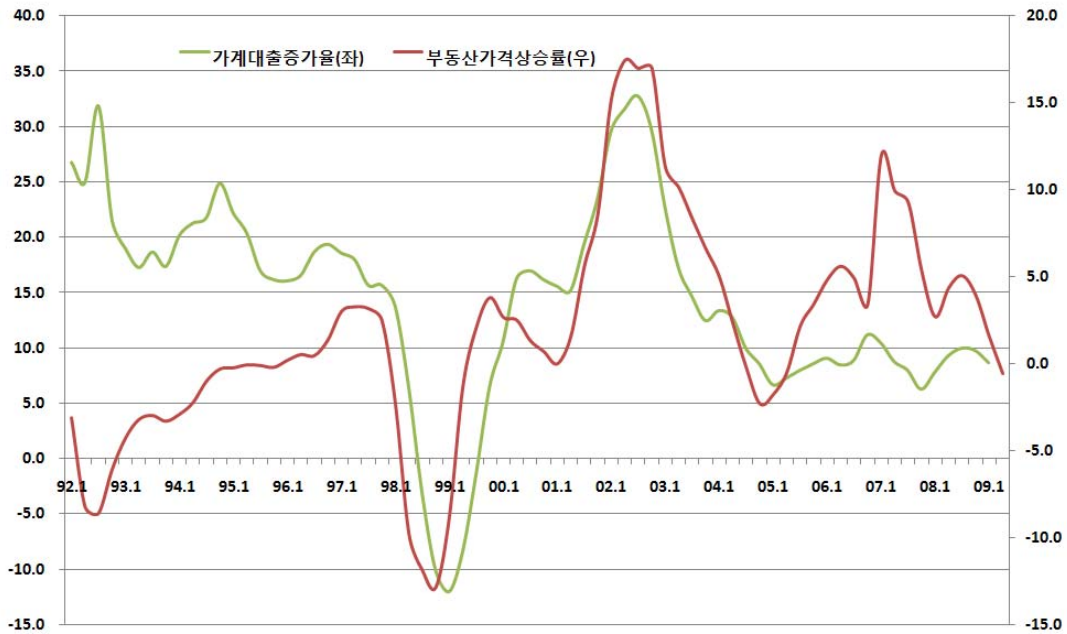
- 금융기관은 BIS 자기자본 비율 기준에 따라, 자산 규모와 자기자본수익률 (ROE) 경쟁을 한다고 가정: 자산 가격 Boom → 금융자산 가격 상승 → 금융기관의 자기자본 증가(금융기관의 재무제표 강화) → 레버리지 비율 (BIS 자기자본비율) 조정 → 대출 증가 + 자산규모 확대 경쟁 → 자산 가격 상승
- 따라서, 경기상승기에 신용이 크게 팽창하고 경기하강기에 크게 위축됨으로써 경기변동의 진폭이 확대. 97년 외환위기 이후 금융위기의 실물경제 파급 효과가 더욱 커짐에 따라 동조성이 더욱 확대되었고, 신용변동의 진폭이 경기변동보다 더욱 두드러지는 경향

## 2. 신용 사이클과 자산 가격 변동

### ■ 신용 사이클과 자산 가격 상승의 관계

- 경기상승기 금융자산 가격 상승은 순이익 및 평가손익 증가로 금융기관의 재무제표가 강화되고, 차입자의 순자산가치 및 담보가치 상승으로 자금조달 및 신용공급 여건 개선

가계대출 증가와 부동산가격 상승의 관계



주: 가계대출은 M2 개관표 상의 예금취급기관의 대출 기준

자료: 한국은행 ECOS, 국민은행

- 또한 부(富)의 효과와 소비자 신뢰지수 개선으로 소비수요 증가. 물가상승

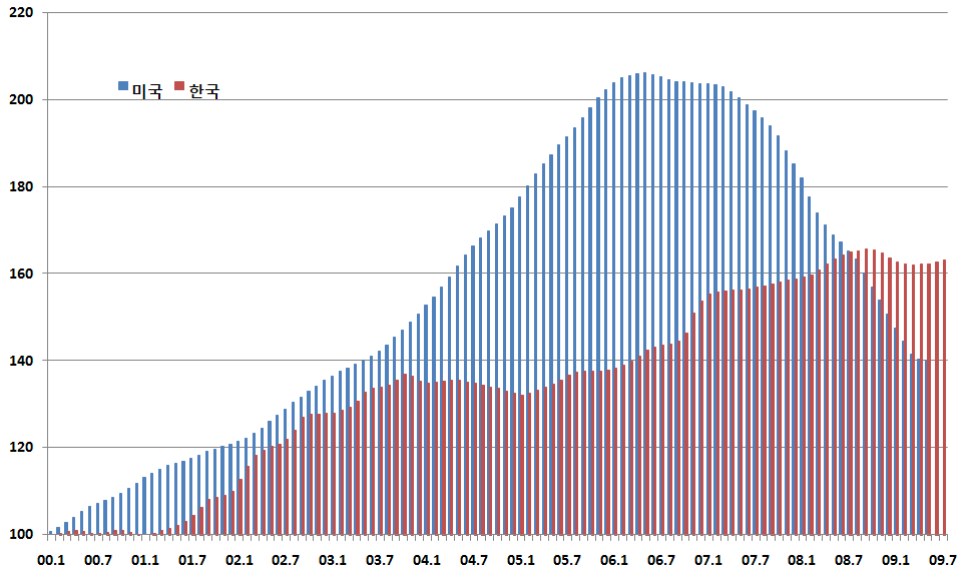
- 과 건설부문 등 신규 투자의 불확실성이 감소하여 투자수요 또한 증가
- 반대로, 경기하강기에는 디플레이션을 초래하는 악순환으로 전환. 이에 따라, 금융기관의 레버리지 및 신용공급, 실물경제 파급, 자산 가격 변동 등은 상호작용하면서 신용 사이클의 경기순응성 강화
- 현행 BIS 미시건전성 감독규제에 따라, 경기하강기 BIS 기준을 충족시키기 위해 대출을 축소하고, 상승기에는 이와 반대로 담보차입 및 레버리지 증가로 리스크가 확대
- 리스크 중심의 자본규제 및 회계 관행에 따라, 경기상승기 자본수준 강화 및 신용등급 상향, 충당금 적립 비율 하락, 대출증가를 통한 자산규모 확대 경쟁에 따라 동조성은 더욱 강화
- 경기변동에 민감한 금융기관의 자기자본구조, 가계의 금융자산 구성 변화, 경제전반의 금융화(financialization) 추세 확대에 따라 경기 동조성은 더욱 강화되는 특징
- 90년대 초반, 주택가격 변동은 대체로 안정적이었으나, 2000년대 이후 가계대출 증가에 따라 높은 증가율과 변동성을 보임
- 특히, 2002, 2005, 2007년을 전후하여 주택가격이 급등락하는 모습을 보임. 외환위기 이전 주택가격은 가계대출 행태와 상관관계를 보이지 않거나 오히려 음의 상관관계를 보이는데 비해, 외환위기 이후 금융회사 간 자산규모 경쟁과 신용과 경기변동의 동조화 현상으로 가계대출 행태와 높은 상관관계를 보임

### 3. 한국의 주택가격 동향

#### ■ 금융위기 전후 한국과 미국의 부동산가격 변화 비교

- 미국의 주택가격은 2000년 1월 기준, 2006년 5월 정점에 이르기까지 106퍼센트 상승(20개 대도시 기준). 경기침체 이후 1990년대 초반에는 하락했으나, 1995년 7월부터 1999년 12월까지 31.4퍼센트 상승. 이후 2006년 4월까지 추가로 126퍼센트 상승(10개 대도시 기준)
- 한국의 주택가격은 2000년 1월 기준, 2008년 9월 정점에 이르기까지 65.6퍼센트 상승.
- 미국의 주택가격은 2006년 6월부터 하락하기 시작하여, 최근까지 32퍼센트 떨어진 후 최근 하락세가 둔화되기 시작. 이에 비해 한국은 작년 9월 리먼브라더스 파산 이후 2008년 3월까지 6개월 동안 2.17퍼센트 하락한 후 최근 다시 상승세를 보이기 시작

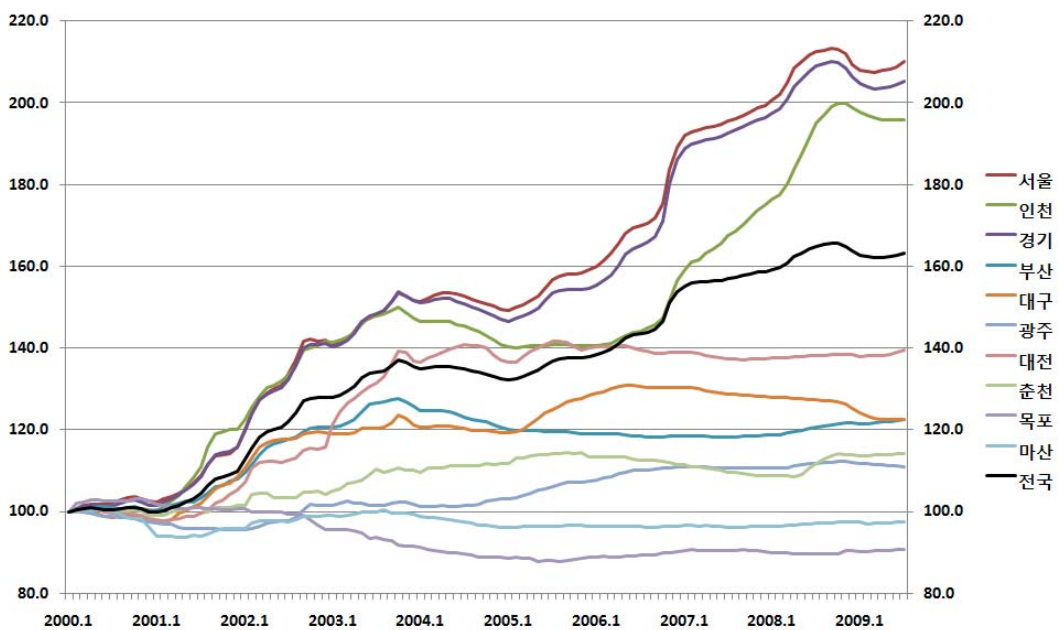
한국과 미국의 주택가격 추세(2000.1=100)



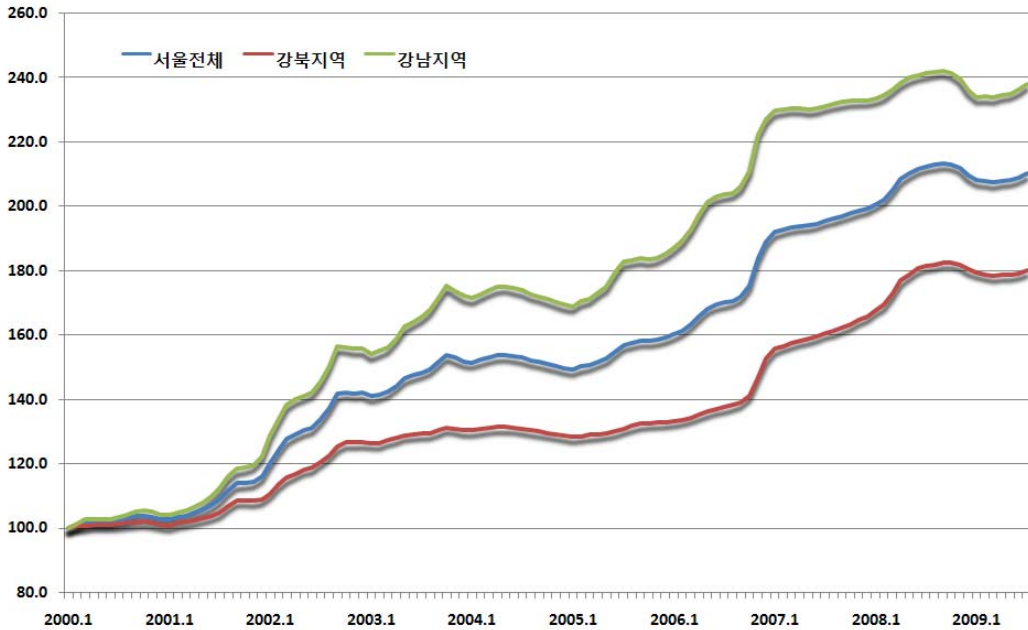
주: 한국 주택가격은 국민은행 전국주택매매가격지수, 미국은 Case/Shiller 20개 대도시 지수 이용  
 자료: 국민은행, S&P

- 한국의 주택가격 상승은 미국보다 높은 물가 및 경제상승률에 견주어, 전국적인 부동산 버블이라고 보기는 어려움. 그러나 우리나라의 주택가격 추세를 지역별로 분해하면 서울을 비롯한 수도권의 주택가격 상승은 미국에 버금갈 정도로 높은 증가세를 보임

지역별 주택가격 변화 추세(2000.1=100)

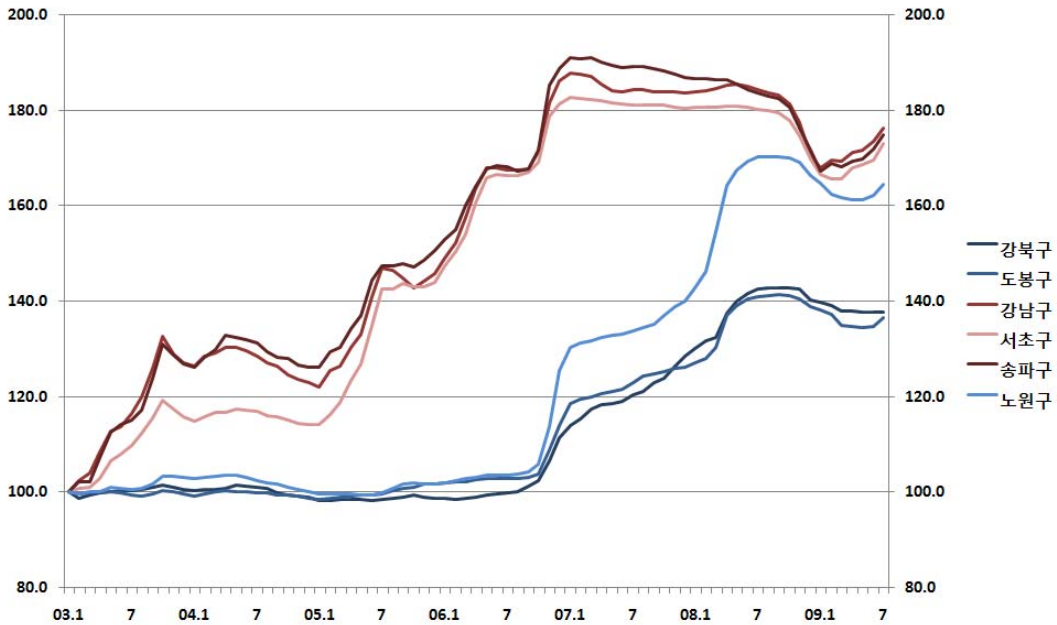


강남과 강북의 주택가격 변화추세(2000.1=100)



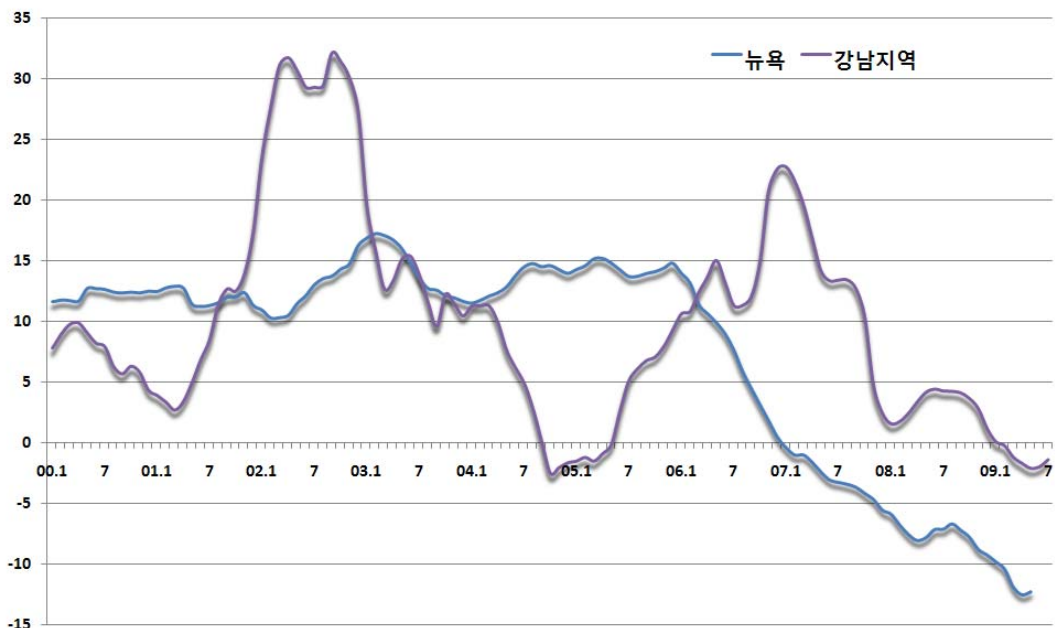
- 서울의 주택가격은 2002, 2005, 2007년 세 번의 상승기를 주도했으며, 작년 8월까지 무려 113퍼센트 상승. 인천은 100퍼센트(11월), 경기도는 110퍼센트(9월) 상승하여 수도권 중심의 주택가격 버블을 보임
- 이에 비해, 대부분의 지방 대도시 주택가격은 2004년 이후 안정세를 보이면서 전국평균을 밀돌고 있으며, 목포와 마산은 오히려 지속적인 하향 안정세를 보이기도 함
- 서울 지역 내에서도 주택가격 상승은 강북과 강남에서 큰 차이를 보이는 데, 강남은 서울 평균(113.3퍼센트)보다 28.7퍼센트 높은 142퍼센트, 강북은 평균보다 30.8퍼센트 낮은 82.5퍼센트의 상승률을 보임. 즉 서울 강남이 서울지역 주택가격 상승을 주도했으며, 우리나라 부동산버블은 서울 강남과 인천, 경기를 중심으로 한 수도권지역에 국한된 지역적 현상
- 주요 구별로 나타내면 아파트 가격의 변화를 나타내면, 강북과 강남의 격차는 확연히 드러남. 2003년부터 2007년 1월 정점에 이르기까지, 4년 동안 강남구(87.8퍼센트), 서초구(82.8퍼센트), 송파구(91퍼센트)의 상승률을 기록. 이에 비해, 강북지역은 2003년 이후 안정세를 보이다 2006년 말부터 상승하기 시작하여 작년 9월 정점에 이르기까지, 강북구(42.9퍼센트), 도봉구(41.4퍼센트), 노원구(70.3퍼센트)의 상승률을 보임
- 올해 2월부터 상승하기 시작한 강남지역 아파트 가격은, 과거 사례에 비추어 강북 및 수도권 전체 주택 가격 상승으로 확산될 우려

서울 주요 구별 아파트 가격 변화 추세(2003.1=100)



- 특히 뉴욕을 비롯한 미국의 주요 대도시는 2006년 하반기 이후 전년대비 10퍼센트 이상 하락하여 고점 대비 30~32퍼센트 하락. 이에 비해, 서울의 주택가격은 고점 대비 2퍼센트 하락에 그쳤고, 최근 다시 상승하는 추세여서 경기회복기 거품을 우려

뉴욕과 강남의 주택가격 상승률 비교



주: 뉴욕의 주택가격 상승률은 Case & Shiller 지수, 강남지역은 국민은행 주택매매가격지수를 활용하여 전년동월대비 상승률을 나타냄.



- 이는 한국의 경우 부동산 규제를 대폭 완화하고, 부동산 보유의 기회비용인 보유세 및 양도세 등을 폐지 또는 대폭 인하했기 때문

#### 4. 금융 감독당국의 정책 대응

##### ■ 한국은행 물가안정목표제의 한계

- “기본적으로 다른 나라에서는 많이 올랐다가 많이 떨어졌는데, 우리나라는 별로 안 떨어졌다는 점을 지적하고 싶다. 이 가격 상승이 확산할지 장담하기는 어렵다. 다만 1999년에 비해 2008년 주택가격 수준은 많이 올랐고 일부 지역은 거품이 끼지 않았느냐는 걱정이 있었기 때문에, 그 수준에서 주택가격이 더 올라가는 것은 문제가 있다.”(7월9일, 이성태 한국은행 총재의 기자간담회 발언)
- 부동산 가격에 버블이 존재한다는 견해와 버블의 존재를 명확히 확인할 수 없다는 견해가 대립. 금융위기가 발생하기 전 미국의 중앙은행 총재(그린스펀, 버냉키)는 버블의 존재를 확인할 수 없고, 통화정책으로 버블을 통제할 수도 없을뿐더러 바람직하지 않다고 주장.
- 국내 대부분의 주류경제학 및 금융 감독당국도 후자의 입장을 견지했으나, 최근 한국은행 총재의 발언에 비추어 금융버블의 교훈을 일부나마 인지한 것으로 확인할 수 있음
- 그러나 한국은행의 물가안정목표제(Inflation targeting)는 자산 가격 버블을 통제하는 데 한계를 지님
- 물가안정목표제는 물가와 총수요(고용 또는 성장률) 변화에 반응하여 중간 목표인 금리를 조정함으로써 최종목표인 물가를 관리. 그러나 물가가 안정적이고 경기회복의 초입 단계에 부채증가를 통하여 자산 가격 버블이 발생하는 경우, 측정, 인식, 그리고 정책 대응 수단의 한계를 노출
- 특히 물가안정에 매몰될 경우, 자산 가격 상승기에 버블 억제에 관심을 기울이지 않는 반면, 하락기에는 경기침체를 방지하기 위해 금리인하를 단행하는 경우가 많음. 즉 경기상황 변화에 따른 비대칭적 정책 옵션은 ‘강남불패’와 같은 투기세력들의 ‘대마불사’ 논리를 강화하는 경향
- 그러나 경기회복 초입 단계에 소비 및 투자수요가 낮으며, 환율 및 유가 안정으로 물가안정 추세가 지속되는 상황에서, 금리인상은 실물경제의 회복속도를 늦추거나 취약한 가계 및 중소기업의 현금흐름에 부정적 영향을 미칠 위험이 존재
- 따라서 총수요나 물가 변화와 관계없이, 금융기관의 재무제표 변화 및 자

산 부풀리기 경쟁, 투기세력의 수요 창출에 기인한 자산 버블에 대응하기 위해서는 추가적 정책도구를 통해 부문 간 불균형을 해소할 필요가 있음

■ 유동성과 자산버블의 대응

- 유동성은 통상 ‘통화량’과 같은 측정가능한 양으로 정의되지만, 오늘날 신용화폐가 발달함에 따라 ‘금융회사가 재무제표를 확대할 수 있는 능력’으로 새롭게 정의하는 것이 타당.<sup>1)</sup> 또한 금융기관의 재무제표 강화는 제조업에 비유하면 ‘잉여생산시설’을 갖춘 것으로 이해한다면, 유동성은 금융기관의 ‘잉여생산시설’ 흡수 능력 혹은 채권수요의 공급 능력과 연계.
- 따라서 전통적인 예금은행 통화량 통제 정책에서 벗어나, 중앙은행은 모든 금융기관의 재무제표, 자산시장 동향을 면밀하게 검토하여 정책 대응하는 것이 바람직
- 특정 지역 중심의 자산 쏠림 현상, 경기회복 초입 단계임을 고려할 때, 서울 강남 중심의 LTV 및 DTI 등 선별규제를 확대하는 것이 바람직. 아울러 은행권의 주택담보대출 공급을 줄이기 위해 주택대출의 일정 비율에 대해 중앙은행에 지급준비금으로 예치하는 방안도 고려해 볼 수 있음
- 이른바 자산기반 지급준비금 제도(Asset-based Reserve Requirement<sup>2)</sup>)로서, 자산 유형에 따라 지급준비율을 달리 설정하는 방식. 현재 지급준비율은 예금(부채) 유형별로 0~7퍼센트로 부과하고 있는데, ABRR 제도는 자산의 형태에 따라 지급준비금을 달리 부과하는 새로운 방식.
- 따라서 경제전체에 영향을 미치는 금리를 인상하지 않고도, 특정 자산시장의 불균형을 해소할 수 있고 중앙은행의 정책 수단이 늘어나는 효과를 지님. 즉 특정 자산의 쏠림 현상을 방지하기 위해 자산의 배분을 통제
- 또한 ABRR 제도는 사회적으로 바람직한 방향으로 자금의 흐름을 견인할 수 있는 장점을 지님. 예를 들어 지급준비금은 무수익 자산으로 간접적인 세금에 해당되므로, 주택대출에 지급준비율을 부과할 경우 중소기업이나 서민 대출 등 사회적으로 바람직한 곳으로 자금을 유도할 수 있음
- 특히 기존의 BIS 자기자본규제가 경기순응적인 문제가 있는데 비해, ABRR 제도는 경기안정화 장치의 역할을 수행할 수 있음. 즉 자산 가격이 상승하고 은행 대출이 증가할 경우 지급준비금에 대한 수요를 증가시켜 통화긴축의 효과를 가져오며, 경기하락기에는 이와 반대로 작용
- 무엇보다 자본시장통합법으로 CMA나 증권계좌로 가계의 자금이 이동하고, 부채관리를 통하여 은행채나 CD 등 시중성 자금이 늘어남에 따라 중앙은행의 지급준비금 수요가 줄어드는 경향에도 효과적. 지급준비금 수요

- 는 중앙은행 공개시장 정책의 단기금리 및 유동성 조절의 핵심 고리로 ABRR 제도는 지급준비금 수요를 회복하는 효과 또한 가져올 수 있음
- 부동산 버블은 자원 및 소득 배분의 왜곡 등 경제적 이유뿐만 아니라, 지역, 계층 간 갈등을 초래하여 사회적 응집력 또는 통합을 저해하는 사회적 문제. 또한 버블은 생성 과정의 부작용뿐만 아니라, 붕괴 과정에서 금융기관 및 가계의 부실을 초래하여 소비, 투자, 신용공급의 위축으로 장기 경기 침체를 초래할 수 있음을 심각하게 인식하고 대응해야 함



- 
- 1) 이와 같은 견해는 Post-Keynesian 뿐만 아니라, 미국의 신현송 교수 등 New Keynesian 금융경제학자도 최근 두드러지게 강조하는 경향. Adrian and Shin(2008), Liquidity and Financial Cycle, BIS Working Papers(256)를 참조할 것.
  - 2) ABRR 제도는 미국의 Post-Keynesian인 토마스 팔리(Palley)가 처음으로 주장. 구체적인 내용은 Asset price bubbles and the case for Asset-Based Reserve Requirements, Challenges(2003), Asset-Based Reserve Requirements: Reasserting domestic monetary control in era of financial innovation and instability, Review of political economy(2004) 등을 참조할 것.