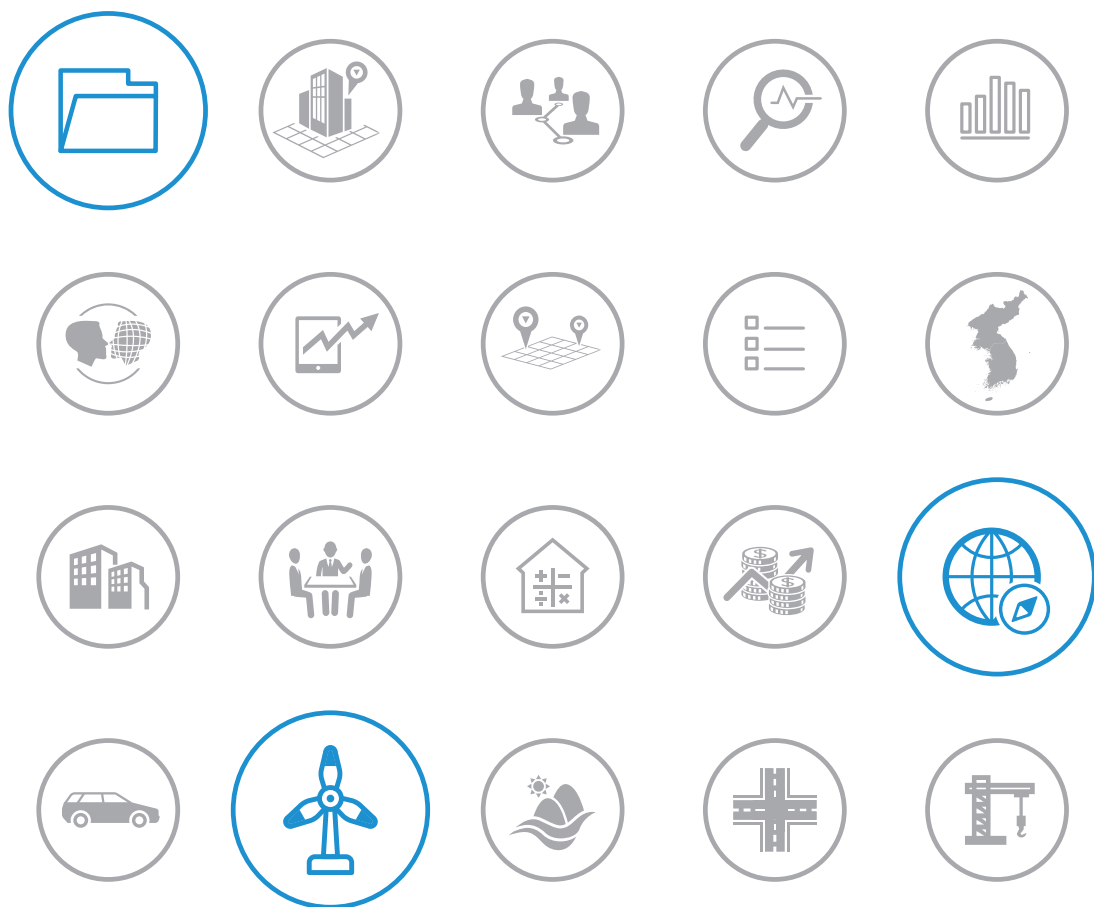




기본 | 21-33

유동성이 주택시장에 미치는 영향과 정책방안 연구

Analysis of the Effect of Monetary liquidity on Housing market and
corresponding Policy measures

황관석, 김지혜, 오민준, 박진백, 변세일, 홍사흠, 김진엽, 유승동, 정영식, 최남진

기본 21-33

유동성이 주택시장에 미치는 영향과 정책방안 연구

Analysis of the Effect of Monetary liquidity on Housing market and
corresponding Policy measures

황관석, 김지혜, 오민준, 박진백, 변세일, 홍사흠, 김진엽, 유승동, 정영식, 최남진

■ 저자

황관석, 김지혜, 오민준, 박진백, 변세일, 홍사흠, 김진엽, 유승동,
정영식, 최남진

■ 연구진

황관석 국토연구원 부연구위원(연구책임)
김지혜 국토연구원 부연구위원
오민준 국토연구원 전문연구원
박진백 국토연구원 부연구위원
변세일 국토연구원 연구위원
홍사흠 국토연구원 연구위원
김진엽 국토연구원 부연구위원

■ 외부연구진

유승동 상명대학교 교수
정영식 대외경제정책연구원 선임연구위원
최남진 원광대학교 교수

■ 연구심의위원

문정호 국토연구원 선임연구위원
이수욱 국토연구원 선임연구위원
안흥기 국토연구원 선임연구위원
이태리 국토연구원 연구위원
이재춘 국토연구원 부연구위원
김경록 기획재정부 서기관
노승한 건국대학교 교수

주요 내용 및 정책제안

FINDINGS & SUGGESTIONS



본 연구보고서의 주요 내용

- 1 코로나 19위기 이후 유동성(통화량, 가계대출, 전세보증금)이 크게 확대됨에 따라 유동성과 주택가격의 위험지표가 크게 높아짐
- 2 금리와 유동성이 주택시장에 미치는 영향을 이론적으로 살펴보고, 실증적으로 규명한 결과 서울과 수도권을 중심으로 금리, 유동성의 영향력이 큰 것으로 나타남
- 3 코로나 19위기 이후 고소득, 신용대출, 수도권을 중심으로 가계대출이 크게 증가하여 주택 금융규제에 한계를 보임에 따라 상환능력 위주의 DSR 규제가 필요함을 확인
- 4 국내의 유동성 관리 사례를 볼 때 거시경제 위기에 대응한 기준금리 인하, 유동성 확대정책은 거시경제가 회복될 때까지 상당기간 지속되었으며 이에 따른 자산시장 과열이 있었음
- 5 해외 유동성 관리 사례를 볼 때 버블 발생 배경측면에서 유동성 공급 확대, 부동산 수요 증가, 리스크 관리 미흡이, 버블 붕괴과정에서는 급격한 금리인상, 통화긴축 정책이 있었음

본 연구보고서의 정책제안

- 1 통화정책 수립 시, 자산시장 급변동의 위험을 보다 적극적으로 반영할 필요가 있으며 이를 위해, 자가주거비를 포함한 소비자물가지수를 활용하고 주택시장 모니터링을 강화
- 2 확장적인 통화정책이 추진되는 경우 LTV, DTI 규제로는 주택가격 안정과 가계부채 억제에 한계가 있었던 만큼 상환능력 중심의 DSR 규제를 통해 주택금융규제의 효과성 제고
- 3 전세를 통한 겹투자는 주택매매가격 변동성 확대로 이어지므로 투자목적의 겹투자 규제를 강화하고 고가전세의 전세자금대출의 보증한도를 축소
- 4 공모형 부동산펀드와 상장리츠 활성화를 통해서 일반인의 부동산시장 간접투자를 확대함으로써 통화정책 확장기에서 단기유동성이 주택시장에 집중되는 것을 억제
- 5 유동성 관리와 연계하여 세제를 중심으로 광범위하게 영향을 미칠 수 있는 수요관리 정책을 추진하고 급격한 금리인상 등 대외충격에 대응하여 주택시장의 연착륙을 유도



1. 연구의 개요

□ 연구의 배경 및 목적

- 코로나19위기 대응을 위한 확장적 통화정책은 유동성 급증을 야기하였으며, 급격히 증가한 유동성은 주식, 부동산 등 자산시장 불안요인으로 작용
- 본 연구의 목적은 유동성 및 주택시장의 위험수준을 평가하고 유동성의 변동요인과 주택시장에 미치는 영향을 분석하여 주택시장 안정을 위한 효과적인 유동성 관리방안을 도출하는 것임
 - 유동성의 유형별 변화특성과 주택시장과의 영향관계를 면밀히 분석하여 주택시장 안정을 위한 유형별 유동성 관리방안을 도출

□ 주요 개념의 정립

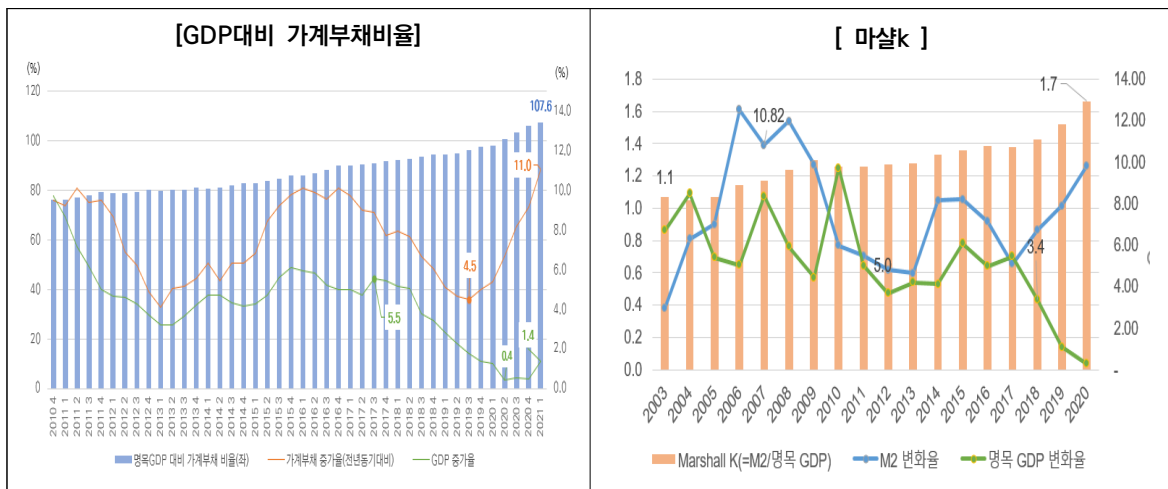
- (유동성) 가치의 손실 없이 즉석에서 화폐로 전환될 수 있는 가능성의 정도로 정의할 수 있음. 본 연구에서는 유동성의 개념을 주택시장에 영향을 미치는 통화지표, 가계대출, 전세보증금 등으로 정의
- (주택시장 버블) 주택가격이 경제의 기초여건을 반영한 주택의 내재가치를 일정 범위 이상으로 상회하는 것으로 정의할 수 있는데 본 연구에서는 주택시장의 가격위험을 평가하는 측면에서 버블이라는 용어를 활용
- (차입제한) 주택금융규제 정책변화에 따라 주택을 구매하려는 가구가 대출할 수 있는 자금 규모가 달라질 수 있음을 의미

2. 유동성의 변동특성과 위험지표 변화

□ 유동성 유형별 변동특성과 위험지표 변화

- 유동성의 유형은 M1, M2와 같은 통화량과 가계대출, 전세보증금 등으로 구분할 수 있으며 코로나19 이후 유동성이 크게 증가하면서 GDP대비 가계부채비율 등의 유동성 위험지표와 소득대비주택가격비율 등의 가격위험지표가 크게 확대
- (유동성 위험지표) GDP대비 가계부채비율, 가처분소득대비 가계부채비율, 마샬k(GDP대비 M2비율) 모두 역사적인 측면과 OECD국가들과의 비교측면에서 모두 위험한 수준인 것으로 나타남
 - GDP대비 가계부채비율은 2021년 1분기 기준 107.6%, 마샬k(GDP대비 M2비율)는 2020년 기준 1.7배에 달함

그림 1 | 유동성 위험지표 추이그림



자료: 한국은행 경제통계시스템. 주요통화금융지표(M2), 명목GDP, 가계 및 비영리단체의 가계부채를 이용하여 연구진 작성.
(<https://ecos.bok.or.kr>. 2021.12.10 검색)

- (주택가격 위험지표) 주택시장순환국면, 소득대비주택가격비율(PIR), 주택부담지수(HAI), UBS 부동산버블지수 기준으로 주택가격 위험수준이 높은 상황
 - 주택가격은 GDP, CPI 등 경제 펀더멘털과 비교하여 2021년 2분기 기준 수도권 11.6~14.1%, 서울 12.5~15.3%, 6개 광역시 9.2~11.7% 높은 수준

3. 유동성의 변동요인과 주택시장 영향

□ 유동성과 주택시장과의 이론고찰

- 금리와 주택시장과의 관계는 대표적으로 자산가격결정 이론, 공간-자산시장 이론으로 접근할 수 있으며 유동성과 주택시장과의 관계는 통화주의적 이론으로 설명할 수 있음. 그 외 부의효과 이론, 실질효과 증폭 이론 등으로 설명할 수 있음

□ 유동성 변동요인 분석

- 글로벌 금융위기 이후에 기준금리가 유동성 변동에 미치는 영향이 확대된 것을 확인할 수 있었으며 기준금리 인하는 서울을 포함한 수도권을 중심으로 가계대출 증가에 큰 영향을 미친 것으로 나타남

□ 유동성의 주택시장 영향분석

- SVAR 모형구축을 통한 금리, 유동성이 주택시장에 미친 영향을 분석한 결과, 금리와 통화량 변동은 민간소비, GDP와 함께 주택가격 변동에도 큰 영향을 미치고 있는 것으로 나타남
 - 금리 1% 상승충격은 아파트 매매가격을 15개월 후 최대 5.2% 하락(연평균 1.7% 내외)시키는 효과가 있으며 통화량 10% 상승 충격은 아파트매매가격을 13개월 후 최대 1.4% 상승시키는 효과가 있음
- (시사점) 금리와 유동성의 지역적인 영향력은 서울과 수도권을 중심으로 통계적으로 유의하게 식별됨에 따라 유동성 관리는 우선적으로 서울과 수도권을 중심으로 이루어질 필요가 있음을 보여줌

4. 차주별 가계대출 변화와 차입제약 영향

□ 차주단위 가계대출 변화와 주택시장 영향분석

- KCB 가계부채목적의 비식별 개인신용정보 자료를 이용하여 코로나19위기를 전후한 2019년 6월~2020년 12월 사이를 기준으로 분석한 결과 가계대출은 소득계층별로 중·고소득, 대출유형별로 신용대출, 지역별로 수도권에서 크게 증가함

- 가계대출의 증가는 수도권을 중심으로 한 주택가격 상승에 통계적으로 유의미한 영향을 미쳤음을 확인
- (시사점) LTV, DTI 규제만으로는 주택시장의 안정과 가계부채 억제에 한계가 있는 만큼 주택금융규제의 효과를 제고할 수 있는 방안이 필요함을 확인

□ 주택금융규제의 차입제약 영향분석

- 주택금융규제의 유형에 따른 차주단의 차입제약 영향분석 결과, 소득계층과 주택의 규모, 서울과 수도권 등 지역에 달라질 수 있음을 확인
 - 저소득 계층에서 중규모 주택을 구입할 경우 DSR 규제의 영향을 크게 받을 수 밖에 없고, 고소득 계층은 주택규모와 관계없이 LTV 규제의 영향이 상대적으로 크게 작용
- (시사점) 주택금융규제는 LTV와 DTI, DSR의 종합적 고려와 더불어 지역과 주택규모, 소득계층에 따라 다양하게 영향을 미칠 수 있는 만큼, 이를 충분히 고려하여 설계될 필요가 있음

5. 유동성 관리방안에 대한 국내외 사례

□ 국내의 유동성 관리정책 변화

- 국내의 유동성 관련정책은 2000년대 이후 기준금리정책과 유동성, 주택금융과 수요관리 정책을 중심으로 살펴봄
 - 경제·금융위기 상황에서 기준금리를 인하하고 유동성을 확대하는 정책을 추진하게 되면, 자산시장이 먼저 회복되어 시장이 과열양상을 보이는 경향을 보였음
 - 기준금리 인상과 통화긴축까지는 오랜시간이 소요되었으며 주택시장 과열 억제를 위한 주택금융정책과 수요관리정책은 그 효과가 크지 않았음
- (시사점) 주택금융정책과 수요관리의 효과성을 제고하는 정책을 추진함과 동시에 통화정책에서 자산시장의 버블에 대한 위험을 선제적으로 반영할 수 있는 방안이 필요

□ 자산가격 안정을 위한 통화정책 추진사례

- 중앙은행이 경제 침체로 물가가 안정된 상황에서 확장적 통화정책 추진 시 자산시장 버블과 같은 부작용이 나타날 수 있음
- 주택시장 안정을 위한 중앙은행의 역할을 보다 강화하는 방안추진이 요구됨
 - 최근 유럽에서 소비자물가지수에 주택가격 반영을 공식화한 것과 뉴질랜드에서 금리인상의 이유로 주택가격 안정을 명시적으로 제시한 사례를 참고할 필요

□ 해외의 유동성 관리방안 사례

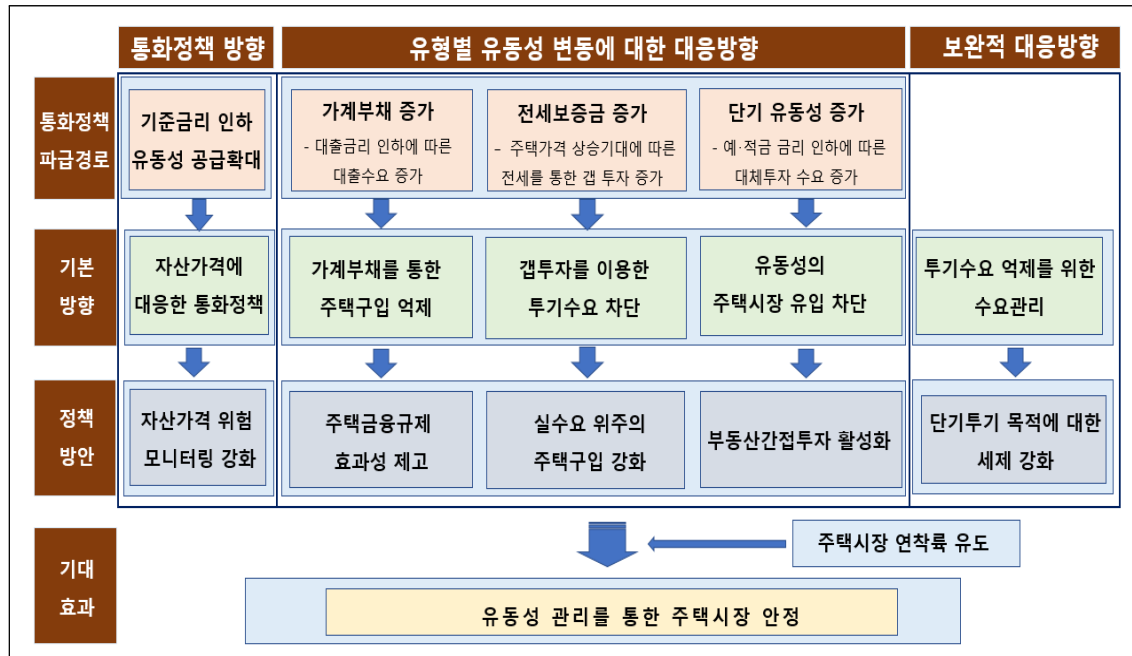
- 북유럽(스웨덴, 핀란드), 일본, 미국의 세 가지 부동산버블 사례에서 버블 발생 배경측면과 버블붕괴 과정에서 공통점이 있었음을 확인
 - 버블 발생 배경측면에서는 유동성 공급 확대, 부동산에 대한 수요 증가, 리스크 관리 미흡 등의 공통점이 있었으며, 부동산버블이 붕괴되는 과정에서는 급격한 금리인상, 통화긴축 정책의 공통점이 있었음
- (시사점) 현재 우리나라의 경우에도 유동성과 가격의 위험지표가 높은 상황으로 점진적 금리인상과 통화긴축을 통해 부동산시장을 연착륙시키는 정책이 필요

6. 주택시장 안정을 위한 유동성 관리방안

□ 유동성 관리정책의 기본방향

- 주요 연구결과와 전문가 FGI 결과 등을 반영하여 다음과 같이 크게 4가지의 기본방향을 설정
 - 첫째, 중앙은행의 통화정책의 경우 물가안정이라는 기본적인 정책목표를 가정하되 자산가격 안정에 적절히 대응
 - 둘째, 경제침체에 대응한 확장적 통화정책으로 주택시장의 불안이 야기될 때 통화정책의 과급경로를 고려하여 유동성을 유형별로 관리
 - 셋째, 주택시장 안정을 위해서 유동성 관리만으로는 한계가 있을 수밖에 없으므로 보완적인 측면에서 수요관리와의 연계를 통해 유동성을 관리
 - 넷째, 가계부채와 주택가격의 위험수준이 높은 상황에서 급격한 금리인상과 같은 대외충격 시 발생할 수 있는 주택시장의 급격한 변동위험에 대응

그림 2 | 주택시장 안정을 위한 유동성 관리의 기본방향



자료: 연구진 작성

□ 주택시장 안정을 위한 유동성 관리방안

- (주택가격을 반영한 소비자물가지수 활용) 통화정책 수립 시, 주택시장 급변동의 위험을 보다 적극적으로 반영할 필요가 있으며 이를 위해 자가주거비를 포함한 소비자물가지수를 활용하고 주택시장에 대한 모니터링을 강화할 것을 제안
 - 자가주거비를 포함하여 소비자물가지수를 작성하고 있는 해외사례를 반영하되 중장기적으로는 신규주택가격 통계구축으로 주택가격을 반영한 자가주거비 측정 방안도 지속 강구할 필요
 - 주택시장의 위험을 나타낼 수 있는 소득대비주택가격비율, 부동산버블지수 등의 위험지표 등 부동산시장에 대한 모니터링을 강화함으로써 금융불균형 완화의 통화정책 목표를 달성할 필요
- (주택금융규제의 효과성 제고) 확장적인 통화정책이 추진되는 경우 LTV, DTI 규제로는 주택가격 안정과 가계부채 억제에 한계가 있었던 만큼 상환능력 중심의 DSR 규제와 연계하여 주택금융규제의 효과성 제고할 필요

- 소득 계층별, 지역별 주택금융규제 수단별 영향력이 상이한 점을 고려하여 다각적인 검토 필요
- (갭투자에 대한 유동성 관리강화) 전세를 통한 갭투자의 경우 주택금융규제의 영향을 받지 않아 주택시장의 불안요인으로 작용하므로 다주택자의 갭투자 규제와 고가전세의 전세자금대출 보증제한을 통해 유동성 공급을 억제할 필요
 - 주택시장이 확장국면을 보일 때에는 다주택자 취득세 중과, 단기보유 양도세율 중과 등을 통해 전세를 통한 투자수요를 적극적으로 억제하는 대책을 추진할 필요
 - 규제지역에서 고가전세를 중심으로 전세자금대출 보증한도를 LTV 수준과 매칭하여 축소함으로써 과도한 전세자금대출을 통한 유동성 공급을 억제할 필요
- (부동산 간접투자 활성화) 공모형 부동산펀드와 상장리츠 활성화를 통해서 단기유동자금의 부동산 시장 유입을 차단할 필요
 - 통화정책 확장기에서 시중의 풍부한 유동성을 부동산펀드와 리츠와 같은 안정적인 부동산 간접상품으로 유도함으로써 주택시장 안정을 제고
- (주택시장 안정을 위한 수요관리 강화) 금리수준이 낮고 유동성이 풍부할 경우 거시건전성 규제의 한계가 있는 만큼 주택금융규제의 한계를 보완할 수 있는 효과적인 수요관리정책을 추진
 - 수요관리 측면에서 주택가격 상승기에서는 다주택자의 취득세율 중과, 양도소득세율 중과 등의 세제 강화대책이 필요하나 풍선효과 등의 부작용 발생 가능성을 고려하여 단순하고 광범위하게 시행될 수 있도록 정책을 추진하는 것이 필요
- (주택시장 연착륙 유도) 급격한 금리인상, 해외경기침체 등의 대외충격 발생으로 주택가격의 급격한 변동가능성에 대응하여 점진적 금리인상, 가계부채관리를 통해 주택시장의 연착륙을 유도할 필요
 - 해외 사례에서 공통적으로 급격한 금리인상과 통화긴축이 부동산시장의 버블붕괴를 촉발하였음을 상기하여 점진적인 금리인상과 대출규제를 추진할 필요

차례

CONTENTS

주요 내용 및 정책제안	iii
요 약	v

제1장 서론

1. 연구의 배경 및 목적	3
2. 연구 범위 및 방법	5
3. 연구의 틀 및 주요 개념	8
4. 선행연구 검토 및 차별성	10
5. 연구의 정책·학술적 기대효과	13

제2장 유동성의 변동특성과 위험지표 변화

1. 유동성 유형별 변동특성	17
2. 유동성 위험지표 변화	27
3. 주택가격 위험지표 변화	34
4. 주요 시사점	41

제3장 유동성의 변동요인과 주택시장 영향

1. 분석 개요	45
2. 유동성과 주택시장과의 이론 고찰	46
3. 유동성 변동요인 분석	56
4. 유동성의 주택시장 영향분석	60
5. 유동성의 지역 주택시장 영향분석	72
6. 주요 시사점	80

제4장 차주별 가계대출 변화와 차입제약 영향

1. 차주단위의 가계대출 변화분석	85
2. 차주별 가계대출의 주택시장 영향분석	91
3. 주택금융규제의 차입제약 영향분석	98
4. 주요 시사점	120

제5장 국내외 유동성 관리방안 사례

1. 국내외 유동성 관리방안 사례 분석의 개요	125
2. 국내의 유동성 관리정책 변화	126
3. 자산가격 안정을 위한 통화정책 추진 사례	137
4. 해외의 유동성 관리방안 사례	143
5. 주요 시사점	163

차례

CONTENTS

제6장 주택시장 안정을 위한 유동성 관리방안

1. 유동성 관리정책의 기본방향	169
2. 통화정책 측면에서의 유동성 관리 강화	177
3. 가계부채 관리를 위한 주택금융규제 효과성 제고	183
4. 갭투자 억제를 통한 유동성 관리강화	188
5. 부동산 간접투자상품 활성화를 통한 단기유동자금 관리	193
6. 세제를 통한 보완적 수요관리 대책 추진	197
7. 중장기적 주택시장 안정을 위한 유동성 관리방안	200

제7장 결론 및 향후 과제

1. 연구의 주요 결과	205
2. 연구의 성과와 의의	207
3. 연구의 한계와 향후 과제	209

참고문헌	211
------------	-----

SUMMARY	227
---------------	-----

부록1: 유동성 변동성이 주택시장에 미치는 영향분석	232
------------------------------------	-----

부록2: 전문가 FGI 결과	240
-----------------------	-----

〈표 1-1〉 선행연구와의 차별성	12
〈표 2-1〉 주택임대차보호법상 주택의 임차 보증금 추이 추정 결과	23
〈표 2-2〉 아파트 임차보증금 추이 추정 결과	24
〈표 2-3〉 아파트 전세보증금 추이 추정 결과	24
〈표 3-1〉 금리와 통화량과의 상관관계 분석결과	57
〈표 3-2〉 금리와 가계대출과의 상관관계 분석결과	58
〈표 3-3〉 금융위기 이전과 이후 기간에 대한 기준금리의 유동성 유형별 영향력 분석 결과	59
〈표 3-4〉 금융위기 이후(2009년1분기~2020년4분기)의 기준금리의 유동성 유형별 영향력 분석 결과	60
〈표 3-5〉 단위근(Unit root) 검정 결과	64
〈표 3-6〉 시차검정 결과	65
〈표 3-7〉 유동성과 아파트가격과의 그랜저 인과관계 분석결과	73
〈표 3-8〉 기준금리의 지역별 아파트가격 변동에 미치는 영향력 분석 결과	75
〈표 3-9〉 지역변수를 고려한 기준금리의 지역별 아파트가격 변동에 미치는 영향력 분석 결과	76
〈표 3-10〉 M1과 M2의 지역별 아파트가격 변동에 미치는 영향력 분석 결과	77
〈표 3-11〉 M1과 M2의 지역별 아파트가격 변동에 미치는 영향력 분석 결과(지역변수 포함) ..	78
〈표 3-12〉 가계대출의 지역별 아파트가격 변동에 미치는 영향력 분석 결과	79
〈표 3-13〉 주택담보대출의 지역별 아파트가격 변동에 미치는 영향력 분석 결과	79
〈표 4-1〉 차주의 부채 유형별 평균 부채잔액(부채 없는 차주 포함)	87
〈표 4-2〉 부채유형별 평균 부채 보유 가구 비율	87
〈표 4-3〉 부채유형별 평균 부채잔액(부채보유 차주)	88

표차례

LIST OF TABLES

〈표 4-4〉 주거용 부동산보유 건수별 부채유형별 부채잔액	89
〈표 4-5〉 거주지역별(수도권/비수도권) 부채유형별 부채잔액	90
〈표 4-6〉 소득수준별 부채유형별 부채잔액	91
〈표 4-7〉 추정치의 예상부호	94
〈표 4-8〉 기초통계	95
〈표 4-9〉 분석결과	96
〈표 4-10〉 분석결과	98
〈표 4-11〉 LTV 수준별 주택담보대출 가능 평균 금액	103
〈표 4-12〉 수도권 소득계층별 LTV 수준별 주택담보대출 가능 평균 금액	104
〈표 4-13〉 서울 소득계층별 LTV 수준별 주택담보대출 가능 평균 금액	105
〈표 4-14〉 DTI 수준별 주택담보대출 가능 평균 금액	106
〈표 4-15〉 수도권 소득계층별 DTI 수준별 주택담보대출 가능 평균 금액	107
〈표 4-16〉 서울 소득계층별 DTI 수준별 주택담보대출 가능 평균 금액	107
〈표 4-17〉 DSR 수준별 주택담보대출 가능 평균 금액	109
〈표 4-18〉 수도권 소득계층별 DSR 수준별 주택담보대출 가능 평균 금액	110
〈표 4-19〉 서울 소득계층별 DSR 수준별 주택담보대출 가능 평균 금액	111
〈표 4-20〉 주택금융규제 유형별 10%p 규제 강화 시 대출가능금액 변화값 비교 ..	112
〈표 4-21〉 수도권 주택금융규제 유형별·규제수준별 대출가능금액 변화값 비교	113
〈표 4-22〉 서울 주택금융규제 유형별·규제수준별 대출가능금액 변화값 비교	114
〈표 5-1〉 외환위기 이후(2000~2007년)까지의 금리 및 유동성 관리 정책	128
〈표 5-2〉 외환위기 이후(2000~2007년)까지의 주택금융과 수요관리 정책	129
〈표 5-3〉 글로벌 금융위기 이후 코로나19발생 이전까지의 금리와 유동성 관리정책	131
〈표 5-4〉 글로벌 금융위기 이후부터 코로나19 위기 이전까지의 주택금융 및 수요관리 정책 ①	132

〈표 5-5〉 글로벌 금융위기 이후부터 코로나19 위기 이전까지의 주택금융 및 수요관리 정책 ②	134
〈표 5-6〉 코로나19 위기발생 이후 금리 및 유동성 관리 정책	135
〈표 5-7〉 코로나19 위기발생 이후 주택금융과 수요관리 정책	136
〈표 5-8〉 해외 부동산 버블사례 비교	162
〈표 6-1〉 주제별 주요 시사점 요약	174
〈표 6-2〉 소비자물가지수에서 자가주택의 처리방법	179
〈표 6-3〉 차주단위 DSR 적용대상 개편안	184
〈표 6-4〉 매매가대비전세가비율과 예상주택가격 상승률에 따른 임대인의 자기자본수익률 변화	189
〈표 6-5〉 전세자금대출 상품별 특성	192
〈표 6-6〉 싱가포르의 추가인지세 현황: 2021년 기준	198
〈표 6-7〉 부동산 양도소득세율 변화 추이	199
〈부표 1〉 M1(협의 통화) EGARCH 추정	233
〈부표 2〉 전국 아파트 매매 실거래 가격지수 EGARCH 추정	235
〈부표 3〉 자산가격 모형 추정 결과	238
〈부표 4〉 전문가 FGI 결과	242

그림차례

LIST OF FIGURES

〈그림 1-1〉 연구 흐름도	8
〈그림 2-1〉 통화지표별 구성내역	19
〈그림 2-2〉 통화지표별 변화추이	21
〈그림 2-3〉 가계대출 변화추이	22
〈그림 2-4〉 금리(콜금리)와 통화량(M1)추이	26
〈그림 2-5〉 금리(가계대출금리)와 가계대출 추이	26
〈그림 2-6〉 GDP대비 가계부채 비율 추이	28
〈그림 2-7〉 가처분소득 대비 가계부채 비율 추이	29
〈그림 2-8〉 M2 대비 M1 비율 추이	30
〈그림 2-9〉 Marshall K의 변화 추이	31
〈그림 2-10〉 GDP 대비 가계부채 비율	32
〈그림 2-11〉 가처분소득 대비 가계부채 비율(2019년 기준)	33
〈그림 2-12〉 국가별 Marshall K	33
〈그림 2-13〉 아파트실거래가격지수 변동 추이(전년동월대비 기준, %)	35
〈그림 2-14〉 명목GDP와의 장기적 균형관계를 이용한 주택시장 순환국면 분석결과 ..	36
〈그림 2-15〉 소비자물가지수와의 장기적 균형관계를 이용한 주택시장 순환국면 분석결과	37
〈그림 2-16〉 PIR(연소득 대비 주택가격 비율) 지표 추이	38
〈그림 2-17〉 HAI(주택구입부담지수) 지표 추이	39
〈그림 2-18〉 UBS 부동산버블지수 분석결과(2020.1분기~2021.1분기)	40
〈그림 3-1〉 유동성이 부동산시장에 미치는 영향분석의 상세구조	46
〈그림 3-2〉 공간-자산시장 이론	53
〈그림 3-3〉 금리 상승 충격에 대한 각 변수의 반응함수	66
〈그림 3-4〉 통화량 상승 충격에 대한 각 변수의 반응함수	67

〈그림 3-5〉 주택가격 상승 충격에 대한 각 변수의 반응함수	68
〈그림 3-6〉 마셜 k와 마셜 k의 추세 및 순환변동치 추이	70
〈그림 3-7〉 과잉 유동성 상승 충격에 대한 반응	71
〈그림 4-1〉 차입계약으로 인한 효용의 감소	100
〈그림 4-2〉 수도권 주택금융규제 유형별·규제수준별 대출가능금액 변화	115
〈그림 4-3〉 서울 주택금융규제 유형별·규제수준별 대출가능금액 변화	116
〈그림 4-4〉 수도권 소득계층별·주택금융규제 유형별·규제수준별 대출가능금액 변화 ..	118
〈그림 4-5〉 서울 소득계층별·주택금융규제 유형별·규제수준별 대출가능금액 변화 ..	119
〈그림 5-1〉 2000년 이후 금리, M1, 서울 아파트가격 변동률 추이	127
〈그림 5-2〉 스웨덴, 핀란드의 부동산 가격 및 주가 추이	144
〈그림 5-3〉 스웨덴, 핀란드의 정책금리 및 환율 추이	148
〈그림 5-4〉 일본의 지가 및 주가지수, 금리 추이	149
〈그림 5-5〉 미국의 주택가격지수 및 나스닥지수 추이	154
〈그림 5-6〉 주요 국가의 정책금리 추이	155
〈그림 5-7〉 주요 국가의 정책금리 및 미국 금리와 주택가격 추이	159
〈그림 5-8〉 주택가격 및 주가 상승률 비교	160
〈그림 6-1〉 주택시장 안정을 위한 유동성 관리방안의 기본방향	176
〈그림 6-2〉 주요국의 소비자물가지수 작성 시 주택임차료, 자가주거비 가중치 비중	178
〈그림 6-3〉 소비자물가지수 및 자가주거비 포함 물가지수 변동률 비교 (전년동월대비변동률 기준)	181
〈그림 6-4〉 금리, 단기유동성과 아파트가격 변동률 추이	194
〈그림 6-5〉 부동산 펀드규모 추이	195
〈그림 6-6〉 리츠 자산규모 추이	196

그림차례

LIST OF FIGURES

〈부도 1〉 M1(협의 통화) 변동성 추이	234
〈부도 2〉 아파트 매매 실거래 가격지수 변동성 추이	235
〈부도 3〉 통화량 변동성 충격에 대한 반응	239



CHAPTER 1

서론

1. 연구의 배경 및 목적	3
2. 연구 범위 및 방법	5
3. 연구의 틀 및 주요 개념	8
4. 선행연구 검토 및 차별성	10
5. 연구의 정책·학술적 기대효과	13

01 서론

본 장에서는 코로나19 이후 세계적인 확장적 통화정책으로 급격히 증가한 유동성이 주택시장 불안의 주요 원인이라는 인식하에서 주택시장 안정을 위한 효과적인 유동성 관리방안을 도출하는 것이 연구의 목적임을 적시하였다. 이를 위해 유동성이 주택시장에 미치는 영향을 이론적, 실증적으로 규명할 필요가 있으며 국내외의 유동성 관리 사례분석을 통한 시사점을 반영하여 효과적인 유동성 관리방안을 도출할 필요가 있다. 이러한 연구는 주택시장이 확장국면을 보이고 있는 현 시점에서 매우 긴요한 것으로 정책적, 학술적으로도 기여하는 바가 클 것이다.

1. 연구의 배경 및 목적

1) 연구 배경

정부는 부동산시장 과열을 억제하기 위해 시장규제정책 기조를 유지하고 있으나 저금리로 인한 유동성 확대로 시장 불안이 지속되어 왔다. 투기수요 억제를 통한 부동산 시장 안정을 위해 2017년 8.2대책, 2018년 9.13대책, 2019년 12.16대책, 2020년 6.17대책, 7.10대책 등을 추진해 왔으나 가격안정 효과는 크지 않았다. 부동산시장의 가격변동요인으로는 공급요인이 크다고 할 수 있으나 글로벌 금융위기 이후 저금리 기조가 오랜 기간 유지되고, 최근 코로나19 위기 대응을 위한 기준금리 인하로 시중의 유동성이 부동산시장에 집중된 것이 부동산시장 불안의 주요 원인으로 볼 수 있다¹⁾.

1) 이태리 외(2021: 5), 박진백 외(2021: 90-91)는 금리의 주택가격 상승기여도 추정에서 코로나19를 전후한 금리 인하가 주택가격 상승의 34.3~42.5%에 기여했다고 분석한 바 있음

이러한 저금리 기조 하에서의 통화량 증가 외에도 가계대출 증가, 전세보증금을 통한 갭투자 증가 등 여러 측면에서 유동성이 부동산시장에 영향을 미치고 있다.

코로나19의 전세계 확산에 따른 경기침체에 대응하기 위해 세계 각국은 기준금리 인하, 양적 완화 정책을 추진함에 따라 주식, 부동산과 같은 자산가격이 크게 오르고 있는 것 또한 주지의 사실이다. 코로나19 장기화로 경제회복이 더디게 나타날 가능성이 있으며 미국에서도 경제가 완전히 회복되기까지는 기준금리를 인상하지 않을 것을 천명하면서 2021년에도 저금리에 의한 자산가격 불안 양상이 지속되어 왔다. 2022년부터는 높은 인플레이션이 발생하면서 미국을 중심으로 테이퍼링이 조기종료되고 기준금리 인상이 시작될 것으로 예상되고 있는데, 급격한 금리인상이 일어날 경우 과도하게 상승했던 자산가격이 조정을 넘어 큰 폭으로 하락하는 경착륙의 위험 가능성도 혼재한 상황이다.

이러한 상황에서 부동산시장 안정 기조를 유지하기 위해서는 유동성의 유형별 특성과 부동산과의 영향관계를 면밀히 분석하여 향후 적절한 유동성 관리를 통한 정책방안을 강구할 필요가 있다. 유동성 범위를 통상적인 통화지표로 한정하기 보다는 가계대출, 전세금을 통한 갭투자 등 다양한 측면에서 살펴보고 부동산시장에 미치는 영향 경로를 분석할 필요가 있다. 역사적인 측면에서도 과거 외환위기, 글로벌 금융위기와 최근 코로나 위기를 전후한 유동성의 변화 특성 차이를 살펴보고 유동성이 부동산가격에 미치는 영향을 분석할 필요가 있다. 유동성과 부동산시장과의 영향 관계 분석 결과를 바탕으로 코로나 위기 극복 과정에서 발생한 과잉유동성이 부동산시장 불안으로 작용하지 않도록 효과적인 유동성 관리방안을 도출해볼 수 있을 것이다. 이와 함께 중장기적으로 주택공급 확대와 같은 내적인 환경요인과 함께 급격한 금리인상과 통화긴축, 해외 경기 침체 가능성 등 대외적인 요인을 고려한 부동산시장의 연착륙 방안도 고려해야 한다.

2) 연구 목적

본 연구는 유동성 및 주택시장의 위험 수준을 평가하고 유동성의 변동요인과 유동성이 주택시장에 미치는 영향을 분석하여 주택시장 안정을 위한 효과적인 유동성 관리방안을 제시하는 데 연구의 목적이 있다. 이를 위해 유동성 위험지표 수준, 주택가격 위험 수준 등을 주요 지표로 이용하여 국내·외적으로 비교하고 현재의 유동성 및 가격위험을 평가한다. 유동성 변동요인과 유동성이 주택시장에 미치는 영향을 거시적인 측면과 개별 차주단위의 미시적인 측면으로 분석하여 주택시장 안정을 위한 효과적인 유동성 관리방안을 제시한다. 국내의 유동성 관리방안 사례를 통해서 유동성 관리정책의 실효성을 제고할 수 있는 방안을 도출한다. 해외 부동산 버블 발생을 전후한 시점에서의 유동성 관리정책의 사례분석을 통해 적절한 유동성 관리를 위한 시사점을 도출하고 중장기적인 관점에서 부동산시장의 연착륙 방안을 제시한다.

2. 연구 범위 및 방법

1) 연구 범위

(1) 내용적 범위

먼저, 유동성의 유형별 특성 및 위험지표 변화를 분석한다. 통화량으로서의 유동성 지표 외에 주택담보대출을 포함한 가계대출, 전세제도 하에서의 전세보증금 등 유동성의 유형을 포괄적으로 정의하고 특성을 분석한다. 유동성과 관련한 위험 수준을 해외 국가와 비교하고, 주택시장의 위험 수준을 다양한 지표를 이용하여 평가한다.

둘째, 위기시점별 유동성과 거시경제, 주택시장의 변화 특성의 차이, 유동성과 주택가격과의 영향관계를 분석한다. 금리를 포함한 유동성과 자산가격과의 관계, 주택시장 매커니즘, 유동성과 주택시장과의 실증 연구들에 대해 문헌고찰을 한다. 위기시점별로

외환위기, 글로벌 금융위기, 코로나 위기를 전후하여 유동성이 주택가격에 미치는 영향 경로를 살펴보고 유동성과 주택가격과의 영향 관계를 분석한다.

셋째, KCB의 가계부채목적의 비식별 개인신용정보 자료를 활용하여 코로나19 이후 차주별 가계대출의 변화, 차입제약의 영향력을 살펴보고 지역, 소득계층별 가계대출변화와 주택시장에 미친 영향을 평가해본다. 또한 차주별로 주택금융규제 변화에 따른 대출가능금액을 산출해봄으로써 주택금융규제의 영향과 시사점을 도출한다.

넷째, 1998년 IMF 외환위기 이후인 2000년부터 코로나19 발생 이후인 최근 2021년 현재 시점까지 정부에서 추진했던 유동성 관리정책사례를 살펴보고 시사점을 도출한다. 거시경제적으로는 정부의 기준금리 변화와 통화공급 등 유동성 관련 대책을 살펴보고 주택시장에서는 주택금융규제 정책과 투기억제 등 수요관리 정책을 중심으로 살펴본다. 최근 자산가격 안정을 위한 통화정책에 대한 사례와 북유럽, 일본, 미국 등 해외 부동산버블 발생 시점에서의 유동성 관리정책 사례분석을 통해서 현재 우리나라 상황에서의 시사점을 도출한다.

끝으로, 통화정책의 파급경로를 고려한 유동성 유형별 특성에 따라 적절한 유동성 관리대책을 마련하고 이를 통해 주택시장 안정을 위한 정책방안을 제시한다. 특히, 금리 인상, 주택담보대출 규제 등 통상적인 유동성 관리방안 외에 전세를 통한 주택구입 억제 등과 같이 포괄적인 범위에서 유동성을 관리할 수 있는 방안을 제시한다. 주택시장의 확장과 수축을 반복하는 경기적 특성을 고려하여 중장기적인 측면에서 주택시장의 연착륙을 유도할 수 있는 유동성 관리방안을 제시한다.

(2) 시간적·공간적 범위

시간적으로는 IMF 외환위기, 글로벌금융 위기, 코로나19 위기를 포함하여 분석한다. 공간적으로는 전국, 수도권, 지방광역시 등을 기준으로 하되, 연구목적 및 자료의 제약 등을 고려하여 일부 분석의 경우 시간적으로는 글로벌 금융위기 이후, 공간적으로는 수도권으로 한정하여 분석한다.

2) 연구 방법

연구는 문헌 및 이론연구, 통계 및 계량분석, 전문가와의 협업 등을 통해 이루어진다. 먼저, 문헌 및 이론 연구에서는 유동성의 유형별 정의 및 특성, 자산가격과의 영향관계에 대한 이론적 고찰과 통화정책 파급경로, 유동성과 부동산가격과의 영향관계 분석에 대한 선행연구를 고찰한다.

통계 및 계량분석에서는 유동성 유형별 변화특성, 주택가격과의 상관관계 등 기초통계 분석을 실시하며 통화량 지표는 M1, M2, 단기유동성, 가계대출(한국은행) 통계, 아파트실거래가격지수, 주택가격지수(한국부동산원, KB국민은행), 주택거래량(한국부동산원) 통계, 가계부채목적의 비식별 개인신용정보 자료(KCB) 등을 활용한다. 유동성이 주택가격에 미치는 영향경로 및 영향관계 분석을 위한 계량분석을 실시하며 시계열 자료의 경우 그랜저인과관계분석, AR(1)을 포함한 시계열 모형, SVAR (Structural VAR) 등을 실시하고 KCB 가계부채목적의 비식별 개인신용정보 자료를 이용한 분석의 경우 횡단면 분석, 시뮬레이션 분석을 실시한다.

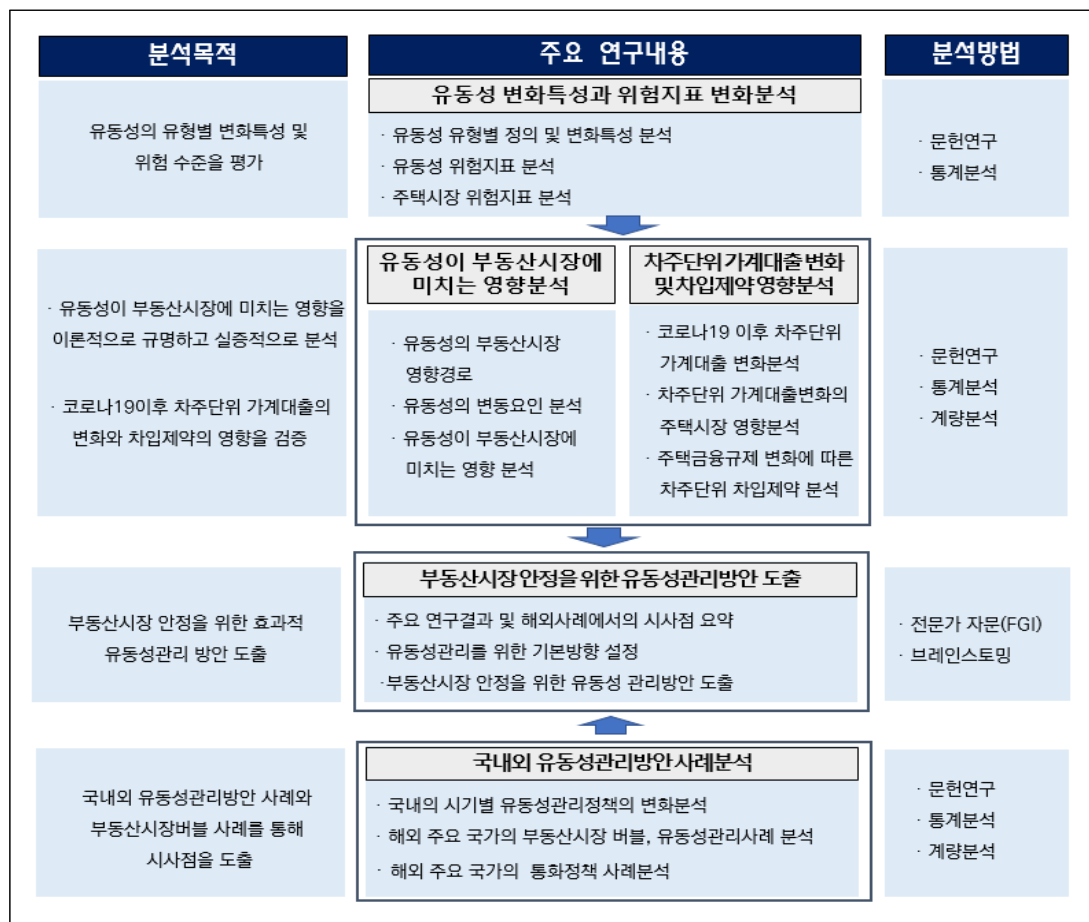
금융 및 부동산시장 전문가와의 협업을 통해 실물경제를 고려한 유동성의 주택시장 영향분석, 해외 부동산버블 및 해외 유동성 관리정책 사례, 통화정책 사례 분석 등을 수행한다. 주택시장 안정을 위한 유동성 관리방안 수립을 위해서 FGI(Focus Group Interview) 등을 통한 전문가 자문을 수행한다.

3. 연구의 틀 및 주요 개념

1) 연구의 틀

연구의 구조는 먼저, 유동성 변화특성과 위험지표의 변화를 분석해보는 것으로 시작되며, 이러한 분석결과는 유동성이 부동산시장에 미치는 영향과 차주단위 가계대출변화 및 차입제약 영향분석을 위한 중요한 배경이 된다. 부동산시장 안정을 위한 유동성 관리방안은 앞에서의 주요 분석결과와 함께 해외사례분석, 전문가 자문(FGI)을 통해 도출될 수 있도록 한다.

그림 1-1 | 연구 흐름도



자료: 연구진 작성

2) 주요 개념

(1) 유동성(liquidity)

유동성(liquidity)은 가치 손실 없이 즉석에서 화폐로 전환될 수 있는 가능성의 정도로 정의할 수 있는데 이때 통화를 유동성으로 정의할 수 있으며 대표적인 학자는 J. Gurley가 있다(정운찬, 2006: 385). 통화를 유동성으로 정의할 때, 통화량을 측정하는 주요 지표는 구성범위에 따라 M1(협의통화), M2(광의 통화), Lf(금융기관 유동성), L(총유동성) 등으로 구분할 수 있다. 과잉유동성은 한나라의 경제 규모에 비해 유동성이 얼마나 많이 공급되었는지로 판단하는 지표로 보통 마셜 k(GDP 대비 M2비율)를 적용할 수 있다(임대봉, 2015: 83). 본 연구에서는 유동성의 개념에 통화량뿐만 아니라 가계대출과 전세보증금을 포함하는데 가계대출은 금융기관의 자산측면에서 본 유동성의 개념(정규일, 2006)으로 주택담보대출, 전세자금대출, 신용대출이 포함되어 있다. 전세보증금은 제도권 주택금융을 대체하는 사인 간 대출로 유동성으로 볼 수 있다. 전세보증금의 경우 임차인에게는 금융자산으로 주거서비스에 대한 임대료를 대신하는 것으로 볼 수 있으나 임대인에게는 일정 기간 후 상환해야 하는 무이자 대출로 볼 수도 있다²⁾.

(2) 주택시장 버블(housing bubbles)

주택시장의 버블은 경제의 기초여건을 반영한 주택의 내재가치를 일정 범위 이상으로 상회하는 부분으로 정의할 수 있는데 Stiglitz(1990)는 경제의 기초여건이 뒷받침되지 않는 상태에서 현재의 주택가격이 높은 이유가 투자자들이 미래 주택가격이 높을 것이라고 기대하기 때문에 주택가격의 거품이 존재하는 것으로 정의한 바 있다(김주영, 2011: 3). 기초가격이란 각 기간별로 경제적 여건에 의해 결정되는 주택의 장기적

2) 3기 신도시 등 토지개발과 관련한 보상금의 경우 현금 또는 채권의 형태로 통화량과 같은 유동성 지표의 변화로 설명할 수 있으므로 보상금을 별도의 유동성 지표로 분류하지 않았다.

인 균형가격으로 정의할 수 있으며, 경제적 여건이란 실질소득, 건설비용, 사용자비용 등의 변수를 의미한다(김주영, 2011: 4). 본 연구에서는 주택시장 버블에 대한 추정이 주된 연구주제는 아니나, 주택시장의 가격수준을 평가하는 지표로서 버블관련 지수들을 활용하고자 하였다.

(3) 차입제약(borrowing constraints)

주택을 구입할 수 있는 능력은 자산 및 소득수준과 같은 가구 특성과 함께 금융기관에서 자금을 조달하는 대출가능금액에 따라 달라질 수 있다. 차입제약(borrowing constraints)의 개념은 주택금융규제의 정책변화에 따라 주택을 구매하려는 가구가 대출할 수 있는 자금 규모가 달라질 수 있음을 의미한다. 본 연구에서는 주택금융규제(LTV, DTI, DSR)의 차입제약 영향이 소득 등의 가구 특성별로 달라질 수 있음을 보이고자 하였다.

4. 선행연구 검토 및 차별성

1) 선행연구 현황

정규일(2006)은 자산가격과 유동성 간 관계에 대해서 이론적으로 규명하고 자산가격과 유동성간의 장기균형 및 단기적 영향관계를 분석하였다. 정규일(2006)은 유동성과 자산가격과의 관계를 유동성이 증가할 경우 자산가격이 상승한다고 보는 견해(자산가격 결정이론, 통화주의적 이론)와 자산가격 상승이 유동성이 증가할 수 있다는 견해(부의 효과이론, 자산가치변동에 따른 실질효과 증폭이론)로 구분하여 살펴보았다. 자산가격과 유동성간의 장기균형관계 분석(Johansen 공적분 검정)을 통해 주택가격은 장기적으로 유동성과 정의 관계가 있으며 단기관계분석(VECM)을 통해 민간대출이 주택가격에 유의미한 영향을 미치고, 반대로 주택가격이 민간대출을 증가시키는 것을 밝

혔다.

임대봉(2015)은 과잉유동성, 금리의 충격이 주가와 아파트가격 등의 자산가격에 미치는 영향을 분석함으로써 유동성의 파급효과에 따른 시사점을 제시하였다. 과잉유동성과 금리는 주가에 각각 (+) (-)의 영향을 미치는 것으로 나타났으며 아파트가격의 경우 유동성이 금리보다 더 큰 영향을 미치는 것으로 식별되었으며 지역별로 서울과 인천을 중심으로 유의미한 영향을 미치는 것을 식별하였다.

황관석·박천규·권건우(2019)는 부동산시장의 메커니즘과 부문별 주요 부동산정책 변수를 도출하고 부동산정책의 효과를 분석할 수 있는 모형을 구축하였으며 LTV, DTI규제가 주택담보대출, 아파트가격에 미치는 영향력을 분석하였다.

2) 선행연구와 본 연구와의 차별성

본 연구는 유동성의 유형을 세분화한 후 유동성이 부동산시장에 미치는 영향에 대해서 시점별로 분석하였을 뿐 아니라, KCB 가계부채목적의 비식별 개인신용정보 자료 등을 이용하여 미시적 분석방법을 통해 유동성의 영향을 다차원적으로 접근하여 분석하였다. 또한, 유동성과 가격위험지표 분석, 해외사례 분석을 통해서 중장기적인 유동성 관리방안을 도출한다는 점에서 선행연구와의 차별성이 있다.

표 1-1 | 선행연구와의 차별성

구 분		선행연구와의 차별성		
		연구목적	연구방법	주요 연구내용
주요 선행 연구	1	· 과제명: 자산가격과 유동성간의 관계분석 · 연구자(년도): 정규일(2006) · 연구목적: 자산가격과 유동성간의 장단기 관계를 분석	· 이론 모형 도출 · 통계분석	· 자산가격과 유동성간의 이론, 실증분석 고찰 · 자산가격과 유동성과의 이론모형 도출 · 자산가격과 유동성간의 장기균형 관계 및 단기영향관계 분석
	2	· 유동성이 주가 및 주택가격에 미치는 영향분석 · 연구자(년도): 임대봉(2015) · 연구목적: 금융완화정책에 따른 유동성 공급확대가 주가 및 주택가격에 미치는 영향을 분석	· 이론 고찰 · 통계분석	· 유동성갭률 추정을 통해 과잉유동성 발생 구간 탐색 · 유동성과 자산가격과의 추이 및 VAR 모형 구축을 통한 영향관계 분석
	3	· 부동산정책 효과분석모형 구축 · 연구자(년도): 황관석 외(2019) · 연구목적: 부동산정책의 효과를 종합적으로 분석할 수 있는 거시계량모형을 구축	· 이론 고찰 · 통계분석	· 부동산시장 메커니즘 분석 · 부문별 부동산정책 변수도출, · 부동산정책효과를 분석할 수 있는 모형 구축 및 정책 효과 분석
본 연구		· 과제명: 유동성이 부동산시장에 미치는 영향연구 · 연구목적: 유동성의 유형을 구체화하여 유형별 유동성이 부동산시장에 미치는 영향을 분석하고 부동산시장 안정을 위한 효과적인 유동성 관리방안을 제시	· 이론 고찰 · 통계 및 계량분석	· 유동성 유형별로 특성 및 변동요인 분석 · 유형별 유동성이 부동산가격에 미치는 파급경로 및 영향력 분석 · 부동산시장 안정을 위해 직·간접적으로 효과적인 유동성 관리방안을 제시

5. 연구의 정책·학술적 기대효과

1) 정책적 기대효과

유동성 유형별 특성분석과 유동성이 부동산시장에 미치는 영향분석을 통해서 유동성 확대에 따른 부동산시장 과열 시 효과적인 유동성 관리방안을 도출함으로써 부동산시장 안정에 기여할 수 있다. 유동성이 부동산시장에 미치는 영향경로를 고려하여 부동산시장 안정을 위한 유동성 유형별 억제방안을 마련한다. 직접적인 유동성 억제를 통한 주택시장 안정방안 외에 세제 등의 보완적인 정책방안을 통해 주택시장 안정을 위한 정책기반을 마련한다.

주택금융규제 등 유동성 관리정책의 효과성을 평가해봄으로써 주택금융규제의 한계를 인식하고 실효성을 제고할 수 있는 방안을 마련한다는 것에서 기여할 수 있다. 과거와 현재의 유동성 및 주택가격의 위험을 평가하고 향후 금리 및 유동성, 경기변동 등에 따라 과도한 주택가격 변동이 발생하지 않도록 선제적인 정책방안을 제시한다. 주택시장의 경기변동을 고려하여 중장기적으로 과도한 유동성이 주택시장에 유입되지 않도록 하는 것과 반대로 급격한 유동성 축소에 의한 부동산시장의 경착륙을 억제할 수 있는 방안을 제시한다.

2) 학술적 기대효과

금리와 유동성, 부동산시장과의 관계에 대한 이론 및 실증분석과 유동성 및 주택가격 위험지표에 대한 국내외 사례비교 및 분석 방법, 유동성이 주택시장에 미치는 영향 분석, KCB 가계부채목적의 비식별 개인신용정보 자료를 이용한 지역별 가계대출 변화 및 차입제약 영향분석 등을 통해 학술적으로 기여할 수 있다.



CHAPTER 2

유동성의 변동특성과 위험지표 변화

- 1. 유동성 유형별 변동특성 17
- 2. 유동성 위험지표 변화 27
- 3. 주택가격 위험지표 변화 34
- 4. 주요 시사점 41

02 유동성의 변동특성과 위험 지표 변화

본 장에서는 통화량, 가계부채, 전월세보증금, 전세자금대출 등 유동성의 유형별로 시계열적인 변화특성과 위험수준을 살펴보았다. 코로나19 이후인 2020년 GDP 대비 M2비율인 마샬k의 경우 1.7배 수준에 이르고 GDP대비 가계부채비율, 가처분소득 대비 가계부채비율은 OECD 국가 평균 대비 높은 수준인 것으로 나타났다. 주택가격의 위험지표 또한 명목GDP와 소비자물가 대비 과도하게 높은 수준을 보이고 있다. 이러한 위험지표의 상승은 금융시장 불균형과 주택시장의 버블을 야기할 수 있기 때문에 주택시장 안정을 위한 유동성 관리가 필요함을 시사하고 있다.

1. 유동성 유형별 변동특성

1) 유동성 유형별 정의

(1) 통화지표로서의 유동성의 종류 및 정의¹⁾

통화량으로서의 유동성은 주요 지표인 M1(협의통화), M2(광의통화), Lf(금융기관 유동성), L(총유동성)로 구분할 수 있다. 협의통화(M1)는 화폐의 지급결제수단 기능을 중시한 지표로 민간이 보유하고 있는 현금에 예금취급기관의 결제성 예금을 더한 것으로 정의된다. 유동성이 매우 높은 결제성 단기금융상품으로 단기금융시장의 유동

1) 통화지표에 대한 설명은 한국은행. 2008. 우리나라 통화지표의 해설. p.39~p42의 내용을 바탕으로 정리한 것이다.

성 수준을 파악하는데 적합한데 결제성 예금은 요구불예금, 저축예금, 수시입출식예금(MMDA)으로 구성된다. 광의통화(M2)는 ‘협의통화(M1)’보다 넓은 의미의 통화지표로서 ‘협의통화(M1)’에 포함되는 현금과 결제성 예금뿐만 아니라 만기 2년 미만의 예적금, 금융상품²⁾ 등을 포함한다. M2에는 예금취급기관의 정기에·적금 및 부금, 거주 자외화예금과 양도성예금증서(CD), 환매조건부채권(RP), 표지어음 등 시장형 금융상품, 금전신탁, 수익증권 등 실적배당형 금융상품, 금융채, 발행어음, 신탁형 증권저축 등을 포함한다. 금융기관유동성(Lf)은 구성상품에 있어서는 ‘광의통화(M2)’에 포함되는 상품 중 만기가 2년 이상인 상품(정기 예·적금 금융채 등)과 증권금융 예수금 및 생명보험회사의 보험계약준비금을 포함한다. 증권금융 예수금은 증권회사 및 선물회사가 예치한 예탁금, 발행어음, 환매조건부채권 매도 등으로 구성되는데 이 중 대부분을 차지하는 것이 증권회사 및 선물회사가 예치한 예탁금(증권계좌의 고객 예탁금)이다. 광의유동성(L)은 가장 넓은 의미의 유동성 측정 지표로서 금융기관의 금융상품 외에 정부 및 기업이 발행하는 유동성 상품까지 포괄하는 개념이다. 정부가 발행하는 국채, 지방채, 기업이 발행하는 기업어음, 회사채, 자산유동화채권 등이 포함된다. 통화지표의 구성내역을 바탕으로 도표화한 것이 <그림 2-1>이다.

2) 금융상품의 경우 자산을 증식하거나 미래의 지출에 대비한 일정기간 동안의 저축수단으로 보유되지만 약간의 이자소득만 포기한다면 언제든지 인출이 가능하여 결제성 예금과 유동성 측면에서 큰 차이가 없다고 보기 때문

그림 2-1 | 통화지표별 구성내역

광의유동성(L)			
금융기관유동성(Lf)			정부, 기업 발행 유동성상품 등
광의통화(M2)		예금은행 및 비은행금융기관 기타예수금 등	(좌 동)
협의통화(M1)	정기예금 등 2년미만 금융상품	(좌 동)	(좌 동)
결제성예금	(좌 동)	(좌 동)	(좌 동)
현금통화	(좌 동)	(좌 동)	(좌 동)

자료: 한국은행. 우리나라의 통화지표 해설. 2008. p.42

(2) 가계신용으로서의 유동성

가계신용은 가구가 차주가 되어 금융기관 등(대주)으로부터 조달한 가계부채를 의미하는 것으로 가계대출 및 판매신용을 포괄하는 개념이다.³⁾ 가계대출은 개인(개인사업자 대출 제외)을 대상으로 한 예금은행, 비은행예금취급기관(상호저축은행, 신용협동조합, 상호금융, 새마을금고, 우체국예금 등), 기타금융기관(보험기관, 여신전문기관, 주택도시기금 등)의 대출을 의미한다. 판매신용은 재화·서비스 제공자가 제공하는 외상 거래를 의미하는데 여신전문기관 및 판매회사(백화점, 자동차사 등)가 제공하는 신용을 의미한다.⁴⁾

전세보증금은 임대인이 금융기관을 대체하여 임차인에게 보증금을 조달(무이자 대출)하여 주택을 구입하거나 다른 운영자금을 위해 사용할 수 있는 것으로 유동성으로 볼 수 있다. 전세제도가 발달한 이유로 Renaud(1989)와 Ambrose and Kim(2003)은 주택 수요자의 입장에서 볼 때, 본인의 경제능력보다 더 양질의 주거시설을 사용할 수

3) 한국은행 인천본부. 기호일보 경제용어(가계신용). <https://www.bok.or.kr/portal/bbs/P0000795/view.do?nttlid=208780&menuNo=200557&searchBbsSeCd=z19&pageIndex=17> (2021년 2월 25일 검색).

4) 한국은행 인천본부. 기호일보 경제용어(가계신용). url은 각주 3)과 동일 (2021년 2월 25일 검색).

있다는 점에서 전세제도가 선호되었으며 주택 소유자의 입장에서 전세제도를 통한 현금의 확보가 제도권 금융기관을 통한 대출에 비해 유리한 여건을 제공하기 때문이다 (차문중 외, 2004: 181-182).

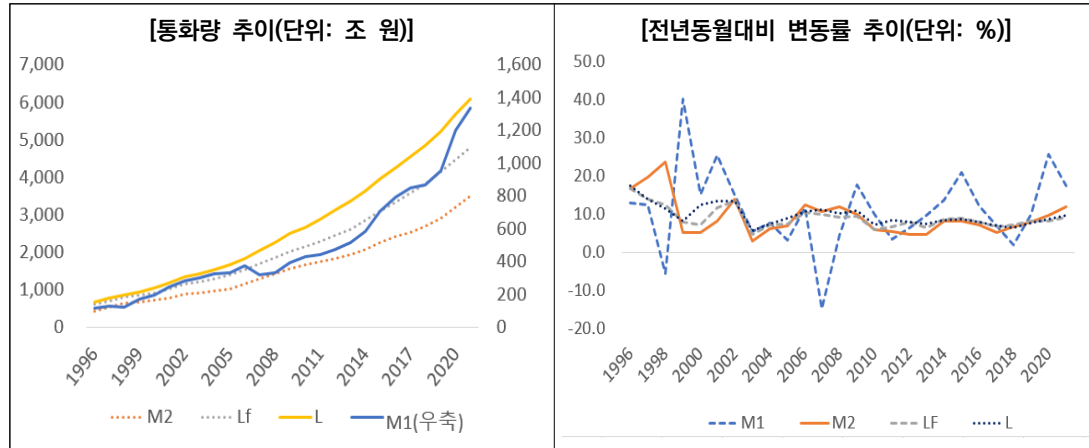
2) 유동성 유형별 변화특성

(1) 통화지표별 변화특성

유동성 유형 중 먼저, 통화지표의 변화특성을 1996년부터 최근까지 연차별로 살펴보면 다음과 같다. 2021년 9월말 현재 말잔 기준으로 협의통화(M1)는 1335.5조 원, 광의통화(M2)는 3503.6조 원, 금융기관유동성(Lf)은 4784.7조 원, 광의유동성(L)은 6084.1조 원 수준이며 1996년 대비 각각 11.6배, 8.1배, 7.8배, 9.0배 수준으로 증가하였다. M1은 1996년 114.8조 원 → 2021년 9월 1335.5조 원으로 11.6배 수준으로 증가하였으며 M2는 1996년 432.3조 원 → 2021년 9월 3503.6조 원으로 8.1배 수준으로 증가하였다. Lf는 1996년 615.0조 원 → 2021년 9월 4784.7조 원으로 7.8배 수준으로 증가하였으며 L은 1996년 672.9조 원 → 2021년 9월 6084.1조 원으로 9.0배 수준으로 증가하였다.

통화지표의 변동성은 M1이 가장 크며 M2, Lf, L의 변동성은 유사한 것으로 나타났다. M1은 외환위기 이후 1999~2002년 사이, 글로벌 금융위기 이후인 2009~2010년 사이, 수도권 주택시장이 확장을 보였던 2013~2017년 사이, 코로나19 위기인 2020~2021년에 큰 폭으로 증가한 것으로 나타났다. M2, Lf, L지표의 경우 M1과 비교하여 시차가 존재하기도 하는데 외환위기, 글로벌 금융위기, 2015년 전후, 최근 2019년 이후 크게 증가한 것으로 나타났다.

그림 2-2 | 통화지표별 변화추이



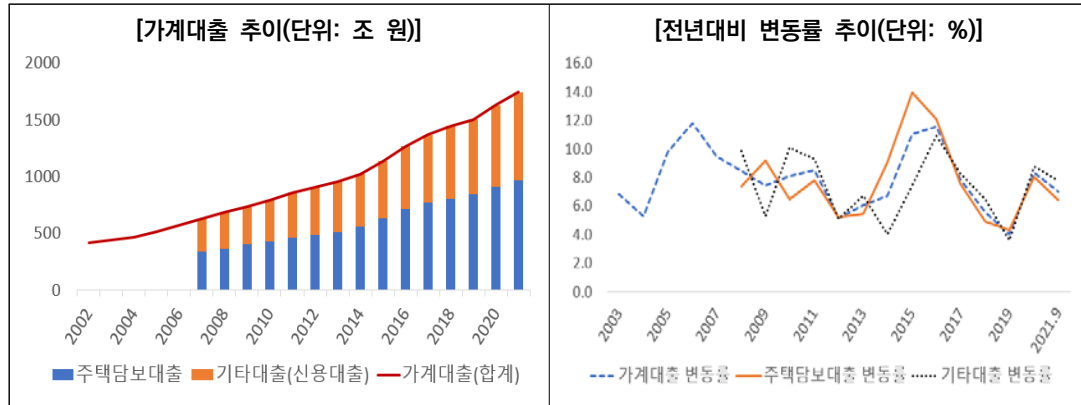
주: 2021년 9월은 전년동월대비변동률 값을 적용

자료: 한국은행 경제통계시스템. 주요 통화금융지표. (<https://ecos.bok.or.kr>, 2021.12.10 검색)

(2) 가계대출 변화특성

유동성 유형 중 가계대출과 관련하여 통계자료 검색이 가능한 2002년부터 최근까지 연차별 변화특성을 살펴보면 다음과 같다. 여기에서의 가계대출은 한국은행의 가계신용 통계에서 판매신용을 제외한 금액 기준으로 예금취급기관과 기타금융기관, 공적금융기관 등 모든 금융기관의 대출을 포함한 것을 의미한다. 2021년 9월말 현재 가계대출은 1744.7조 원으로 이 중 주택담보대출은 969.0조 원, 기타대출은 775.7조 원 수준이며 가계대출은 2002년 416.8조 원 대비 4.2배 수준으로 증가하였다. M1, M2, LF, L을 동일한 2002년 대비 수준으로 살펴보면 각각 4.7배, 4.0배, 4.1배, 4.6배 수준으로 가계대출의 증가폭과 유사한 것으로 나타났다. 시계열적으로 보면 가계대출은 2005~2007년 사이 연평균 10.4%로 크게 증가하였으며, 2015~2017년 사이에도 연평균 10.2%로 크게 증가하였다. 가계대출은 2018년 5.6%, 2019년 4.0%로 안정적 증가세를 보였으나 코로나19 이후 저금리로 2020년 연평균 8.3%로 다시 증가세가 확대되었다. 2021년의 경우 9월말 기준으로 가계대출 증가세는 전년동월대비 7.0% 증가하여 증가세가 소폭 둔화되었는데 주택담보대출의 경우 6.4% 증가하였던 반면 신용대출은 7.8% 증가하여 신용대출의 증가폭이 상대적으로 높았다.

그림 2-3 | 가계대출 변화추이



주: 가계대출은 가계신용 중에서 판매신용을 제외한 금액 기준임

자료: 한국은행 경제통계시스템. 가계신용통계 (<https://ecos.bok.or.kr>. 2021.12.10 검색)

(3) 전월세보증금 및 전세자금대출 변화특성

① 전월세보증금

임대차 시장의 보증금 규모는 주거실태조사 자료와 한국부동산원 전국주택가격동향조사 자료 및 아파트실거래가격 자료의 아파트 평균 매매가격을 이용하여 추정하였다. 추정절차는 다음과 같다. 먼저 주거실태조사 자료를 이용하여 주택임대차보호법상 전세가구 및 아파트 거주 전세가구의 연도별 지역별 전세보증금을 집계한다. 주거실태조사상의 아파트 전세가구수에 한국부동산원 전국주택가격동향조사 및 아파트실거래가격 자료의 각 연말 기준 아파트 평균가격의 곱으로 전세보증금을 추정한다. 이와 같은 추정은 전세가구가 평균적인 전세가격 내지 실거래가격을 지불하고 주거한다고 가정한 것으로 과대 추정되는 문제가 있을 수 있으므로 자료 활용에 유의가 필요하다.

추정 결과, 주택임대차보호법상 주택 기준 2019년 전세보증금은 474조 원 규모로 추정되며, 전세보증금의 79.2%는 수도권에서 집중되는 것이 확인되었다. 2019년 월세 보증금은 87.4조 원 규모이며, 임대차시장의 전체 보증금 규모는 561.5조 원으로 추정되었다. 연도별로 살펴보면, 전세보증금은 2010년 302.7조 원에서 2019년 474조 원으로 171.3조 원이 증가하였고, 월세보증금은 2010년 38.9조 원에서 2019년

87.4조 원으로 48.6조 원이 증가하였다. 2019년 수도권 전세보증금은 375.6조 원으로 전국 전세보증금 총액에서 79.2%를 차지하며, 2010년부터 2019년까지 139.5조 원이 증가하였다. 2019년 수도권 월세보증금은 62.8조 원으로 전국 전세보증금 총액에서 71.8%를 차지하며, 2010년부터 2019년까지 40.5조 원이 증가하였다. 2019년 지방 전세보증금은 98.5조 원으로 전국 전세보증금 총액에서 20.8%를 차지하며, 2010년부터 2019년까지 31.9조 원이 증가하였다. 2019년 지방 월세보증금은 24.7조 원으로 전국 전세보증금 총액에서 28.2%를 차지하며, 2010년부터 2019년까지 8.1조 원이 증가하였다.

표 2-1 | 주택임대차보호법상 주택의 임차 보증금 추이 추정 결과

(단위: 조 원)

	전세						월세					
	'10	'12	'14	'16	'18	'19	'10	'12	'14	'16	'18	'19
전국	302.7	457.6	385.0	378.0	451.0	474.0	38.9	61.4	59.0	80.0	82.3	87.4
수도권	236.1	365.1	307.8	305.2	354.8	375.6	22.3	37.5	36.0	57.0	59.2	62.8
서울	136.1	213.2	165.7	175.3	204.8	220.1	12.2	20.3	17.7	30.8	29.9	30.2
경기	89.1	136.6	123.5	115.9	131.5	136.6	8.7	15.2	16.0	23.5	26.1	28.8
지방	66.6	92.5	77.3	72.8	96.2	98.5	16.6	23.9	23.0	23.0	23.2	24.7

자료: 국토교통부 주거실태조사 각 년도 자료를 이용하여 연구진 작성

아파트 전세보증금은 전체 주택 전세보증금 총액 대비 약 68~69% 수준으로 전체 전세시장의 상당 부분을 차지하는 것으로 추정되었다. 2010~2019년까지 아파트 전세보증금 총액은 209.6조 원에서 330.9조 원으로 121.3조 원 증가하였으며, 수도권에서 91.7조 원 증가한 반면 지방에서는 29.5조 원 증가하여 수도권의 증가세가 뚜렷하였다. 아파트 월세 보증금은 2010~2019년까지 17.8조 원에서 55.0조 원으로 37.2조 원 증가하였는데 수도권 증가액이 31.6조 원으로 상당부분을 차지하였다.

표 2-2 | 아파트 임대보증금 추이 추정 결과

(단위: 조 원)

	전세						월세					
	'10	'12	'14	'16	'18	'19	'10	'12	'14	'16	'18	'19
전국	209.6	291.9	268.8	257.4	310.3	330.9	17.8	33.4	29.4	46.9	46.9	55.0
수도권	160.9	223.2	210.1	205.1	235.4	252.6	7.6	16.7	16.0	33.8	33.7	39.2
서울	87.7	111.8	107.7	111.9	129.2	140.0	2.4	5.2	5.2	15.6	12.2	14.2
경기	66.3	100.5	90.0	83.8	93.1	100.0	4.5	10.1	9.7	16.3	19.3	22.1
지방	48.7	68.7	58.7	52.3	74.9	78.3	10.2	16.7	13.4	13.1	13.1	15.8

자료: 국토교통부 주거실태조사 각년도 자료를 이용하여 연구진 작성

〈표 2-3〉은 한국부동산원 전국주택가격동향조사에서 제공하는 아파트 평균가격과 아파트 실거래가격 평균가격을 주거실태조사의 아파트 거주가구수의 곱하여 아파트의 전세보증금 규모를 추정한 결과를 나타낸다. 이와 같은 추정은 우리나라 아파트 거주 가구가 시장에서 형성되는 평균적인 호가 수준이나 평균적인 거래 가격을 지불한다고 가정한 경우이며, 주거실태조사 자료를 통해 추정한 결과에 비해서 금액이 과대추정되는 경향이 있는 것을 확인하였다.

표 2-3 | 아파트 전세보증금 추이 추정 결과

(단위: 조 원)

	주거실태조사				부동산원 동향조사				부동산원 실거래가			
	2014	2016	2018	2019	2014	2016	2018	2019	2014	2016	2018	2019
전국	268.8	257.4	310.3	330.9	340.4	313.6	363.4	381.8	491.4	468.3	525.5	571.3
수도권	210.1	205.1	235.4	252.6	268.9	247.4	286.1	299.2	383.5	364.4	407.1	437.3
지방	58.7	52.3	74.9	78.3	71.6	66.2	77.3	82.6	107.9	103.8	118.4	134.0

주: 부동산원 자료를 이용한 추정은 평균적인 호가 수준이나 거래가격을 가정한 것으로 과대추정 가능성이 있음에 유의할 필요

자료: 국토교통부 주거실태조사, 한국부동산원의 전국 주택가격동향조사, 아파트실거래가격자료 각년도 자료를 이용하여 연구진 작성

② 전세자금대출

전세자금대출의 경우 주택담보대출에 포함된 통계로 집계되고 있으며 별도로 구분되어 공표하고 있지 않아, 공식적인 통계로 전세자금대출 규모를 추정하는 것은 한계가 있다. 다만, 금융당국은 전세자금대출 규모는 2016년 20조 원 규모에서 2021년 160조 원 수준으로 8배 가량 증가한 것으로 파악하고 있으며 5대 은행(KB국민, 신한, 하나, 우리, NH농협) 기준으로는 2021년 8월말 기준 전세자금대출잔액은 120.0조 원 규모로 추정되고 있다.⁵⁾ 5대 은행 기준으로 주택담보대출 잔액은 2021년 8월말 기준 493.4조 원으로 2020년말 대비 19.6조 원 늘어났는데 동기간 전세자금대출은 14.8조 원 늘어나 주택담보대출 증가의 대부분을 차지하고 있는 상황이다.⁶⁾

전세자금대출은 과거 서민을 대상으로 주택금융공사의 신용보증을 통해 주택도시기금을 재원으로 하였으나, 중산층까지 이용할 수 있는 은행재원의 전세자금대출이 확대되면서 전세자금대출이 큰 폭으로 증가하였다. 은행재원의 경우 은행의 자체자금을 활용하는 것을 의미하며 주택금융공사, 주택도시보증공사, 서울보증보험의 보증을 통해서 대출이 이루어지는 만큼 부실 위험이 낮은 대출상품으로 인식되면서 대출이 크게 늘어난 것으로 보인다.

3) 금리와 유동성 변동추이

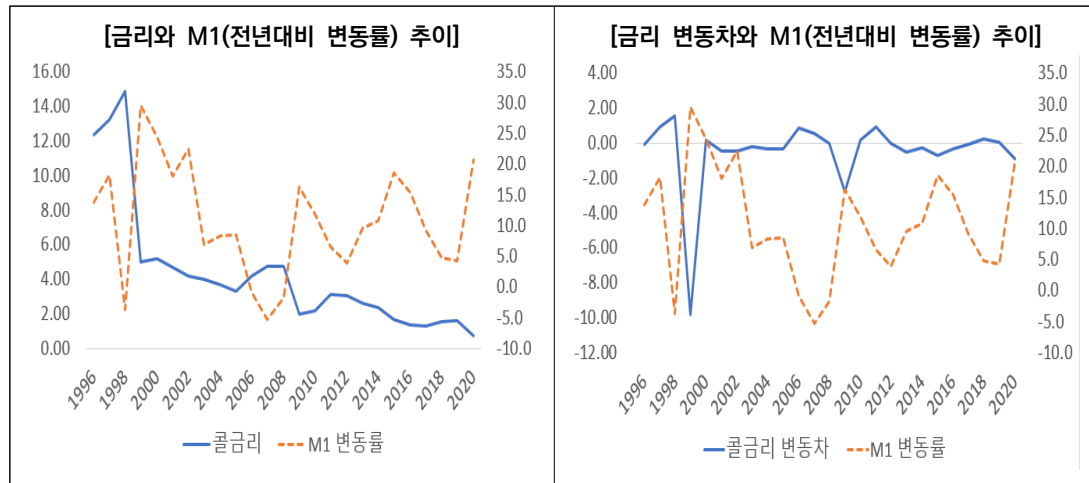
유동성 지표는 금리와 상관성이 높으며 금리가 하락할 때 유동성이 증가하는 특성을 보인다. 콜금리 변동과 통화량(M1) 변동과는 그래프를 통해 볼 때 강한 음의 상관관계가 있는 것으로 나타났다.

5) 한겨레. 2021. 9. 8. 전세대출 규제 “할수도 안할수도...” 정부 딜레마
<https://www.hani.co.kr/arti/economy/finance/1010948.html>. 2021년 10월 5일 검색.

6) 한겨레. 2021. 9. 8. 전세대출 규제 “할수도 안할수도...” 정부 딜레마
<https://www.hani.co.kr/arti/economy/finance/1010948.html>. 2021년 10월 5일 검색.

그림 2-4 | 금리(콜금리)와 통화량(M1)추이

(단위: %, %p)

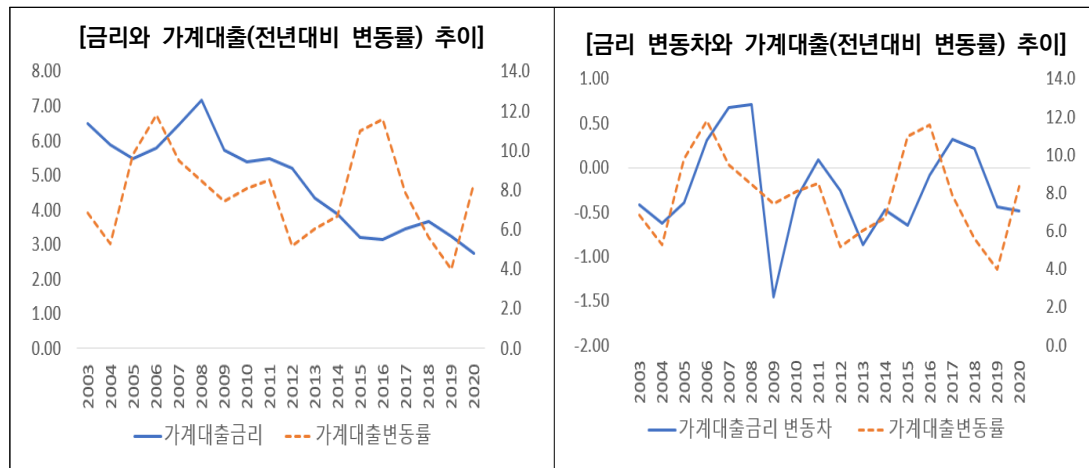


자료: 한국은행 경제통계시스템. 기준금리, M1. 1996-2020년 연간자료. (<https://ecos.bok.or.kr>. 2021.12.10 검색)

가계대출금리(신규취급액 기준)와 가계대출의 경우에도 대체로 음의 상관관계가 있는 것으로 나타났다.

그림 2-5 | 금리(가계대출금리)와 가계대출 추이

(단위: %, %p)



자료: 한국은행 경제통계시스템. 가계대출금리(신규취급액 기준), 가계대출. 2003-2020년 연간자료. (<https://ecos.bok.or.kr>. 2021.12.10 검색)

2. 유동성 위험지표 변화

유동성은 국민경제의 규모, 한국은행의 통화정책, 정부의 가계부채정책, 부동산시장 상황 등 다양한 요인의 영향을 받는다. 과연 현재 우리나라의 상황에서 유동성이 어느 정도 수준에 있는지에 대한 객관적인 평가가 필요하다. 유동성의 수준을 평가할 수 있는 지표로는 국민경제 규모인 GDP와 비교하거나 가처분소득과 비교하는 방법이 유용하다. 통화지표인 M2를 기준으로 한다면 GDP대비 M2비율을 의미하는 마셜k가 유용한 지표가 될 수 있으며, 가계부채를 기준으로 한다면 GDP대비 가계부채 또는 가처분소득대비 가계대출 비율이 중요한 지표가 될 수 있다. 한편, 통화지표 중 현금성 통화인 M1과 현금을 포함한 장기적 통화지표인 M2와의 비율을 통해서 현금성의 통화량이 상대적으로 얼마나 시중에 많이 공급되었는지를 살펴볼 수도 있다. 본 연구에서는 위에서 언급한 여러 유동성 위험지표를 중심으로 역사적인 수준과 비교해보고 OECD 주요 국가와의 비교를 통해서 현재 우리나라에서의 유동성의 위험수준을 평가해본다.

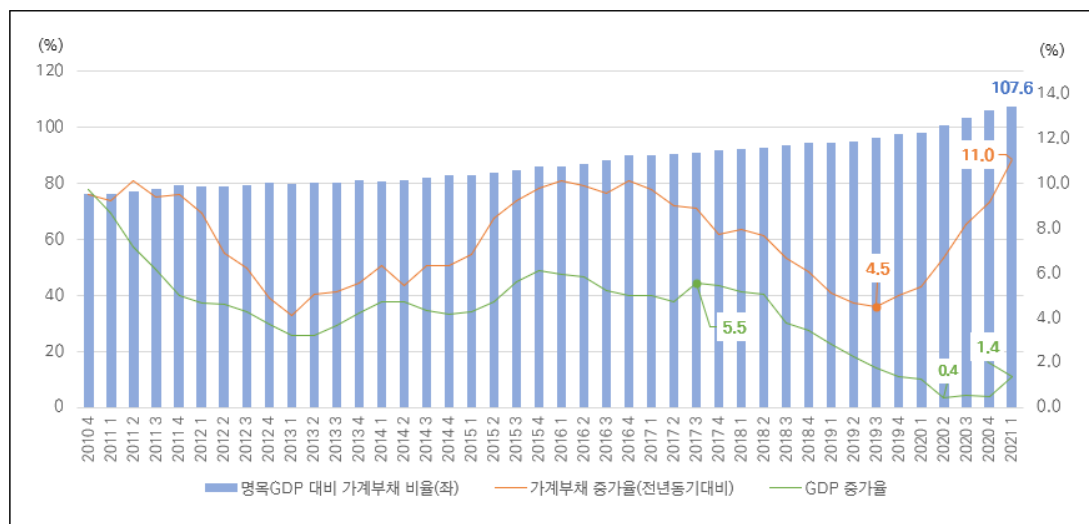
1) 국내의 유동성 위험지표 변화

(1) GDP 대비 가계부채 비율

GDP 대비 가계부채 비율은 한 국가의 경제규모와 비교하여 가계의 부채 수준이 어느 정도인지를 나타낸 것으로 값이 증가할수록 가계의 부채상환 부담이 증가하는 것으로 볼 수 있다. 분석결과, GDP 대비 가계부채 비율은 2021년 1분기 기준으로 107.6%로 부채상환 부담은 지속적으로 증가하고 있는 것을 확인하였으며 이는 가계 부채의 가파른 증가세의 영향에 기인한다. 2010년 이후 GDP 대비 가계부채 비율은 지속적으로 증가하고 있으며, 최근 GDP 수준을 넘어선 것으로 분석되었다. 특히, 기준금리가 인하된 2019년을 기점으로 가계부채 증가율이 다시 상승하기 시작하였으며, 코로나19 이후 완화적 통화정책으로 2021년 1분기 기준으로 전년동기 대비 11% 증가

율을 보여 코로나19 기간 동안 가계부채가 빠른 속도로 증가하고 있는 것으로 확인되었다. 반면, GDP 증가율(전년동기 대비)은 2017년 이후 지속적으로 감소하는 추세를 보이고 있으며, 특히 코로나19의 영향이 컸던 2020년에는 GDP 증가율이 분기별로 전년동기배 0.4~0.5% 수준에 그쳤다. 최근 2021년 들어 GDP가 다시 증가하는 추세를 보이고 있으나 가계대출 증가세에는 크게 못 미치는 수준이다.

그림 2-6 | GDP대비 가계부채 비율 추이



주: 분기별 명목 GDP는 해당분기 포함하여 직전의 4분기 합산값을 적용

자료: 한국은행 경제통계시스템. 명목GDP, 가계 및 비영리단체의 가계부채 통계를 활용하여 연구진 작성.

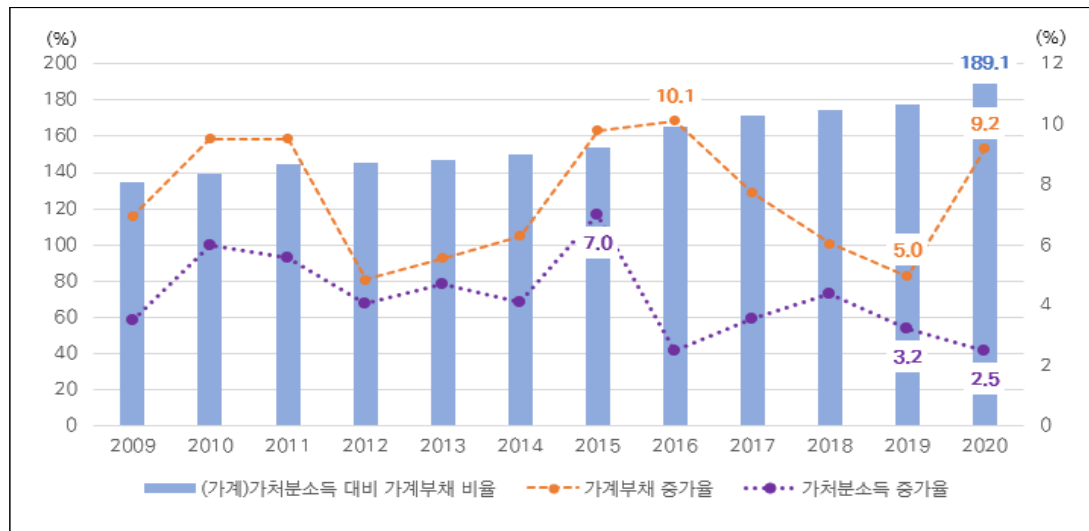
(<https://ecos.bok.or.kr>. 2021.12.10 검색)

(2) 가처분소득대비 가계부채비율

가처분소득 대비 가계부채 비율은 가계의 채무상환 능력을 나타내는 것으로 그 값이 상승한다는 것은 가처분소득의 증가보다 부채가 더 빠르게 늘어나고 있음을 의미한다. 가계의 가처분소득 대비 가계부채 비율은 2020년 기준으로 189.1%에 달하는 것으로 나타났다, 가처분소득 증가율보다 가계부채 증가율이 더 높아 이 지표는 지속 상승하고 있는 것으로 분석되었다. 가처분소득 대비 가계부채 비율은 2009년 이후 지속적으로 증가하고 있으며, 10년 전과 비교하여 49.9%p 상승하였다. 전 기간에 걸쳐 가계

부채 증가율이 가처분소득 증가율보다 높은 것으로 나타나 가계의 채무상환능력은 점점 악화되고 있는 것으로 분석되었다. 특히 코로나19의 영향이 컸던 2020년에는 가계 부채 증가율이 9.2%, 가처분소득 증가율이 2.5%로 나타나 가계부채가 큰 폭으로 증가한 것으로 분석되었다.

그림 2-7 | 가처분소득 대비 가계부채 비율 추이



주: 가계부채 통계의 경우 OECD에서 작성하는 구성항목과 소폭 차이가 있음

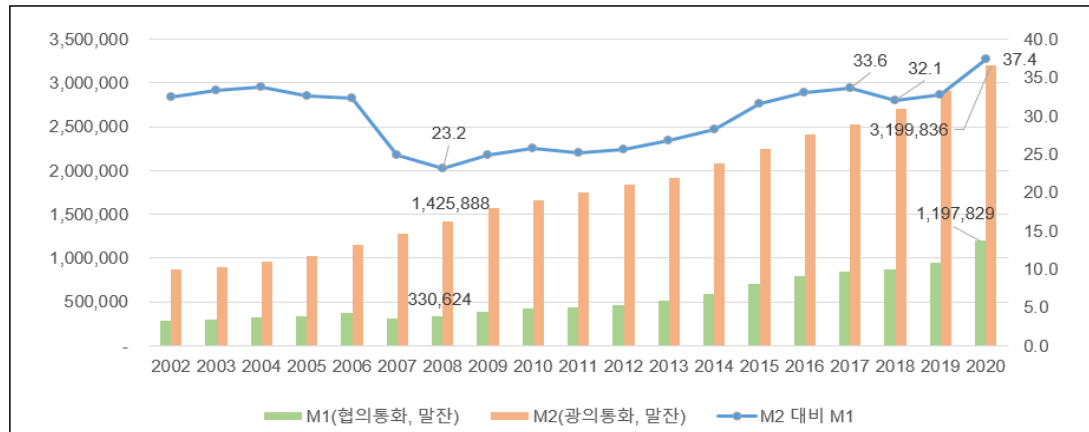
자료: 한국은행 경제통계시스템. 가계 가처분소득, 가계 및 비영리단체의 가계부채를 활용하여 연구진 작성
(<https://ecos.bok.or.kr>, 2021.12.10 검색)

(3) M2 대비 M1 비율

시중 통화량에서 현금성 시장 유동성이 차지하는 비중을 나타낸 것으로 비율이 클수록 현금성 통화량이 많다는 것을 의미한다. M2 대비 M1의 비중은 글로벌 금융위기 기간이었던 2008년 23.2%를 기록한 이후 지속적으로 상승하고 있으며, 최근에는 37.4% 수준인 것으로 나타났다. 광의의 통화량인 M2는 2008년 1,426조 원을 나타낸 이후 지속적으로 증가하여 2020년에는 3,200조 원 수준으로 2배 이상 증가한 것으로 나타났다. 협의의 통화량인 M1은 2008년 331조 원에서 2020년 1,198조 원으로 증가하였으며, 이는 약 3.6배 증가한 수준이다. 2002년 이후 M1과 M2 모두 증가하는 추

세이나, 증가율은 M1이 M2보다 높은 것으로 나타나 시중의 현금성 유동성이 빠르게 증가하고 있는 것으로 해석할 수 있다.

그림 2-8 | M2 대비 M1 비율 추이



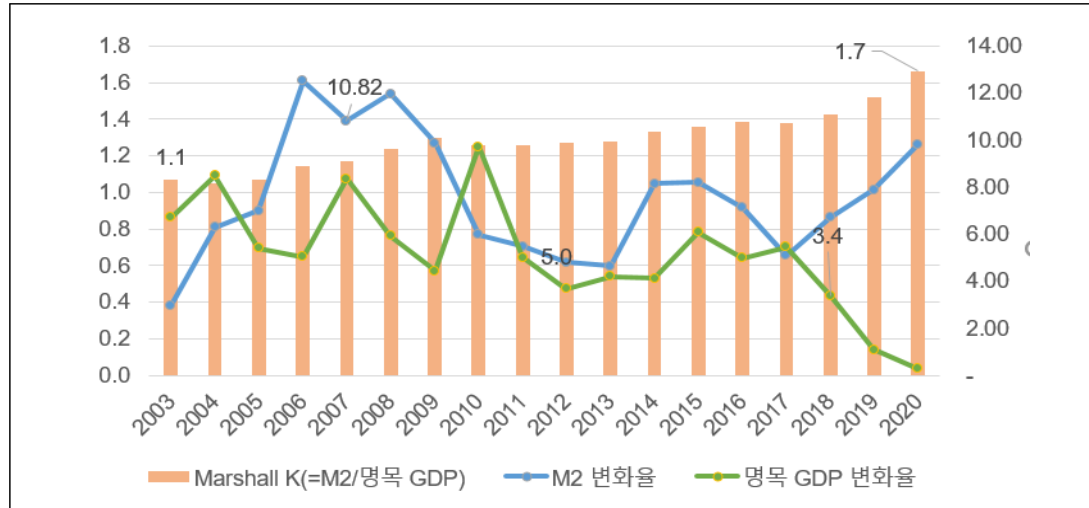
주: M1, M2 규모의 단위는 십억 원

자료: 한국은행 경제통계시스템. 주요 통화금융지표(M1, M2)를 활용하여 연구진 작성(<https://ecos.bok.or.kr>. 2021.12.10 검색)

(4) 마샬K(Marshall K)

Marshall K는 명목 국내총생산(GDP)에 대한 통화공급(M2 기준)잔액의 비율을 나타낸 것으로 한 국가의 통화공급 수준을 측정하는 지표이며, 그 수치가 지나치게 낮을 경우 경제규모에 비해 통화량규모가 지나치게 적어 생산활동을 저해할 수 있다. 반면, 그 수치가 지나치게 클 경우에는 경제규모대비 통화량규모가 지나치게 많아 자산가격 버블과 같은 부작용이 나타날 수 있다. Marshall K 지표는 2003년 이후 지속적으로 상승하고 있으며, 2020년 기준으로 1.7배 수준인 것으로 나타났으며, 전반적으로 GDP 변화율보다 M2 변화율이 더 높은 것으로 분석되었다. Marshall K는 2003년 1.1배를 기록한 이후 지속적으로 증가하여 최근에는 1.7배 수준까지 증가하였는데 시점에 따라 차이는 있으나 대체로 M2 변화율이 명목 GDP 변화율보다 높은 것에 기인하며 특히, 2017년을 기점으로 M2 변화량이 빠르게 증가한 반면, GDP 변화율은 감소하는 추세를 보이고 있다.

그림 2-9 | Marshall K의 변화 추이



주: Marshall K의 단위는 배이며, M2와 명목 GDP 변화율은 %임

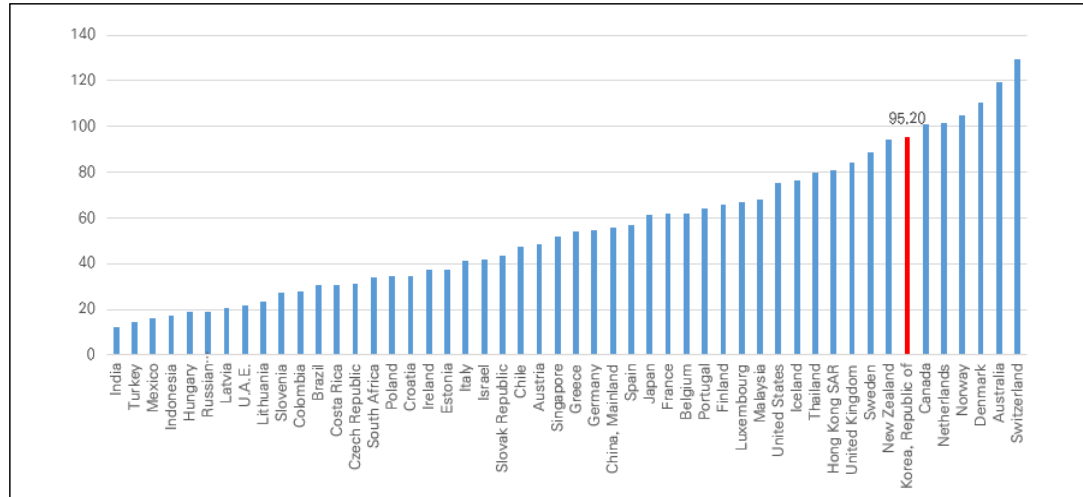
자료: 한국은행 경제통계시스템. 주요 통화금융지표(M2), 명목GDP를 활용하여 연구진 작성. (<https://ecos.bok.or.kr>, 2021.12.10 검색)

2) 해외 유동성 위험지표와의 비교분석

(1) GDP 대비 가계부채 비율

2019년 기준 한국의 GDP 대비 가계부채 비율 95.2%로 분석국가 중 7번째로 높은 수준인 것으로 나타났다. 한국보다 GDP 대비 가계부채 비율이 높은 국가는 스위스, 오스트리아, 덴마크, 노르웨이, 네덜란드, 캐나다로 모두 100%를 상회하는 나타났으며, 가장 높은 스위스의 경우 129.4% 수준으로 확인되었다. 뉴질랜드, 스웨덴, 영국, 홍콩 등의 GDP 대비 가계부채 비율은 80~95% 수준으로 한국과 유사한 것으로 나타났다. 국내 현황에서도 살펴본 것처럼 한국은 GDP보다 가계부채가 빠르게 증가하고 있으며, 국제적으로도 GDP 대비 가계부채 비율이 높아 가계부채 관리가 필요한 상황으로 볼 수 있다.

그림 2-10 | GDP 대비 가계부채 비율



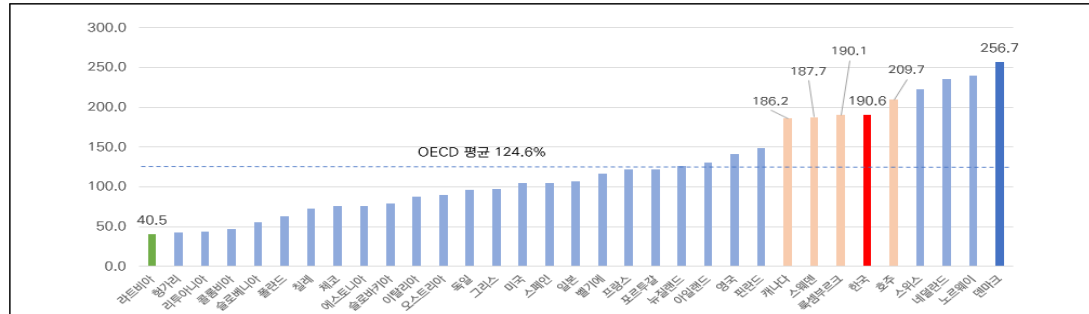
주1: 2019년 자료를 기준으로 작성

자료: IMF. Global debt. (<https://www.imf.org/en/home>. 2021. 5. 31 검색).

(2) 가처분소득 대비 가계부채 비율

한국의 가처분소득 대비 가계부채 비율은 2019년 기준으로 OECD 평균인 124.6% 보다 높은 190.6% 수준으로 OECD 국가들 중에서 매우 높은 편에 속한다. 가처분소득 대비 가계부채 비율이 한국과 유사한 국가는 캐나다, 스웨덴, 룩셈부르크, 호주 등이 있으며, 대체로 유럽 국가들의 가처분소득 대비 가계부채 비율이 높은 것으로 나타났다. 국내 유동성 위험지표 변화 추이를 종합적으로 고려할 때, 한국 가계의 채무상환 능력은 다른 국가에 비해 열악한 것으로 분석된다. 앞서 한국의 가처분소득 대비 가계부채 비율을 살펴본 결과, 가계의 소득증가율보다 가계부채 증가율이 높은 것으로 나타나 가계의 채무상환능력은 악화되고 있는 것으로 분석된 바 있다.

그림 2-11 | 가처분소득 대비 가계부채 비율(2019년 기준)

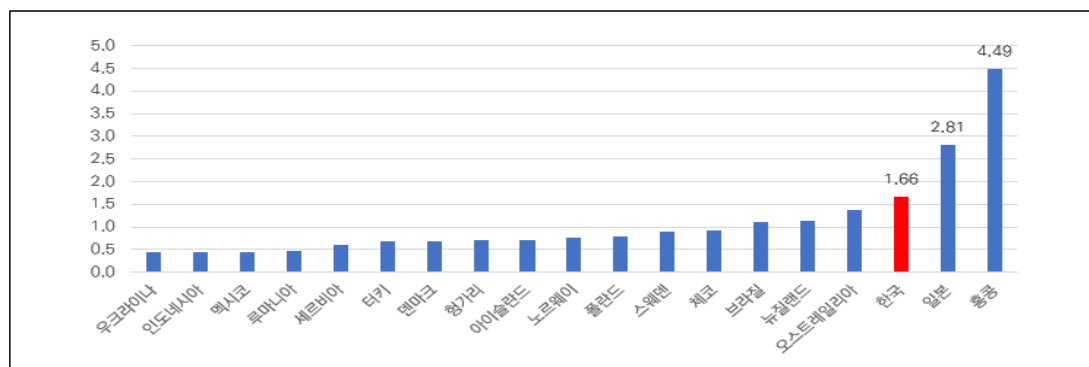


자료: OECD Data. Household debt. (<https://data.oecd.org/hha/household-debt.htm>. 2021. 5. 31 검색)

(3) Marshall K

2020년 기준으로 한국의 Marshall K 지표는 1.66으로 일본, 홍콩을 제외하면 분석 국가 중 가장 높은 것으로 나타났다. 분석국가가 제한적이라는 한계는 있으나 대부분의 국가보다 한국의 Marshall K 지표가 높은 수준인 것으로 확인되었고 GDP 대비 가계부채 비율이 높았던 유럽 국가들도 한국보다 낮은 수치를 나타냈다. Marshall K의 적정 수준은 정해져 있지 않으나 해외 국가들과 비교하여 한국의 통화량 규모는 작지 않은 것으로 판단된다.

그림 2-12 | 국가별 Marshall K



자료: 국가통계포털. 국제기구별 통계. IMF GDP와 M2자료를 활용하여 연구진 작성.

(https://kosis.kr/statHtml/statHtml.do?orgId=101&tblId=DT_2CBI2&vw_cd=MT_RTITLE&list_id=OTIT_PTIT_AI&scrlId=&seqNo=&lang_mode=ko&obj_var_id=&itm_id=&conn_path=MT_RTITLE&path=%252FstatisticsList%252FstatisticsListIndex.do. 2021. 5. 31 검색)

3. 주택가격 위험지표 변화

유동성이 주택시장에 미치는 영향이 클 경우 만약 유동성 위험수준이 높다면 주택가격 또한 위험수준이 높을 것으로 예상해볼 수 있다. 주택가격의 위험수준이 높은 상황에서 유동성 위험지표가 높다면 주택시장 안정을 위한 유동성 관리의 필요성을 제기할 수 있다.

주택가격의 위험지표는 주택순환국면을 이용하거나 주택구매력 지표에 해당하는 소득대비 주택가격비율(PIR), 주택부담지수(HAI) 등의 지표, 부동산버블을 평가할 수 있는 부동산버블지수 등을 통해 주택가격의 위험을 평가해볼 수 있다. 먼저, 소득대비 주택가격비율인 PIR(Price to Income Ratio)⁷⁾ 지표는 주택구매능력을 나타내는 지표로서 주택가격을 가구당 연소득으로 나눈 수치이다. 주택구입부담지수(HAI: Housing Affordability Index)는 중간소득을 가진 가구가 주택 대출을 받아 중간가격의 주택을 구입한다고 가정할 때, 현재의 소득으로 대출원리금상환에 필요한 금액을 부담할 수 있는 능력을 의미한다⁸⁾. UBS 글로벌 부동산 버블지수⁹⁾는 주택시장을 대표하는 5가지 변수¹⁰⁾를 가중평균하여 산출되는 지수로서 가중치는 OECD의 권장에 따라 요인분석을 사용하여 결정하고 있다.

7) 한경 경제용어사전, 연소득대비주택가격비율. (<https://dic.hankyung.com/economy/list?word=pir>. 2021년 3월 2일 검색)

8) 한경 경제용어사전, 주택구입능력지수 (<https://dic.hankyung.com/economy/list/?word=주택구입능력지수>. 2021년 3월 2일 검색)

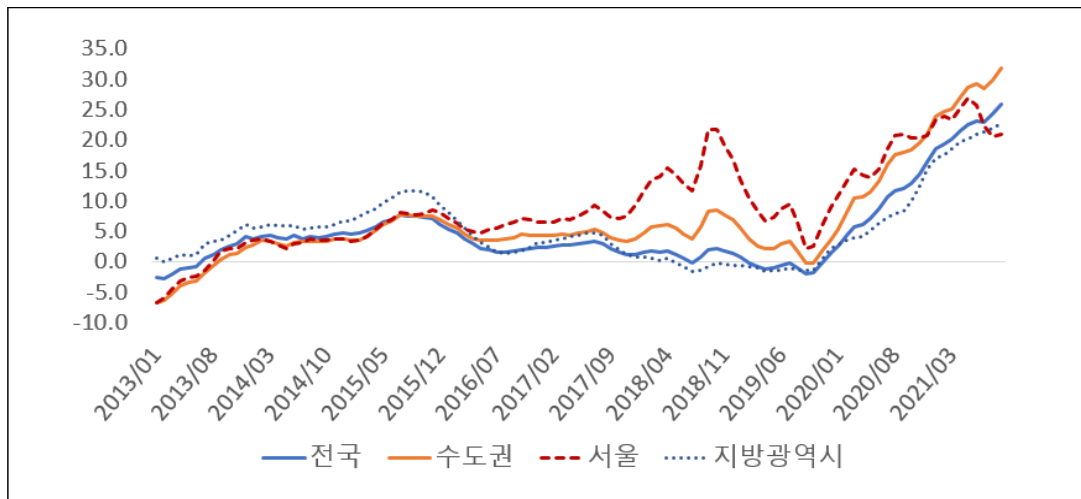
9) UBS. Global Real Estate Bubble Index (<https://www.ubs.com/global/en/wealth-management/insights/chief-investment-office/life-goals/real-estate/2020/global-real-estate-bubble-index.html>. 2021년 3월 2일 검색).

10) 가구소득 대비 주택가격(Price to Income), 임대료 대비 주택가격(Price to rent), GDP 대비 모기지 비중 변화(change in mortgage to GDP ratio), GDP 대비 건축투자 비중 변화(change in construction to GDP ratio), 지방 대비 도시 주택 상대가격 지표(relative price city to country indicator)

(1) 최근 주택가격 변동

순환국면을 통한 주택시장 진단에 앞서, 먼저 주택가격의 변동에 대해서 살펴보았다. 체감력이 높은 아파트실거래가격지수를 중심으로 2013년 1월 ~ 2021년 9월 사이 전년동월대비변동률을 살펴보면, 코로나19 발생 이전인 2017~2019년은 서울을 중심으로 상승세를 보였으나 다른 지역은 안정세를 보였다. 2019년 하반기부터 인하되기 시작한 기준금리는 2020년 초 코로나19 위기로 추가 인하되고 유동성이 확대되었는데 코로나19 위기 이후 아파트 가격은 서울을 포함한 수도권, 지방 5개광역시 전체적으로 강한 상승세를 보인 것으로 나타났다. 전국의 아파트실거래가격 상승률은 2019년 1.4%에 그쳤으나 2020년 16.4% 상승하였으며 2021년 9월기준 전년동월대비 25.9% 상승하였다. 수도권과 서울은 2021년 9월 기준 전년동월대비 각각 31.9%, 20.6% 상승하였으며 같은 기간 지방 5개광역시 또한 22.1% 상승한 것으로 나타났다. 2020년 1월 ~ 2021년 9월 사이 1년 9개월 동안의 상승률을 살펴보면 전국이 38.2% 상승한 가운데 수도권 51.4%, 서울 40.1%, 지방광역시 29.1% 상승하였다.

그림 2-13 | 아파트실거래가격지수 변동 추이(전년동월대비 기준, %)



자료: 한국부동산원의 아파트실거래가격지수 통계를 활용하여 연구진 작성.

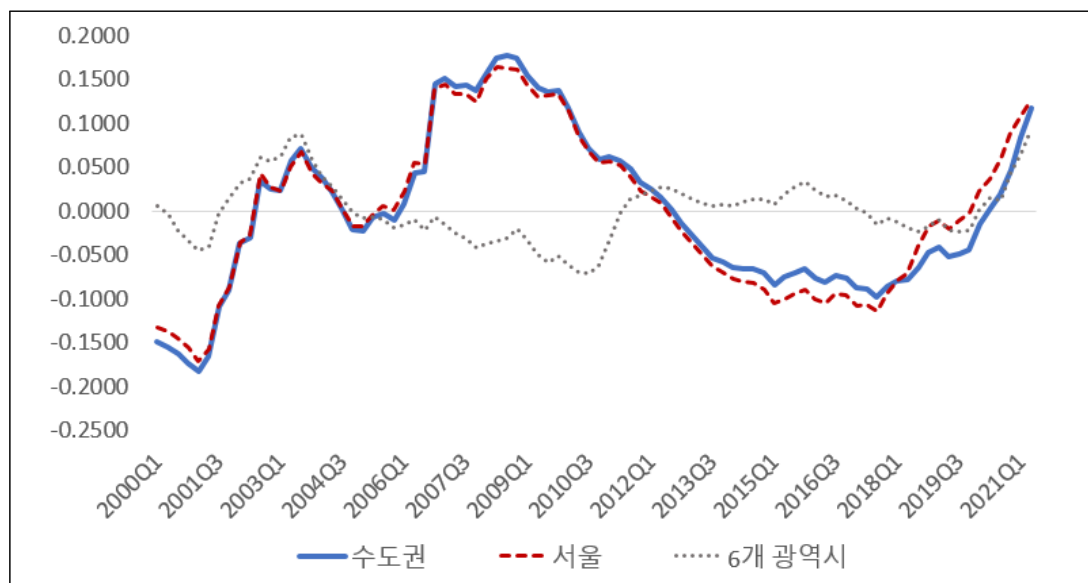
(https://www.reb.or.kr/r-one/statistics/statisticsViewer.do?menuId=TSPIA_41100, 2021. 12. 10 검색).

(2) 주택시장 순환국면을 이용한 위험지표 변화

주택시장의 순환국면은 주택가격지수에서 장기추세를 제어한 HP필터를 이용하여 분석하는 방법도 고려해볼 수 있다. 이러한 방법은 단기적인 순환국면 분석에 유용하나, 장기적인 주택가격의 수준을 평가하는 데에는 한계가 있다. 따라서 소득지표인 GDP와 평균적인 물가지표인 소비자물가지수(CPI)와의 장기적 균형관계를 이용하여 주택가격의 순환국면을 분석하는 것이 더 적절한 것으로 판단하였다.

먼저, 명목 GDP와의 장기적균형관계를 이용하여 순환국면을 분석해본 결과, 서울과 수도권은 2015년 1분기 ~ 2017년 3분기 사이 저점을 지나 회복국면으로 전환되었으며 2021년 2분기 현재 확장국면을 보이고 있는 것으로 나타났다. 주택가격과 명목 GDP와의 장기균형관계와 비교할 때 2021년 2분기 기준 수도권은 11.6%, 서울은 12.5%, 6개광역시는 9.2% 높은 수준으로 나타났다.

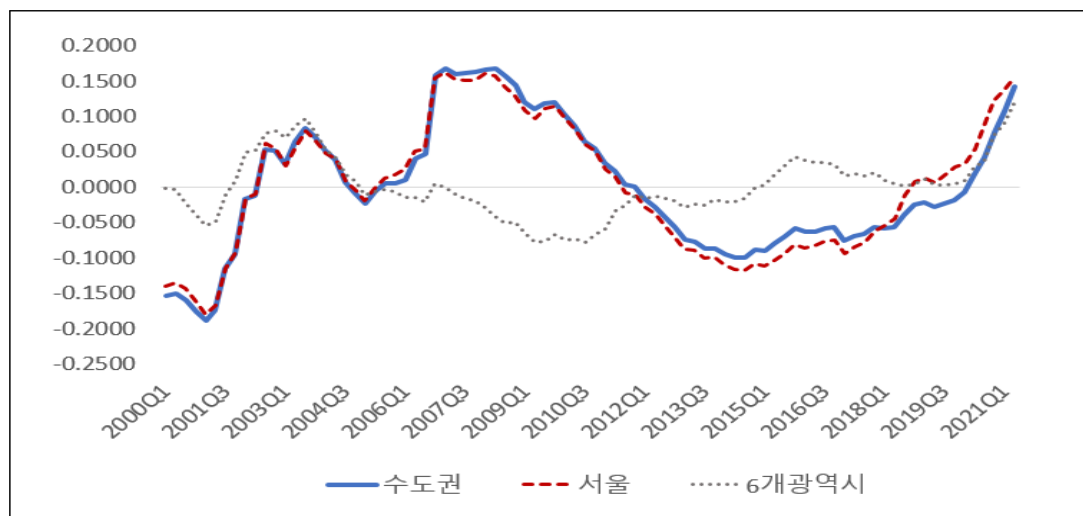
그림 2-14 | 명목GDP와의 장기적 균형관계를 이용한 주택시장 순환국면 분석결과



주: 주택가격지수의 실제값과 명목 GDP와의 장기균형관계식과의 차이(오차)를 이용하여 순환국면을 분석한 것임
자료: KB부동산. 월간 주택가격동향조사(<https://kbland.kr/pages/kbStatistics.html>, 2021. 12. 10 검색), 한국은행 경제통계시스템. 명목GDP(<https://ecos.bok.or.kr>, 2021. 12. 10 검색)를 이용하여 연구진 작성

소비자물가지수(CPI)와의 장기적균형관계를 이용하여 순환국면을 분석해본 결과, 서울과 수도권은 2014년 3분기 저점을 지나 회복국면으로 전환되었으며 2021년 2분기 현재 확장국면을 보이고 있는 것으로 나타났다. 주택가격과 소비자물가지수(CPI)와의 장기균형관계와 비교할 때 2021년 2분기 기준 수도권은 14.1%, 서울은 15.3%, 6개 광역시는 11.7% 높은 수준으로 나타났다.

그림 2-15 | 소비자물가지수와의 장기적 균형관계를 이용한 주택시장 순환국면 분석결과

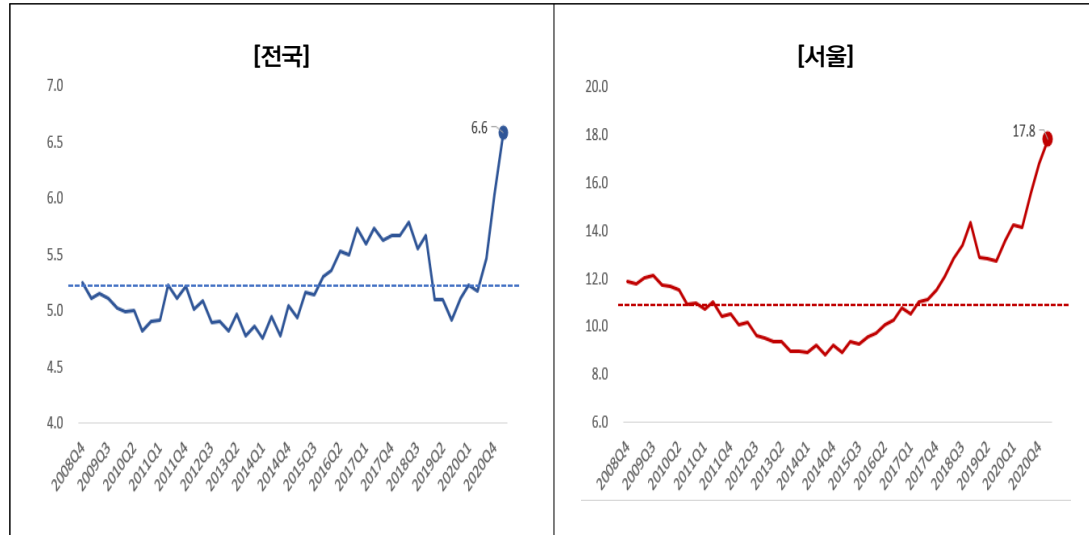


주: 주택가격지수의 실제값과 소비자물가지수와의 장기균형관계식과의 차이(오차)를 이용하여 순환국면을 분석한 것임
 자료: KB부동산. 월간 주택가격동향조사(<https://kbland.kr/pages/kbStatistics.html>. 2021. 12. 10 검색), 한국은행 경제통계시스템(<https://ecos.bok.or.kr>. 2021. 12. 10 검색). 소비자물가지수를 이용하여 연구진 작성

(3) 주택구매력을 이용한 위험지표 변화

소득대비 주택가격비율인 PIR(Price to income ratio) 지표의 경우 2021년 1분기 현재 전국 6.6배, 서울 17.8배 수준으로 나타났으며 이는 2008년 4분기 이후 최근까지의 장기평균(전국 5.2, 서울 10.9)과 비교해볼 때 높은 수준이다. 전국과 서울은 2019년 3분기 각각 4.9배, 12.8배 이후 상승추세를 보였으며, 특히 코로나19 이후인 2020년 3분기 이후 큰 폭으로 상승한 것으로 나타났다.

그림 2-16 | PIR(연소득 대비 주택가격 비율) 지표 추이



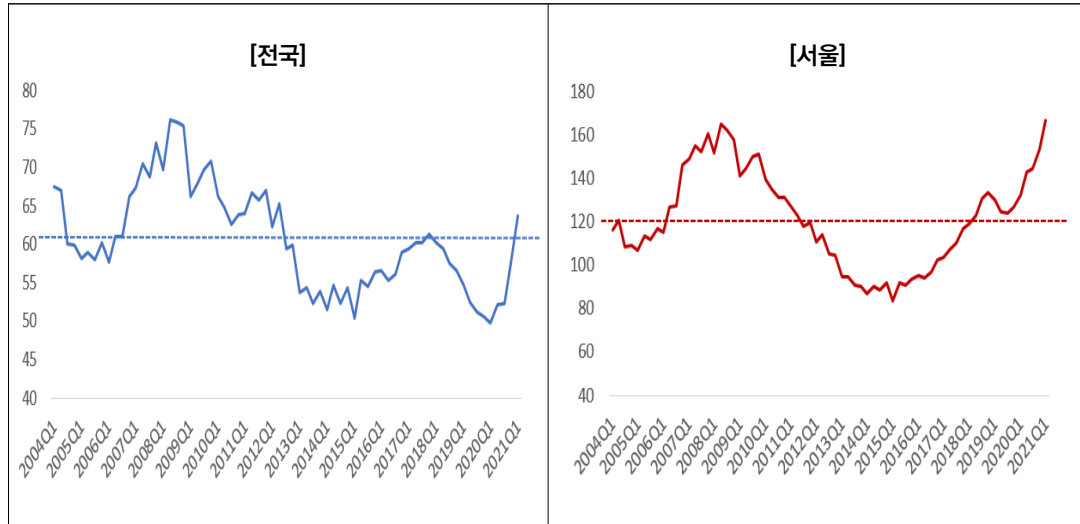
주1: 가구 연소득은 3분위 평균소득, 주택가격은 3분위 평균 주택가격 기준임

주2 : 기간은 2008년 1분기 ~ 2021년 1분기 기준으로 3, 6, 9, 12월 값을 분기값으로 추출함

자료: KB부동산. 월간 주택가격동향조사. (<https://kbland.kr/pages/kbStatistics.html>. 2021. 12. 10 검색)

주택구입능력지수인 HAI(Housing Affordability Index) 지표의 경우 2021년 1분기 현재 전국의 경우 63.6으로 장기평균인 60.6대비 소폭 높은 수준이나, 서울의 경우 166.2로 장기평균인 121.4대비 매우 높은 수준으로 나타났다. 전국과 서울 모두 2019년 4분기 이후 상승세로 전환되었으며 2020년 2분기 이후 상승폭이 확대되었다.

그림 2-17 | HAI(주택구입부담지수) 지표 추이



주1: HAI(Housing Affordability Index)는 대출상환가능소득 / 중간가구소득(월) * 100 = (원리금 상환액 / DTI) / 중간가구소득(월) * 100으로 산출

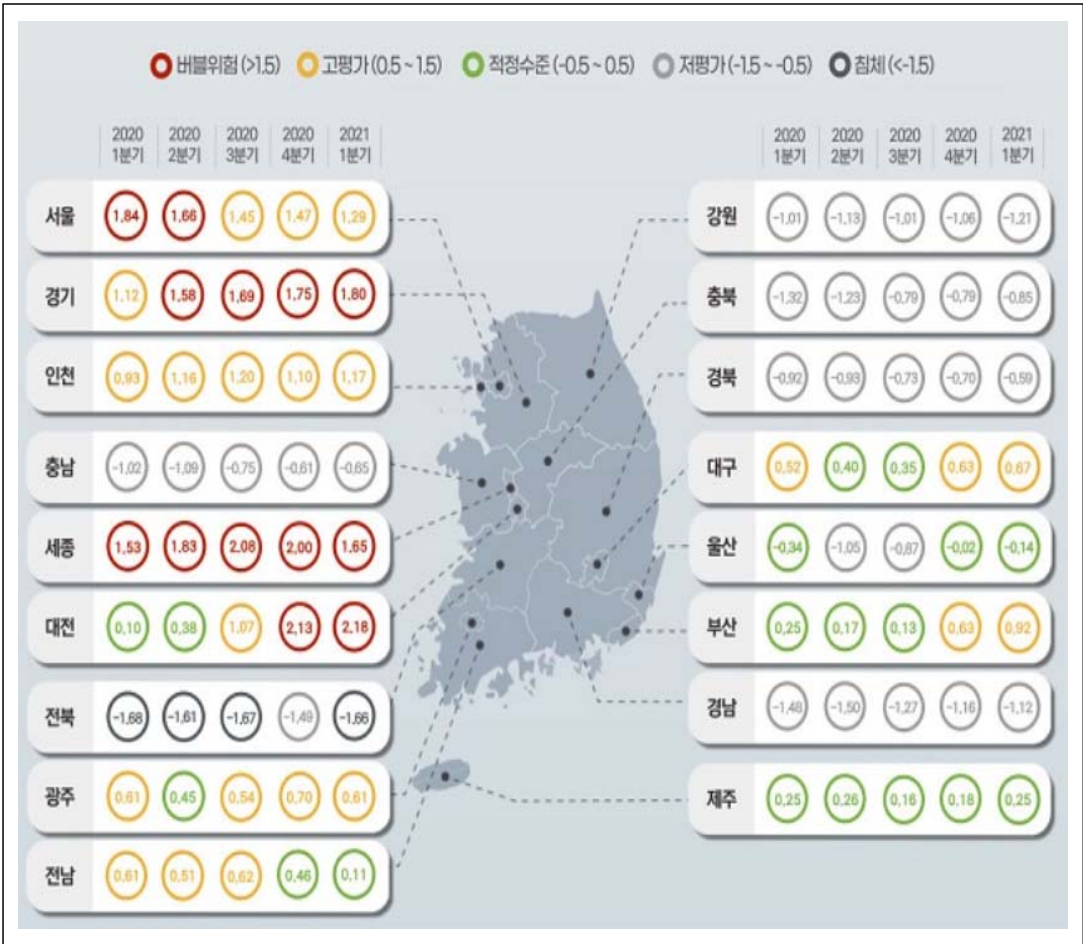
자료: 한국주택금융공사 주택금융통계시스템. 주택구입부담지수.

(<https://www.hf.go.kr/research/portal/main/indexPage.do> 2021. 5. 13 검색)

(4) UBS 부동산 버블지수 변화

UBS 부동산버블지수의 경우 국토연구원 분석결과, 2021년 1분기 현재 경기, 세종, 대전의 경우 버블위험이 높은 것으로 나타났으며 서울, 인천, 광주, 대구, 부산 등에서 고평가된 것으로 나타났다(김지혜·최서로, 2021)

그림 2-18 | UBS 부동산버블지수 분석결과(2020.1분기~2021.1분기)



자료: 김지혜·최서로, 2021. UBS 글로벌 버블지수를 활용한 부동산 버블분석, 국토연구원 카드뉴스, No. 2021-02호.

4. 주요 시사점

1) 유동성 위험지표의 상승

유동성의 유형은 M1, M2와 같은 통화량과 가계대출, 전세보증금 등으로 구분할 수 있으며 저금리 기조, 특히 코로나19 이후의 유동성의 증가폭이 확대되면서 위험지표가 크게 확대되었다. 유동성 지표는 금리와 상관성이 높으며 최근 유동성 증가는 전세계적인 저금리 정책에 기인하는 것으로 볼 수 있다. GDP대비 가계부채비율, 가처분소득 대비 가계부채비율은 최근 가파르게 상승하면서 OECD국가 중에 상위 수준으로 위험지표가 크게 확대되었다. GDP대비 M2비율인 마샬k의 경우 2020년 기준으로 1.66배로 홍콩, 일본에 이어 세 번째로 높은 수준으로 2020년 코로나19 이후 유동성이 크게 증가한 것으로 나타났다.

2) 주택가격 위험지표의 상승

주택가격의 위험지표는 주택시장 순환국면, 소득대비 주택가격비율(PIR), 주택부담지수(HAI), UBS 부동산버블지수 등을 활용할 수 있는데 코로나19 이후인 2020 ~ 2021년 사이 위험수준이 크게 확대된 것으로 나타났다. 주택시장 순환국면으로 볼 때 2021년 2분기 기준 주택가격은 정상수준대비 수도권이 11.6~14.1%, 서울은 12.5~15.3%, 광역시가 9.2~11.7% 높은 수준으로 나타났다. PIR, HAI 기준으로도 서울의 경우 역사적으로 매우 높은 수준으로 나타나 위험수준이 크게 확대되었다. UBS 버블지수에서도 2021년 1분기 현재 경기, 세종, 대전은 버블위험이 있고, 서울, 인천, 대구, 광주, 부산 등은 고평가된 것으로 나타났다.

3) 유동성 관리의 필요성 증대

소득 증가와 비교하여 통화량과 가계부채의 급격한 증가는 주택가격 상승으로 이어지고 있으며 이로 인해 자산시장의 불균형이 확대되었음을 확인할 수 있었다. 유동성과 주택가격의 위험지표 모두 높은 상황으로 이러한 지표의 변화는 주택시장의 안정을 위한 유동성 관리가 필요함을 시사하고 있다.



CHAPTER 3

유동성의 변동요인과 주택시장 영향

1. 분석 개요	45
2. 유동성과 주택시장과의 이론 고찰	46
3. 유동성 변동요인 분석	56
4. 유동성의 주택시장 영향분석	60
5. 유동성의 지역 주택시장 영향분석	72
6. 주요 시사점	80

03 유동성의 변동요인과 주택 시장 영향

본 장은 금리, 유동성과 주택시장과의 이론적 관계, 실증연구들을 살펴보고 금리와 유동성이 주택시장에 미치는 영향에 대한 분석결과를 제시하였다. 금리, 유동성이 주택시장에 미치는 영향은 자산가격결정이론, 통화주의적 이론 등으로 설명할 수 있다. 글로벌 금융위기 이후 금리와 유동성 간의 상관성이 크게 높아졌으며 금리와 유동성이 주택시장에 미치는 영향 또한 크게 확대되었다. 지역적으로는 서울과 수도권에서 금리변동에 따른 가계대출 변동과 유동성 변동에 따른 주택가격 변동이 비수도권과 비교하여 더 큰 것으로 나타났다. 이러한 분석결과는 코로나19 이후 유동성이 크게 증가한 상황에서 주택시장 안정을 위한 유동성 관리가 긴요함을 시사한다.

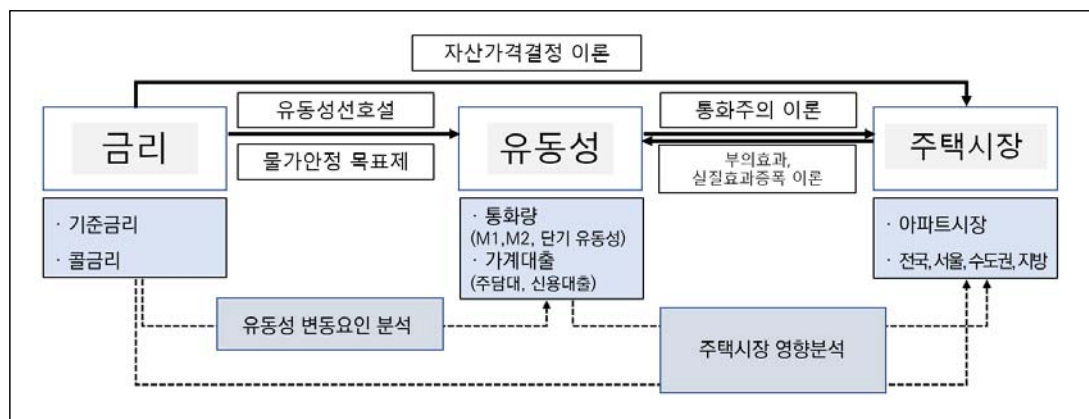
1. 분석 개요

유동성의 유형별 변동요인과 유동성이 주택시장에 미치는 영향을 실증적으로 분석하기에 앞서서 먼저, 유동성과 주택시장과의 관계에 대한 이론과 실증분석과 관련한 선행연구를 고찰한다. 유동성 변동의 가장 중요한 원인은 금리로 볼 수 있으며, 금리는 유동성을 통해서 주택시장에 영향을 미칠뿐만 아니라 자산가격결정이론 모형을 통해 주택가격에 직접적인 영향을 미칠 수 있다.

실증분석에서는 금리, 유동성이 주택시장에 미치는 영향을 유동성 유형(M1, M2, 단기유동성, 가계대출)에 따라 외환위기 이후를 대상으로 분석기간(2000 ~ 2008년, 2008~2020년)과 지역(전국, 서울, 수도권, 지방)에 따른 영향력을 분석하고자 한다.

실물시장과 자산시장과의 이론적 관계를 고려하여 유동성이 주택시장에 미치는 일반적인 영향관계를 분석해보고 기간 및 지역에 따른 유동성의 영향력 차이를 검증한다. 주택유형은 투자자산으로서의 성격이 강한 아파트를 대상으로 하며, 지역은 전국과 함께 유동성 영향의 지역적 차별성을 고려하기 위해 서울, 수도권, 지방 5개광역시 등으로 구분하여 분석을 실시한다.

그림 3-1 | 유동성이 부동산시장에 미치는 영향분석의 상세구조



자료: 연구진 작성

2. 유동성과 주택시장과의 이론 고찰

1) 유동성의 변동요인과 관련한 이론고찰

통화량은 기본적으로 중앙은행에서 결정하는 기준금리에 대한 통화정책의 영향을 크게 받으며 그 외 거시경제 상황, 통화유통속도, 인플레이션, 환율 등의 영향을 받는다. 한국은행의 기준금리는 한국은행이 금융기관과 환매조건부증권(RP)매매, 자금조정 예금 및 대출 등의 거래를 할 때 기준이 되는 정책금리를 의미한다. 케인즈의 유동성선호설에 따르면 이자율은 화폐시장에서 경제주체들의 유동성에 대한 선호와 화폐공급의 상호작용에 의해 결정된다고 보는데 이는 중앙은행이 화폐공급을 외생적으로 결정함으

로써 이자율에 영향을 미친다고 가정한 것이다(정운찬, 2006: 89-92). 중앙은행이 기준금리를 미리 결정한다면 그에 상응하여 화폐공급(지급준비금)을 신축적으로 변화시켜 이자율을 안정적으로 유지시킬 수 있다. 대부분의 중앙은행은 금리를 정책수단으로 하여 통화정책을 수행함에 따라 기준금리 변동은 통화량 변동의 원인으로 이해할 수 있다(정운찬, 2006: 93). 우리나라의 경우 과거에는 M1, M2, M3와 같은 통화량을 중간목표로 통화정책을 운용해 왔으나 1997년말 IMF 외환위기 이후에는 통화량을 중간목표로 두지 않고 물가상승률 자체를 목표로 관리하는 방식으로 변경하였다¹⁾.

한국은행의 경우 물가안정, 금융안정을 위한 기준금리 결정뿐만 아니라 지급준비제도, 공개시장운영 등의 정책수단을 통해 시중의 통화량에 영향을 미친다(이태리, 2014: 17). 지급준비제도는 금융기관으로 하여금 지급준비금 적립대상 채무의 일정비율(지급준비율)에 해당하는 금액을 중앙은행에 지급준비로 예치하는 제도로 중앙은행은 지급준비율을 조정하여 금융기관의 자금사정을 변화시킴으로써 시중의 유동성을 조절한다²⁾. 공개시장 운영제도는 한국은행이 금융시장에서 금융기관을 상대로 국채 등 증권을 사고 팔아 시중에 유통되는 화폐의 양이나 금리 수준에 영향을 미치려는 정책을 의미한다.³⁾

2) 금리와 자산시장과의 관계

(1) 개관

주택가격은 주택의 현재가치이며, 현재가치는 미래가치를 일정 이자율로 할인한 금액으로 정의된다. 이 관계에 따라 현재가치는 미래가치와는 비례관계이지만, 금리와는

1) 한국은행 통화정책 운영체제. 물가안정목표제
(<https://www.bok.or.kr/portal/main/contents.do?menuNo=200291>. 2021.5.18. 검색)

2) 한국은행 통화정책수단. 지급준비제도
(<https://www.bok.or.kr/portal/main/contents.do?menuNo=200297>. 2021.5.18. 검색)

3) 한국은행 통화정책수단. 공개시장 운영제도
(<https://www.bok.or.kr/portal/main/contents.do?menuNo=200294>. 2021.5.18. 검색)

반비례관계로 이해할 수 있다(김경환·손재영, 2010: 214). 이와 같은 관계에서 현재 주택가격은 2가지 경로에 의해 상승할 수 있다. 첫째, 주택의 현재가치와 미래가치는 비례관계이므로 향후 주택가격이 상승할 것으로 예상된다면, 현재 주택가격은 상승하게 된다. 둘째, 주택의 현재가치와 금리는 반비례 관계이므로 미래가치가 고정되더라도 금리가 인하되면 현재가치는 상승하게 된다.

금리는 주택가격 형성에 주요 요인으로 작동하며, 금리변동은 금융부문의 유동성과 주택시장부문의 주택가격, 주택수요와의 연계성에 영향을 미치게 된다. 즉, 금리가 인하되면 부채차입 비용이 감소하므로 차입에 의한 투자수요가 증가하게 되어 기존 수요와 투자수요의 경합이 심화될 경우 가격이 상승하게 된다. 또한, 유동성과 주택가격은 서로 연쇄작용을 할 수 있다. 최근 저금리하에서 풍부하게 공급된 유동성은 주택수요를 증가시켰고, 이는 주택가격 상승 원인으로 작동하였는데, 현재 주택가격 상승은 다시 주택수요의 증가로 유동성 수요를 증가시켰다.

(2) 이론적 관계⁴⁾

현재 주택가격을 미래 주택가격 전망치와 금리의 관계로 구성하여 각 요인들의 변화가 현재 주택가격에 어떤 영향을 미치는지를 설명한다. 현재 주택가격을 현재가치로 미래 예상되는 가치를 미래가치로 정의하면 두 가치는 다음과 같이 금리와 같은 할인율을 이용하여 $P = V / (1 + i)$ 로 표현할 수 있다(김경환·손재영 2010: 216). 여기서 P는 현재가치, V는 미래가치, i는 할인율을 의미한다. 식을 살펴보면, P와 V는 비례관계, P와 i는 반비례 관계이다. V의 상승은 P의 상승과 관계있으며, 다른 조건이 일정하더라도 i가 하락하면 P가 상승하게 된다. 이는 향후 주택가격이 상승할 것이라고 전망될 경우 현재 주택가격이 상승하게 되며, 금리가 인하될 경우 현재 주택가격이 상승하게 되는 현상을 잘 설명한다.

현재 주택가격인 시장가격은 임대료와 할인율로 결정되는 내재가치에 의해 결정되

4) 김경환·손재영. 2010. 부동산경제학. 건국대학교출판부. pp. 216-219의 내용을 참고하여 기술함

며, 내재가치가 증가할 경우 투자자는 차입에 의해 추가적인 주택을 매입할 유인이 커질 수 있다. 시장가격은 현재 주택가격, 내재가치는 투자를 통해 얻게되는 임대료의 현재가치로 정의할 경우 이 관계는 $P = \sum R/(1+i)^t$ 로 표현할 수 있다. 여기서 P는 시장가격(현재가치), R은 월임대료, i는 할인율을 의미한다. 이 식은 $P=R/i$ 로 유도할 수 있는데, R/i는 투자에 따른 수익 관계식으로 이해할 수 있기 때문에 이 주택이 내재하고 있는 내재가치(V)로 정의할 수 있다. 이 관계식에 따르면 투자한 주택의 내재가치는 월 임대료가 증가하거나 할인율이 인하되면 증가하게 된다. 즉, 내재가치보다 현재가치가 더 큰 경우($P>V$), 주택보유 유인이 줄어들게 된다. 이와 같은 상황은 상기 식에서 포함되어 있지 않지만 주택 보유비용이 높아지는 경우가 있으며, 상기 식 기준으로는 임대료가 하락하거나 금리가 상승하는 경우를 생각할 수 있다. 현재가치보다 내재가치가 더 큰 경우($P<V$), 투자자는 추가적인 주택을 보유할 유인이 커지게 된다. 즉, 투자자는 P만큼의 자금으로 주택을 구입하더라도 임대수입을 통해 얻게 되는 수익 내지 미래가치가 크기 때문에 주택을 보유할 유인이 크다. 이 경우 주택수요자는 대출 성향이 커지게 된다.

3) 유동성과 자산시장과의 관계

(1) 개요

유동성과 자산시장과의 관계는 상호 인과적인 관계가 존재하는데 유동성이 증가하여 자산가격이 상승한다고 보는 통화주의적 이론과 자산가격 상승이 유동성 증가를 유도한다는 부의 효과이론, 자산가치 변동에 따른 실질효과 증폭이론 등이 있다(정규일, 2006).⁵⁾

통화주의적 이론의 경우 확장적 통화정책을 통해 시중 유동성이 확대되면 늘어난 유동성으로 채권이나 실물자산의 구입에 사용하므로 채권가격이나 실물자산 가격이 상승

5) 유동성과 자산가격과의 이론적 논의는 정규일, 2006. 자산가격과 유동성간의 관계분석. 한국경제연구 17권의 내용을 중심으로 정리함

한다는 것이다(Meltzer, 1995). 부의 효과이론에 의하면 자산보유자의 자산가격이 상승하면 부가 증대되어 소비 등을 위한 신규 차입을 확대함에 따라 유동성이 증대되는 효과가 발생할 수 있다(Hofmann, 2001). 자산가치 변동에 따른 실질효과 증폭이론(Financial Accelerator)에 의하면 이자율의 하락 또는 비이성적인 과열(irrational exuberance) 등으로 자산가격이 상승할 경우 자산의 담보가치가 상승함에 따라 대출이 증가하는 효과가 발생한다(Bernanke et al. 1996, Kiyotaki and Moore 1997, 정규일 2006: 263 재인용).

(2) 실물경제와 자산시장

실물경제와 자산시장 간의 매개체는 유동성이며 유동성의 변화는 실물경제의 순환구조와 통화정책에 의존한다. 경기순환구조에 따라 현재 GDP가 잠재 GDP(potential GDP)보다 높은 수준을 유지하면 소득이 증가함으로 시중에 유동성이 확대된다. 경기순환구조에 따라 현 경제 상황이 침체(recession)기에 접어들면 단기 경기 부양 목적으로 총수요 정책의 일환인 확장적 통화정책을 실시하며 이로 인해 유동성 확대된다. 이러한 경기순환 구조 및 통화정책을 통한 유동성 확대는 자산가격에 영향을 미치게 되는데, 특히 부동산 자산의 경우 단기에 공급 조절이 불가능하므로 확대된 유동성은 그대로 가격에 반영되는 경향을 보인다.

자산시장의 가격 변동은 소비 및 투자를 통해 실물경제에 영향을 미치며 결국 실물시장과 자산시장 간에는 상호작용(feed-back)효과가 발생한다. 자산시장의 가격변동이 소비에 미치는 경로는 자산효과(wealth effect)를 통해 설명이 가능하다. 실물자산인 부동산 혹은 금융자산인 주식, 채권 등의 가격 상승이 경제주체의 부(wealth)를 상승시켜 소비를 촉진시킴으로서 GDP에 영향을 미친다. 주식가격 상승이 투자를 촉진하는 것은 토빈q⁶⁾ 지수를 통해 설명할 수 있는데 주식가격 상승은 토빈q지수를 상승시켜 기업의 투자를 촉진하여 GDP에 영향을 미친다.

6) 토빈q는 기업의 시장가치를 기업의 순자산으로 나눈 값을 의미하는데 기업의 시장가치가 자산가치보다 높아질 경우 투자가 증대

(3) 통화정책 파급경로

통화정책의 파급경로는 이자율 경로와 신용경로를 통해 설명할 수 있다. 먼저, 이자율 경로는 기준금리 변화가 단기금리를 변화시키고 이는 이자율 기간구조(term structure)를 통해 장기금리⁷⁾를 변화시킨다. 물가가 경직적이라면 기준금리 변화는 실질금리를 변화시켜 투자와 소비에 영향을 미치고 명목금리(nominal interest rate)와 실질금리(real interest rate)는 다음 피셔효과(Fisher effect)에 의해 설정되며 물가가 경직적이라면 기준금리 변화가 곧 실질금리를 변화시키는 경로를 따르게 된다(최남진, 2018).

$$R = r + \pi^e$$

R : 명목금리, r : 실질금리, π^e : 기대 인플레이션을 의미

확장적 통화정책으로서 기준금리 하향 조정은 다음과 같은 경로를 통해 주택수요를 증가시키고 주택가격 상승을 유도한다. 우선 기준금리 하향 조정은 실질금리를 하락시켜 투자비용을 하락시킴으로써 대출 증대를 통해 주택수요와 주택가격을 상승시키는 용인으로 작용한다. 다음으로 기준금리 하향 조정은 장·단기금리를 하향 조정하는 과정에서 은행 수신금리도 하향시키며 이는 기대수익률이 높은 주택수요를 증대시키고 결과적으로 주택가격을 상승시키는 요인으로 작용한다.

둘째, 신용경로(credit channel)는 전통적⁸⁾으로 설명하는 “통화량”이 실물과 금융을 연결하는 유일한 변수가 아니라는 점에서 출발한다. 신용경로는 은행대출 경로(bank lending channel)와 대차대조표 경로(balance sheet channel)를 통해서 자산시장에 영향을 미칠 수 있다. 은행대출 경로는 Bernanke and Blinder(1992)가 언급한 것과 같이 은행 대출의 특수성으로 통화정책이 예금 취급기관의 대출규모를 변화시켜 총수요

7) 대출금리는 장기금리에 의존

8) 전통적 견해는 금융자산을 채권(bond)이라는 하나의 자산으로만 구분, 하지만 신용경로는 금융자산을 각각의 특수성을 고려한 서로 다른 자산으로 설명

에 영향을 미치게 되는 것이다. 통화정책이 지급준비금, 재할인율, 예금 규모 등을 변화시켜 은행의 대출규모를 변화시키고 이는 다시 주택수요에 영향을 미치게 된다. 확장적 통화정책 수립 시 ‘지급준비금 및 예금증가 → 대출여력 증가 → 주택수요 증가 → 주택가격 상승’으로 이어진다(차경수·배정환, 2019: 9). 최근의 경우 은행 대출여력이 은행의 수신에 의존함을 원칙으로 하지만 금융이 선진화된 국가의 경우 은행의 자본 조달을 수신에 의존하지 않고 은행채, CD, 자산유동화 증권 등을 발행하여 조달할 수 있으므로 은행의 대출경로는 다소 약화되고 있다(차경수·배정환, 2019: 9).

대차대조표 경로는 통화정책이 외부자금 프리미엄 및 순자산(net worth), 현금흐름(cash flow)에 영향을 미쳐 대출 규모를 변화시킴으로써 총수요에 영향을 미치게 되는 것을 의미한다(차경수·배정환, 2019: 9). 차입자의 순자산이 클수록 외부자금 프리미엄이 감소하고 잠재적 이해상충 관계를 줄일 수 있으므로 총수요 변동성을 억제시킨다. 확장적 통화정책 수립 시 ‘실질이자율 하락 → 자산가치 상승 → 역선택 및 도덕적 해이 감소 → 외부자금 조달 프리미엄 감소 → 대출금 증가 → 주택수요 증가 → 주택가격 상승’의 영향을 미치게 된다(차경수·배정환, 2019: 10).

4) 공간-자산이론

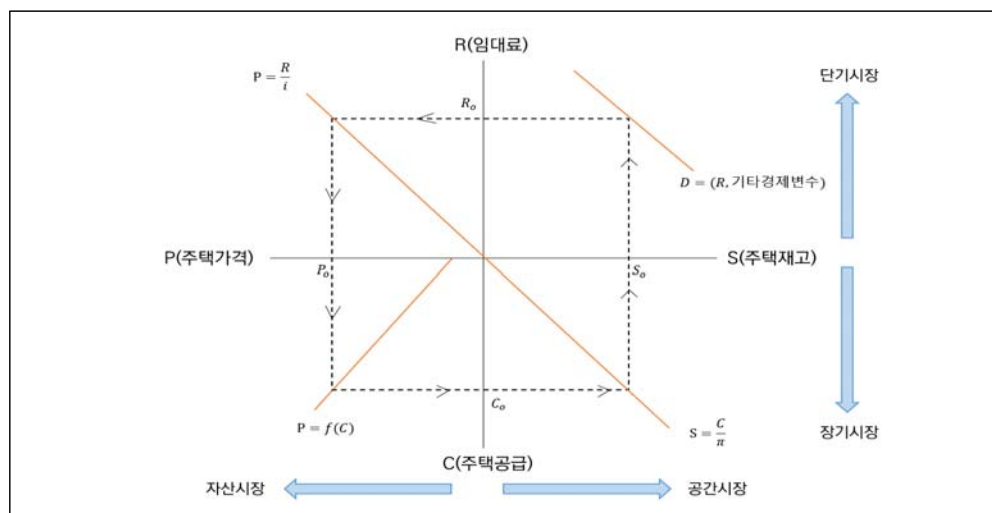
부동산시장의 매커니즘을 설명하는 대표적 이론으로 1996년 DiPasquale와 Wheaton이 주장한 공간-자산이론이 있으며 부동산시장 구조를 분석하는데 유용한 이론이다. 공간-자산이론에서는 부동산시장을 크게 공간시장(real estate space market)과 자산시장(real estate asset market)으로 구분하고 있으며, 임대료, 주택가격, 신규공급, 주택재고 간의 관계를 분석할 수 있는 4사분면 구조의 분석틀을 제공하고 있다(손경환·김혜승, 2002; 박천규 외, 2014. 김지혜 외, 2021a; DiPasquale and Wheaton, 1996).⁹⁾

9) 공간-자산시장에 대한 이론적 논의는 김지혜 외, 2021a. 주택시장의 국지적 불안 원인에 대한 진단과 해소방안 연구. 국토연구원. pp.15-17의 내용을 요약하여 기술함

1사분면은 공간시장 측면에서 살펴 본 것으로 주택시장의 임대료는 주택수요와 주택공급에 의해 결정된다. 주택수요는 금리요인과 함께 경제상황, 사회적 요인 및 기대심리에 의해 영향을 받는다. 2사분면은 자산시장 측면에서 살펴본 것으로 1사분면에서 결정된 임대료를 바탕으로 임대료와 자본환원율(할인율)과의 관계를 통해 주택매매가격이 결정된다. 주택매매가격은 주택자산으로부터 발생하는 임대료 현금흐름의 현재가치로 볼 수 있으며($P = \frac{R}{i}$), 자본환원율(i)은 주택구매를 위해 필요한 비용을 나타내는 것으로 주택담보대출의 이자율 등의 금리, 기대 인플레이션, 세제 등을 포함한 개념이다(김지혜 외, 2021a: 16). 거시경제적 요인인 금리가 인하(인상)되거나 부동산과 관련된 세제 부담이 감소(증가)할 경우, 주택구입에 소요되는 비용이 감소(증가)하게 되어 자본환원율이 낮아(높아)지고 수요가 확대되어 주택가격은 상승(하락)하게 된다.

3사분면은 주택가격과 신규공급량 간의 관계를 나타낸 것으로 주택가격이 상승하거나 신규건설비용이 하락하게 되면 주택공급의 수익성이 높아지므로 신규공급량이 증가한다. 4사분면은 주택재고의 조정과정으로 신규공급량과 주택재고량과의 관계를 나타낸다. 신규공급 증가로 주택재고가 크게 증가할 경우 임대료는 낮아지게 되고 이는 주택가격 하락, 신규주택공급 감소를 통해 시장의 균형수준으로 수렴하게 된다.

그림 3-2 | 공간-자산시장 이론



자료: DiPasquale and Wheaton(1996): 김지혜 외(2021a). p.17. 재인용

5) 실증분석 연구사례

금리인하는 대출비용을 줄여 유동성선호를 심화시키게 되며, 자산에 대한 미래 수요를 현재화하는 역할을 한다. 미래 수요의 현재화는 주택수요자의 경합구조를 심화시켜 현재 주택가격을 상승시키는 역할을 하게 된다. 또한 유동성 확대에 따른 주택가격 상승은 버블형성을 유도하며 경제위기로 전이될 수 있다.

Del Negro and Otrok(2007)은 미국의 과거 주택시장은 지역별 특성에 영향을 받았으나, 글로벌 금융위기 이전에는 완화적 통화정책에 따른 유동성 확대가 주요 원인이었다고 지적하였다. Reinhart and Rogoff(2009)은 완화적 통화정책으로 공급된 유동성이 주택수요를 자극할 수 있다고 지적하였으며, 2차 세계대전 이후 선진국의 금융위기 이전에 유동성 확대로 주택가격 상승이 발생한 이후 버블이 붕괴하는 현상이 있었음을 실증하였다. Schularick and Taylor(2012)은 1870~2008년까지 선진국 13개국, Gourinchas and Obstfeld(2012)는 선진국 18개국, 개발도상국 44개국을 대상으로 금융위기 발생 이전 공통적으로 유동성이 급격히 확장되었음을 실증하였고, 박진백·이영(2014)은 유동성의 급격한 공급 증가는 주택가격 상승을 자극한 이후 버블이 붕괴하면서 금융위기가 발생함을 실증하였다. 이인재·박진백(2019)은 도구변수법 패널회귀모형을 활용하여 우리나라 16개 광역지자체에 유동성 공급의 증가가 주택가격을 인과적으로 상승시키는 것을 실증하였고, 특히, 전세가율이 낮은 경우 유동성선호 현상이 더 심화됨을 증명하였다. 박진백 외(2021)는 우리나라 금융시장의 구조전환 시기를 추정하였고, 샤플리분해를 통해 저금리체제로 구조전환된 이후 금리인하에 따른 유동성 공급확대는 34.3~44.5% 수준의 주택가격 상승에 기여한 것으로 실증하였다. 이와 같은 현상은 금리인하에 따른 주택가격 폭등에 대해 패널VAR의 예측오차분산분해 분석을 통해 저금리체제로 구조전환하기 이전에 예측이 가능했던 것으로 분석되었다.

Goodhart and Hofmann(2007)은 신용(credit)과 주택가격은 아주 밀접하게 쌍방향으로 인과관계가 존재함을 밝혔다. Roffia and Zaghini(2007)는 15개 선진국에 대해서 통화량의 증가와 물가와의 관계분석을 통해 통화량과 물가가 양(+)의 관계가 있는

국가는 약 50%에 달했으며, 통화량의 증가는 주가와 주택가격의 상승을 초래한다고 밝혔다.

정규일(2006)은 자산가격과 유동성간의 장·단기 관계 및 상호 영향력의 크기 등을 추정하였는데 주택가격과 유동성간의 장기균형식을 식별한 후 민간대출, GDP, 주택가격 기대상승률 등의 변수를 적용하여 단기적인 영향관계를 분석하였다. 분석결과 주택가격은 장기적으로 유동성과 정의 관계가 있는 것을 식별하였으며 유동성 지표로 M1, M2, M3(총유동성), 민간대출 중에서 민간대출의 영향력이 가장 큰 것으로 나타났다. 한편, 민간대출 결정모형을 통해 주택가격 변동이 민간대출 변동에 영향을 미칠 수 있음을 식별하여 자산가치 변동에 따른 실질효과 증폭이론이 적용됨을 보였다.

임대봉(2015)은 경제상황보다 많은 유동성의 공급확대가 물가 뿐만 아니라 주가와 주택가격 등의 자산가격에 영향을 미칠 수 있다는 관점에서 과잉유동성을 도출하고 과잉유동성과 자산가격과의 관계를 인과관계검정, 충격반응분석을 통해 분석하였다. 통화량을 명목국내총생산으로 나눈 마셜 k(Marshalian k)값을 도출한 후 Hodrick-Prescott Filter(HP 필터)로부터 추정된 자료를 과잉유동성으로 정의하였다. 전해정·박 헌(2012)은 글로벌 금융위기를 전후하여 M2(광의통화)와 주택담보대출이 주택가격에 미치는 영향력의 크기를 비교하였는데 M2(광의통화)는 글로벌 금융위기 이전이 이후보다 더 큰 영향을 미쳤으며 주택담보대출은 글로벌 금융위기 이후 영향력이 더 크게 나타났음을 밝혔다.

김리영·서원석(2014)은 경제변화 시기를 외환위기와 금융위기 등 두 기간으로 구분하여 주택가격, 전세가격, 주택공급과 두 기간 동안의 거시경제 변화를 분석하였다. 주택매매가격지수, 전세가격지수, 주택공급실적과 거시경제 환경을 나타내는 변수들을 사용하여 그랜저인과분석과 벡터오차수정모형을 통해 유사점과 차이 등을 분석하였다. 분석기간은 1998년 1월~2001년 8월까지와 2008년 9월~2013년 2월까지 두 기간으로 구분하여 비교 분석하였다. 그랜저인과분석 결과 외환위기 및 금융위기 시기 모두 유동성은 주택가격의 원인변수로 작용하였으며 VECM모형분석 결과 외환위기와 금융위기 동안 모두 유동성은 초기 부(-)의 영향을 미치지만 점차 정(+)의 영향을 미친

것으로 나타났다.

이영훈·김재준(2016)은 금리 및 통화량과 같은 유동성이 서브프라임 금융위기 이전과 이후 주택매매시장 및 전세시장에 미치는 영향을 비교 분석하였다. 주택매매가격지수, 주택전세가격지수, 금리, 통화량(M2)을 활용하여 벡터오차수정모형을 통해 실증 연구를 수행하였으며 서브프라임 금융위기 발생 이전인 2001년 9월 ~ 2008년 9월까지를 Model 1, 2008년 10월 ~ 2015년 10월까지를 Model 2로 구분하여 비교분석하였다. 분석결과 주택매매시장의 경우, 저금리 기조를 통한 수요자들의 차입자본조달능력의 향상이 주택매매시장 활성화에 예상보다 낮은 효과를 보였던 반면 높은 통화량은 유의미한 관계를 확인하였다. 김순용(2017)은 유동성변수와 주택가격과의 관계를 서브프라임 금융위기 이전과 이후 어떻게 변화했는지 비교분석하였다. 임대료매매가격비율(rent-price ratio)을 기대무위험실질이자율, 기대위험프리미엄, 기대임대료상승률을 현재가치의 관계로 분해하여 유동성지표의 변화와의 상관성을 비교분석하였다. 분석결과, 주택가격은 금융위기 이전과 이후 기대임대료상승률이 큰 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 기대임대료상승률에 영향을 미치는 유동성 변수들의 영향은 M1, M2 증가율, 가계대출 증가율이 큰 것으로 나타났다. 또한, 시장근본요인에 영향을 미치는 유동성지표들의 영향이 금융위기 이전에는 비슷했으나, 금융위기 이후에는 변수별 조합에 따른 영향이 크게 달라지는 것을 확인하였다.

3. 유동성 변동요인 분석

지금까지 금리와 유동성이 주택시장에 미치는 영향에 관해서 이론적, 실증적 검토를 수행하였다. 금리변동은 유동성 변동의 주요 원인이 되며, 금리와 유동성은 직·간접적으로 주택시장에 영향을 미칠 수 있음을 살펴보았으며 금리와 유동성이 주택시장에 미치는 영향분석에 대한 실증적 연구들에 대해서도 고찰하였다. 이번 절에서는 이러한 이론 및 선행연구를 바탕으로 실증 분석내용을 다루고자 하였다.

유동성의 변동요인은 우선적으로 통화정책의 파급경로를 고려하여 금리의 영향을 중

심으로 분석하였다. 한국은행의 기준금리 변화가 본원통화, 통화지표, 가계대출에 순차적으로 영향을 미칠 수 있기 때문이다. 이러한 점을 고려하여 유동성의 변동요인 분석은 금리와 유동성과의 상관관계를 분석하는 것과 금리가 유동성에 미치는 영향분석을 중심으로 이루어졌다. 분석기간은 IMF 외환위기 이후인 2000년 1분기부터 최근 2020년 4분기까지를 대상으로 하였으며, 통계확보가 가능한 경우에는 글로벌 금융위기 이전과 이후로 구분하여 금리의 영향력을 비교해보았고 지역구분이 가능한 경우에는 서울과 수도권, 비수도권의 지역별 영향력을 검증하고자 하였다.

1) 금리와 유동성과의 상관관계 분석

2000년 1분기~2008년 4분기, 2009년 1분기~2020년 4분기를 구분하여 한국은행의 기준금리와 유동성과의 상관관계를 분석한 결과, 글로벌 금융위기 이후 금리와 유동성과의 음의 상관관계가 높아진 것으로 나타났다.

표 3-1 | 금리와 통화량과의 상관관계 분석결과

구 분	금융위기 이전 (2000년1분기 ~ 2008년4분기)		금융위기 이후 (2009년1분기 ~ 2020년4분기)	
	기준금리 변동차	기준금리	기준금리변동차	기준금리
본원통화 변동차	-0.055 (0.768)	0.104 (0.577)	-0.270 (0.073)	0.067 (0.661)
M1 변동률	-0.264 (0.151)	-0.069 (0.713)	-0.616 (0.000)	-0.191 (0.209)
M2 변동률	0.135 (0.469)	0.434 (0.015)	-0.460 (0.002)	-0.265 (0.079)
LF 변동률	0.029 (0.878)	0.381 (0.035)	0.075 (0.624)	-0.722 (0.000)
L 변동률	0.025 (0.893)	0.385 (0.032)	0.081 (0.595)	-0.710 (0.000)
단기 유동성 변동률	-		-0.596 (0.000)	-0.327 (0.029)

주1: ()은 p-value를 의미. 통화량 지표는 계절조정 변환하여 적용

주2: 단기유동성은 M2의 구성항목 중에서 만기 6개월 미만의 단기성 자금을 합계(M1+MMF+ CD+CMA+발행어음+환매조건부채도)하여 산출하였음

자료: 한국은행 경제통계시스템. 기준금리, 주요 통화금융지표, M2상품별 구성내역(평잔)을 이용하여 연구진 작성.
(<https://ecos.bok.or.kr>. 2021.12.10. 검색).

자료의 한계 상 글로벌 금융위기 이후 시점을 기준으로 기준금리와 단기유동성 지표, 가계대출과의 상관관계를 분석한 결과 단기유동성, 예금취급기관 가계대출과 음의 상관관계가 높은 것으로 나타났다. 가계대출의 경우 은행권의 주택담보대출, 기타대출 모두 음의 상관관계가 높게 나타났으나 비은행의 경우 음의 상관관계가 식별되지 않았다. 저축은행 등의 비은행의 경우 은행권 대비 금리 수준이 높고 저신용자 대출이 많아 상대적으로 기준금리와의 상관성이 낮은 것으로 보인다.

표 3-2 | 금리와 가계대출과의 상관관계 분석결과

구 분	기준금리 변동차	기준금리	구 분	기준금리 변동차	기준금리
가계 총대출 변동률	0.121	-0.379	총주담대(공적자금 포함) 변동률	-0.221	-0.361
	(0.430)	(0.010)		(0.144)	(0.015)
은행 총대출 변동률	-0.060	-0.579	은행주담대 변동률	-0.196	-0.308
	(0.696)	(0.000)		(0.196)	(0.039)
비은행 총대출 변동률	0.294	0.147	은행 신용대출 변동률	0.205	-0.731
	(0.050)	(0.335)		(0.176)	(0.000)
총 주담대 변동률	-0.035	-0.225	비은행 주담대 변동률	0.227	0.115
	(0.820)	(0.136)		(0.133)	(0.454)
총 신용대출 변동률	0.369	-0.487	비은행 신용대출 변동률	0.314	0.196
	(0.013)	(0.001)		(0.035)	(0.196)
공적금융기관 주택담보대출 변동률	-0.195	-0.071	-		
	(0.200)	(0.641)			

주: ()은 p-value를 의미. 통화량 지표는 계절조정 변환하여 적용

자료: 한국은행 경제통계시스템. 기준금리, 가계신용을 이용하여 연구진 작성. (<https://ecos.bok.or.kr>. 2021. 12. 10 검색).

2) 기준금리가 유동성에 미치는 영향분석

기준금리가 유동성에 미치는 영향을 글로벌 금융위기 이전과 이후를 구분하고 분석 모형은 자기상관문제를 제어하기 위해 자기회귀항인 AR(1)항이 포함된 시계열 모형을 구축하여 M1, M2, 단기유동성의 영향력을 비교 분석하였다. M1, M2, 단기유동성은 불안정 시계열로 1차 로그차분을 통해 안정화된 자료를 적용하였다. 분석결과, 글로벌금융위기 이전(2000년1분기~2008년4분기)의 경우 기준금리는 M1에는 통계적으

로 유의한 음(-)의 영향을 미친 것으로 나타났으나, M2와 단기유동성의 경우 계수값이 (+)로 나타나 금리와 유동성과의 인과관계가 약했던 것으로 나타났다. 반면, 금융위기 이후(2009년1분기 ~ 2020년4분기)에는 기준금리가 유동성에 미치는 영향이 M1, M2, 단기유동성 모두 통계적으로 유의하게 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

표 3-3 | 금융위기 이전과 이후 기간에 대한 기준금리의 유동성 유형별 영향력 분석 결과

구분		M1		M2		단기유동성	
		계수값	t통계량	계수값	t통계량	계수값	t통계량
금융위기 이전	C	0.033	1.896 **	0.011	2.067 **	0.011	2.067 *
	기준금리	-0.004	-0.890 *	0.003	1.836 *	0.003	1.836 *
	AR(1)	0.134	0.999 ***	0.156	1.723 *	0.156	1.723 *
	R^2	0.04		0.12		0.12	
	D.W	2.02		2.01		2.01	
구분		M1		M2		단기유동성	
		계수값	t통계량	계수값	t통계량	계수값	t통계량
금융위기 이후	C	0.023	6.695 ***	0.049	3.451 ***	0.023	6.695 ***
	기준금리	-0.003	-1.912 *	-0.011	-1.743 *	-0.003	-1.912 *
	AR(1)	0.392	2.820 ***	0.401	2.584 **	0.392	2.820 ***
	R^2	0.27		0.23		0.27	
	D.W	2.09		1.94		2.09	

주: *, **, ***은 각각 통계적 유의수준 10%, 5%, 1%에서 유의함을 의미. D.W은 자기상관문제를 식별하는 통계량으로 2를 기준으로 평가하며 2에 가까울수록 자기상관문제가 없다고 판단할 수 있음

자료: 한국은행 경제통계시스템. 기준금리, 주요 통화금융지표를 이용하여 연구진 작성. (<https://ecos.bok.or.kr>, 2021. 12. 10 검색)

글로벌 금융위기 이후인 2009년 1분기~2020년 4분기 자료를 이용하여 자기회귀하이 AR(1)항이 포함된 시계열 모형을 이용하여 기준금리가 지역별 가계대출과 주택담보대출에 미치는 영향을 분석하였다. 가계대출, 주택담보대출은 불안정 시계열로 1차 로그차분을 통해 안정화하여 적용하였다. 기준금리는 서울과 수도권의 가계대출과 주택담보대출에는 통계적으로 유의한 (-)영향을 미쳤으나 지방광역시의 가계대출과 주택담보대출에는 통계적으로 유의미한 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다.

표 3-4 | 금융위기 이후(2009년1분기~2020년4분기)의 기준금리의 유동성 유형별 영향력 분석 결과

구분		가계대출(서울)		가계대출(수도권)		가계대출(지방광역시)	
		계수값	t통계량	계수값	t통계량	계수값	t통계량
가계 대출	C	0.034	10.441 ***	0.029	6.637 ***	0.019	2.300 **
	기준금리	-0.010	-6.227 **	-0.006	-2.993 ***	0.000	-0.028
	AR(1)	0.292	2.014 ***	0.441	3.593 ***	0.757	7.040 ***
	R^2	0.60		0.49		0.53	
	D.W	2.08		2.11		2.33	
구분		주택담보대출(서울)		주택담보대출(수도권)		주택담보대출(지방광역시)	
		계수값	t통계량	계수값	t통계량	계수값	t통계량
주택 담보 대출	C	0.031	5.348 ***	0.028	3.825 ***	0.014	2.264 **
	기준금리	-0.009	-2.994 ***	-0.007	-1.761 *	0.003	0.991
	AR(1)	0.417	3.330 ***	0.425	3.732 ***	0.534	3.983 ***
	R^2	0.49		0.49		0.53	
	D.W	2.18		2.11		2.33	

주: *, **, ***은 각각 통계적 유의수준 10%, 5%, 1%에서 유의함을 의미. D.W은 자기상관문제를 식별하는 통계량으로 2를 기준으로 평가하며 2에 가까울수록 자기상관문제가 없다고 판단할 수 있음

자료: 한국은행 경제통계시스템. 기준금리, 지역별 가계대출을 이용하여 연구진 작성. (<https://ecos.bok.or.kr>. 2021. 12. 10 검색)

4. 유동성의 주택시장 영향분석

1) SVAR 모형을 이용한 유동성 영향분석

(1) 분석모형

전통적 회귀분석 모형(연립방정식 등)은 경제이론에 근거하여 변수 간에 인과관계를 설명하지만 변수 선택 및 모형 내·외생 변수에 대한 선정이 설계자의 주관에 의해 좌우될 수 있는 한계가 존재한다. 설명변수의 영향이 시간의 흐름에 영향을 받지 않고 일정하다는 한계가 있으며 또한, 변수 간의 피드백(feed-back) 효과를 반영하지 못한다. 이와 같은 전통적 회귀모형의 단점을 보완하여 회귀분석과 시계열을 결합한 VAR모형(Vector Auto regressive Model)이 대안이 될 수 있다. VAR모형은 내·외생 변수를

구분할 필요가 없으며 OLS를 통해 쉽게 추정이 가능하고 변수가 많지 않아 자료수집이 용이하며 복잡한 연립방정식에 비해 예측력도 높은 경우가 많다. 그럼에도 불구하고 연립방정식에 비해 비이론적이라는 단점이 존재하는데 VAR모형의 이러한 단점을 보완한 SVAR(Structural VAR)모형을 본 연구에 사용하고자 한다. SVAR모형은 B메트릭스를 제약(restriction)하여 경제적 모형 설정이 가능하다. SVAR모형은 직접추정이 불가능하므로 직접추정이 가능한 RVAR(Reduced form VAR)모형을 통해 추정할 수 있다. RVAR모형과 SVAR모형의 벡터 구조식은 다음과 같이 나타낼 수 있다.

$$Y_t = A_0 + A_1 Y_{t-1} + U_t$$

$$A_0 = \begin{bmatrix} a_{10} \\ a_{20} \\ a_{30} \\ a_{40} \end{bmatrix}, \quad A_1 = \begin{bmatrix} a_{11} & a_{12} & a_{13} & a_{14} \\ a_{21} & a_{22} & a_{23} & a_{24} \\ a_{31} & a_{32} & a_{33} & a_{34} \\ a_{41} & a_{42} & a_{43} & a_{44} \end{bmatrix}, \quad U_t = \begin{bmatrix} u_{1t} \\ u_{2t} \\ u_{3t} \\ u_{4t} \end{bmatrix}, \quad cov(u_{1t}, u_{2t}, u_{3t}, u_{4t}) \neq 0$$

$$BY_t = \Gamma_0 + \Gamma_1 Y_{t-1} + \epsilon_t$$

$$B = \begin{bmatrix} 1 & b_{12} & b_{13} & b_{14} \\ b_{21} & 1 & b_{23} & b_{24} \\ b_{31} & b_{32} & 1 & b_{34} \\ b_{41} & b_{42} & b_{43} & 1 \end{bmatrix}, \quad \Gamma_0 = \begin{bmatrix} b_{10} \\ b_{20} \\ b_{30} \\ b_{40} \end{bmatrix}, \quad \Gamma_1 = \begin{bmatrix} \gamma_{11} & \gamma_{12} & \gamma_{13} & \gamma_{14} \\ \gamma_{21} & \gamma_{22} & \gamma_{23} & \gamma_{24} \\ \gamma_{31} & \gamma_{32} & \gamma_{33} & \gamma_{34} \\ \gamma_{41} & \gamma_{42} & \gamma_{43} & \gamma_{44} \end{bmatrix}, \quad \epsilon_t = \begin{bmatrix} \epsilon_{1t} \\ \epsilon_{2t} \\ \epsilon_{3t} \\ \epsilon_{4t} \end{bmatrix},$$

$$cov(\epsilon_{1t}, \epsilon_{2t}, \epsilon_{3t}, \epsilon_{4t}) = 0$$

RVAR을 통해 SVAR을 도출하기 위해 두 벡터 구조식이 같다고 가정하면 다음과 같은 식이 도출된다.

$$\epsilon_t = Bu_t$$

$$\begin{bmatrix} \epsilon_{1t} \\ \epsilon_{2t} \\ \epsilon_{3t} \\ \epsilon_{4t} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} 1 & b_{12} & b_{13} & b_{14} \\ b_{21} & 1 & b_{23} & b_{24} \\ b_{31} & b_{32} & 1 & b_{34} \\ b_{41} & b_{42} & b_{43} & 1 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} u_{1t} \\ u_{2t} \\ u_{3t} \\ u_{4t} \end{bmatrix}$$

본 연구에서는 6변수 SVAR모형을 경제 이론적 근거에 의해서 설정한다. 모형에 사용된 변수는 금리, 통화량, 물가, 총생산, 주택가격, 민간소비 등이며 경제이론에 근거하여 B매트릭스를 다음과 같이 제약조건으로 구성한다.

첫 번째 열은 금리로 기준금리는 금융통화위원회에서 결정되는 만큼 외생적(exogeneity)으로 결정된다고 가정하였다(Sims, 1986; Elbourne, 2008; 이영수 2008; 최남진, 2019).

$$u_r = \epsilon_r$$

두 번째 열은 케인즈의 유동성선호설에 입각한 화폐시장균형이론의 전개식으로 실질 화폐공급과 화폐수요에 관한 함수로 이에 대해 로그를 취한 후 테일러 전개과정(taylor series expansion)을 거치면 아래와 같은 식을 유도할 수 있다(Sims, 1986).

$$\frac{M}{P} = L(Y^{(+)}, i^{(-)}), \quad m - p = \beta y_t - \alpha i_t$$

$$u_m = -a_{21}^* u_r - a_{23}^* u_p - a_{24}^* u_y + \epsilon_m$$

세 번째 열은 총생산함수로 통화량과 소비의 함수로 가정하였다.

$$u_y = -a_{32}^* u_m - a_{35}^* u_c + \epsilon_y$$

네 번째 열은 물가에 대한 함수로 총생산에 영향을 받는다고 가정하였으며 물가는 일종의 마크업(cost mark-up price)을 의미한다.¹⁰⁾

$$u_p = -a_{43}^* u_y + \epsilon_p$$

10) Kim and Roubini(2000)과 동일한 가정으로 물가는 수요변화에 즉각적인 반응을 하지 않으며 생산비 변화를 의미하는 공급충격에만 영향을 받는다고 가정

다섯 번째 열은 소비에 관한 함수로 금리, 총생산, 부동산가격의 영향을 받는다고 가정하였으며 내구소비재의 경우 할부금리에 영향을 받는다는 점을 감안하면 금리변동 유무는 소비에 영향을 미친다. 총생산은 소비와 상호작용(feed-back)관계에 있으며 주택가격은 자산가격 경로를 통해 소비에 영향을 미친다.

$$u_c = -a_{51} * u_r - a_{53} * u_y - a_{56} * u_a + \epsilon_c$$

여섯 번째 열은 주택가격에 관한 함수로 통화량과 이자율에 영향을 받는다고 상정한 다. 11)

$$u_a = -a_{71} * u_r - a_{72} * u_m + \epsilon_a$$

제약조건을 반영한 모형의 B메트릭스 구조는 다음과 같다.

$$\begin{bmatrix} 1 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ a_{21} & 1 & a_{23} & a_{24} & 0 & 0 \\ 0 & a_{32} & 1 & 0 & a_{35} & 0 \\ 0 & 0 & a_{43} & 1 & 0 & 0 \\ a_{51} & 0 & a_{53} & 0 & 1 & a_{56} \\ a_{71} & a_{72} & 0 & 0 & 0 & 1 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} u_r \\ u_m \\ u_y \\ u_p \\ u_c \\ u_a \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \epsilon_r \\ \epsilon_m \\ \epsilon_y \\ \epsilon_p \\ \epsilon_c \\ \epsilon_a \end{bmatrix}$$

(2) 분석자료 및 변환

모형에 사용된 6개의 내생변수는 각각 통화량, 물가, 이자율, 총생산, 민간소비, 아파 트매매가격지수를 적용하되 일부 변수의 경우 월간변동률로 활용 가능한 변수로 대체하였다. 통화량은 M2 변동률, 물가는 소비자물가변동률, 이자율은 국고채 3년만기 수익률, 총생산은 전산업생산지수 변동률, 민간소비는 소매업태별 판매액지수 변동률, 아파

11) 이는 Elbourne(2008)과 동일한 가정으로 부동산가격이 동시적 관련변수인 통화량과 금리에만 영향을 받으며 실질변수인 총생산과 소비 등은 동시적 변수가 아님으로 영향을 받지 않는다고 가정한다.

트매매가격지수는 한국부동산원의 아파트매매실거래가격지수를 사용하였다. 주택가격지수 중에서 아파트의 실거래 매매가격지수를 이용한 이유는 국민들의 아파트에 대한 선호가 높고 아파트가 자산으로서의 성격이 큰 점을 고려하였다. 자료(data)는 시계열 확보가 가능한 2006년 1월부터 2020년 12월까지 월별(monthly) 자료를 사용하였다.

단위근(Unit root)이 있는 불안정 시계열의 경우 충격(shock)이 발생하였을 경우 그 효과가 소멸되지 않고 지속적으로 영향을 미친다. 이런 경우 상관관계가 없는 변수 사이에서도 강한 상관관계가 있는 것처럼 보이는 가성적회귀(spurious regression) 문제가 발생함에 따라 단위근 검정을 통해 불안정시계열로 판별된 경우에는 차분 등을 통해 안정적인 시계열로 변환하는 과정을 거쳐야 한다.

단위근 검정 결과 전산업생산지수 변동률과 소매업태별 판매액지수 변동률은 단위근이 없으며 이외 변수들은 단위근이 있는 것으로 나타났다. 따라서 전산업생산지수 변동률과 소매업태별 판매액지수 변동률은 level변수를 사용했으며 3년 국고채 수익률 및 소비자물가 변동률, 아파트 매매 실거래 가격 지수는 순환변동치를 사용하였고 통화량은 차분 변수(log difference)를 사용하여 단위근 문제를 제어하였다.

표 3-5 | 단위근(Unit root) 검정 결과

구 분	ADF		
	level	HP 순환변동치 ¹²⁾	difference
r (국고채3년만기수익률)	-0.91	-5.09***	-10.74***
m (M2)	-1.68	-2.07	-8.88***
p (소비자물가지수)	-1.39	-4.12***	-4.24***
y (전산업생산지수)	-2.62*	-	-6.30***
c (소매업태별판매액지수)	-3.42**	-	-4.49***
a (아파트실거래가격지수)	-0.87	-3.18**	-4.99***

주: *는 10%, **는 5%, ***는 1%의 유의수준에서 귀무가설이 기각됨을 표시함.

자료: 한국은행 경제통계시스템. 국고채3년만기수익률, M2, 소비자물가지수, 전산업생산지수(<https://ecos.bok.or.kr/>. 2021. 12. 10 검색), 국가통계포털. 소매업태별판매액지수 (https://kosis.kr/statisticsList/statisticsListIndex.do?vwcd=MT_ZTITLE&menuId=M_01_01. 2021. 12. 10 검색), 한국부동산원. 아파트실거래가격지수 (<https://www.reb.or.kr/>. 2021. 12. 10 검색)를 이용하여 연구진 작성

12) HP Filter를 이용하여 추세(trend)를 제거한 순환변동치를 사용하였다.(lambda 14400)

모형 설정 시 적용하는 변수들의 시차(time lag)는 VAR모형 추정오차에 대한 공분산행렬을 이용하여 통계치가 최소가 되는 AIC, SIC 통계치를 활용하여 결정하였다. 시차검정 결과 AIC는 시차 2, SC는 시차 1이 적정한 것으로 나타났는데 본 연구에서는 시차(lag) 변수간 동태적 영향관계를 반영하기 위해 시차 2를 적용하여 분석하였다.

표 3-6 | 시차검정 결과

Lag	AIC	SC
0	-1.167	-1.0570
1	-7.003	-6.2315*
2	-7.4522*	-6.0191
3	-7.4488	-5.3543
4	-7.4261	-4.6703
5	-7.3521	-3.9348
6	-7.3350	-3.2563

주: *는 5% 유의수준에서 각 정보기준에 의해 선택된 시차를 나타냄

자료: 연구진 작성

(3) SVAR 모형 분석결과

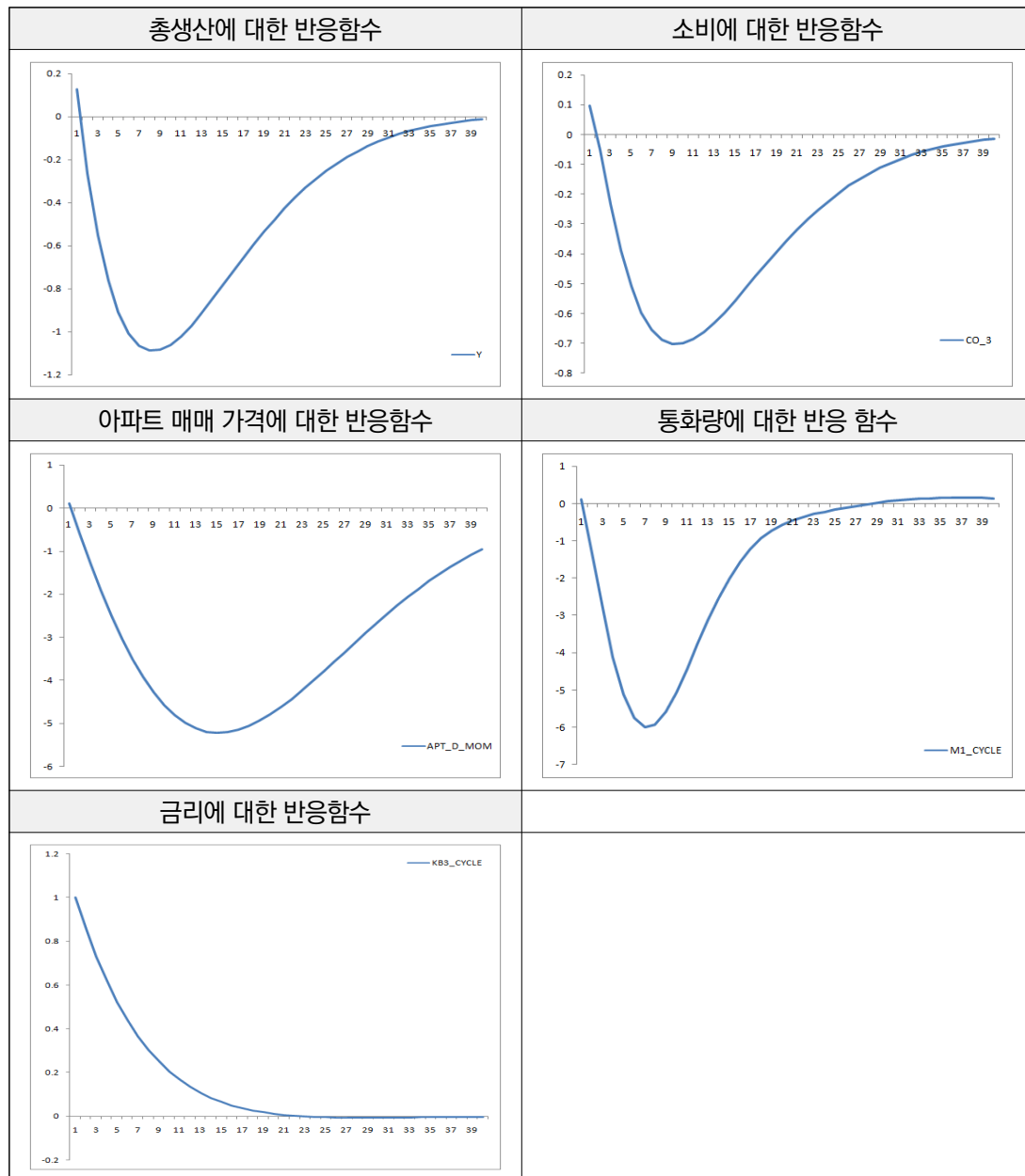
① 금리상승 충격에 대한 반응

먼저, 금리 1% 상승 충격은 민간소비를 9개월 후 최대 0.7% 하락(연간으로 환산 시 약 0.2% 내외)시켰으며 총생산 역시 9개월 후 1.08% 하락(연간으로 환산 시 약 0.4% 내외)시키는 것으로 나타났다. 이는 경제이론과 같은 맥락으로 긴축적 통화정책인 금리 인상이 소비를 위축시키는 방향으로 작용했음을 확인하는 결과라 할 수 있다. 또한 경제이론과 같이 긴축적 통화정책으로 위축된 소비가 총생산을 하락시키는 경로를 따는 것을 확인할 수 있다. 다음으로 금리 1% 상승 충격은 아파트 매매가격을 15개월 후 최대 5.2% 하락(연간으로 환산 시 약 1.7% 내외)시키는 것으로 나타났으며 그 효과가 상당기간 유지되는 것으로 나타났다¹³⁾. 이는 부동산경제 이론에 부합되는

13) 이러한 효과는 시간에 따른 효과 중에서 가장 큰 값을 표시한 것으로 평균적인 수준에서의 연간 효과로 환산할 경우 실제 효과는 작아질 수 있음에 유의할 필요가 있다.

결과로 긴축적 통화정책으로 시중에 유동성이 줄어들게 됨에 따라 자산(주택)에 대한 가격이 하락함을 설명하는 결과라 할 수 있겠다.

그림 3-3 | 금리 상승 충격에 대한 각 변수의 반응함수

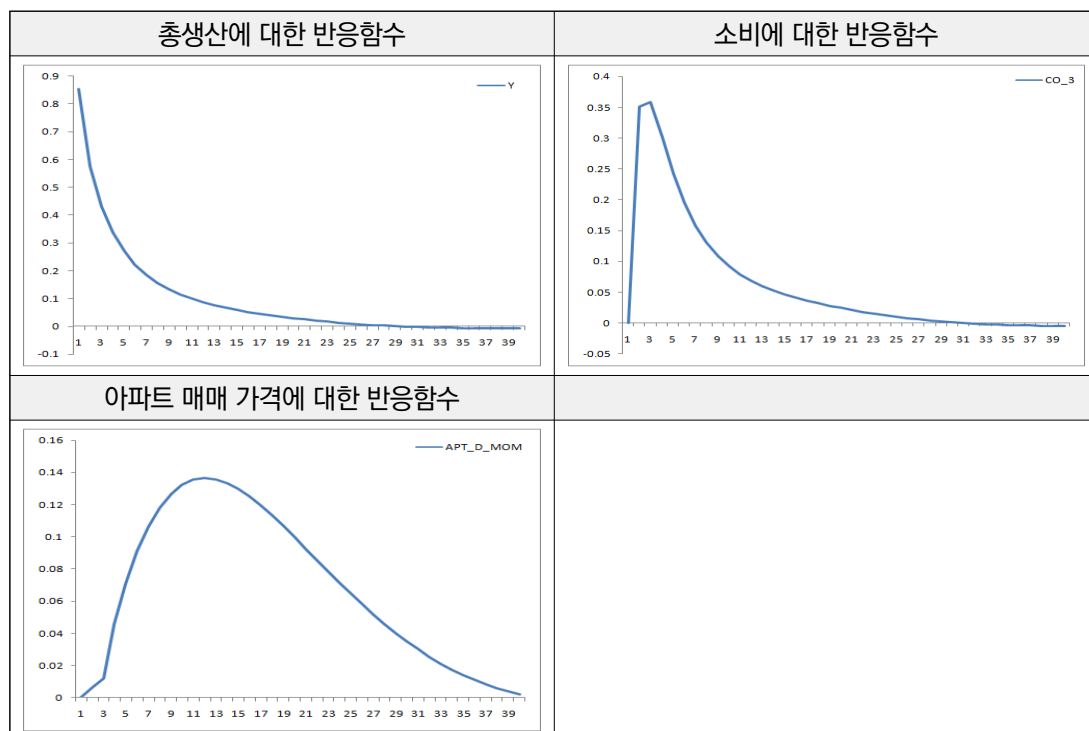


자료: 연구진 작성

② 통화량 상승 충격에 대한 반응

SVAR모형 추정 결과 통화량 1% 상승 충격은 민간소비와 총생산, 아파트 매매가격을 상승시키는 것으로 나타났다. 구체적으로 통화량 1% 상승 충격은 민간소비를 3개월 후 최대 0.36% 상승시켰으며 총생산을 1개월 후 0.85% 상승시키는 것으로 나타났다. 이는 경제이론과 같은 맥락으로 확장적 통화정책 등으로 풀린 시중의 유동성이 소비 증대를 통해 총생산을 상승시킨 결과이다. 민간소비와 총생산의 반응 시기와 규모가 다르게 나타난 이유는 확대된 유동성이 변동성이 큰 투자(설비투자 등)에 영향을 받은 것으로 판단된다. 다음으로 통화량 1% 상승 충격은 아파트매매가격을 13개월 후 최대 0.14% 상승시키는 것으로 나타났으며 효과는 상당기간 지속되는 것으로 나타났다. 이는 모형의 추정기간 동안 대규모로 풀린 유동성이 실물시장을 넘어 자산시장으로 크게 유입되어 아파트 가격을 크게 상승시킨 결과로 해석할 수 있다.

그림 3-4 | 통화량 상승 충격에 대한 각 변수의 반응함수



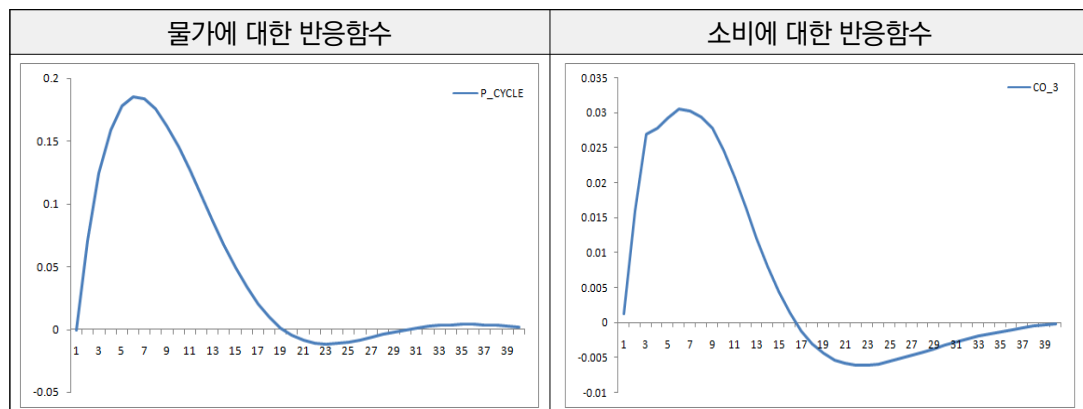
자료: 연구진 작성

③ 아파트매매가격 상승충격의 반응

자산 가격과 실물시장 사이에는 상호작용 효과 발생하며 자산가격 상승이 민간소비에 영향을 미치는 것을 자산효과(wealth effect)¹⁴⁾라 한다. 전국 아파트 매매가격 1% 상승 충격은 물가를 9개월 후 최대 0.18% 상승시켰으며 민간소비를 7개월 후 최대 0.3% 상승시키는 것으로 나타났다. 이는 자산효과와 부합하는 결과로 전국 아파트 매매가격이 상승할 경우, 경제주체는 이를 부의 증가로 인식하여 소비를 늘리는 경로를 따른다는 것을 확인하는 결과이다. 향후 주택가격 급등에 따른 조정 국면이 발생할 경우, 급격한 실물경제 위축을 동반할 수 있기 때문에 정책 당국은 이에 대한 면밀한 모니터링이 필요할 것으로 판단된다.

한편, 전국 아파트 매매가격 상승은 소비자물가 상승에 적잖은 영향을 주는 것으로 나타났다. 주택가격과 전월세 가격과는 상관성이 높기 때문에 주택가격 변동은 전월세 가격 변동에 큰 영향을 미칠 수 있으며 주택가격 상승이 전월세 가격 상승과 연계되어 소비자물가지수를 상승시킬 수 있음을 본 추정 결과를 통해 확인할 수 있다.¹⁵⁾

그림 3-5 | 주택가격 상승 충격에 대한 각 변수의 반응함수



자료: 연구진 작성

14) 이를 자산효과 또는 부의효과라 하며 반대로 자산가격 하락이 경제주체의 소비를 감소시키는 경로를 부의 자산효과라 한다(최남진, 2020).

15) 통계청(2020). 소비자물가조사 통계정보보고서. p.53에 따르면 2017년 기준으로 전세와 월세를 합친 집세의 가중치는 9.37% 수준이다.

2) 과잉 유동성의 주택시장 영향분석

(1) 과잉 유동성에 대한 정의

과잉 유동성은 유동성이 시장의 적정 수준을 상회하여 증가하는 경우로 정의할 수 있다. 통화량이 경제성장률과 같은 증가속도를 유지할 때 “적정 유동성”이라고 볼 수 있으며 경제규모에 비해 유동성이 얼마나 풀렸는지를 통해 과잉 유동성을 판단한다. 과잉 유동성을 판단하는 지표로 마샬 k , 즉 명목GDP를 통화량¹⁶⁾으로 나눈 변수를 활용한다. 명목GDP 증가속도에 비해 통화량 증가속도가 빠르다면 마샬 k 는 양(positive)의 값을 나타내며 반대의 경우 음(negative)의 값을 나타낸다.

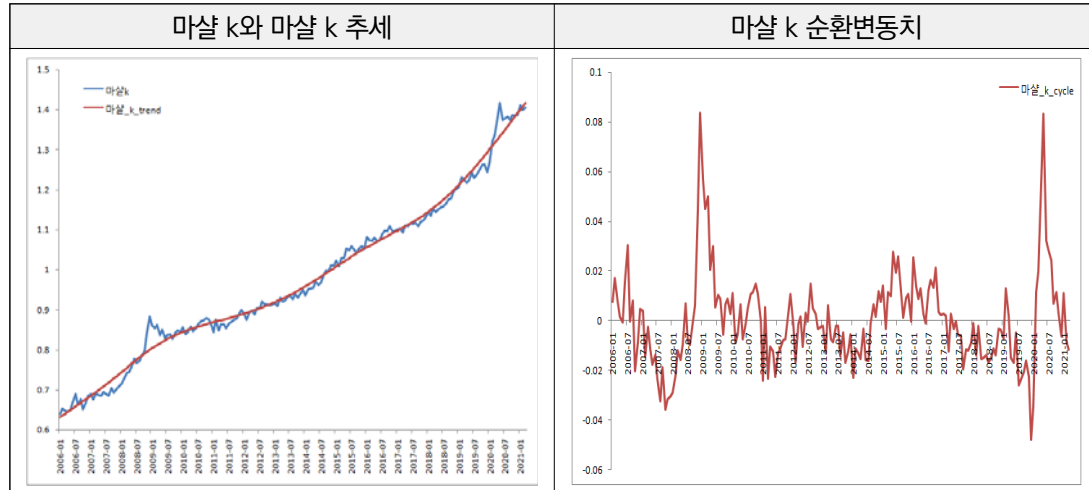
마샬 k 는 경제규모와 통화량을 대표하는 변수를 활용하여 추출할 수 있는데 기존 연구들은 명목 GDP에 의존하여 분기 데이터를 추출한 반면 본 연구는 명목 GDP를 전산업생산지수로 대체하여 월별 데이터를 추출하였다. M1(협의통화)을 전산업생산지수와 동일한 2015년 1월을 기준으로 지수화하여 마샬 k 값을 도출하였다(<그림 3-6>참고).

마샬 k 값의 장기적 추세는 경제주체들이 예측 가능한 범위라는 점을 감안하면 실제 경제주체가 예측하지 못한 과잉 유동성은 마샬 k 값의 장기 추세를 벗어난 순환변동치로 판단해 볼 수 있다. 따라서 마샬 k 값을 HP filter¹⁷⁾를 이용하여 장기 추세(trend)와 순환변동치(cycle)를 추정한다. 이렇게 추출한 순환변동치 부분을 과잉유동성, 즉 유동성 갭(money gap ratio)이라고 한다. 2008년 10월부터 2009년 5월까지 유동성이 장기 추세를 벗어나 크게 확대되었으며 이후 2020년 2월부터 2020년 8월까지 유동성이 크게 확대된 것을 확인할 수 있다.

16) 마샬 k 에 대한 정의는 각 연구마다 다르게 나타날 수 있다. 예를 들어 김현욱(2009)은 마샬 k 를 명목GDP를 M2로 나눈 지표를 사용한 반면 윤수민(2020)은 명목GDP를 M1으로 나눈 지표를 사용하였다.

17) 월별 데이터이기 때문에 산식에서 λ (lamda)를 14400으로 설정하였다.

그림 3-6 | 마샬 k와 마샬 k의 추세 및 순환변동치 추이



자료: 한국은행 경제통계시스템. 주요 통화금융지표(M1), 전산업생산지수. (<https://ecos.bok.or.kr>. 2021. 12. 10 검색)

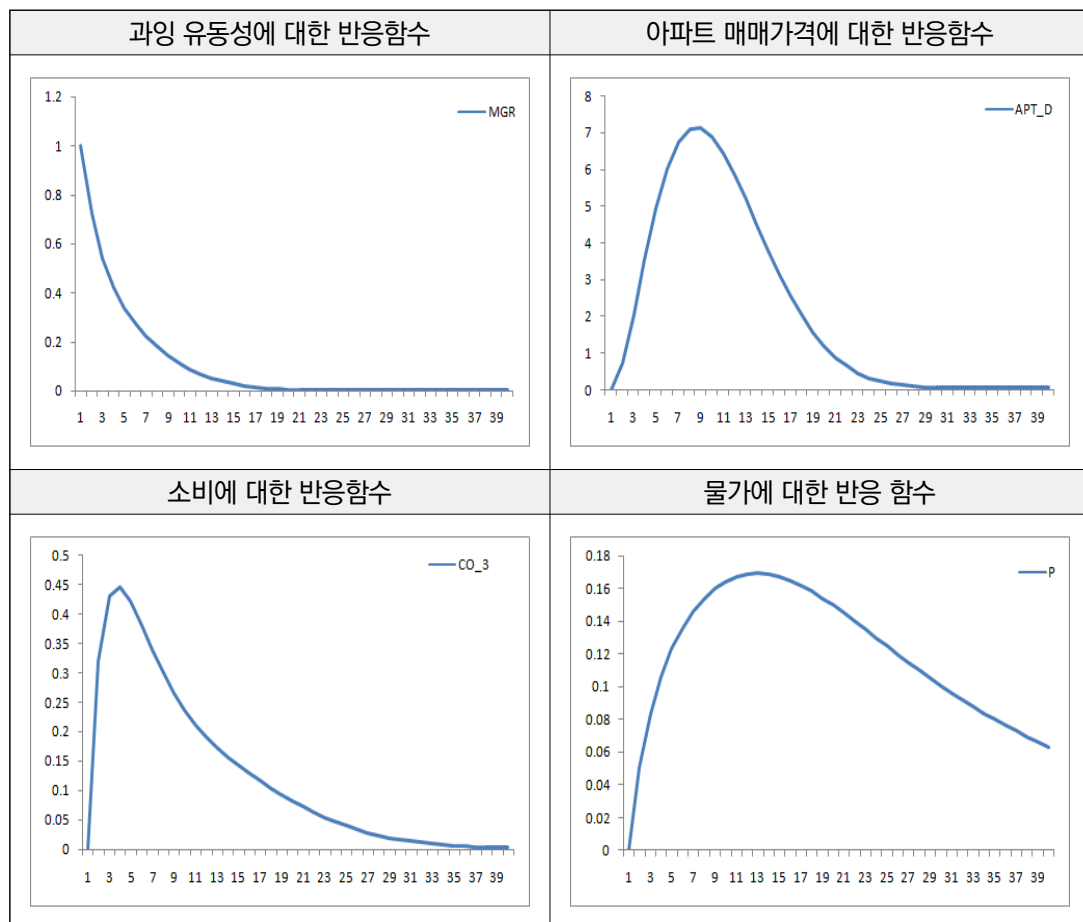
(2) 과잉 유동성의 주택시장 영향분석 결과

과잉유동성 지표로 통화량(M1증가율) 변수 대신에 마샬 k의 순환변동치를 대체하여 추정하였다. 먼저, 모형의 안정성을 위해 마샬 k 순환변동치에 대한 단위근 검정 및 시차검정을 실시하였다. 마샬 k 순환변동치의 단위근 검정결과 p-value가 0.00을 나타내며 귀무가설을 기각하는 것으로 나타남에 따라 단위근이 없음을 확인하였다. 시차 역시 SC검정 결과를 반영하여 시차 2를 적용하였다. 모형 추정 결과 과잉유동성 상승 충격은 전국 아파트 매매가격을 크게 상승시키는 것으로 나타났다. 과잉 유동성 지표로 마샬 k의 순환변동치의 1% 상승 충격은 전국 아파트 매매가격을 9개월 후 최대 7.14% 상승시키는 것으로 나타났다. 이는 앞선 금리 및 통화량 상승 충격에 대한 전국 아파트 매매가격 반응보다 상당히 큰 것을 확인할 수 있다. 즉 경제규모에 비해 과도하게 풀린 유동성이 자산시장(주택시장)으로 흘러들어 자산 가격을 단기간에 급격히 상승시킬 수 있음을 시사한다. 최근에 서울지역을 필두로 아파트 가격이 급격한 상승은 경제규모에 비해 과도하게 풀린 유동성이 가격 상승에 영향을 주었음을 보여준다.

과잉 유동성 상승 충격은 소비와 물가를 상승시키는 등 경제이론에 부합하는 결과를 나타냈다. 마샬 k의 순환변동치 1% 상승 충격은 소비를 4개월 후 최대 0.45% 상승시

키는 것으로 나타났다. 이는 확장적 통화정책의 결과인 유동성 확대와 더불어 과잉 유동성 확대 역시 소비를 진작시키는 역할을 하고 있음을 설명하는 결과이다. 또한 마셜 k의 순환변동치 1% 상승 충격은 물가를 13개월 후 최대 0.17% 상승시켰으며 그 효과는 매우 오랫동안 지속되는 것으로 나타났다. 경제 이론적으로 시중 유동성이 확대되면 물가가 상승하는 경로를 따르나 일정기간 경과 후에는 그 효과가 감소하는 것으로 나타났다. 하지만 본 연구결과에서와 같이 경제규모보다 크게 확대된 유동성은 시중 물가에 상당기간 영향을 준다는 사실을 확인하였다.

그림 3-7 | 과잉 유동성 상승 충격에 대한 반응



자료: 연구진 작성

유동성의 변동성을 경제주체의 예상치 못한 통화량의 충격으로 정의하고 이런 유동성 변동성이 전국 아파트 매매가격에 어떤 영향을 미치는지에 대해서도 실증적으로 분석하였으며 이에 대한 상세한 내용은 <부록>을 참고하기 바란다.

5. 유동성의 지역 주택시장 영향분석

1) 그랜저인과관계 분석

유동성(M1, M2, 단기유동성), 가계대출과 주택시장과의 영향관계를 글로벌 금융위기 이전(2000년~2008년)과 이후(2009년~2020년)로 구분하고 서울, 수도권, 지방 5개광역시 등 3개 지역을 구분하여 살펴보았다. 변수의 시계열적인 제약으로 단기유동성과 가계대출은 글로벌 금융위기 이후를 중심으로 살펴보았다. 주택가격지수는 자산특성이 강한 아파트매매가격을 이용하였으며 장기시계열을 활용할 수 있는 KB아파트 매매가격지수를 활용하였다.

분석결과, 글로벌 금융위기 이전에는 M1의 경우에는 지방광역시에, M2의 경우에는 수도권과 서울의 아파트가격에 영향을 미치는 관계가 식별되었으며 글로벌 금융위기 이후에는 M1과 M2가 서울 아파트가격에 미치는 영향관계가 식별되었다. 글로벌 금융위기 이후 단기유동성과 가계대출은 수도권과 서울 아파트가격과 그랜저인과하는 관계가 있는 것으로 나타났으나 지방광역시의 경우 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다.

표 3-7 | 유동성과 아파트가격과의 그랜저 인과관계 분석결과

구 분		2000년1분기~2008년 4분기		2009년1분기~2020년 4분기	
		lag=2	lag=3	lag=2	lag=3
		F통계량	F통계량	F통계량	F통계량
M1	수도권 아파트 가격 $\Rightarrow$ M1	4.724 **	5.217 ***	1.005	1.730
	M1 $\Rightarrow$ 수도권 아파트 가격	1.255	0.822	3.821 **	1.153
	서울 아파트 가격 $\Rightarrow$ M1	3.935 **	2.795 *	0.961	1.181
	M1 $\Rightarrow$ 서울 아파트 가격	1.576	0.680	2.653 *	1.516
	지방광역시 아파트가격 $\Rightarrow$ M1	2.077	1.178	1.622	0.528
	M1 $\Rightarrow$ 지방광역시 아파트가격	0.070	3.052 **	1.821	0.441
M2	수도권 아파트 가격 $\Rightarrow$ M2	1.035	1.176	0.559	0.179
	M2 $\Rightarrow$ 수도권 아파트 가격	4.210 **	0.592	1.312	1.729
	서울 아파트 가격 $\Rightarrow$ M2	1.312	0.527	0.329	0.132
	M2 $\Rightarrow$ 서울 아파트 가격	5.463 ***	0.604	1.049	2.322 *
	지방광역시 아파트가격 $\Rightarrow$ M2	0.301	0.339	0.115	0.714
	M2 $\Rightarrow$ 지방광역시 아파트가격	0.772	0.174	0.561	0.261
단기 유동성	수도권 아파트 가격 $\Rightarrow$ 단기유동성			0.952	0.830
	단기유동성 $\Rightarrow$ 수도권 아파트 가격			15.741 ***	10.899 ***
	서울 아파트 가격 $\Rightarrow$ 단기유동성			1.811	1.710
	단기유동성 $\Rightarrow$ 서울 아파트 가격			10.881 ***	7.316 ***
	지방광역시 아파트가격 $\Rightarrow$ 단기유동성			0.072	0.055
	단기유동성 $\Rightarrow$ 지방광역시 아파트가격			1.586	1.317
가계 대출	수도권 아파트 가격 $\Rightarrow$ 가계대출			0.725	1.344
	가계대출 $\Rightarrow$ 수도권 아파트 가격			4.700 **	5.307 ***
	서울 아파트 가격 $\Rightarrow$ 가계대출			0.560	1.293
	가계대출 $\Rightarrow$ 서울 아파트 가격			5.458 ***	9.522 ***
	지방광역시 아파트가격 $\Rightarrow$ 가계대출			0.929	0.827
	가계대출 $\Rightarrow$ 지방광역시 아파트가격			0.144	0.540

주1: 모든 변수는 안정적 시계열인 변화를 자료로 변환하였으며 아파트가격 통계의 경우 KB부동산 아파트가격지수를 활용하여 분석

주2: 단기유동성, 가계대출은 자료의 한계로 글로벌 금융위기 이후 시점을 대상으로 분석함

자료: 한국은행 경제통계시스템, 주요 통화금융지표, M2상품별 구성내역(평잔)(<https://ecos.bok.or.kr>, 2021. 12.10 검색), KB부동산 월간 주택가격동향조사(<https://kbland.kr/pages/kbStatistics.html>, 2021. 12. 10 검색)를 활용하여 연구진 작성

2) 유동성의 지역적 영향력 차이

(1) 분석개요

글로벌 금융위기 이후인 2009년 1분기~2020년 4분기 자료를 이용하여 자기회귀항인 AR(1)항이 포함된 시계열 모형을 구축한 후 서울, 수도권, 지방 광역시에서의 유동성의 영향력을 비교 분석하였다. 주택가격변수는 체감력이 높은 한국부동산원의 아파트실거래가격지수를 이용하여 분석하고 유동성 변수는 대표적으로 M1, M2, 지역별 가계대출과 주택담보대출 지표를 이용하였다. 시계열모형의 자기상관문제를 제어할 수 있는 자기회귀항인 AR(1)모형을 이용하여 유동성의 영향력을 비교하여 분석하였다.

(2) 분석결과

① 기준금리의 지역주택시장 영향분석

AR(1)모형을 기준으로 하여 기준금리를 추가하여 지역별 유동성의 영향력을 분석한 결과, 기준금리는 서울과 수도권에서 통계적으로 유의한 음의 영향을 미치는 것으로 분석되었으며 아파트 가격에 미치는 영향의 크기는 ‘서울 > 수도권 > 지방광역시’로 나타났다. 기준금리의 계수값의 크기는 서울 -0.022, 수도권 -0.018, 지방광역시 -0.006으로 서울과 수도권에서의 영향력이 상대적으로 크게 나타났다.

표 3-8 | 기준금리의 지역별 아파트가격 변동에 미치는 영향력 분석 결과

구분	서울		수도권		지방광역시	
	계수값	t통계량	계수값	t통계량	계수값	t통계량
C	0.060	3.797 ***	0.046	3.486 ***	0.028	1.768 *
기준금리	-0.022	-2.673 **	-0.018	-2.711 ***	-0.006	-0.917
AR(1)	0.107	0.856	0.256	1.881 *	0.526	2.612 **
R^2	0.26		0.34		0.20	
D.W	1.86		1.98		1.77	

주1: 아파트가격은 분기별 실거래가격지수의 로그차분값을 적용

주2: *, **, ***은 각각 통계적 유의수준 10%, 5%, 1%에서 유의함을 의미. D.W은 자기상관문제를 식별하는 통계량으로 2를 기준으로 평가하며 2에 가까울수록 자기상관문제가 없다고 판단할 수 있음

자료: 한국은행 경제통계시스템. 기준금리(<https://ecos.bok.or.kr>, 2021. 12. 10 검색), KB부동산 월간 주택가격동향조사(<https://kbland.kr/pages/kbStatistics.html>, 2021. 12. 10 검색)를 활용하여 연구진 작성

지역시장의 특성을 고려하여 아파트매매거래, 주택준공실적, 미분양주택수, 아파트 전세가격지수 등의 지역변수를 추가하여 모형을 추정하여 분석하였다. 미분양주택수, 아파트전세가격지수는 단위근을 고려하여 1차 차분변수값을 적용하였으며 변수간의 상관관계 등을 고려하여 미분양주택수와 전세가격변동률을 지역변수로 최종 선정하여 분석하였다. 분석 결과, 금리의 영향은 절대값 기준으로 ‘서울 > 수도권 > 지방광역시’ 순이 유지된 가운데, 전세가격변동률의 영향력이 ‘서울 < 수도권 < 지방광역시’ 순으로 나타나, 지방의 경우 전세가격변동률 등 지역적 주택시장의 영향이 상대적으로 큰 것으로 나타났다.

표 3-9 | 지역변수를 고려한 기준금리의 지역별 아파트가격 변동에 미치는 영향력 분석 결과

구분	서울		수도권		지방광역시	
	계수값	t통계량	계수값	t통계량	계수값	t통계량
C	0.052	2.592 **	0.038	2.828 ***	0.023	4.615 ***
기준금리	-0.021	-2.179 **	-0.017	-2.628 **	-0.011	-5.109 ***
미분양주택수	-0.012	-0.911	-0.022	-1.674	-0.032	-3.870 ***
전세가격지수	0.300	0.891	0.434	1.942 *	1.070	9.450 ***
AR(1)	0.122	0.901	0.216	1.543	-0.194	-1.119 **
R^2	0.34		0.45		0.67	
D.W	1.83		1.89		1.79	

주1: 아파트가격은 분기별 실거래가격지수의 로그차분값을 적용

주2: *, **, ***은 각각 통계적 유의수준 10%, 5%, 1%에서 유의함을 의미. D.W은 자기상관문제를 식별하는 통계량으로 2를 기준으로 평가하며 2에 가까울수록 자기상관문제가 없다고 판단할 수 있음

자료: 한국은행 경제통계시스템, 기준금리(<https://ecos.bok.or.kr>, 2021. 12. 10 검색), KB부동산, 월간 주택가격동향조사(<https://kbland.kr/pages/kbStatistics.html>, 2021. 12. 10 검색), 국토교통통계누리, 미분양주택 현황보고(<https://stat.molit.go.kr/portal/main/portalMain.do>, 2021. 12. 10 검색)를 활용하여 연구진 작성

② 유동성의 주택시장 영향분석

AR(1)모형을 기준으로 하여 유동성 변수를 추가하여 지역별 유동성의 영향력을 분석한 결과, 유동성이 아파트 가격에 미치는 영향의 크기는 ‘서울 > 수도권 > 지방광역시’ 순으로 나타나 서울을 중심으로 유동성의 영향이 상대적으로 크게 나타났다. M1은 서울, 수도권에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났으며 계수값의 크기는 서울 0.468, 수도권 0.413으로 영향력이 상대적으로 큰 반면 지방광역시는 0.056으로 작았다. M2의 경우 통계적 유의성은 낮았으나 계수값의 크기는 서울이 1.576, 수도권 1.286, 지방광역시 0.670으로 서울과 수도권에서의 영향력이 상대적으로 크게 나타났다.

표 3-10 | M1과 M2의 지역별 아파트가격 변동에 미치는 영향력 분석 결과

구분		서울		수도권		지방광역시	
		계수값	t통계량	계수값	t통계량	계수값	t통계량
M1	C	0.005	0.505	0.000	-0.006	0.015	1.958 *
	DLOG(M1_SA)	0.468	2.082 **	0.413	2.221 **	0.056	0.364
	AR(1)	0.238	1.578	0.289	1.797 *	0.498	2.380 **
	R^2	0.19		0.30		0.19	
	D.W	2.02		2.04		1.70	
M2	C	-0.009	-0.487	-0.010	-0.720	0.005	0.671
	DLOG(M2_SA)	1.576	1.499	1.286	1.502	0.670	0.325
	AR(1)	0.257	1.958 *	0.381	2.636 **	0.538	0.011 **
	R^2	0.17		0.29		0.22	
	D.W	1.95		1.98		1.62	

주1: 아파트실거래가격지수, 미분양주택수, 아파트전세가격지수는 로그차분값 적용. DLOG(M1_SA), DLOG(M2_SA)은 각각 계절조정 M1, M2의 로그차분값을 의미

주2: *, **, ***은 각각 통계적 유의수준 10%, 5%, 1%에서 유의함을 의미. D.W은 자기상관문제를 식별하는 통계량으로 2를 기준으로 평가하며 2에 가까울수록 자기상관문제가 없다고 판단할 수 있음

자료: 한국은행 경제통계시스템. 주요 통화금융지표(M1)(<https://ecos.bok.or.kr>. 2021. 12.10 검색), KB부동산. 월간 주택가격동향조사(<https://kbland.kr/pages/kbStatistics.html>. 2021. 12. 10 검색)를 활용하여 연구진 작성

지역 주택시장 변수인 미분양주택수, 아파트전세가격지수를 포함하여 M1, M2의 유동성 변수의 영향력을 분석한 결과, 유동성이 아파트 가격에 미치는 영향의 크기는 ‘서울 > 수도권 > 지방광역시’ 순을 유지한 가운데 지역변수인 전세가격의 영향은 ‘서울 < 수도권 < 지방광역시’ 순으로 나타났다.

표 3-11 | M1과 M2의 지역별 아파트가격 변동에 미치는 영향력 분석 결과(지역변수 포함)

구분		서울		수도권		지방광역시	
		계수값	t통계량	계수값	t통계량	계수값	t통계량
M1	C	-0.001	-0.113	-0.005	-0.791	-0.002	-0.430
	DLOG(M1_SA)	0.447	2.183 **	0.351	2.472 **	0.202	1.376
	미분양주택수	-0.013	-1.238	-0.021	-1.524	-0.025	-1.799 *
	전세가격지수	0.372	1.196	0.447	1.839 *	0.881	5.700 ***
	AR(1)	0.310	2.130 **	0.345	2.109 **	-0.046	-0.157
	R^2	0.30		0.41		0.55	
	D.W	2.12		2.15		1.72	
M2	C	-0.016	-0.880	-0.012	-0.950	-0.009	-1.162
	DLOG(M2_SA)	1.692	1.805 *	1.002	1.504	0.715	1.540
	미분양주택수	-0.015	-1.235	-0.020	-1.697 *	-0.025	-1.751 *
	전세가격지수	0.265	1.012	0.433	2.116 **	0.918	5.433 ***
	AR(1)	0.283	2.110 **	0.413	2.914 ***	0.116	0.438
	R^2	0.29		0.38		0.56	
	D.W	2.00		2.04		1.80	

주1: 아파트실거래가격지수, 미분양주택수, 아파트전세가격지수는 로그차분값 적용. DLOG(M1_SA), DLOG(M2_SA)은 각각 계절조정 M1, M2의 로그차분값을 의미

주2: *, **, ***은 각각 통계적 유의수준 10%, 5%, 1%에서 유의함을 의미. D.W은 자기상관문제를 식별하는 통계량으로 2를 기준으로 평가하며 2에 가까울수록 자기상관문제가 없다고 판단할 수 있음

자료: 한국은행 경제통계시스템. 주요 통화금융지표(M1, M2)(<https://ecos.bok.or.kr>. 2021. 12.10 검색), KB부동산. 월간 주택가격동향조사(<https://kbland.kr/pages/kbStatistics.html>. 2021. 12. 10 검색), 국토교통통계누리. 미분양주택 현황보고(<https://stat.molit.go.kr/portal/main/portalMain.do>. 2021. 12. 10 검색)를 활용하여 연구진 작성

가계대출의 경우 M1과 유사한 특성을 보여 서울, 수도권에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났으며 계수값의 크기는 서울 1.188, 수도권 1.067, 지방광역시 0.468로 서울과 수도권에서 영향력이 상대적으로 크게 나타났다.

표 3-12 | 가계대출의 지역별 아파트가격 변동에 미치는 영향력 분석 결과

구분	서울		수도권		지방광역시	
	계수값	t통계량	계수값	t통계량	계수값	t통계량
C	-0.001	-0.058	-0.006	-0.714	0.007	0.550
DLOG(가계대출)	1.188	2.083 **	1.067	2.386 **	0.468	0.850
AR(1)	0.249	1.897 *	0.368	2.300 **	0.428	1.821 *
R^2	0.20		0.30		0.20	
D.W	1.91		2.03		1.77	

주1: 아파트가격은 분기별 실거래가격지수의 로그차분값을 적용. DLOG(가계대출)은 계절조정 가계대출의 로그차분값을 의미

주2: *, **, ***은 각각 통계적 유의수준 10%, 5%, 1%에서 유의함을 의미. D.W은 자기상관문제를 식별하는 통계량으로 2를 기준으로 평가하며 2에 가까울수록 자기상관문제가 없다고 판단할 수 있음

자료: 한국은행 경제통계시스템. 지역별 가계대출(<https://ecos.bok.or.kr>. 2021. 12. 10 검색) 통계, KB부동산 월간 주택가격동향조사(<https://kbland.kr/pages/kbStatistics.html>. 2021. 12. 10 검색)를 활용하여 연구진 작성

주택담보대출의 경우 가계대출과 비교하여 계수값의 크기가 상대적으로 작았고 통계적인 유의성도 낮은 것으로 나타났으며 계수값의 크기는 서울 1.002, 수도권 0.582, 지방광역시 0.286으로 서울과 수도권에서 상대적인 영향력이 크게 나타났다.

표 3-13 | 주택담보대출의 지역별 아파트가격 변동에 미치는 영향력 분석 결과

구분	서울		수도권		지방광역시	
	계수값	t통계량	계수값	t통계량	계수값	t통계량
C	0.004	0.336	0.003	0.382	0.011	0.837
DLOG(주택담보대출)	1.002	1.536	0.582	1.569	0.286	0.637
AR(1)	0.250	1.778 *	0.393	2.437 **	0.441	1.669 *
R^2	0.19		0.26		0.19	
D.W	1.95		2.06		1.74	

주1: 아파트가격은 분기별 실거래가격지수의 로그차분값을 적용. DLOG(주택담보대출)은 계절조정 주택담보대출의 로그차분값을 의미

주2: *, **, ***은 각각 통계적 유의수준 10%, 5%, 1%에서 유의함을 의미. D.W은 자기상관문제를 식별하는 통계량으로 2를 기준으로 평가하며 2에 가까울수록 자기상관문제가 없다고 판단할 수 있음

자료: 한국은행 경제통계시스템. 지역별 가계대출. (<https://ecos.bok.or.kr>. 2021. 12. 10 검색), KB부동산 월간 주택가격동향조사(<https://kbland.kr/pages/kbStatistics.html>. 2021. 12. 10 검색)를 활용하여 연구진 작성

6. 주요 시사점

1) 금리가 유동성 변동에 미치는 영향 확대

통화량 변동은 기준금리변동의 영향을 크게 받으며, 그 외 지급준비율 정책, 공개시장운영 등의 정책의 영향을 받는다. 글로벌금융위기 이후 금리와 통화량과의 음의 상관관계가 확대된 것으로 나타났으며 단기유동성, 은행권 가계대출과의 음의 상관성도 높은 것으로 나타났다. 자기회귀항인 AR(1)이 포함된 시계열 모형분석 결과에서도 글로벌금융위기 이후 기준금리와 통화량과의 음의 인과적 관계가 확대되었으며 이러한 관계는 서울과 수도권에서 더 큰 것으로 나타났다.

2) 금리와 유동성이 주택시장에 미치는 영향을 고려한 유동성 관리

구조적 벡터자기회귀(SVAR) 모형을 이용하여 유동성 지표인 금리와 통화량, 과잉유동성이 주택가격에 미치는 영향을 분석한 결과, 금리와 통화량, 과잉유동성 지표는 주택시장에 유의미한 영향을 미치는 것으로 분석되었다. 금리 1%p 상승충격은 민간소비, GDP 등 국민경제에 부정적인 영향을 미치는 것과 함께 아파트 매매가격을 15개월 후 최대 5.2% 하락(연간 환산 시 1.7%내외)시키는 효과가 있는 것으로 분석되었으며 통화량 10% 상승 충격은 아파트매매가격을 13개월 후 최대 1.4% 상승시키는 것으로 나타났으며 효과는 상당기간 지속되는 것으로 나타났다. 과잉유동성 지표인 마샬 k의 1% 상승 충격은 전국 아파트 매매가격을 9개월 후 최대 7.14% 상승시키는 효과가 있는 것으로 분석되었다. 이러한 결과는 최근 주택시장의 급격한 변동은 금리, 과잉유동성의 영향이 컸음을 시사하고 있으며 주택시장 안정을 위한 유동성 관리의 필요성을 보여주고 있다.

3) 서울, 수도권을 중심으로 유동성의 영향이 확대

유동성 지표와 아파트가격 변동과의 그랜저 인과관계 분석결과, 통화량 지표는 글로벌 금융위기 이전과 이후 모두 서울과 수도권을 중심으로 아파트가격 변동에 영향을 미치고 있는 것으로 나타났으며 특히, 단기유동성과 가계대출은 서울과 수도권 아파트 가격변동과의 그랜저 인과관계가 뚜렷하게 식별되었다. 자기회귀항인 AR(1)항이 포함된 시계열 모형 분석결과, 기준금리의 경우 서울과 수도권에 모두 강한 음(-)의 영향을 미치는 것으로 식별되었으며 M1과 가계대출의 경우에도 서울과 수도권에서 강한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 식별되었다. 지방광역시의 경우 서울, 수도권과 달리 기준금리, 통화량, 가계대출과의 인과관계가 식별되지 않아 유동성 관리를 통한 주택 시장 안정은 우선적으로 서울과 수도권을 중심으로 이루어질 필요가 있음을 보여준다. 지방 광역시의 경우 서울, 수도권과 비교하여 상대적으로 유동성 요인보다는 미분양주택, 전세가격 등 지역시장의 영향이 크게 작용하고 있는 것으로 나타났다.



CHAPTER 4

차주별 가계대출 변화와 차입제약 영향

- 1. 차주단위의 가계대출 변화분석 85
- 2. 차주별 가계대출의 주택시장 영향분석 91
- 3. 주택금융규제의 차입제약 영향분석 98
- 4. 주요 시사점 120

04 차주별 가계대출 변화와 차입 계약 영향

본 장에서는 코로나19 이후 저금리에 기인한 확장적 통화정책이 소득계층별로 어떻게 나타났는지를 KCB의 가계부채목적의 비식별 개인신용정보 자료를 통해 살펴보았다. 저금리에 기인한 유동성은 소득이 상대적으로 높은 계층에 집중되었으며, 주택금융규제는 주택담보대출 증가를 억제했지만 신용대출 증가의 풍선효과를 낳았다. 규제지역에서의 주택금융규제는 가계대출과 주택시장 안정에 제한적인 영향을 미쳐, 주택금융규제의 효과를 제고할 필요가 있음을 확인하였다. 지역, 주택가격, 소득수준별로 주택금융규제의 유형에 따라 차입계약이 다르게 나타나는데 상환능력중심의 DSR 규제가 동반될 때 LTV 규제의 효과가 제고될 수 있음을 확인하였다.

1. 차주단위의 가계대출 변화분석

1) 분석개요

코로나19 이후 저금리에 의한 가계부채의 증가가 주택담보대출과 신용대출 등 대출 유형, 소득수준, 수도권과 비수도권 등 지역에 따라 어떤 특성을 보였는지 살펴볼 필요가 있다. 또한 시·군·구 단위에서의 가계대출의 증가가 지역 주택시장에 어떤 영향을 미쳤는지를 미시적으로 분석할 필요가 있다. 현재 정부에서는 규제지역에서 LTV, DTI 규제를 적용하고 있는데 이러한 규제가 해당 지역에서 대출증가와 주택가격 안정에 기여했는지를 살펴볼 필요가 있다. 이러한 분석을 효과적으로 수행하기 위해서는 시·군·구 단위의 가계대출 자료, 소득계층별 대출자료가 필요하다. 한국은행의 가계신용 통계에서는 시도단위별로 대출유형별 통계를 제공하지만, 시·군·구 단위, 소득계층별

대출자료는 제공하지 않아 분석에 한계가 존재한다.

코리아크레딧뷰로(KCB)의 차주별 개인신용정보 자료를 활용하면 소득계층 및 시·군·구 단위의 대출현황을 알 수 있다. 이를 위해서 KCB 가계부채목적의 비식별 개인신용정보 자료를 활용하여 차주단위 분석을 수행하였다. KCB 가계부채목적의 비식별 개인신용정보 자료는 국토연구원-코리아크레딧뷰로(Korea Credit Bureau)의 업무협약에 따라 활용할 수 있게 되었으며, 차주 단위의 가계부채 관련 연구가 가능한 최소 200만 건 표본을 확보할 수 있었다. 이 데이터에는 차주 단위의 가계부채와 부채목적 등 필수 변수를 포함하고 있고, 주택보유 여부, 연령대, 추정 월소득, 부동산자산 공시 금액 등 다양하게 활용할 수 있는 변수가 있다. 분석기간은 기준금리가 본격 인하되기 시작한 2019년 6월 이후를 중심으로 자료확보가 가능한 2019년 6월과 최신 자료인 2020년 12월 기준 사이의 가계부채 변화를 분석하였다. 주요 분석내용은 차주별 평균 부채금액, 부채보유 차주비율, 부채보유 가구를 중심으로 부채유형별, 주거용부동산 보유여부별, 지역 및 소득수준별 평균 부채 변화 등이다.

2) 분석결과

2019년 6월 대비 2020년 12월 기준으로 1인당 평균 부채는 신용대출을 중심으로 증가한 것으로 나타났다. 동기간 1인당 평균 총부채는 3.4% 증가한 342.9십만 원이고, 신용대출 잔액은 동기간 24.7% 증가한 90.4십만 원이다. 반면, 1인당 주택담보대출 잔액은 1년 6개월 간 4.9% 감소하여 156.4십만 원으로 나타났다.

표 4-1 | 차주의 부채 유형별 평균 부채잔액(부채 없는 차주 포함)

(단위: 십만 원, %)

구 분	2019년 6월	2020년 12월	변화율
총부채잔액	331.6	342.9	3.4%
신용대출잔액	72.5	90.4	24.7%
주택담보대출잔액	164.4	156.4	-4.9%
주택외담보대출잔액	91.3	92.8	1.6%
기타대출잔액	3.5	3.3	-5.7%

주: 2019년 6월(2,389,999건), 2020년 12월(2,387,082건)

자료: KCB 가계부채목적의 비식별 개인신용정보 자료를 토대로 연구진 작성

부채를 보유한 차주는 동기간 2.7%p 감소하여 전체 가구 중 36.4%를 나타내고 있으며 신용대출을 보유한 가구는 1.2%p 감소한 25.3%, 주택담보대출을 보유한 가구는 8.7%p 감소한 12.6% 수준을 보이고 있다.

표 4-2 | 부채유형별 평균 부채 보유 가구 비율

(단위: %, %p)

구 분	2019년 6월	2020년 12월	변화율
총부채잔액	37.4%	36.4%	-2.7%p
신용대출잔액	25.6%	25.3%	-1.2%p
주택담보대출잔액	13.8%	12.6%	-8.7%p
주택외담보대출잔액	13.0%	13.0%	0.0%p
기타대출잔액	0.9%	0.7%	-22.2%p

주: 2019년 6월(2,389,999건), 2020년 12월(2,387,082건)

자료: KCB 가계부채목적의 비식별 개인신용정보 자료를 토대로 연구진 작성

부채를 보유한 차주의 평균 총부채잔액은 1년 6개월 간 6.1% 증가하여 942.1십만 원이며 이 중에서 신용대출을 보유한 차주의 평균 신용대출은 동기간 26.2% 증가하여 357.8십만 원, 주택담보대출을 보유한 차주의 평균 주택담보대출액은 4.9% 증가한 1,246.6십만 원이다.

표 4-3 | 부채유형별 평균 부채잔액(부채보유 차주)

(단위: 십만 원, %)

구 분	2019년 6월	2020년 12월	변화율
총부채잔액	887.9	942.1	6.1%
신용대출잔액	283.6	357.8	26.2%
주택담보대출잔액	1,188.4	1,246.6	4.9%
주택외담보대출잔액	702	716.4	2.1%
기타대출잔액	411.5	441.6	7.3%

주: 2019년 6월(2,389,999건), 2020년 12월(2,387,082건)

자료: KCB 가계부채목적의 비식별 개인신용정보 자료를 토대로 연구진 작성

주거용부동산 보유 개인은 총부채가 3.5% 감소했던 반면 미보유 개인은 총부채 16.8% 증가한 것으로 나타나 대조를 보였다. 주거용부동산을 보유한 개인은 신용대출 잔액이 24.3%, 미보유 개인은 25.0% 증가한 것으로 나타나 주거용부동산의 보유여부와 관계없이 신용대출이 크게 증가한 것으로 나타났다. 주택담보대출 잔액은 주거용부동산을 보유한 개인이 9.2% 감소했던 반면, 미보유한 개인은 17.7% 증가하였는데 이는 최근 크게 증가했던 전세자금대출이 주택담보대출로 취급됨에 따라 나타난 현상으로 보인다. 주거용부동산 보유 채수와 무관하게 신용대출이 증가(1채: 24.0%, 2채: 27.6%, 3채 이상: 8.4%)하였으며 주택담보대출은 주거용부동산 보유 호수가 증가할수록 2019년 6월 대비 2020년 12월 감소율이 높은(1채: -6.4%, 2채: -12.9%, 3채 이상: -24.4%) 특징을 보였다.

표 4-4 | 주거용 부동산보유 건수별 부채유형별 부채잔액

(단위: 천억 원, %)

구 분		2019년 6월	2020년 12월	변화율	
보유	총부채 잔액	529.3	510.9	-3.5%	
	신용대출 잔액	87.9	109.3	24.3%	
	주택담보대출 잔액	331.9	301.4	-9.2%	
	주택외담보대출 잔액	104.4	95.5	-8.5%	
	기타대출 잔액	5.2	4.7	-7.9%	
1채	총부채 잔액	387.2	385.1	-0.5%	
	신용대출 잔액	70.0	86.9	24.0%	
	주택담보대출 잔액	239.1	223.8	-6.4%	
	주택외담보대출 잔액	74.1	70.6	-4.6%	
	기타대출 잔액	4.0	3.8	-6.7%	
	2채	총부채 잔액	98.3	91.0	-7.4%
		신용대출 잔액	13.5	17.2	27.6%
		주택담보대출 잔액	64.8	56.4	-12.9%
		주택외담보대출 잔액	19.2	16.5	-13.8%
		기타대출 잔액	0.8	0.8	-4.6%
	3채 이상	총부채 잔액	43.9	34.9	-20.4%
		신용대출 잔액	4.4	5.2	18.4%
		주택담보대출 잔액	28.0	21.2	-24.4%
		주택외담보대출 잔액	11.2	8.3	-25.4%
		기타대출 잔액	0.3	0.2	-33.9%
미보유	총부채 잔액	263.3	307.5	16.8%	
	신용대출 잔액	85.3	106.6	25.0%	
	주택담보대출 잔액	61.1	71.9	17.7%	
	주택외담보대출 잔액	113.8	126.0	10.7%	
	기타대출 잔액	3.2	3.0	-5.1%	

주: 2019년 6월(2,389,999건), 2020년 12월(2,387,082건)

자료: KCB 가계부채목적의 비식별 개인신용정보 자료를 토대로 연구진 작성

지역별로 살펴보면 지난 1년 6개월간 총부채 잔액은 수도권이 7.0% 증가했던 반면 비수도권은 0.0%로 변화가 없었던 점에서 대조를 보였다. 신용대출 잔액은 수도권 34.2%, 비수도권 17.4% 각각 증가하였던 반면, 주택담보대출 잔액은 수도권 2.4%, 비수도권 7.5% 각각 감소하였다.

표 4-5 | 거주지역별(수도권/비수도권) 부채유형별 부채잔액

(단위: 천억 원, %)

구 분		2019년 6월	2020년 12월	변화율
수도권	총부채 잔액	368.4	394.4	7.0%
	신용대출 잔액	74.5	100.0	34.2%
	주택담보대출 잔액	191.7	187.1	-2.4%
	주택외담보대출 잔액	100.8	105.9	5.0%
	기타대출 잔액	1.4	1.4	-1.1%
비수도권	총부채 잔액	424.2	424.1	0.0%
	신용대출 잔액	98.7	115.8	17.4%
	주택담보대출 잔액	201.2	186.2	-7.5%
	주택외담보대출 잔액	117.4	115.7	-1.4%
	기타대출 잔액	6.9	6.4	-8.0%

주: 2019년 6월(2,389,999건), 2020년 12월(2,387,082건) 등 200여만 건의 표본을 대상으로 한 것으로 전체 차주의 대출잔액이 아님에 유의할 필요

자료: KCB 가계부채목적의 비식별 개인신용정보 자료를 토대로 연구진 작성

소득수준별로 살펴보면 지난 1년 6개월간 저소득 개인의 부채는 감소했던 반면 중소득, 고소득 부채잔액이 증가한 특성을 보였다. 신용대출 잔액은 저소득 계층은 36.2% 감소했던 반면, 중소득 24.3%, 고소득 34.2% 각각 증가하여 확장적 통화정책이 상대적으로 소득이 높은 계층에 집중되었던 것을 확인할 수 있다. 주택담보대출 잔액은 동기간 저소득 계층에서 44.4% 감소했던 반면, 중소득에서 24.3% 증가하여 대조를 보였으며 고소득은 0.2% 감소한 것으로 나타났다. 이는 중소득 계층에서 자가를 구입한 비율이 많았음을 간접적으로 보여주고 있다.

표 4-6 | 소득수준별 부채유형별 부채잔액

(단위: 십만 원, %)

구 분		2019년 6월	2020년 12월	변화율
저소득	총부채 잔액	99.8	56.6	-43.3%
	신용대출 잔액	16.7	10.7	-36.2%
	주택담보대출 잔액	51.4	28.6	-44.4%
	주택외담보대출 잔액	30.3	16.6	-45.1%
	기타대출 잔액	1.4	0.7	-51.4%
중소득	총부채 잔액	246.6	275.0	11.5%
	신용대출 잔액	47.9	59.6	24.3%
	주택담보대출 잔액	129.2	132.9	2.9%
	주택외담보대출 잔액	66.8	79.8	19.3%
	기타대출 잔액	2.5	2.7	7.6%
고소득	총부채 잔액	446.2	486.9	9.1%
	신용대출 잔액	108.5	145.6	34.2%
	주택담보대출 잔액	212.3	211.8	-0.2%
	주택외담보대출 잔액	121.1	125.2	3.4%
	기타대출 잔액	4.4	4.4	-0.7%

주1: 2019년 6월(2,389,999건), 2020년 12월(2,387,082건)

주2: 소득수준은 월평균 (추정) 총소득 기준 저소득(4/10분위 이하), 중소득(5/10~8/10분위), 고소득(9/10분위 이상)으로 구분

자료: KCB 가계부채목적의 비식별 개인신용정보 자료를 토대로 연구진 작성

2. 차주별 가계대출의 주택시장 영향분석

1) 분석방법 및 자료

본 절에서는 유동성이 주택매매가격 변화율에 미치는 영향과 주택금융규제가 유동성에 미치는 영향을 분석하기 위해 수도권·시·군·구를 대상으로 회귀분석을 실시하였다. 관련 선행연구에 의하면 주택매매가격 변화율에 영향을 미치는 요인으로는 거시경제 요인인 금리, 유동성과 정책적 요인인 규제지역 여부, LTV, DTI 규제 수준, 지역경제 및 주택시장 요인인 공급물량, 미분양물량, 거래량, 소비자물가, 심리적 요인인

소비심리지수 등인 것으로 나타났다. 거시경제 요인 중 유동성의 경우 일반적으로 M2 변화량, 전국 또는 시·도단위 주택담보대출 변화량을 대부분 활용하고 있으며, 시중 유동성이 증가하면 아파트가격 상승률도 확대하는 것으로 알려져 있다. 이 연구에서는 기존 연구에서 다루어졌던 유동성 변수가 아닌 개별 차주 단위 자료를 시·군·구 단위로 풀링(pooling)한 유동성 자료를 바탕으로 선행연구와 유사한 결과가 도출되는지 분석하고자 한다. 본 연구에서도 선행연구에서 언급된 거시경제, 정책, 지역, 심리적 요인을 통제변수로 활용하였으며, 주택매매가격 변화율은 수요자들의 시장 체감도를 감안하여 아파트 실거래가 자료를 이용하였다. 이를 바탕으로 분석모형을 수식으로 나타내면 아래와 같다.

$$P = \alpha_0 + \beta X + \gamma debt + \epsilon$$

P : 각 시·군·구의 아파트실거래가지수의 변화율

X : 통제변수로 LTV 규제, 실업률, 아파트매매거래량, 준공물량, 외지인 아파트거래비율, 매매심리지수

$debt$: 유동성의 대리변수인 총부채, 신용대출, 주택담보대출을 의미함

분석의 주요 변수는 $debt$ 로 수도권 시·군·구별 총부채, 신용대출총액, 주택담보대출총액에 대해 각각 분석을 수행하였다. 한편, 주택금융정책 변수인 LTV 규제가 수도권 시·군·구별 총부채, 신용대출총액, 주택담보대출총액 변화율에 어떤 영향을 미치는지를 분석하기 위해 회귀분석을 수행하였으며, 통제변수로는 아파트매매가격 변화율과 준공물량을 고려하였다. 이를 바탕으로 분석모형을 수식으로 나타내면 아래와 같다.

$$Debt = \alpha_0 + \beta LTV + \gamma P + \delta Vol + \epsilon$$

$Debt$: 유동성의 대리변수로 각 시·군·구의 총부채, 신용대출, 주택담보대출 변화율을 의미

LTV : 각 시·군·구의 LTV 규제 한도

P : 각 시·군·구의 아파트실거래가지수의 변화율

Vol : 통제변수로 수도권 각 시·군·구의 준공물량

분석 자료는 2020년 기준으로 작성되었으며, 종속변수는 한국부동산원의 아파트실거래가지수의 변화율을 사용하였고, 유동성의 대리변수인 총부채, 신용대출, 주택담보대출 변화율은 KCB 가계부채목적의 비식별 개인신용정보 자료를 이용하였다. 아파트실거래가지수 변화율은 수도권 시·군·구 단위로 전년동월대비 변화율을 적용하였다. 분석의 주요 변수인 총부채, 신용대출, 주택담보대출 변화율은 KCB에서 제공하는 차주 단위 부채자료를 시·군·구 단위로 풀링한 후 전년동월대비 변화율을 활용하였다. 그 외 통제변수인 소비자물가지수 변화율, 실업률은 시·군·구별 자료가 제공되지 않아 시도별 통계를 반영하였으며, 아파트매매거래량 변화율은 시·군·구 단위의 연간 아파트매매거래량의 변화율을 적용하였다. 준공물량은 부동산114에서 제공하는 입주물량을 활용하였으며, 각 시·군·구의 주민등록세대수 대비 입주물량으로 변환하여 반영하였다. 외지인 아파트거래비율은 시·군·구별 아파트매매거래 대비 관할 시·군·구의 거래량의 비율을 적용하였으며, LTV 상한과 주택매매소비심리지수는 국토연구원 내부 자료를 활용하였고, 주택매매소비심리지수의 경우 수준 변수를 적용하였다.

각 변수에 대한 추정치의 예상 부호는 아래 표와 같으며, γ 의 추정치가 유의한 양(+)의 값으로 나타내면 시중 유동성이 증가할수록 아파트매매가격 변화율이 증가하는 것으로 해석할 수 있다. LTV 상한(규제비율) 변수의 β 의 추정치가 유의한 양(+)의 값으로 나타내면 LTV 규제가 완화된 지역일수록 시중 유동성이 증가하는 것으로 해석할 수 있다.

표 4-7 | 추정치의 예상부호

구분		변수		부호	출처
주택가격과 유동성의 관계	종속변수(P)	아파트실거래가격지수의 변화율			한국부동산원
	독립변수(X)	소비자물가지수 변화율		+	통계청
		LTV 상한(무주택자 기준)		+	국토연구원
		실업률		-	통계청
		아파트매매거래량 변화율		+	한국부동산원
		준공물량		-	부동산114
		외지인 아파트거래비율		+	한국부동산원
		주택매매소비심리지수		+	국토연구원
		유동성	총부채 변화율	+	KCB
			신용대출 변화율		
			주택담보대출 변화율		
유동성과 주택금융규 제의 관계	종속변수(P)	유동성	총부채 변화율		KCB
			신용대출 변화율		
			주택담보대출 변화율		
	독립변수(X)	아파트실거래가격지수의 변화율		+	한국부동산원
		LTV 상한(무주택자 기준)		+	국토연구원
		준공물량		+	부동산114

자료: 연구진 작성

2) 분석결과

(1) 분석자료의 기초통계

기초통계량을 분석한 결과, 2020년 아파트실거래가지수의 변화율은 평균 18.86%인 것으로 나타났으며, 최소값과 최대값이 각각 2.03%, 34.77%로 나타나 시·군·구별 차이가 큰 것으로 확인되었다. 유동성을 나타내는 총부채, 신용대출, 주택담보대출 변화율의 평균은 각각 4.59%, 11.80%, 1.22%로 신용대출의 변화율이 가장 큰 것으로 나타났다. 각 유동성 변화율의 평균은 유동성을 측정하는 대리지표의 종류에 따라 차이가 큰 것으로 나타났으며, 표준편차는 총부채 변화율이 신용대출이나 주택담보대출보다 낮기는 하지만 큰 차이는 없는 것으로 분석되었다. 아파트매매거래량도 평균적으로 68.52% 변화한 것으로 나타났으며, 표준편차도 56.3%로 커 수도권의 경우 전

체적인 거래량이 증가한 가운데 시·군·구별 아파트매매거래량에 차이가 컸던 것으로 볼 수 있다. 주택매매심리지수는 평균적으로 130.92 수준이었으며, 표준편차는 7.9인 것으로 나타났으나, 최소와 최대값이 각각 106.35와 143.28로 나타나 시·군·구에 따라 매매심리지수의 격차는 클 수 있다.

표 4-8 | 기초통계

구분	변수	평균	표준편차	최소	최대
종속변수(P)	아파트실거래가격지수의 변화율	18.86	7.94	2.03	34.77
독립변수(X)	소비자물가지수 변화율	0.64	0.06	0.61	0.78
	LTV 상한	52.94	14.60	40.00	70.00
	실업률	4.38	0.29	4.00	4.60
	아파트매매거래량 변화율	68.52	56.59	-22.66	267.47
	준공물량	2.02	2.48	0.00	12.78
	외지인 아파트거래비율	56.30	8.31	35.85	75.17
	매매심리지수	130.92	7.90	106.35	143.28
	유동성	총부채 변화율	4.59	-19.77	35.32
		신용대출 변화율	11.80	-10.30	42.33
		주택담보대출 변화율	1.22	-20.19	40.98

자료: <표4-7>의 자료를 바탕으로 연구진 작성

(2) 유동성과 주택매매가격 변화율과의 관계

회귀분석 결과, 시중 유동성이 증가하면 수도권 아파트매매가격 변화율은 상승하는 것으로 분석되었으며, 특히 주택담보대출 변화율이 신용대출이나 총부채 변화율보다 더 큰 영향을 미치는 것으로 확인되었다. 시중 유동성의 대리변수인 총부채, 신용대출, 주택담보대출 변화율의 추정치는 각각 0.2051, 0.1748, 0.2092로 나타나 유동성 증가가 아파트매매가격 변화율을 증가시키는 것으로 나타났다. 표준화 Beta의 순위는 총부채 모형은 7번째, 신용대출 모형은 6번째, 주택담보대출 모형은 7번째로 나타나 큰 차이를 보이지는 않았으나, 각 모형에서 유동성 대리변수의 표준화 Beta 값은 주택담보대출 변화율이 상대적으로 큰 것으로 분석되었다.

표 4-9 | 분석결과

변수	모형 1			모형 2			모형 3		
	추정치	표준화 Beta	순위	추정치	표준화 Beta	순위	추정치	표준화 Beta	순위
소비자물가지수 변화율	43.1645	0.319	4	48.4262*	0.358	4	46.8993	0.347	4
LTV 상한(규제비율)	-0.4432**	-0.815	1	-0.4929***	-0.907	1	-0.4662***	-0.858	1
실업률	-12.3640*	-0.456	3	-12.9545*	-0.478	2	-13.7508*	-0.508	3
아파트매매거래량 변화율	0.0438**	0.312	5	0.0500**	0.357	5	0.0397*	0.283	6
준공물량	-0.8397*	-0.263	6	-0.7354*	-0.230	7	-0.9100**	-0.285	5
외지인 아파트거래비율	-0.1292	-0.135	8	-0.1491	-0.156	8	-0.1196	-0.125	8
매매심리지수	0.4952***	0.493	2	0.4732***	0.471	3	0.5236***	0.521	2
유동성	총부채 변화율	0.2051***	0.241	7					
	신용대출 변화율			0.1748**	0.233	6			
	주택담보대출 변화율						0.2092**	0.273	7
절편	9.1049			13.2100			10.8523		
adj,R2	0.500			0.5011			0.5132		

주1: 소비자물가지수와 실업률은 시도 단위의 자료를 반영

주2: 외지인 아파트거래비율은 시·군·구별 아파트매매거래 대비 관할시·군·구의 거래량의 비율임

주3: 준공물량은 해당 시·군·구의 입주물량을 주민등록세대수로 나눈 값을 백분율로 변환한 값임

주4: ***, **, *는 1%, 5%, 10% 유의수준에서 통계적으로 유의함을 의미함

자료: <표4-7>의 자료를 바탕으로 연구진 작성

통제변수 중 아파트매매거래량 변화율과 매매심리지수는 아파트매매가격 변화율에 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타나 거래량이나 매매심리지수가 증가하면 가격도 증가하는 것으로 분석되었다. 준공물량은 대부분의 선행연구에서 제시된 바와 같이 공급물량이 증가하면 아파트매매가격이 감소하는 것으로 분석되었다. 소비자물가지수의 경우 신용대출 모형에서만 통계적으로 유의한 것으로 추정되었으며, 소비자물가지수 변화율이 높아지면 아파트매매가격도 상승하는 것으로 볼 수 있다. LTV 상한(규제비율)은 아파트매매가격 변화율에 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났는데 이는 LTV 상한(규제비율)이 높은 지역(규제가 완화된 지역)일수록 아파트매매가격 상승률이 낮은 것으로 예상과 반대로 나타났다. 이러한 결과에 대하여 가격 상승률이 높

은 지역에서 LTV 규제가 강하게 적용되고 있는 현상을 반영한 것일 수도 있으나 전세금 또는 신용대출을 통한 주택구입이 가능한 상황에서 LTV 규제의 한계로도 해석할 수 있다.

(3) 주택금융규제와 유동성과의 관계

분석 결과, LTV 규제가 통계적으로 유의하지는 않았지만 LTV 상한(규제비율)이 높을수록(규제가 완화될수록) 주택담보대출은 증가할 가능성이 있는 것으로 확인되었다. 총부채와 신용대출 변화율에 대한 LTV 규제 추정치는 음(-)의 부호를 나타내고 주택담보대출 변화율에 대해서는 양(+)의 부호를 보여 LTV 규제비율이 높을수록(규제가 완화될수록) 주택담보대출은 증가할 가능성이 있는 것으로 분석되었다.

LTV 규제비율이 낮을수록(규제수준이 강화될수록) 신용대출이 증가하는 풍선효과가 나타날 수 있는 것으로 분석되었다. 이러한 분석결과는 앞선 분석에서 LTV 규제가 강화된 지역에서 주택가격 상승률이 더 크게 나타난 이유 중 하나로 추론해볼 수 있다. 단, 추정치가 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타나 일정부분 한계가 존재하며 향후 시계열이나 패널자료를 활용하여 추가적인 분석을 수행할 필요가 있다. 한편, 통제변수인 준공물량은 주택담보대출과 신용대출과 통계적으로 유의미한 관계가 있는 것으로 나타났는데, 이는 신규 입주물량이 증가할 경우 가계대출이 증가할 수 있음을 보여주고 있다.

표 4-10 | 분석결과

변수		모형 1		모형 2		
		추정치	표준화 Beta	추정치	표준화 Beta	순위
총부채 변화율	아파트매매가격 변화율			0.2442	0.208	2
	LTV 상한(규제비율)	-0.0378	-0.059	-0.0382	-0.060	3
	준공물량			1.6858	0.449***	1
	절편	6.5974		-1.3876		
	adj,R2	-0.0168		0.1877		
주택담보대출 변화율	아파트매매가격 변화율			0.2506	0.192	2
	LTV 상한(규제비율)	0.0713	0.101	0.0715	0.101	3
	준공물량			1.7083	0.410***	1
	절편	-2.5540		-10.7380		
	adj,R2	-0.0101		0.1537		
신용대출 변화율	아파트매매가격 변화율			0.2605	0.195	2
	LTV 상한(규제비율)	-0.0279	-0.038	-0.0183	-0.025	3
	준공물량			1.4656	0.344**	1
	절편	13.2761		4.9059		
	adj,R2	-0.0189		0.0943		

주1: 준공물량은 해당 시·군·구의 입주물량을 주민등록세대수로 나눈 값을 백분율로 변환한 값임

주2: ***, **, *는 1%, 5%, 10% 유의수준에서 통계적으로 유의함을 의미함

자료: 연구진 작성

3. 주택금융규제의 차입제약 영향분석

1) 주택금융규제에 따른 차입제약 관련 이론

유동성과 밀접하게 관련이 있는 주택금융규제 정책변화에 따라 주택을 구매하려 하거나 임차하려는 가구가 차입할 수 있는 자금 규모가 달라질 수 있고, 이러한 차입 가능 자금 규모에 따라 가구가 차입제약 상황에 놓일 수 있다. 가구 점유형태 및 주택소비를 결정할 때 소득제약보다 자산제약이 더 큰 영향을 주고(Linneman et al., 1997), 이러한 자산제약을 극복하기 위해 초기 주택마련 자금이 부족한 가구들은 주택

금융을 활용하여 자산제약을 완화하여 왔다(정의철, 2005). 따라서 정부가 주택금융 규제를 강화할 경우 저소득·저자산·저신용 가구 등과 같이 축적된 자산이 상대적으로 적은 가구들은 초기 주택마련 자금에 어려움에 직면할 것으로 예상된다(이호진·고성수, 2017).

주택금융규제 정책은 가구 자금조달능력에 영향을 주어 주택소비에 영향을 주는데 이는 최성호·송연호(2015) 등에 의해 실증적으로 확인이 되었다. 최성호·송연호(2015)는 주택담보대출 규제완화(LTV·DTI)에 따라 가구 주택구매여력의 변화를 확인하기 위해 모의실험을 실시하였다. 이 연구에서는 부동산114의 아파트 시세자료와 KCB의 가계대출정보를 결합하여 차주 단위의 규제완화에 따른 주택구매여력을 확인한 결과, LTV 규제 완화는 구매여력에 많은 영향을 미치지만 DTI 규제는 상대적으로 적은 영향을 미치는 것으로 확인하였다. 또한, 규제완화는 고소득층을 중심으로 큰 영향을 미치기 때문에 제도적 보완의 필요성을 제기하였다.

차입제약은 주택에 대한 수요(혹은 소비)에 영향을 미칠 수 있으므로 부동산시장에 직·간접적인 영향을 미친다. 차입제약과 주택수요(혹은 소비)와의 관계를 규명한 많은 연구가 있는데, 특히 주택금융이 활성화된 미국 등 선진국에서는 가구의 주택금융 차입제약에 관한 연구가 활발하게 이루어져 왔다.

Zorn(1989)¹⁾은 편예산제약선(piecewise-linear budget constraint) 모형을 응용하여 주택담보대출에 대한 차입제약이 주택소비에 미치는 영향을 분석하였다. 가구의 최적주택소비규모는 금융기관의 대출자격 조건에 의해 제한을 받게 되는데, 이 경우 차입자의 신용도에 따라 금리와 거래비용이 차등으로 적용받는다.

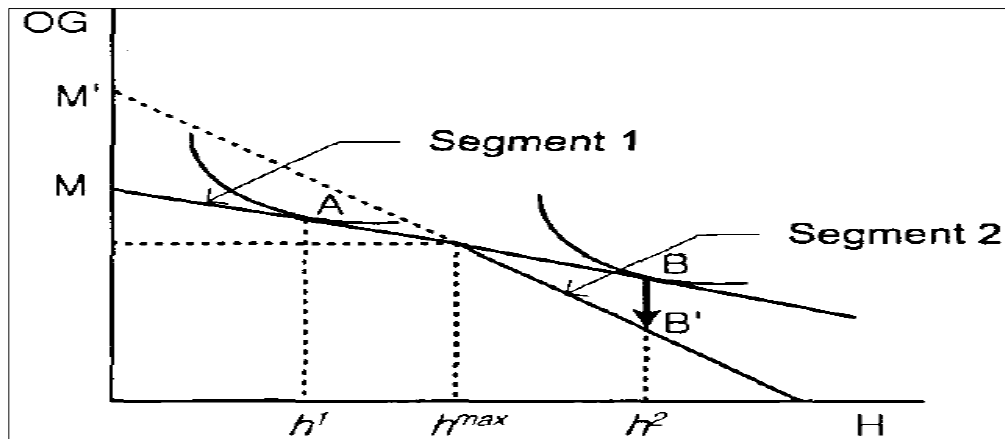
차입제약과 주택소비 관계에 있어 편예산제약선을 응용한 Zorn(1993)은 차입제약에 직면해 있는 가구의 상황을 Moffitt(1986)의 모형을 이용하여 설명하였다(김영철·최내영 2004)²⁾.

1) Zorn, P. M. (1989). Mobility-Tenure Decisions and Financial Credit: Do Mortgage Qualification Requirements Constrain Homeownership?. Real Estate Economics, 17(1), 1-16.

2) 차입제약과 주택소비에 관한 이론은 김영철·최내영. 2004. 장기주택금융의 차용제약이 가구의 주택소비에 미치는 영향에 관한 연구. 국토계획 39권, 1호. pp.225-226의 내용을 요약하여 기술함

주택(H)과 기타재(OG)로 이루어진 가구의 예산제약선을 가정했을 때, 가구의 주택 소비는 대출기관에 의한 대출 자격 조건에 의해 제한을 받게 된다. 대출자는 과도한 대출로 인해 발생하는 채무불이행 위험(default risk)을 줄이기 위해 대출자격의 일정 기준을 넘어 가는 대출에 대해 높은 이자비용을 요구한다. 따라서 가구의 예산제약선은 대출자격조건으로 제약이 발생하는 시점에서 굴절점($H^{\max}$)을 갖는 편예산제약선 형태를 가지게 된다.

그림 4-1 | 차입제약으로 인한 효용의 감소



자료: Zorn, 1993; 김영철·최내영, 2004. p. 226. 재인용

Pick segment 1 if $h^1 \leq h^{\max}$

Pick segment 2 if $h^2 > h^{\max}$

Pick kink if $h^2 \leq h^{\max} < h^1$

〈그림 4-1〉에서와 같이 h^1 에서 가구의 주택소비가 이루어졌다면 이 가구는 상대적으로 적은 주택대출비용으로 효용을 극대화 한 것이며, h^2 에서 주택소비가 이루어졌다면 이 가구는 상대적으로 많은 이자비용으로 효용을 극대화한 것이다. 즉 대출자(lender)의 제한으로 가구 주택소비가 B 에서 B' 로 결정되고 결과적으로 가구 효용이 감소하게 된다. 결과적으로 차입제약은 가구의 주택소비를 감소하게 할 수 있다.

국내에서도 같은 모형을 응용하여 김영철·최내영(2004), 고성수·윤여선(2008) 등이 주택담보대출에 대한 차입제약이 주택소비에 미치는 영향을 고찰하였다. 김영철·최내영(2004)은 각 가구가 선호하는 주택소비의 크기를 각 가구의 최적주택 소비규모로 가정하고 특정 금융 규제 조건³⁾에서 차입제약 상태에 놓이는 가구를 모의실험 하였다. 특히, 주택금융이 주택소비와 주택마련을 촉진하는 촉매제의 역할을 할 수 있지만, 이러한 역할은 차입제약으로 인해 특정 집단에 불리하게 작용할 수 있다는 점을 지적하였다. 전세가구의 차입제약가구 비율이 자가가구의 차입제약가구 비율보다 높으며⁴⁾, 30대가 40대보다 차입제약으로 더 많은 어려움을 겪고 있음을 확인하였다. 즉, 주택금융은 차입제약으로 인하여 일부 계층의 주택소비를 감소시키는 결과를 가져왔다.

고성수·윤여선(2008) 또한 주택금융을 활용하는 가구의 차입제약을 분석하여, 소득분위별로 주택금융이 주택소비에 미치는 영향을 확인하였다. 이 연구에서 차입제약가구의 모의실험 결과, LTV 규제와 비교하여 DTI 규제 강화는 차입제약가구 수를 증가시켜 주택수요 감축을 위한 정책수단으로 효과가 좋은 것으로 확인하였다. 또한, 소득계층별로 동일한 분석을 실시하였을 때, 이러한 주택수요 감소가 대부분 하위 소득계층에서 발생한다는 점은 주거 양극화 해소 등에 관점에서 우려를 나타낸다.

이처럼 주택금융은 가구의 주택소비를 확대할 수 있으나 대출 자격 기준의 제한 등으로 일부 집단의 주택소비를 위축할 수 있으며 정부의 주택금융규제가 강할수록 주택소비를 낮게 할 수 있다. 가계부채와 유동성 증가에 대한 우려로 기존의 주택금융규제인 LTV와 DTI에서 DSR의 본격적인 도입에 대한 논의가 지속되고 있다. 김지혜 외(2021b)에서는 최근 가계부채 증가를 관리하기 위한 방안으로 DSR의 본격적인 도입에 대한 검토를 수행하였다. 이 연구에서는 주택금융규제를

3) PTI(소득대비 상환비율: Payment to Income ratio) 30%와 LTV(주택가격대비 융자비율: Loan to Value ratio) 70%를 차입제약 기준으로 함(김영철·최내영, 2004: 229)

4) 자가가구보다 전세가구의 차입제약 비율이 높은 점은 주택금융이 전세가구의 자가전환보다는 자가가구가 상위수준의 주거이동에 이용될 가능성이 높음을 지적(김영철·최내영, 2004: 232)

2021년 1월 현행 LTV와 DTI를 LTV와 DSR로 전환 적용하였을 때 차입제약 가구 비율 변화를 모의 실험하였는데, DSR을 본격적으로 적용할 경우 사회진입계층 등 실수요자의 주택수요를 제약할 수 있으므로 DSR 적용과 동시에 실수요자의 자가마련 지원 방안을 마련할 필요가 있음을 제안한다.

2) 주택금융규제 변화에 따른 차입제약 영향분석

(1) 차입제약 영향분석을 위한 가정과 방법론

정부의 주택금융규제가 주택소비에 미치는 영향을 살펴보기 위해서 주택금융규제 수준별로 대출가능금액에 미치는 영향을 모의실험하여 분석할 필요가 있다. 특히, 주택가격, 소득수준에 따라 주택금융규제의 영향은 다르게 나타날 수 있기 때문에 주택가격과 소득수준을 고려할 필요가 있다. 가구, 차주를 대상으로 하는 주택금융규제는 대표적으로 LTV, DTI, DSR이 있다. 여기에서는 무주택 차주(1주택 교체수요 포함)의 LTV, DTI, DSR 각 수준에 따른 차주의 대출가능금액 변화를 살펴보았다. 주택가격은 해당 시점 차주가 사는 아파트 단지의 평균 평형별 매매가, 소득은 월평균(추정) 소득 활용하고, 1주택 차주는 교체수요로 가정하였다.

이를 위해 이 연구에서는 위에서 차주단위 가계부채변화에서 이용하였던 KCB 가계부채목적 비식별 연구용 데이터를 활용하였다. KCB 가계부채목적의 비식별 개인신용정보 자료는 차주 단위 가계부채 관련 연구가 가능한 최소 200만 건의 표본을 확보하였는데 본 연구에서는 2021년 6월 현재 최신 자료인 3차분 자료(2020년 12월 기준) 2,387,040명 정보를 활용하였다.

주택금융규제 변화에 따른 대출가능금액 영향분석의 분석범위는 2020년 12월 수도권 공동주택에 거주하는 무주택(1주택 교체수요 포함) 차주 559,746명을 대상으로 하고, 서울 차주(147,762명) 분석 결과를 추가로 제시하였다. LTV 70%, DTI 60%, DSR 60%를 기준으로 규제 수준을 10%p씩 낮췄을 때 차주의 평균 대출가능금액을 파악하고, 소득계층별 대출가능금액 감소 차이를 분석하였으며, 소득계층은 저소득

(1~4분위), 중소득(5~8분위), 고소득(9~10분위)으로 구분하였다. KCB의 추정 총 소득⁵⁾을 활용하여 소득계층을 구분한 결과 저소득층은 추정 총소득 월평균 2.3백만 원 미만, 중소득층은 2.3백만 원 이상 3.9백만 원 미만, 고소득층은 3.9백만 원 이상으로 구분된다.

(2) 분석결과

① LTV 수준별 주택담보대출 가능 금액

LTV는 차주가 거주하는 단지의 평균 평형별 매매가격(백만 원/㎡)을 바탕으로 LTV 수준이 70%에서 40%까지 10%p 단위로 감소할 때 주택담보대출 가능 평균 금액을 분석하였다. 분석결과, 수도권 25평(평균 주택가격 3.46억 원)은 LTV 70% 수준에서 평균 2.42억 원 대출이 가능하고, 34평(4.78억 원)은 동일 수준에서 평균 3.34억 원 대출이 가능하다. 서울 25평(평균 주택가격 6.35억 원)은 LTV 70% 수준에서 평균 4.45억 원 대출이 가능하고, 34평(8.78억 원)은 동일 수준에서 평균 6.15억 원 대출이 가능하다.

표 4-11 | LTV 수준별 주택담보대출 가능 평균 금액

(단위: 백만 원)

구분		주택가격	LTV				구간차이
			70%	60%	50%	40%	
수도권	㎡ 당 가격	4.3	3.0	2.6	2.1	1.7	-0.4
	81㎡(25평)	345.5	241.9	207.3	172.8	138.2	-34.6
	112㎡(34평)	477.7	334.4	286.6	238.9	191.1	-47.8
서울	㎡ 당 가격	7.8	5.5	4.7	3.9	3.1	-0.8
	81㎡(25평)	635.2	444.6	381.1	317.6	254.1	-63.5
	112㎡(34평)	878.2	614.8	526.9	439.1	351.3	-87.8

주1: 차주가 현재 거주하는 아파트 단지의 평균 매매가격을 활용하여 분석

주2: 여기에서는 규제지역 9억 원 초과 금액에 대한 대출 제한을 반영하지 않음

자료: KCB 가계부채목적의 비식별 개인신용정보 자료(2020.12 기준)를 이용하여 연구진 작성

5) 단, 추정 총소득은 차주 단위 소득이므로 해석에 유의

다음으로 수도권 소득 계층별 차주가 거주하는 단지의 평균 평형별 매매가격(백만 원/㎡)을 바탕으로 LTV 수준에 따른 주택담보대출 가능 평균 금액을 분석하였다. 분석결과 수도권 저소득 차주는 평균적으로 3.17~4.38억 원 주택에 거주하고 있으며, LTV 70% 수준에서 평균 2.22~3.06억 원 대출이 가능하고, 중소득 차주는 평균적으로 3.11~4.30억 원 주택에서 LTV 70% 수준에서 평균 2.18~3.01억 원 대출이 가능하였다. 수도권 고소득 차주는 평균적으로 4.46~6.16억 원 주택에 거주하면서 LTV 70% 수준에서 평균 3.12~4.31억 원 대출이 가능하다.

표 4-12 | 수도권 소득계층별 LTV 수준별 주택담보대출 가능 평균 금액

(단위: 백만 원)

구분		주택가격	LTV				
			70%	60%	50%	40%	구간차이
저소득	㎡ 당 가격	3.9	2.7	2.3	2.0	1.6	-0.4
	81㎡(25평)	316.6	221.6	189.9	158.3	126.6	-31.7
	112㎡(34평)	437.7	306.4	262.6	218.9	175.1	-43.8
중소득	㎡ 당 가격	3.8	2.7	2.3	1.9	1.5	-0.4
	81㎡(25평)	311.2	217.8	186.7	155.6	124.5	-31.1
	112㎡(34평)	430.3	301.2	258.2	215.2	172.1	-43.0
고소득	㎡ 당 가격	5.5	3.9	3.3	2.8	2.2	-0.6
	81㎡(25평)	445.5	311.9	267.3	222.8	178.2	-44.6
	112㎡(34평)	616.0	431.2	369.6	308.0	246.4	-61.6

주: 차주가 현재 거주하는 아파트 단지의 평균 매매가격을 활용하여 분석.

자료: KCB 가계부채목적의 비식별 개인신용정보 자료(2020.12 기준)를 이용하여 연구진 작성

서울 소득계층별 차주 LTV 수준에 따른 주택담보대출 가능 평균 금액을 분석하였다. 분석결과, 서울 저소득 차주는 평균적으로 5.28~7.30억 원 주택에 거주하고 있으며, LTV 70% 수준에서 평균 3.69~5.11억 원 대출이 가능하고, 중소득 차주는 평균적으로 6.01~8.31억 원 주택에서 LTV 70% 수준에서 평균 4.21~5.82억 원 대출이 가능하였다. 그리고, 서울 고소득 차주는 평균적으로 8.68~12.01억 원 주택에 거주하면서 LTV 70% 수준에서 평균 6.08~8.41억 원 대출이 가능하다.

표 4-13 | 서울 소득계층별 LTV 수준별 주택담보대출 가능 평균 금액

(단위: 백만 원)

구분		주택가격	LTV				
			70%	60%	50%	40%	구간차이
저소득	㎡ 당 가격	6.5	4.6	3.9	3.3	2.6	-0.7
	81㎡(25평)	527.6	369.3	316.6	263.8	211.0	-52.7
	112㎡(34평)	729.5	510.7	437.7	364.8	291.8	-73.0
중소득	㎡ 당 가격	7.4	5.2	4.5	3.7	3.0	-0.7
	81㎡(25평)	601.3	420.9	360.8	300.6	240.5	-60.1
	112㎡(34평)	831.4	582.0	498.8	415.7	332.6	-83.2
고소득	㎡ 당 가격	10.7	7.5	6.4	5.4	4.3	-1.1
	81㎡(25평)	868.4	607.9	521.0	434.2	347.4	-86.9
	112㎡(34평)	1,200.7	840.5	720.4	600.4	480.3	-120.1

주: 차주가 현재 거주하는 아파트 단지의 평균 매매가격을 활용하여 분석

자료: KCB 가계부채목적의 비식별 개인신용정보 자료(2020.12 기준)를 이용하여 연구진 작성

② DTI 수준별 주택담보대출 금액

DTI는 차주의 (추정) 월평균 소득을 바탕으로 DTI 수준이 60%에서 40%까지 10%p 단위로 감소할 때 주택담보대출 가능 평균 금액을 분석하였다. DTI는 아래와 같이 계산된다.

$$DTI = \frac{(\text{주택담보대출원리금상환액} + \text{기타부채이자상환액})}{\text{월소득}}$$

위 식을 적용하면 주택담보대출 원리금상환액은 다음과 같이 계산할 수 있다.

$$\text{주택담보대출원리금상환액} = (\text{월소득} \times DTI) - \text{기타부채이자상환액}$$

30년 만기 원리금균등상환⁶⁾, 주택담보대출 금리 2.59%(한국은행 경제통계시스템, 주택담보대출 금리 신규취급액 기준, 2020.12)을 적용하면, 아래와 같이 주택담보대출 가능 금액을 계산할 수 있다.⁷⁾

$$6) \text{ 월별 원리금 상환액} = \frac{\text{담보대출금액} \times \text{월이자율} \times (1 + \text{월이자율})^{\text{기간}}}{(1 + \text{월이자율})^{\text{기간}} - 1}$$

7) 분석기준 시점에서의 가계대출금리를 적용한 것으로 금리변화에 따라 대출가능금액이 달라질 수 있다.

$$\text{주택담보대출 가능 금액} = \frac{\text{월별 원리금 상환액} \times ((1 + 0.0259/12)^{360} - 1)}{0.0259/12 \times (1 + 0.0259/12)^{360}}$$

$$\text{주택담보대출 가능 금액} = \frac{(\frac{(\text{월소득} \times \text{DTI})}{100} - \text{기타부채이자상환액}) \times ((1 + 0.0259/12)^{360} - 1)}{0.0259/12 \times (1 + 0.0259/12)^{360}}$$

여기에서 기타부채의 이자상환액은 2.77%(한국은행 경제통계시스템, 잔액기준 가계대출 금리, 2020.12월)을 가정하여 계산하였다.

계산 결과, 수도권, 서울 차주의 월평균 소득은 3.4백만 원, 평균 기타부채는 21백만 원이며, DTI 60% 수준일 때 수도권 차주는 4.98억 원, 서울 차주는 5.04억 원 주택담보대출이 가능하였다. DTI가 50% 수준일 때, 수도권은 4.13억 원, 서울은 4.18억 원 대출 가능하며, DTI가 40% 수준일 때, 수도권은 3.28억 원, 서울은 3.32억 원 대출이 가능하다.

표 4-14 | DTI 수준별 주택담보대출 가능 평균 금액

(단위: 백만 원)

구분	평균소득	기타부채	DTI			
			60%	50%	40%	구간차이
수도권	3.4	20.9	498.1	413.0	328.0	-85.1
서울	3.4	21.3	503.6	417.6	331.6	-86.0

주: 차주의 추정 월평균 총소득을 활용하고, 기타부채는 총부채에서 주택담보대출 총액을 차감하여 계산

자료: KCB 가계부채목적의 비식별 개인신용정보 자료(2020.12 기준)를 이용하여 연구진 작성

소득계층별 DTI 변화에 따른 주택담보대출 가능 금액을 살펴보면, 수도권 저소득 차주의 월평균 소득은 1.8백만 원, 평균 기타부채는 3.0백만 원이며, DTI 60% 수준일 때 2.64억 원, 50% 2.19억 원, 40% 1.75억 원 대출이 가능하다. 수도권 중소득 차주의 월평균 소득은 2.9백만 원, 평균 기타부채는 12.6백만 원이며, DTI 60% 수준일 때 4.27억 원, 50% 3.55억 원, 40% 2.82억 원 대출이 가능하다. 수도권 고소득 차주의 월평균 소득은 6.5백만 원, 평균 기타부채는 59.8백만 원이며, DTI 60% 수준일 때 9.40억 원, 50% 7.77억 원, 40% 6.15억 원 대출이 가능하다.

표 4-15 | 수도권 소득계층별 DTI 수준별 주택담보대출 가능 평균 금액

(단위: 백만 원)

구분	평균소득	기타부채	DTI			
			60%	50%	40%	구간차이
저소득	1.8	3.0	263.5	219.3	175.1	-44.2
중소득	2.9	12.6	426.9	354.5	282.1	-72.4
고소득	6.5	59.8	939.7	777.4	615.0	-162.3

주: 차주의 추정 월평균 총소득을 활용하고, 기타부채는 총부채에서 주택담보대출 총액을 차감하여 계산

자료: KCB 가계부채목적의 비식별 개인신용정보 자료(2020.12 기준)를 이용하여 연구진 작성

서울 저소득 차주 월평균 소득은 1.8백만 원, 평균 기타부채는 1.9백만 원이며, DTI 60% 수준일 때 2.65억 원, 50% 2.21억 원, 40% 1.77억 원 대출이 가능하다. 서울 중소득 차주 월평균 소득은 2.9백만 원, 평균 기타부채는 10.6백만 원이며, DTI 60% 수준일 때 4.24억 원, 50% 3.52억 원, 40% 2.80억 원 대출이 가능하다. 그리고 서울 고소득 차주 월평균 소득은 7.1백만 원, 평균 기타부채는 70.7백만 원이며, DTI 60% 수준일 때 10.29억 원, 50% 8.51억 원, 40% 6.726억 원 대출이 가능하다.

표 4-16 | 서울 소득계층별 DTI 수준별 주택담보대출 가능 평균 금액

(단위: 백만 원)

구분	평균소득	기타부채	DTI			
			60%	50%	40%	구간차이
저소득	1.8	1.9	264.8	220.5	176.1	-44.3
중소득	2.9	10.6	423.6	352.0	280.4	-71.6
고소득	7.1	70.7	1,028.9	850.6	672.3	-178.3

주: 차주의 추정 월평균 총소득을 활용하고, 기타부채는 총부채에서 주택담보대출 총액을 차감하여 계산

자료: KCB 가계부채목적의 비식별 개인신용정보 자료(2020.12 기준)를 이용하여 연구진 연구진 작성

③ DSR 수준별 주택담보대출 금액

DSR은 차주의 (추정) 월평균 소득을 바탕으로 DSR 수준이 60%에서 40%까지 10%p 단위로 감소할 때 주택담보대출 가능 평균 금액을 분석하였다. DSR은 아래와 같이 계산된다.

$$DSR = \frac{(\text{주택담보대출원리금상환액} + \text{기타부채원리금상환액})}{\text{월소득}}$$

DTI와 같은 과정을 통해 주택담보대출 가능금액을 아래와 같이 나타낼 수 있다.

$$\text{주택담보대출 가능 금액} = \frac{(\frac{(\text{월소득} \times DSR)}{100} - \text{기타부채원리금상환액}) \times ((1 + 0.0259/12)^{360} - 1)}{0.0259/12 \times (1 + 0.0259/12)^{360}}$$

기타부채원리금 상환액은 2.77%(한국은행 경제통계시스템, 잔액기준 가계대출금리, 2020.12월), 원리금균등상환, 기타부채 상환기간(10년, 7년, 5년, 3년)을 가정하여 계산하였다. 여기에서 KCB 가계부채목적의 비식별 개인신용정보 자료의 기타부채잔액은 현재 잔액을 나타내므로 상환기간을 DSR 현행 기준인 10년으로 가정하기에 무리가 있다. 따라서 상환기간 수준별 DSR 효과를 추가로 제시하되 상환기간 5년을 중심으로 서술하였다.

수도권 차주는 DSR 10%p 감소할 때 주택담보대출 가능 금액이 약 85백만 원 감소하고, 서울 차주는 DSR 10%p 감소할 때 주택담보대출 가능 금액이 약 86백만 원 감소한다. 기타부채 월평균 원리금 상환액은 만기 기간 가정에 따라 다르며, 10년일 때 0.2백만 원, 7년일 때 0.3백만 원, 5년 0.4백만 원, 3년 0.6백만 원 수준이다. 수도권 차주 주택담보대출 가능 금액은 기타부채 원리금 상환 만기 기간을 5년으로 가정할 때, DSR 60%에서 4.17억 원, DSR 50%에서 3.32억 원, DSR 40%에서 2.47억 원으로 DSR 수준 10%p 변화에 따라 담보대출 가능 금액은 0.85억 원 변화한다. 서울 차주 주택담보대출 가능 금액은 기타부채 원리금 상환 만기 기간을 5년으로 가정할 때, DSR 60%에서 4.21억 원, DSR 50%에서 3.35억 원, DSR 40%에서 2.49억 원으로 DSR 수준 10%p 변화에 따라 담보대출 가능 금액은 0.86억 원이 변화한다.

표 4-17 | DSR 수준별 주택담보대출 가능 평균 금액

(단위: 백만 원)

구분		평균 소득	기타부채		DSR			
지역	기타부채 만기		잔액	원리금 상환액	60%	50%	40%	구간차이
수도권	10년	3.4	20.9	0.2	460.1	375.1	290.1	-85.0
	7년	3.4	20.9	0.3	441.5	356.5	271.4	-85.0
	5년	3.4	20.9	0.4	416.6	331.6	246.5	-85.0
	3년	3.4	20.9	0.6	358.4	273.4	188.3	-85.0
서울	10년	3.4	21.3	0.2	464.9	379.0	293.0	-85.9
	7년	3.4	21.3	0.3	446.0	360.0	274.0	-86.0
	5년	3.4	21.3	0.4	420.6	334.6	248.6	-86.0
	3년	3.4	21.3	0.6	361.3	275.3	189.4	-86.0

주: 차주의 추정 월평균 총소득을 활용하고, 기타부채는 총부채에서 주택담보대출 총액을 차감하여 계산

자료: KCB 가계부채목적의 비식별 개인신용정보 자료(2020.12 기준)를 이용하여 연구진 작성

기타부채 만기 기간을 5년으로 가정할 때 수도권 차주는 소득수준별로 저소득 차주의 경우 DSR 60%에서 2.52억 원, DSR 50%에서 2.08억 원, DSR 40%에서 1.63억 원으로 DSR 수준 10%p 변화에 따라 담보대출 가능 금액은 0.44억 원 변화 하였다. 중소득 차주의 경우 DSR 60%에서 3.78억 원, DSR 50%에서 3.05억 원, DSR 40%에서 2.33억 원으로 DSR 수준 10%p 변화에 따라 담보대출 가능 금액은 0.72억 원 변화하였다. 고소득 차주의 경우 DSR 60%에서 7.07억 원, DSR 50%에서 5.45억 원, DSR 40%에서 3.82억 원으로 DSR 수준 10%p 변화에 따라 담보대출 가능 금액은 1.62억 원이 변화하였다.

표 4-18 | 수도권 소득계층별 DSR 수준별 주택담보대출 가능 평균 금액

(단위: 백만 원)

구분		평균 소득	기타부채		DSR			
지역	기타부채 만기		잔액	원리금 상환액	60%	50%	40%	구간차이
저소득	10년	1.8	3.0	0.0	258.1	213.8	169.6	-44.3
	7년	1.8	3.0	0.0	255.4	211.2	167.0	-44.2
	5년	1.8	3.0	0.1	251.8	207.6	163.4	-44.2
	3년	1.8	3.0	0.1	243.4	199.2	155.0	-44.2
중소득	10년	2.9	12.6	0.1	404.0	331.7	259.3	-72.3
	7년	2.9	12.6	0.2	392.8	320.4	248.1	-72.4
	5년	2.9	12.6	0.2	377.8	305.4	233.1	-72.4
	3년	2.9	12.6	0.4	342.7	270.4	198.0	-72.3
고소득	10년	6.5	59.8	0.6	831.3	669.0	506.6	-162.3
	7년	6.5	59.8	0.8	778.1	615.7	453.3	-162.4
	5년	6.5	59.8	1.1	706.9	544.5	382.1	-162.4
	3년	6.5	59.8	1.7	540.6	378.2	215.8	-162.4

주: 차주의 추정 월평균 총소득을 활용하고, 기타부채는 총부채에서 주택담보대출 총액을 차감하여 계산

자료: KCB 가계부채목적의 비식별 개인신용정보 자료(2020.12 기준)를 이용하여 연구진 작성

기타부채 만기 기간을 5년으로 가정할 때, 서울 차주는 소득계층별로 저소득 차주의 경우 DSR 60%에서 2.57억 원, DSR 50%에서 2.13억 원, DSR 40%에서 1.69억 원으로 DSR 수준 10%p 변화에 따라 담보대출 가능 금액은 0.44억 원 변화하였다. 중소득 차주의 경우 DSR 60%에서 3.82억 원, DSR 50%에서 3.11억 원, DSR 40%에서 2.39억 원으로 DSR 수준 10%p 변화에 따라 담보대출 가능 금액 0.72억 원이 변화하였다. 고소득 차주의 경우 DSR 60%에서 7.54억 원, DSR 50%에서 5.76억 원, DSR 40%에서 3.97억 원으로 DSR 수준 10%p 변화에 따라 담보대출 가능 금액은 1.78억이 변화한다.

표 4-19 | 서울 소득계층별 DSR 수준별 주택담보대출 가능 평균 금액

(단위: 백만 원)

구분		평균 소득	기타부채		DSR			
지역	기타부채 만기		잔액	원리금 상환액	60%	50%	40%	구간차이
저소득	10년	1.8	1.9	0.0	261.3	216.9	172.6	-44.4
	7년	1.8	1.9	0.0	259.5	215.2	170.9	-44.3
	5년	1.8	1.9	0.0	257.2	212.9	168.6	-44.3
	3년	1.8	1.9	0.1	251.8	207.5	163.2	-44.3
중소득	10년	2.9	10.6	0.1	404.4	332.7	261.1	-71.7
	7년	2.9	10.6	0.1	394.9	323.3	251.6	-71.6
	5년	2.9	10.6	0.2	382.2	310.6	239.0	-71.6
	3년	2.9	10.6	0.3	352.6	281.0	209.4	-71.6
고소득	10년	7.1	70.7	0.7	900.8	722.5	544.2	-178.3
	7년	7.1	70.7	0.9	837.9	659.6	481.3	-178.3
	5년	7.1	70.7	1.3	753.7	575.5	397.2	-178.2
	3년	7.1	70.7	2.0	557.2	378.9	200.7	-178.3

주: 차주의 추정 월평균 총소득을 활용하고, 기타부채는 총부채에서 주택담보대출 총액을 차감하여 계산

자료: KCB 가계부채목적의 비식별 개인신용정보 자료(2020.12 기준)를 이용하여 연구진 작성

④ 주택금융 규제유형별 대출가능금액 변화값 비교

여기에서는 종합적으로 주택금융 규제유형(LTV, DTI, DSR)별 규제 수준에 따른 대출가능금액 변화를 비교하였다. 주택담보대출 규제 수준 변화에 따라 수도권에서는 LTV보다 DTI, DSR의 대출가능금액 변화폭이 크게 나타난다. 서울에서는 저소득 계층의 모든 주택유형과 중소득 계층의 중형주택 유형의 LTV 변화폭이 큰 반면, 중소득 계층의 소형주택 유형과 고소득 계층의 모든 주택유형에서 상대적으로 DTI, DSR 변화가 큰 것으로 나타난다.

표 4-20 | 주택금융규제 유형별 10%p 규제 강화 시 대출가능금액 변화값 비교

(단위: 백만 원)

구 분	주택규모	수도권			서울		
		LTV	DTI	DSR	LTV	DTI	DSR
저소득	81㎡(25평)_소형	-31.7	-44.2	-44.2	-52.7	-44.3	-44.3
	112㎡(34평)_중형	-43.8			-73.0		
중소득	81㎡(25평)_소형	-31.1	-72.4	-72.4	-60.1	-71.6	-71.6
	112㎡(34평)_중형	-43.0			-83.2		
고소득	81㎡(25평)_소형	-44.6	-162.3	-162.4	-86.9	-178.3	-178.2
	112㎡(34평)_중형	-61.6			-120.1		

주: DSR은 기타부채의 만기가 5년 기준임

자료: KCB 가계부채목적의 비식별 개인신용정보 자료(2020.12 기준)를 이용하여 연구진 작성

주택금융규제 유형과 수준별로 비교해 볼 때, 수도권은 저소득 중형주택을 제외하고 LTV가 DTI, DSR보다 규제 영향이 크게 작용한다. LTV, DTI, DSR 규제 수준을 40%로 적용하면 저소득 중형주택을 제외하고 LTV보다 DTI와 DSR을 적용하였을 때 대출가능금액이 더 크다. 즉, LTV 규제영향이 더 큰 것으로 해석할 수 있는데 이는 LTV, DTI, DSR 규제 수준을 50%, 60%로 각각 적용하여도 확인할 수 있다. 또한, 수도권에서는 규제 수준, 소득계층, 주택규모와 무관하게 DTI는 DSR보다 대출가능금액이 크게 나타나 DSR 규제영향이 더 큰 것으로 나타난다.

표 4-21 | 수도권 주택금융규제 유형별·규제수준별 대출가능금액 변화값 비교

(단위: 백만 원)

구 분		주택규모	수도권				
			LTV	DTI	DSR	(DTI - LTV)	(DSR - LTV)
규제수준 40%	저소득	81㎡(25평)_소형	126.6	175.1	163.4	48.5	36.8
		112㎡(34평)_중형	175.1	175.1	163.4	0.0	-11.7
	중소득	81㎡(25평)_소형	124.5	282.1	233.1	157.6	108.6
		112㎡(34평)_중형	172.1	282.1	233.1	110	61
	고소득	81㎡(25평)_소형	178.2	615.0	382.1	436.8	203.9
		112㎡(34평)_중형	246.4	615.0	382.1	368.6	135.7
규제수준 50%	저소득	81㎡(25평)_소형	158.3	219.3	207.6	61.0	49.3
		112㎡(34평)_중형	218.9	219.3	207.6	0.4	-11.3
	중소득	81㎡(25평)_소형	155.6	354.5	305.4	198.9	149.8
		112㎡(34평)_중형	215.2	354.5	305.4	139.3	90.2
	고소득	81㎡(25평)_소형	222.8	777.4	544.5	554.6	321.7
		112㎡(34평)_중형	308.0	777.4	544.5	469.4	236.5
규제수준 60%	저소득	81㎡(25평)_소형	189.9	263.5	251.8	73.6	61.9
		112㎡(34평)_중형	262.6	263.5	251.8	0.9	-10.8
	중소득	81㎡(25평)_소형	186.7	426.9	377.8	240.2	191.1
		112㎡(34평)_중형	258.2	426.9	377.8	168.7	119.6
	고소득	81㎡(25평)_소형	267.3	939.7	706.9	672.4	439.6
		112㎡(34평)_중형	369.6	939.7	706.9	570.1	337.3

주: DSR은 기타부채의 만기가 5년 기준임

자료: KCB 가계부채목적의 비식별 개인신용정보 자료(2020.12 기준)를 이용하여 연구진 작성

서울은 저소득 계층에서 DTI, DSR이 고소득 계층에서는 LTV 규제영향이 크게 작용한다. 저소득 계층은 DTI, DSR 규제 수준이 40%일 때 보다 LTV 규제 수준이 40% 일 때 대출가능금액이 크고, 고소득 계층은 DTI 규제 수준이 40%일 때 동일한 수준의 LTV 규제수준보다 상대적으로 대출가능금액이 더 크게 나타나 LTV 규제영향이 크게 작용하는 것으로 확인된다. 이는 LTV, DTI, DSR 규제 수준을 50%, 60%로 각각 적용하여도 확인할 수 있다. 또한, 서울에서는 규제 수준, 소득계층, 주택규모와 무관하게 DTI는 DSR보다 대출가능금액이 크게 나타나 DSR 규제영향이 더 큰 것으로 나타난다.

표 4-22 | 서울 주택금융규제 유형별·규제수준별 대출가능금액 변화값 비교

(단위: 백만 원)

구 분		주택규모	서울				
			LTV	DTI	DSR	(DTI - LTV)	(DSR - LTV)
규제수준 40%	저소득	81㎡(25평)_소형	211.0	176.1	168.6	-34.9	-42.4
		112㎡(34평)_중형	291.8	176.1	168.6	-115.7	-123.2
	중소득	81㎡(25평)_소형	240.5	280.4	239	39.9	-1.5
		112㎡(34평)_중형	332.6	280.4	239	-52.2	-93.6
	고소득	81㎡(25평)_소형	347.4	672.3	397.2	324.9	49.8
		112㎡(34평)_중형	480.3	672.3	397.2	192.0	-83.1
규제수준 50%	저소득	81㎡(25평)_소형	263.8	220.5	212.9	-43.3	-50.9
		112㎡(34평)_중형	364.8	220.5	212.9	-144.3	-151.9
	중소득	81㎡(25평)_소형	300.6	352.0	310.6	51.4	10.0
		112㎡(34평)_중형	415.7	352.0	310.6	-63.7	-105.1
	고소득	81㎡(25평)_소형	434.2	850.6	575.5	416.4	141.3
		112㎡(34평)_중형	600.4	850.6	575.5	250.2	-24.9
규제수준 60%	저소득	81㎡(25평)_소형	316.6	264.8	257.2	-51.8	-59.4
		112㎡(34평)_중형	437.7	264.8	257.2	-172.9	-180.5
	중소득	81㎡(25평)_소형	360.8	423.6	382.2	62.8	21.4
		112㎡(34평)_중형	498.8	423.6	382.2	-75.2	-116.6
	고소득	81㎡(25평)_소형	521.0	1,028.9	753.7	507.9	232.7
		112㎡(34평)_중형	720.4	1,028.9	753.7	308.5	33.3

주: DSR은 기타부채의 만기가 5년 기준임

자료: KCB 가계부채목적의 비식별 개인신용정보 자료(2020.12 기준)를 이용하여 연구진 작성

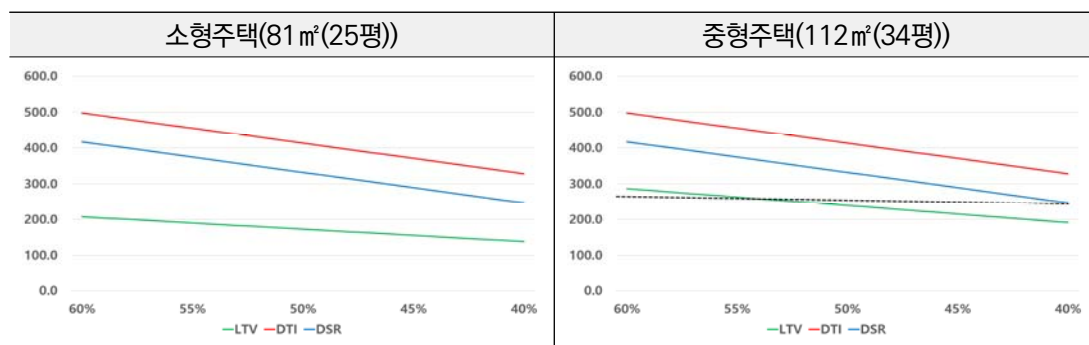
수도권과 서울의 주택금융규제 유형별 대출가능금액 변화를 비교하면, 수도권은 대체로 LTV 규제의 영향이 더 크고, 서울은 상대적으로 DTI 규제영향이 더 크다. 수도권은 저소득 계층의 중형주택을 제외한 모든 유형에서 LTV 규제영향이 더 큰 반면, 서울은 저소득 계층의 소형·중형주택과 중소득 계층의 중형주택에서 DTI 규제영향이 더 큰 것으로 나타난다. 이는, 서울 주택가격이 상대적으로 높기 때문에 LTV 규제만 적용할 경우 대출가능금액이 더 크기 때문으로 판단된다.

주택금융규제 유형별로 동일한 규제 수준에 따른 대출가능금액 변화를 살펴보면, 수도권 소형주택의 경우 DTI, DSR, LTV 순으로 대출가능금액이 많고, LTV와 DTI, DSR을 비교하면, 규제 수준이 강할수록(60% → 40%로 진행될수록) 대출가능금액 격차가 줄어드는 모습이다. DSR은 DTI보다 강한 소득기반 금융규제이므로 DTI는

DSR보다 항상 대출가능금액이 많으므로 여기에서는 DSR과 LTV의 대출가능금액 변화를 비교하여 서술한다.

수도권 LTV와 DSR 규제 수준을 비교하면, 같은 규제수준에서는 DSR이 LTV보다 대출가능금액이 많았고, 규제 수준이 강할수록(60% → 40%로 진행될수록) 대출가능금액 격차가 줄어들었다. 또한 소형주택의 경우 DSR 규제 수준이 40%이라고 하더라도, LTV의 모든 규제 수준(40%~60%)에서 대출가능금액이 더 적으므로 수도권 소형주택에서는 LTV 규제가 강한 영향을 미치는 것을 확인할 수 있다. 중형주택에서는 DSR 규제 수준이 40%일 때 대출가능금액이 246.7백만 원으로 나타나는 데, LTV가 51%~52% 수준에서 대출가능금액이 같은 것으로 나타난다. 즉 DSR이 40% 수준일 때, LTV가 51%~52% 보다 더 낮아질 경우 LTV 영향을 받지만, LTV가 51%~52% 수준보다 완화되었을 경우 DSR 40% 규제를 받는 것으로 확인된다.

그림 4-2 | 수도권 주택금융규제 유형별·규제수준별 대출가능금액 변화

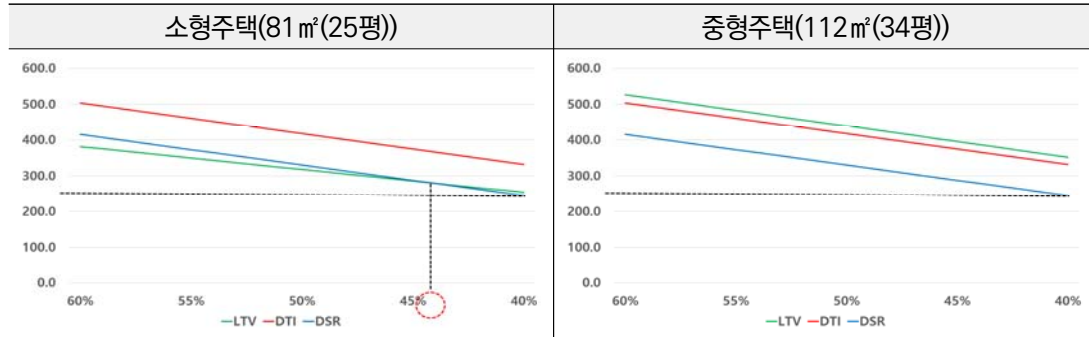


주: DSR은 기타부채의 만기가 5년 기준임

자료: KCB 가계부채목적의 비식별 개인신용정보 자료(2020.12 기준)를 이용하여 연구진 작성

서울 소형주택의 경우 규제 수준이 상대적으로 약할 때 DSR 대출가능금액이 많다가, 규제 수준이 상대적으로 강할 때 LTV 대출가능금액이 많다. 특히, 규제 수준이 44%를 기준으로 규제 수준이 약할 때의 DSR이 규제 수준이 강할 때 LTV 대출가능금액이 많았다. 중형주택의 경우 같은 규제수준에서는 LTV가 대출가능금액에 더 많았다. 또한, DSR 규제 수준이 40%일 때, 서울 소형주택과 중형주택 모두 LTV 영향을 받지 않는 것으로 나타났다.

그림 4-3 | 서울 주택금융규제 유형별·규제수준별 대출가능금액 변화



주: DSR은 기타부채의 만기가 5년 기준임

자료: KCB 가계부채목적의 비식별 개인신용정보 자료(2020.12 기준)를 이용하여 연구진 작성

주택금융규제 규제 수준에 따른 대출가능금액 변화를 소득계층별로 살펴보면, 수도권 소형주택의 경우 소득계층과 무관하게 DSR이 LTV보다 대출가능금액이 많았고, 규제 수준이 강할수록(60% → 40%로 진행될수록) 대출가능금액 격차가 줄어든다. 수도권 중형주택의 경우 중소득, 고소득 계층은 DSR이 LTV보다 대출가능금액이 많았고, 저소득 계층은 LTV와 DTI가 거의 동일한 대출가능금액을 나타내고, DSR이 LTV보다 대출가능금액이 적었다. 즉 수도권에서는 대부분 LTV 규제영향이 가장 크며, 저소득 계층이 상대적으로 비싼 주택에 거주할 때 DSR 규제영향이 큰 것으로 나타난다.

수도권 소형주택의 경우 DSR 규제 수준이 40%일 때, 저소득층은 대출가능금액이 163.4백만 원으로 나타나는데, LTV가 51%~52% 수준에서 대출가능금액이 같은 것으로 나타난다. 즉 DSR이 40% 수준일 때, LTV가 51%~52% 보다 더 낮아질 경우 LTV 영향을 받지만, LTV가 51%~52% 수준보다 높아질 경우 DSR 40% 규제를 받는 것으로 확인된다. 수도권 소형주택 중소득과 고소득은 DSR 규제수준이 40%일 때, LTV 규제수준과 무관하게(40%~60%) DSR 대출가능금액이 큰 것으로 나타났다. 즉, DSR 규제수준 40%는 LTV 규제로 인해 대출가능금액에 영향을 미치지 못하는 것으로 나타난다.

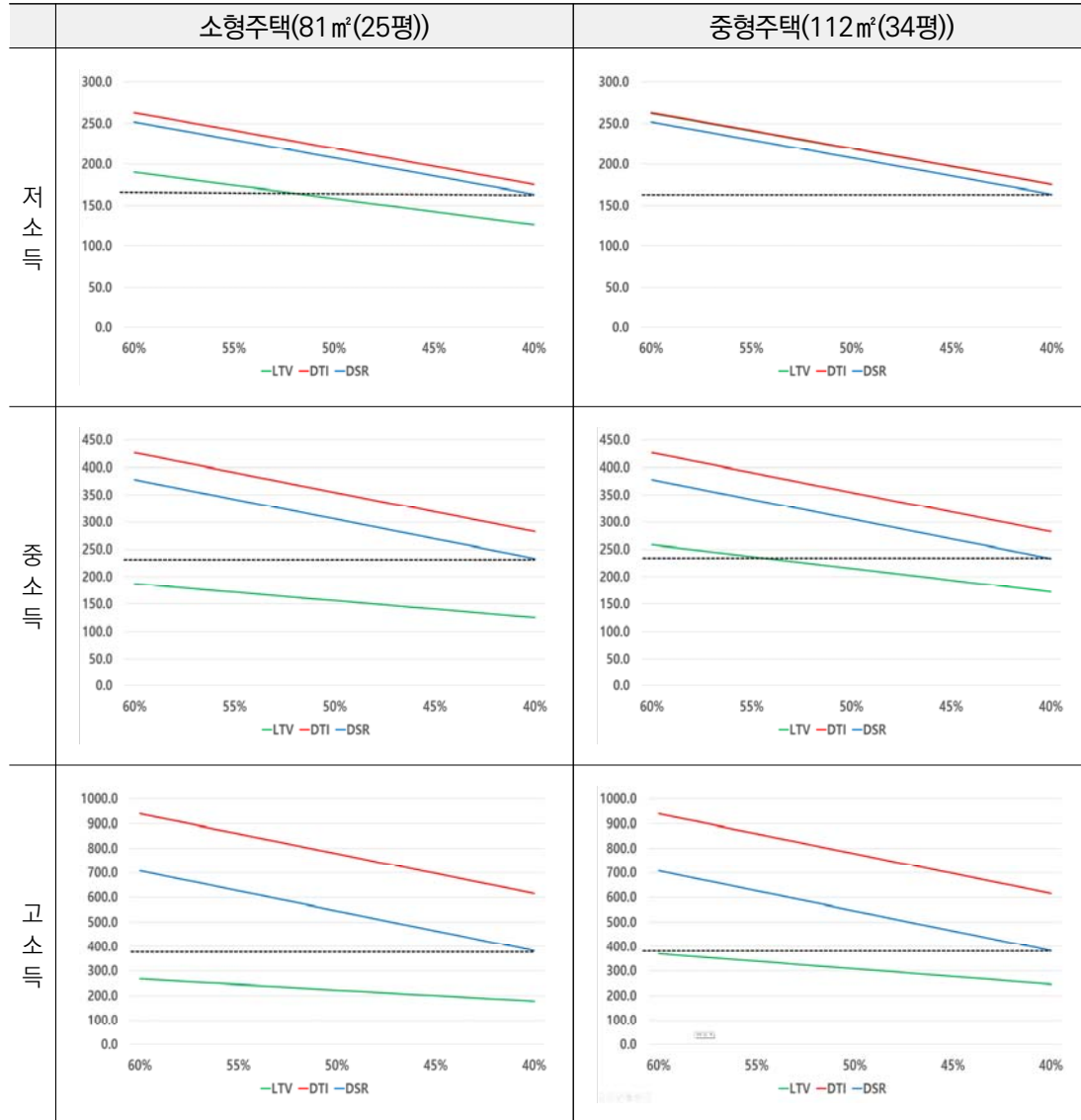
수도권 중형주택에서 DSR 규제 수준이 40%일 때, 중소득층은 대출가능금액이 233.1백만 원으로, LTV가 53%~54% 수준에서 대출가능금액이 같은 것으로 나타난

다. 즉 DSR이 40% 수준일 때, LTV가 53%~54% 보다 더 낮아질 경우 LTV 영향을 받지만, LTV가 53%~54% 수준보다 완화되었을 경우 DSR 40% 규제를 받는다. 수도권 중형주택 고소득에서 DSR 규제수준 40%는 LTV 규제로 인해 대출가능금액에 영향을 미치지 못한다.

서울은 소득계층에 따라 규제영향에 차이가 있는데, 저소득 계층은 LTV가 DSR 보다 대출가능금액이 많으며, 이는 중소득 계층 중형주택도 동일하다. 서울 중소득, 고소득 계층 소형주택은 DSR이 LTV보다 대출가능금액이 많았다. 서울 고소득 계층 중형주택은 규제 수준 54%를 기준으로 규제 수준이 약할 때 DSR이 규제 수준이 강할 때 LTV 대출가능금액이 많았다. 즉 서울 저소득 계층은 DSR 규제영향이 가장 크고, 중소득 계층은 주택가격이 낮을 때는 LTV가, 상대적으로 비싼 주택일 때 DSR 규제영향이 컸다. 서울 고소득 계층에서도 대체로 LTV 규제영향이 크지만, 비싼 주택의 경우 규제 수준 54%를 기준으로 규제 수준이 약할 때 LTV, 규제 수준이 강할 때 DSR 규제영향이 큰 것으로 나타난다.

서울 소형주택의 경우 DSR 규제 수준이 40%일 때, 저소득층과 중소득층에서는 LTV 규제가 아무런 영향을 미치지 못한다. 반면, 고소득층의 경우 DSR 규제수준이 40%일 때 대출가능금액이 397.2백만 원이며, LTV가 45%~46% 수준에서 대출가능금액이 같은 것으로 나타난다. 즉 DSR이 40% 수준일 때, LTV가 45%~46% 보다 더 낮아질 경우 LTV 영향을 받지만, LTV가 45%~46% 수준보다 완화되었을 경우 DSR 40% 규제를 받는 것으로 확인된다. 서울 중형주택의 경우 DSR 규제 수준이 40%일 경우 소득계층과 무관하게 LTV는 아무런 영향을 미치지 못한다.

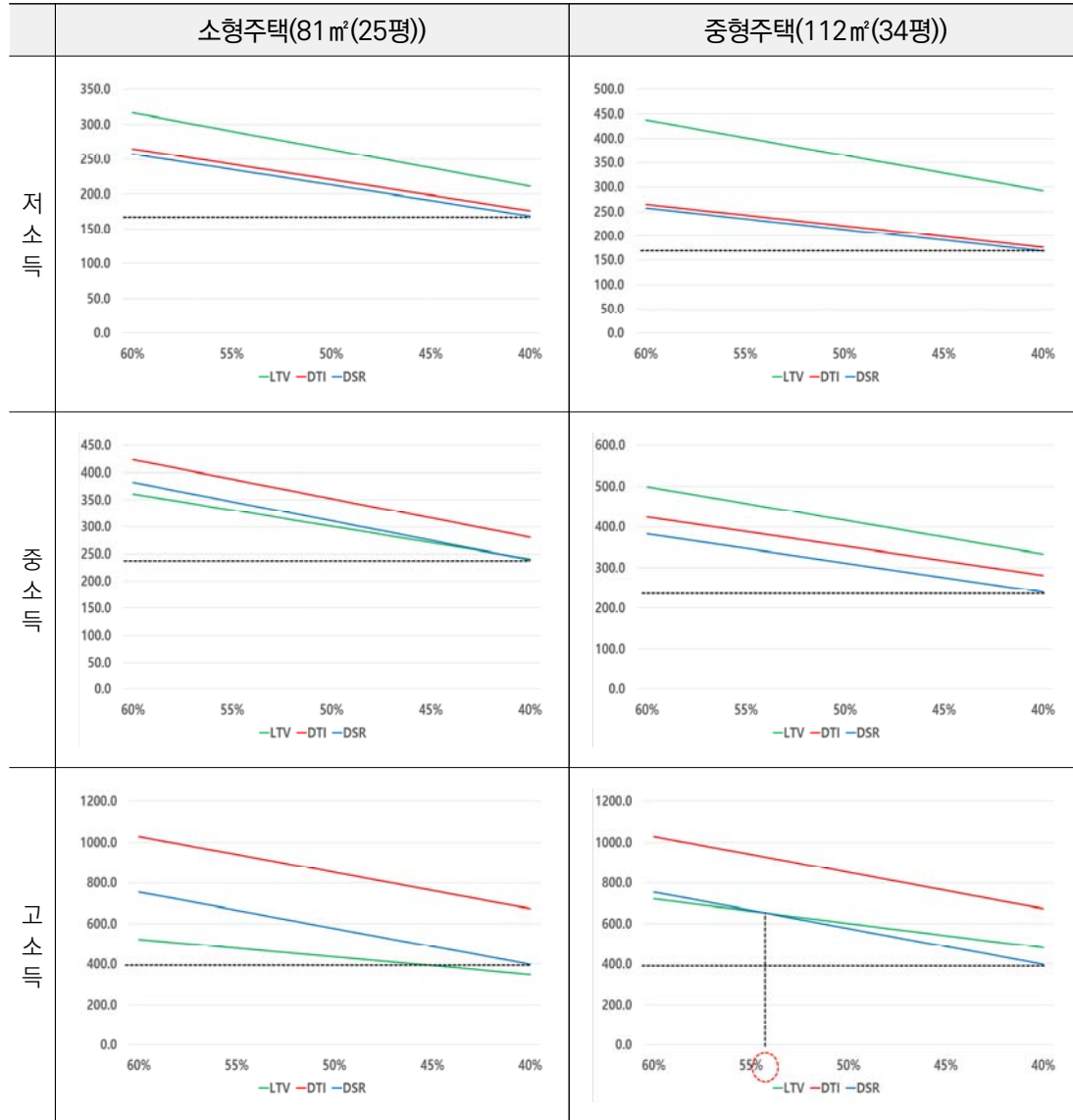
그림 4-4 | 수도권 소득계층별·주택금융규제 유형별·규제수준별 대출가능금액 변화



주: DSR은 기타부채의 만기가 5년 기준임

자료: KCB 가계부채목적의 비식별 개인신용정보 자료(2020.12 기준)를 이용하여 연구진 작성

그림 4-5 | 서울 소득계층별·주택금융규제 유형별·규제수준별 대출가능금액 변화



주: DSR은 기타부채의 만기가 5년 기준임

자료: KCB 가계부채목적의 비식별 개인신용정보 자료(2020.12 기준)를 이용하여 연구진 작성

4. 주요 시사점

1) 높은 소득계층, 수도권을 중심으로 신용대출이 크게 증가

KCB 가계부채목적의 비식별 개인신용정보 자료를 이용한 차주별 부채변화 분석 결과, 코로나 19위기를 전후하여 정부의 주택금융규제로 주택담보대출은 감소세를 보였으나 수도권, 중소득·고소득 계층 중심으로 신용대출이 크게 증가하는 풍선효과가 발생함에 따라 이에 대한 대응이 필요함을 보여주고 있다. 구체적으로 살펴보면, 부채가 있는 차주의 경우 2019년 6월~2020년 12월 사이 주택담보대출은 4.9% 증가했던 반면 신용대출은 26.2% 증가하였다. 지역별로는 수도권에서 대출이 크게 증가(수도권 7.0%, 지방 0.0%)하였으며 소득계층별로는 저소득계층은 부채가 감소(-43.0%)했던 반면 중소득(11.5%)과 고소득(9.1%)에서 크게 증가하여 대출의 양극화가 심화된 것으로 나타났다. 주택보유 차주의 주택담보대출 잔액이 크게 감소한 것은 LTV를 중심으로 한 주택금융규제의 영향으로 볼 수 있으나, 전세자금대출 증가 및 신용대출 증가의 풍선효과가 나타남을 확인할 수 있다.

2) 지역 시장에서의 LTV 규제에 한계

KCB의 가계부채목적의 비식별 개인신용정보 자료를 이용하여 수도권 시·군·구별 주택시장 영향력을 분석한 결과, 가계대출이 주택가격에 미치는 영향의 통계적 유의성이 식별되어 주택시장 안정을 위한 가계대출관리가 필요함을 시사하고 있다. LTV 규제의 경우 규제가 강화된 지역에서 주택가격 상승률도 높은 것으로 나타났는데 이는 주택가격 상승률이 높은 지역에서 주택금융규제가 강화된 측면이 반영된 결과일 수 있으나, 현행 LTV 규제가 주택시장에 미치는 영향이 제한적일 수 있음을 시사한다. 한편, LTV 규제의 경우 주택담보대출 증가율을 감소시키는 영향을 미칠 수 있음을 확인할 수 있었으나, 신용대출을 통한 전체 가계대출까지 고려할 경우 LTV 규제에 의한 가계대출 억제 효과는 제한적인 것으로 나타나 LTV 규제 시행 시 그 효과성을 제고할 수 있는 방안을 고려할 필요가 있다.

3) 지역 및 주택가격 수준별 주택금융규제의 영향을 고려

LTV, DTI, DSR 규제영향 수준은 지역과 주택가격 수준에 따라 다르게 나타나기 때문에 주택금융 규제를 일률적으로 적용하기보다 지역, 주택가격 수준별로 차이를 두어 적용할 필요가 있다. 수도권은 LTV 규제영향이 더 크고, 서울은 상대적으로 DSR과 DTI 규제영향이 더 크게 나타난다. 수도권에서는 주택가격과 무관하게 LTV 규제영향이 컸던 반면, 서울에서는 주택가격이 낮을 때, 규제 수준 44%를 기준으로 규제 수준이 약할 때는 LTV, 규제 수준이 강할 때는 DSR이 규제영향이 크게 나타난다. 서울에서 주택가격이 높을 때, DSR 규제영향이 가장 큰 것으로 나타난다. 즉, 주택가격이 높을수록 DSR 규제영향이 더 큰 것을 확인할 수 있다.

DSR 규제 수준이 40%일 때, 수도권 소형주택의 경우 LTV의 모든 규제 수준(40%~60%)에서 대출가능금액이 더 적으므로 수도권 소형주택에서는 LTV 규제가 강한 영향을 미치는 것을 확인할 수 있다. 수도권 중형주택에서 DSR이 40% 수준일 때, LTV가 51%~52% 보다 더 강할 경우 LTV 영향을 받지만, LTV가 51%~52% 수준보다 완화되었을 경우 DSR 40% 규제를 받는다. 즉, DSR 40% 규제를 적용할 경우 LTV는 최대 51~52% 수준에 그치기 때문에 DSR 규제가 동반될 때에 비로소 LTV 규제의 효과가 제고된다고 볼 수 있다. 서울의 경우에는 DSR 규제 수준이 40%일 때의 대출가능금액이 소형주택과 중형주택의 모든 LTV 규제비율(40%~60%)에서의 대출가능금액보다 작기 때문에 주택금융규제의 효과(LTV 규제의 효과)가 제고될 수 있는 것으로 나타났다.

4) 소득수준별 주택금융규제의 영향을 고려

LTV, DTI, DSR 규제영향 수준은 지역과 주택가격 수준뿐만 아니라 소득수준에도 영향을 받기 때문에 주택금융 규제 대상에 있어 소득수준에 따른 차이를 고려할 필요가 있다. 수도권에서는 대부분 LTV 규제영향이 가장 크며, 저소득 계층이 중형주택에 거주할 때 DSR 규제영향이 큰 것으로 나타난다. 서울 저소득 계층은 DSR

규제의 영향이 가장 크고, 중소득 계층은 주택가격이 낮은 소형주택은 LTV가, 주택가격이 상대적으로 높은 중형주택일 때는 DSR 규제영향이 컸다. 즉, 저소득 계층의 경우 소득이 낮아 DSR 규제 시 대출가능금액이 크게 줄어들기 때문에 주택구입의 어려움이 있는 만큼, DSR규제를 완화하여 적용할 필요가 있음을 보여준다. 코로나19 이후의 유동성 증가가 주로 고소득층에 집중되었던 것을 고려하여 무주택 실수요인 저소득층에 대한 금융규제는 완화적으로 적용할 필요가 있다.

서울 고소득 계층에서도 대체로 LTV 규제영향이 크지만, 가격이 상대적으로 높은 중형주택의 경우 규제 수준 54%를 기준으로 규제 수준이 약할 때는 LTV, 규제 수준이 강할 때는 DSR 규제영향이 큰 것으로 나타난다. 즉, 서울 고소득 계층에 대해서는 DSR 규제가 동반될 때에야 비로서 주택금융규제(LTV)의 효과가 제고될 수 있다.



CHAPTER 5

국내외 유동성 관리방안 사례

- 1. 국내외 유동성 관리방안 사례 분석의 개요 125
- 2. 국내의 유동성 관리정책 변화 126
- 3. 자산가격 안정을 위한 통화정책 추진 사례 137
- 4. 해외의 유동성 관리방안 사례 143
- 5. 주요 시사점 163

05 국내외 유동성 관리방안 사례

본 장에서는 국내외에서 추진되어 왔던 금리와 유동성 관련 정책사례를 살펴보고 시사점을 도출하였다. 우리나라의 경우 외환위기 이후, 글로벌 금융위기 이후 경제침체에 대응하여 금리를 인하하고 유동성을 확대하는 완화적 통화정책이 추진되는 과정에서 주택시장 과열이라는 부작용이 발생하였다. 주택시장 안정을 위한 주택금융과 세제 등의 수요관리정책은 주택시장을 안정시키는 데 한계가 존재하였다. 1990년을 전후한 북유럽(스웨덴, 핀란드), 일본과 2000년대 중반의 미국의 사례에서는 모두 낮은 금리, 유동성 증가가 부동산 버블 발생 원인의 공통점이었다. 주택시장 안정을 위해서는 수요관리정책만으로는 한계가 있는 만큼 거시건정성 정책과 함께 통화정책 측면에서 효과적인 유동성 관리방안 마련이 필요하다.

1. 국내외 유동성 관리방안 사례 분석의 개요

코로나19 이후 전세계적인 기준금리 인하와 확장적 통화정책으로 통화량과 가계 부채 등의 유동성이 크게 증가하였다. 유동성 증가로 마샬 k(GDP대비 M2비율) 등의 유동성 지표가 크게 높아졌고, OECD 국가와 비교하여 가계부채가 GDP와 가처분소득과 비교하여 매우 높은 수준이다. 이러한 유동성 증가는 주택가격 상승으로 이어졌으며 주택가격은 역사적으로 볼 때 2008년 글로벌 금융위기 수준과 유사하여 위험 수준이 높아진 것으로 나타났다. 유동성과 주택시장에 미치는 영향에 대한 이론과 실증분석을 통하여서도 유동성이 주택시장에 큰 영향을 미치고 있는 것으로 나타나 유동성 관리가 절실한 상황으로 볼 수 있다.

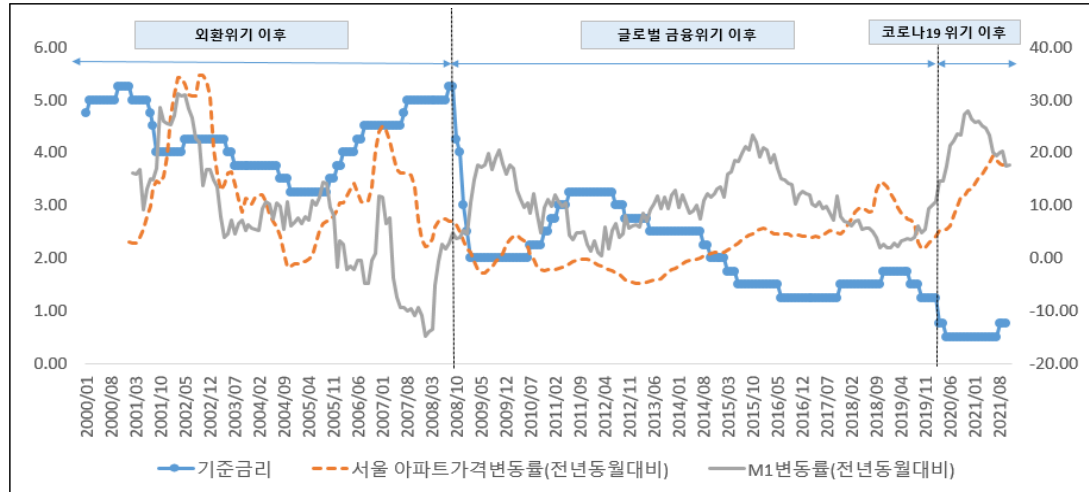
유동성 증가와 주택시장 불안은 현재의 일만은 아니고 국내외적으로 과거에도 나

타났던 현상이다. 우리나라의 경우 IMF 외환위기 이후에 낮은 금리와 늘어난 유동성으로 서울 강남, 수도권을 중심으로 주택가격 불안이 나타났었다. 해외에서도 1990년을 전후하여 스웨덴, 핀란드, 일본에서 유사한 사례를 경험하였으며 2000년대 중반에는 미국에서 유사한 사례를 경험하였다. 현재 시점에서의 주택시장 안정을 위한 유동성 관리방안을 도출하기에 앞서서 과거의 우리나라의 역사적 경험, 해외 사례를 충분히 검토할 필요가 있다. 기준금리와 유동성 정책의 변화가 주택시장에 어떤 영향을 미쳤는지를 살펴보고자 한다. 이를 통해 현재의 상황과 비교하여 유사한 특성은 무엇이고 다른 점이 무엇인지를 면밀히 검토하여 효과적인 유동성 관리방안을 도출하는데 활용하고자 한다. 또한, 최근 논의되고 있는 유동성 관리를 위한 통화정책 방향에 대한 사례들도 검토해봄으로써 시사점을 도출해보고자 한다.

2. 국내의 유동성 관리정책 변화

국내의 유동성 관리정책은 IMF 외환위기 이후인 2000년부터 코로나 19위기 이후 최근년도인 2021년 초까지 유동성 관련 대책을 중심으로 살펴본다. 기간은 전체적으로 3개의 구간으로 구분하여 살펴보면, ① IMF 외환위기 이후부터 글로벌 금융위기 발생 시점인 2008년까지와 ②글로벌 금융위기 발생 이후인 2009년부터 코로나19 발생 전인 2019년까지, ③ 2020년 코로나19 발생 이후부터 2021년 현재까지로 구분한다. 유동성 관련 정책의 유형은 ①기준금리변화 정책, 통화량 변동 등 통화정책과 관련한 정책과 ② 가계부채 등 주택금융과 관련된 정책 ③ 유동성과 직접 관련은 없으나 간접적으로 주택시장에 영향을 미칠 수 있는 주택수요관리와 관련된 정책을 중심으로 살펴본다.

그림 5-1 | 2000년 이후 금리, M1, 서울 아파트가격 변동률 추이



자료: 한국은행 경제통계시스템. 기준금리, 주요 통화금융지표(M1)(<https://ecos.bok.or.kr>. 2021. 12. 10 검색), KB 부동산. 월간 주택가격동향조사(<https://kbland.kr/pages/kbStatistics.html>. 2021. 12. 10 검색)를 활용하여 연구진 작성

1) 외환위기 이후

(1) 금리 및 유동성 관리정책

2000년에는 금리를 두 차례 인상하기도 했으나 외환위기 이후 경제 활성화, 카드사 태에 따른 금융지원을 위해 2001년 2월부터 2004년 11월까지 2002년 한차례를 제외하고는 콜금리를 지속적으로 인하하고 유동성을 확대하는 완화적인 통화정책을 추진하였다. 콜금리는 2000년 10월 5.25% 수준까지 인상하였으나 2001년 2월 5.25% → 5.00%로 0.25%p 낮춘 이후 금리인하 기조가 유지되어 2004년 11월 3.25%까지 낮아졌으며 2005년 9월까지 3.25% 수준을 유지하였다. 2005년 10월부터는 미국의 금리 인상으로 다시 인상기조로 전환하여 2008년 8월까지 5.25% 수준까지 상승하였다. 유동성 관리 정책의 경우 기업자금지원을 위해 회사채발행을 활성화하는 정책, 부실채권을 인수하는 정책을 추진하고 요구불예금에 대한 금리 자유화를 시행하여 은행의 기능을 강화하였다.

표 5-1 | 외환위기 이후(2000~2007년)까지의 금리 및 유동성 관리 정책

연도	금리정책	유동성 관리정책
2000	- (2.10) 콜금리 인상(4.75→5.0%) - (10.5) 콜금리 인상(5.00→5.25%)	- (6.19) 회사채 발행 활성화를 위한 부분보증제도 도입 - (9.7) 부실채권정리기금으로부터 무담보채권 매입 - (11.29) 지역경제 활성화를 위한 저리(연3%) 총액한도자금(5천억 원) 지원 - (12.26) 회사채발행 원활화를 위한 35억달러 지원 - (12.28) 인수대금 100억 원이상 부실채권 인수, 예보산하 정리 금융기관 보유 부실채권 중 인수대금 100억 원 이상 부실채권 인수
2001	- (2.8) 콜금리 인하(5.25→5.00%) - (7.5) 콜금리 인하(5.00→4.75%) - (8.9) 콜금리 인하(4.75→4.50%) - (9.19) 콜금리 인하(4.50→4.00%)	- (3.27) 인수대금 100억 원 이상 부실채권 인수 - (6.15) 인수대금 100억 원 이상 부실채권 인수
2002	- (5.7) 콜금리 인상(4.00→4.25%)	- (4.26) 가계대출 대손충당금 최저적립비율 강화
2003	- (5.13) 콜금리 인하(4.25→4.00%) - (7.10) 콜금리 인하(4.00→3.75%)	- (12.24) 요구불예금 금리 자유화 시행
2004	- (8.12) 콜금리 인하(3.75→3.50%) - (11.11) 콜금리 인하(3.50→3.25%)	-
2005	- (10.11) 콜금리 인상(3.25→3.50%)	-
2006	- (2.9) 콜금리 인상(3.75→4.00%) - (6.8) 콜금리 인상(4.00→4.25%) - (8.10) 콜금리 인상(4.25→4.50%)	- (11.23) 평균 지급준비율 인상
2007	- (7.12) 콜금리 인상(4.50→4.75%) - (8.9) 콜금리 인상(4.75→5.00%)	- (1.11) 주담대 여신심사체계 개편(담보→채무상환능력 위주)

자료: 각 년도별 정부 보도자료 내용을 바탕으로 연구진 작성

(2) 주택금융과 수요관리정책

주택시장의 경우 외환위기 이후 경제를 극복하는 과정에서 2001년까지 주택경기 부양정책을 추진하였으나 주택가격이 과열양상을 보이면서 2002년부터 2008년 글로벌 금융위기 발발 시점까지 주택금융규제, 수요억제정책을 추진하였다. 외환위기 이후와 같이 거시경제와 주택시장이 동반하여 침체되는 경우에는 금리인하, 유동성 확대정책과 주택시장 활성화 대책이 같은 방향으로 추진되나, 거시경제 침체만 발생한 경우에는 경기회복을 위해 금리·유동성은 확대정책을 추진하지만 주택시장이 과열되면서 주택금융규제와 수요관리정책이 추진되는 흐름을 보였다.

주택금융규제는 LTV, DTI 규제 강화가 대표적으로 2002년 LTV 규제 60%를 도입하였으며 2003년에는 투기지역에서는 40%로 강화한데 이어 2005년에는 투기지역 아

파트에 대해서 DTI 40% 규제를 도입하였다. 수요관리정책에서는 2002년 투기과열지구에서 분양권 전매 금지, 투기지역에서 양도세 실거래가 과세, 강남3구, 분당구 등에 주택거래신고지역을 지정하였으며, 재건축 아파트 안전진단강화, 조합원 지위양도 금지 등의 재건축 규제를 강화하는 정책을 추진하였다. 그 외, 2003년 1가구1주택 양도세 비과세요건을 강화하고 종합부동산세를 조기 시행하고 다주택자에 대한 양도세 중과를 실시하였다.

표 5-2 | 외환위기 이후(2000~2007년)까지의 주택금융과 수요관리 정책

연도	주택금융	수요관리정책
2000	- (1.10) 서민 내집마련 기회 확대를 위한 대출금리 인하, 서민주택자금 지원규모 3조 원 확대 - (11.1) 주택채권 매입부담 감면	- (7.1) 국민주택자금 지원대상 확대 - (8.29) 임대주택시장 활성화, 주택 구입 시 양도세 감면 - (11.1) 비수도권 신축주택 양도세 면제, 취·등록세 감면
2001	- (1.27) 매입임대사업자 보증한도 확대 - (3.16) 전월세 서민 보증금 융자 지원 강화	- (3.16) 임대사업자 세제 지원 확대 - (5.23) 신축주택 구입 시 양도세 한시 면제, 국민주택 규모 취·등록세 한시 면제 - (5.26) 공동택지 임대주택 공급비율 확대 - (7.26) 소형평형 공급 확대
2002	- (9.4) LTV 도입(60%)	- (1.8) 투기자 세무조사 착수, 기준시가 상향조정 - (3.6) 투기과열지구 분양권 전매요건 강화, 무주택세대주 우선분양 - (4.21) 강남3구 및 성남 분당구 주택거래신고지역 지정 - (8.9) 재건축 아파트 자금출처 조사, 안전진단 강화 등 재건축 기준 강화, 양도세 감면 축소 - (10.11) 투기지역 양도세 실거래가 과세
2003	- (3.27) 주택금융저당공사 설립으로 3년 위주 주택구입자금대출을 20년이상 장기대출로 전환 - (5.23) LTV 강화(60→50%) - (10.29) 투기지역 LTV 강화(50→40%)	- (9.5) 투기과열지구 내 재건축 조합원의 조합인가 후 조합원 지위양도 금지, 1가구 1주택 비과세 요건 강화 - (10.29) 투기과열지구 확대, 종합부동산세 조기 시행('06→'05-년), 다주택자 양도소득세 중과(60%)
2004	- (7.2) 주택신보에 추경 1,000억 원 추가 출연하여 서민·중산층 전세·구입자금 보증여력 확충, SOC 등 건설투자 2조 원 확대 - (8.10) 주택금융공사 신규대출 금리 인하	- (4.21) 강남 3구 및 성남 분당구를 주택거래신고지역으로 지정
2005	- (6.30) 동일 차주에 대한 투기지역내 아파트 담보대출(신규취급기준) 1건으로 제한, 투기지역 LTV 강화(은행·보험사 60→40%, 저축은행 70→60%) - (8.30) 배우자가 이미 주택담보대출을 받고 있는 기존차주(분리 세대 포함) 및 만30세미만 미혼차주에 대한 투기지역 아파트 담보대출 DTI 40% 이내로 제한 - (8.31) 투기지역 주담대 개인→가구별 제한	- (2.17) 판교 일괄 분양 등 판교투기방지대책 마련, 재건축 안전진단 절차 강화 - (5.4) 재건축 기반시설부담금 부과, 1가구2주택 양도세 실거래 과세, 보유세 실효세율 단계적 인상 - (8.31) 수도권 신규주택 및 택지공급('10년까지 연 30만호, 연 300만평), 분양권 전매제한 강화, 다주택자 양도소득세 중과, 고가 부동산에 대한 종부세 가구별 합산과세, 취·등록세 실거래가 과세 - (9.7) 양도소득세 과세시 재건축·재개발 조합원 입주권을 주택수에 포함

연도	주택금융	수요관리정책
2006	- (3.30) 투기지역 6억 원 초과 아파트 구입 시 LTV·DTI 함께 적용, 비은행권 LTV 규제 강화 - (11.15) LTV(지역에 따라 40~80% 차등, 예외 적용 폐지), DTI(투기과열지구 6억 초과로 확대) 규제 강화	- (3.30) 수도권 연 900만평 택지공급 등 주택공급 확대, 실거래가 신고 및 공개, 재건축 부담금 등 개발 이익환수제 도입, 종부세 및 양도세 강화
2007	- (1.11) 투기지역내 2건이상 아파트담보대출 만기연장 제한 - (1.31) 금융기관 주택담보대출에 대한 주택 금융신용보증기금 출연요율 상향 조정 - (7.18) 비은행권 주택담보대출 여신심사체계 선진화 방안: 보험사는 은행과 동일한 DTI 적용비율 적용, 비은행금융회사는 시가 3억 원 초과 아파트에 대해 은행과 동일 기준 적용	- (1.10) 투기지역 분양가상한제·분양가 공개, 도심내 맞춤형 임대주택 공급, 주택바우처 제도 도입, 수도권 민간택지 주택 전매제한기간 확대

자료: 각 년도별 정부 보도자료 내용을 바탕으로 연구진 작성

2) 글로벌 금융위기 이후

(1) 금리 및 유동성 관리정책

2008년 미국의 서브프라임모기지 위기로부터 촉발된 글로벌 금융위기가 발생하면서 정부는 2009년까지 금융시장 안정, 경제위기 극복을 위해 기준금리를 인하하고 유동성을 확대하는 정책을 추진하였다. 기준금리는 2008년 10월부터 2009년 2월 사이 5.25%에서 2.0%까지 3.25%p가 낮아졌으며 2010년 6월까지 2.0%의 낮은 금리수준을 유지하였다. 기준금리 인하 외에 유동성 공급을 위해 추경예산편성, 국채발행규모 축소, 은행 자본확충펀드 조성, 중소 건설사 단기유동성 지원 등을 추진하였다. 경제회복이 어느 정도 이루어진 후 2010년 7월 기준금리 인상을 시작으로 2011년 6월까지 3.25% 수준까지 금리인상이 지속되었으나 다시 그리스 재정위기 등에 따른 경제위축으로 2012년 7월부터 다시 금리가 인하되기 시작하면서 2016년 6월 1.25% 수준까지 낮아졌다. 유동성 공급대책으로는 추경편성 외에 안심전환대출을 통해 은행의 주택담보대출 위험을 줄이고 대출여력을 확대하는 정책을 추진하였다. 한편, 가계부채부담 완화를 위한 국민행복기금, 중·저신용자를 위한 중금리 대출시장 활성화를 통해 가계의 대출부담을 완화시키는 정책도 추진하였다.

표 5-3 | 글로벌 금융위기 이후 코로나19발생 이전까지의 금리와 유동성 관리정책

연도	금리정책	유동성 관리정책
2008	- (8.7) 기준금리 인상(5.00→5.25%) - (10.9) 기준금리 인하(5.25→5.00%) - (11.7) 기준금리 인하(4.25→4.00%) - (12.11) 기준금리 인하(4.00→3.00%)	- (3.10) 중앙정부 세계잉여금 4.8조 원 경제활성화 및 감세재원으로 활용 - (9.18) 고유가 및 경기둔화 극복 추경예산안(총 4.9조 원) 국회 본회의 통과 - (10.20) 국채시장 장기물(10년물, 20년물) 발행규모 축소, 유동성 제고를 위한 0.9조 원 조기상환(10.24) - (11.19) 10조46억 원 규모 추경예산안 편성
2009	- (1.9) 기준금리 인하(3.00→2.50%) - (2.12) 기준금리 인하(2.50→2.00%)	- (2.25) 은행 자본확충 펀드 조성(총 20조 원 수준) - (4.29) 추경예산안 국회 본회의 통과(28.4조 원 규모) - (5.13) 금융기관 부실자산 처리(캠코 내 총 42조 원 규모 구조조정기금 설치)
2010	- (7.9) 기준금리 인상(2.00→2.25%) - (11.16) 기준금리 인상(2.25→2.50%)	- (7.7) 저축은행에 유동성비율(100% 이상) 제도 도입 - (4.23) 중소기업사 단기유동성 지원
2011	- (1.13) 기준금리 인상(2.5→2.75%) - (3.10) 기준금리 인상(2.75→3.00%) - (6.10) 기준금리 인상(3.00→3.25%)	- (5.1) 건설사·PF에 대한 구조조정과 유동성 지원: 건설사 유동성 지원 P-CBO를 통한 지원, 대한주택보증의 PF 대출 보증 확대 - (6.29) 은행권의 가계대출 관리 강화(고위험대출 및 편중대출에 대한 BIS 위험가중치 상향적용, 차주 소득 등 상환능력확인 관행 정착 등)
2012	- (7.12) 기준금리 인하(3.25→3.00%) - (10.11) 기준금리 인하(3.00→2.75%)	- (2.24) 상호금융의 일반대출 예대율 80% 이내로 운용, 보험사 가계대출 대손충당금 적립기준을 은행과 동일하게 조정 - (7.19) 서민금융지원 공급 확대(연 3조→4조 원)
2013	- (5.9) 기준금리 인하(2.75→2.5%)	- (3.29) 가계부채 부담 완화를 위한 국민행복기금 설립 - (5.7) 추경 17.3조 원 편성 국회 통과
2014	- (8.14) 기준금리 인하(2.50→2.25%) - (10.15) 기준금리 인하(2.25→2.00%)	- (5.9) 재정집행 규모 확대(7.8조 원) - (7.3) 재정보강(12조 원), 금융지원(29조 원)
2015	- (3.12) 기준금리 인하(2.00→1.75%) - (6.11) 기준금리 인하(1.75→1.50%)	- (3.24) 안심전환대출 20조 원 한도로 1차분 공급 - (3.29) 안심전환대출 20조 원 추가 공급 - (6.23) 정책 서민금융상품 22조 원 신규 공급
2016	- (6.29) 기준금리 인하(1.50→1.25%)	- (7.22) 총 11조 원 추가경정예산안 편성 - (11.24) 중·저신용층 대상 중금리 대출 시장 활성화(총 1조 원 지원), 저축은행 자산건전성 규제를 은행·상호금융 수준으로 단계적 강화
2017	- (11.30) 기준금리 인상(1.25→1.50%)	
2018	- (11.30) 기준금리 인상(1.50→1.75%)	- (1.25) 서민금융 11.2조 원 공급, 최고금리 인하(27.9→24%), 사회투자펀드(300억 원) 조성 - (4.17) 민간 중심 장기 고정금리 주담대 확대를 위한 커버드본드 공급 활성화 유도, 제2금융권 DSR, 예대율 규제 등 도입
2019	- (7.18) 기준금리 인하(1.75→1.50%) - (10.16) 기준금리 인하(1.50→1.25%)	- (12.24) 정부 출연 5년 연장(~'20→~'25)·확대(연간 1,750→1900억 원), 금융기관 출연 및 서민금융보증제도 소금융권으로 확대 적용

자료: 각 년도별 정부 보도자료 내용을 바탕으로 연구진 작성

(2) 주택금융과 수요관리정책

글로벌 금융위기 발생에 따른 주택시장 침체에 대응하기 위해 2008년 ~ 2009년 사이 지방 미분양주택 해소를 위한 정책, 재건축 규제 합리화, 투기지역·투기과열지구 해제, 다주택자 양도세 완화 정책 등을 추진하였다. 금리인하에 따른 빠른 수도권에서의 빠른 시장회복으로 수도권을 중심으로 주택금융규제(LTV, DTI)가 강화되었으나 2015년까지는 전반적으로 주택시장 활성화 정책기조가 유지되었다. 2010~2015년 사이 주택금융정책으로 전세자금대출보증 규모를 확대하고 생애최초 주택구입자금 지원, 수도권에서의 LTV, DTI 규제 합리화를 추진하였다. 수요관리정책으로 강남3구 투기지역을 해제하고, 1주택자의 취득세를 감면하였으며 수도권에서의 양도세 비과세 요건을 완화하고, 매입임대사업 세제지원을 강화하였다. 저금리 기조가 유지되는 가운데 수도권을 중심으로 주택시장 불안이 확대되면서 2016년 이후에는 다시 주택금융규제가 강화되고 수요억제를 위한 관리정책들이 추진되기 시작하였다. 주택금융규제로 조정대상지역, 투기지역·투기과열지구 등 규제지역에서 LTV, DTI 규제가 강화되고, 다주택자에 대한 주택담보대출 규제가 강화되었으며 전세자금대출 보증에 대한 제약이 확대되었다. 수요관리정책으로 분양권 전매제한 강화, 1순위·재당첨 제한, 재건축초과이익환수제 시행, 수도권 분양가상한제 실시, 규제지역 양도세, 종부세 강화, 임대등록제도 보완 등을 추진하였다.

표 5-4 | 글로벌 금융위기 이후부터 코로나19 위기 이전까지의 주택금융 및 수요관리 정책 ①

연도	주택금융	수요관리 정책
2008	- (6.11) 지방 미분양 주택에 대하여 LTV 상향(분양가 10% 인하시 60→70%) - (8.21) 30년 장기 주택담보대출 활성화 - (10.21) 담보대출 허용 미분양 아파트 범위 확대, 민간 부동산펀드 조성 지원	- (6.11) 지방 미분양 주택에 대하여 취·등록세 50% 감면, 매입임대 세제혜택 확대 - (8.21) 분양가상한제 개선, 재건축 규제 합리화, 수도권 전매제한기간 완화, 지방 미분양 아파트 환매조건부로 매입 - (9.1) 양도소득세 규제 합리화, 종합부동산세 제도 개선 - (10.21) 투기지역·투기과열지구 합리적 조정, 일시적 2주택 중복보유 허용기간 확대, 환매조건부 미분양 주택 매입 - (11.3) 재건축 소형평형의무비율 완화, 주택투기지역·투기과열지구 해제(강남3구 제외), 수도권 전매제한 추가 완화 - (12.5) '10년까지 한시적으로 다주택자 양도세 완화

연도	주택금융	수요관리 정책
2009	- (7.6) 투기지역(강남3구)을 제외한 수도권 전역 LTV 강화(60→50%) - (9.4) 은행 DTI 규제 확대: 투기지역에 적용되던 40% 총부채상환비율 규제를 서울은 50%, 인천·경기지역은 60%까지 확대 적용 - (9.7) 투기지역에 적용되는 DTI를 수도권 비투기지역까지 확대 적용 - (10.8) 비은행권 LTV, DTI 규제 강화 - (10.12) 비은행권 주택담보대출에 대한 리스크관리 강화	
2010		- (2.12) 미분양주택 취득 시 취·등록세 감면 확대, 미분양주택 취득 시 양도소득세 완화, 미분양주택 펀드에 대한 세제지원 - (4.30) 다주택 보유자 등에 대한 양도소득세 중과 등 한시적 폐지 - (8.29) 다주택자 양도세 중과 완화제도의 일몰 시한 2년 연장, 취·등록세 감면 50% 1년 연장
2011	- (2.11) 주택금융신용보증기금 전세자금 대출보증 규모 확대('10년 5.8조→'11년 7조 원), 고정금리·비거치식·분할상환대출 DTI 비율 상향 조정, 생애최초주택구입자금 대출의 시한 '11년 말까지 연장	- (2.11) 취득세 감면 확대(30%→50%), 준공 후 미분양주택 전월세 활용 시 세제감면혜택(양도세, 취득세), 매입임대사업자 세제지원(양도세 중과완화, 종부세 비과세) - (3.22) 취득세 50% 감면(~'11년 말), 9억 원 이하 1인 1주택 취득세율 인하(2%→1%) - (8.18) 수도권 매입임대사업 세제지원 요건 완화(3→1호) - (12.7) 투기과열지구 해제, 재건축 초과이익부담금 부과 중지
2012	- (5.10) 금리우대 보증자리론 지원 확대, 생애최초 주택구입자금 지원 확대	- (5.10) 강남3구 주택 투기지역 및 주택거래신고지역 해제, 분양권 전매제한 완화, 다주택자 양도소득세 중과 폐지, 분양가상한제 폐지 - (6.18) 분양가상한제 원칙적 폐지, 주택 전매제한제도 개선, 재건축 부담금 2년 부과중지, 재건축사업 용적률 인센티브 제도 적용 확대 - (9.10) 취득세·양도소득세 등 부동산 거래세 한시적 감면, 미분양주택 양도세 면제
2013	- (8.28) 장기·고정금리 분할상환 방식 주택모기지 공급 확대 - (12.3) 전세 안심대출 시행	- (4.1) 미분양·신축주택 외에 기존주택 양도세 5년간 면제, 분양가상한제 신축운영, 리모델링 수직중축 허용, 생애최초 주택구입시 취득세 한시 면제, 연말까지 주택 구입시 양도세 5년간 면제 - (6.27) 다주택자 등 양도세 중과폐지·단기보유 양도세 중과완화, 분양가상한제 신축 운영, 민간임대시장 활성화 - (8.28) 취득세율 영구 인하, 장기 주택모기지 이자소득공제 확대

자료: 각 년도별 정부 보도자료 내용을 바탕으로 연구진 작성

표 5-5 | 글로벌 금융위기 이후부터 코로나19 위기 이전까지의 주택금융 및 수요관리 정책 ②

연도	주택금융	수요관리 정책
2014	- (7.3) LTV·DTI 규제 정상화 - (7.24) 주택담보대출 규제완화(LTV 70%, 수도권 DTI 60%)	- (9.1) 재건축 연한 규제 완화(최장 40년→30년), 수도권 공공택지 내 주택 전매제한 및 거주임대기간 완화
2015	- (6.25) 고정금리·분할상환 목표 비중 상향조정, 제2금융권 토지·상가 등에 대한 담보인정비율 최저한도를 60→50% 하향조정 - (8.1) LTV, DTI 합리화조치 일몰 연장 발표	
2016	- (8.25) 공적보증기관(주택금융공사, 주택도시보증공사)의 중도금대출 보증 비율 축소(100→90%), 보증건수 2건 제한, 제2금융권 담보인정한도 인하(50~80%→40~70%) - (11.3) 중도금대출보증 발급요건 강화, 정책 모기지 지속 공급	- (11.3) 전매제한기간 강화, 1순위 제한, 재당첨 제한
2017	- (3.13) 주택담보대출 비거치식 분할상환 자산규모 1천억 원 이상 상호금융권 확대 - (6.1) 주택담보대출 비거치식 분할상환 상호금융권 전 조합 및 금고로 확대 - (10.24) 신DTI 적용, DSR 도입 로드맵 및 DSR 표준산정방식 마련, DSR 금융권 시범운용, DSR 금융권 여신관리지표로 활용, 투자목적 주택담보대출 LTV, DTI 규제 강화	- (6.19) 조정대상지역 확대 적용, 전매제한기간 강화, 조정대상지역 내 LTV·DTI 규제 강화, 재건축조합원 주택 공급 수 제한 - (8.2) 투기과열지구 및 투기지역 지정, 재건축 초과이익 환수제 시행, 양도소득세 강화, 다주택자 대상 금융규제 강화, 1순위 자격 요건 강화 등 청약제도 개편 - (12.13) 세제 혜택(양도세·종부세) 등을 통한 임대주택 등록 활성화
2018	- (4.24) 고액자산가 전세보증 이용 제한, 적격대출 및 보증자리론 주택보유수 요건 강화, 제2금융권 변동금리·일시상환 주담대를 고정금리·분할상환 정책모기지로 전환(기존 보증자리론 대비 LTV, DTI 비율 각각 10%p씩 완화), 비소구방식 정책모기지 도입 - (10.16) 3개 보증기관 전세보증요건 강화	- (2.20) 재건축 안전진단 기준 정상화(구조안전성 평가가중치 상향, 주거환경평가 가중치 상향) - (7.6) 주택 과표 6~12억 구간 누진세율 강화, 다주택자 추가과세(3주택 이상자 과표 6억 초과 0.3%p 증가) - (8.27) 서울 및 경기 일부 지역 투기지역·투기과열지구 추가 지정 - (9.13) 조정대상지역 2주택 이상 보유자 주택분 종부최고세율 최고 3.2% 중과, 조정대상지역 2주택 이상자 세 부담 상한 상향(150%→300%), 과표 3~6억 원 구간 신설 및 세율 0.4%p 인상, 종합부동산세 공정시장가액비율 추가 상향조정
2019	- (10.1) 투기지역·투기과열지구 주택매매업자 대상 LTV 40% 규제 도입, 투기지역·투기과열지구 주택임대업·주택매매업 법인 LTV 40% 규제 도입 - (12.16) 투기지역·투기과열지구 주택담보대출 관리 강화, 전세대출을 이용한 갭투자 방지	- (1.9) 등록 임대주택 관리 강화(세제 감면 시 임대료 증액 제한 등 의무준수 검증 강화, 임대소득세, 종합부동산세 등 과세체계와 연계한 검증 강화, 의무 임대기간 내 양도금지 위반 제재 강화) - (4.23) 공적임대주택 17.6만호 공급, 정비사업의 공공성·투명성 강화 - (8.12) 수도권 분양가상한제 주택 전매제한기간 확대(최대 10년), 전매제한기간 내 매각주택, 한국토지주택공사 우선매입 활성화, 거주임대기간 도입(수도권 공공분양→수도권 공공택지·민간택지) - (12.16) 주택 보유부담 강화 및 양도소득세 제도 보완, 임대등록 제도 보완(취득세·재산세 혜택 축소)

자료: 각 연도별 정부 보도자료 내용을 바탕으로 연구진 작성

3) 코로나 19위기 이후

(1) 금리 및 유동성 관리정책

코로나19 위기로 감염병 확산을 위한 국가봉쇄조치가 확대되면서 주가 급락, 수출감소, 소비위축 등 경제 전반적인 충격이 발생하면서 정부는 기준금리를 인하하고 유동성 공급을 확대하는 정책을 추진하였다. 미·중 무역 갈등에 따른 세계교역량 감소로 2019년 하반기 두 차례의 금리인하로 기준금리가 1.25%로 낮아진 상황에서 코로나19 위기가 발생하자 정부는 선제적으로 2020년 3월과 5월 두 차례에 걸쳐 기준금리를 0.75%p 인하한 0.5% 수준까지 낮추었으며 이는 2021년 6월까지 지속되었다. 인플레이션 압력이 확대되고 금융불균형이 심화되면서 정부는 2021년 8월 기준금리를 0.75%로 인상하였으며 2021년 11월 1.0%로 한차례 추가 인상을 실시하였다. 2020년 3월부터 시장안정화를 위해 국고채 매입, 회사채발행지원 등을 통해 유동성을 공급하고 대규모 추경편성을 통해 시중에 유동성을 공급하였다.

표 5-6 | 코로나19 위기발생 이후 금리 및 유동성 관리 정책

연도	금리	유동성 관리
2020	- (3.17) 기준금리 인하(1.25%→0.75%) - (5.28) 기준금리 인하(0.75%→0.50%)	- (3.24) 시장안정화를 위한 국고채 단순매입 실시: 매입규모 1.5조 원(액면 기준), 「100조 원+a 민생·금융안정 패키지 프로그램」 시행으로 회사채 발행지원(4.1조 원) 프로그램 도입 - (3.25) 코로나19 극복을 위한 1차 추경 14.9조 원 확정 - (3.31) 차액결제이행용 담보증권 제공비율 20%p 인하 - (4.14) 국고채 단순매입 실시 - (4.30) 2차 추경 7.6조 원 긴급재난지원금 지원 결정 - (7.3) 3차 추경 35.1조 원 추경 국회 통과 - (8.31) 국고채 단순매입 실시 - (9.22) 4차 피해맞춤형 추경 7.8조 원 확정 - (9.24) 국고채 단순매입 실시 - (10.28) 국고채 단순매입 실시
2021	- (8.26) 기준금리 인상(0.50%→0.75%) - (11.25) 기준금리 인상(0.75%→1.00%)	(3.25) 1차 추경 14.9조 원 국회통과 (7.24) 2차 추경 34.9조 원 국회 통과

자료: 각 연도별 정부 보도자료 내용을 바탕으로 연구진 작성

(2) 주택금융과 수요관리정책

코로나19 위기로 거시경제는 큰 충격을 받았으나 주택시장은 상대적으로 안정세를 보인후 저금리, 유동성으로 가격 상승이 확대되면서 주택금융규제, 투기수요억제의 수요관리정책 기조가 유지되었다. 규제지역에서 LTV, DTI 규제가 강화되었으며 갭투자 억제제를 위한 전세자금대출 규제가 강화되었다. 가계부채관리를 위해서 가계대출 증가율을 억제하고 차주단위의 DSR 규제의 단계적 도입을 추진하였다. 수요관리정책으로 규제지역에서의 다주택자 양도세 종과세율 확대, 종부세 강화, 단기(4년)임대 및 아파트매입임대 폐지 등의 임대등록제도 개편, 다주택자 취득세 강화 등의 정책을 추진하였다.

표 5-7 | 코로나19 위기발생 이후 주택금융과 수요관리 정책

연도	주택금융	수요관리정책
2020	[주택금융] (2.20) 조정대상지역 주택담보대출 LTV 규제 강화: 주택가격 구간없이 LTV 60% → 9억 원 이하분 LTV 50%, 9억 원 초과분 LTV 30%, 조정대상지역 신규 지정에 따른 대출 강화: LTV, DTI 강화 (6.17) 주택담보대출 및 전세자금대출 규제 강화: 조정대상지역(LTV 9억이하 50%, 9억초과 30%, DTI 50%), 투기과열지구(LTV 9억이하 40%, 9억초과 20%, 15억초과 0%, DTI 40%), 2주택이상 보유세대 주택신규 구입 위한 주담대 금지(LTV 0%)	(2.20) 조정대상지역 신규 지정에 따른 청약 제도 강화: 전매 제한 강화, 가점제 적용 확대, 조정대상지역 신규 지정에 따른 세제 강화: 다주택자 양도세 종과, 장특공제 배제 (6.17) 조정대상지역 및 투기과열지구 지정, 조정대상지역: 다주택자 양도세 종과·장특공 배제: 2주택 +10p, 3주택 +20%p, 2주택이상 보유자 종부세 +0.2~0.8%p 추가 과세, 2주택이상 보유자 보유세 세부담 상한 상향 2주택자 300%, 3주택자 300%, 투기과열지구: 재건축 조합원 지위양도 제한, 재개발 조합원 분양권 전매제한 (7.10) 임대등록제도 개편: 단기임대(4년) 및 아파트 장기일반 매입임대(8년) 폐지, 다주택자 대상 종부세 종과세율 인상, 2년 미만 단기 보유 주택에 대한 양도소득세율 인상(1년 미만 40%→70%, 2년 미만 기본세율→60%), 규제지역 다주택자 양도세 종과세율 인상(기본세율 6~42%+10%p(2주택) 또는 20%p(3주택 이상)→20%p(2주택) 또는 30%p(3주택 이상)), 다주택자, 법인 등에 대한 취득세율 인상: 2주택 8%, 3주택 이상·법인 12%
2021	(4.29) 가계부채관리방안 발표, 은행권 가계부문 경기대응 완충자본 도입, 차주단위 DSR 단계적 확대, 2023년 7월 전면시행 목표로 3단계에 걸쳐 단계적 대상 확대, 2021년 가계대출 증가율 5~6%내로 관리, (10.26) 가계부채관리방안 발표, 차주단위 DSR 2, 3단계 조기시행, 2금융권 DSR 강화, DSR 산정만기 현실화	

자료: 각 연도별 정부 보도자료 내용을 바탕으로 연구진 작성

3. 자산가격 안정을 위한 통화정책 추진 사례

자산가격 급등에 대응하기 위해서 통화정책 활용에 대한 전반적 논의들을 살펴보고자 한다. 구체적으로 물가안정과 금융안정과의 관계, 자산가격버블 발생과 붕괴, 버블 발생 시 통화정책 사용 등 주요 이슈 변화 등을 살펴본다. 또한, 미국, 일본, 유럽 등에서 통화정책 수립 시 자산가격 버블에 대한 반영사례를 분석해 봄으로써 국내 자산시장의 정책적 시사점을 도출해보고자 한다.

1) 물가안정과 금융안정과의 관계

미국, 일본, 유럽 등 대다수의 선진국들은 1980년대 이후 실물부문에서 물가안정은 꾸준히 이어오고 있으나, 주식 및 부동산 등 자산가격은 경기 국면에 따라 큰 변동을 겪어왔다(함정호 & 홍승제, 2003: 50). 일반적으로 자산가격은 장래 기대수익을 할인한 가치로 정의되며 효율적 자산시장이 존재하고 규제에 따른 가격왜곡이 없는 경우 중앙은행은 자산가격의 변동성 자체에 특별한 관심을 가질 필요가 없다고 정의하고 있다(함정호 & 홍승제, 2003: 50). 이로 인해 일부 학자들은 물가안정이 금융안정을 위해 충분한 조건이 되어야 하고 (Schwartz, 1998), 물가안정이 금융안정을 촉진한다고 믿고 있다(Bordo & Wheelock, 1998). 많은 금융위기는 가격수준에서의 급격한 변화 등으로 유발되고 (Bordo et al., 2000), 대부분의 은행 공황은 높은 인플레이션의 발생에 따른 경기침체 동안 발생을 하기 때문이다(Gorton, 1988). 이러한 배경을 바탕으로 중앙은행은 물가안정 목표를 우선 추구하며 동시에 금융시스템의 안정을 고려해 왔다. 그러나 금융시스템의 자유화, 세계화, 개방화 등 급속한 진전 속에서 적절한 규제가 마련되지 않거나 과도한 신용사용, 투자자의 투기 성행, 과도한 낙관주의와 단기 업적주의 등으로 자산가격의 변동성은 더욱 확대되었다(Criste & Lupu, 2014; 함정호 & 홍승제, 2003). 이로 인해 일부 학자들은 물가안정이 금융안정에 도움이 된다는 관점을 부인하며 그 반대라고 지적하고 있다. 가령, 낮은 인플레이션을 유지하는

것은 미래 경제 개발에 너무 낙관적이어서, 안전에 대한 잘못된 인식이 과도한 자산가격을 높인다는 것이다(Borio & Lowe, 2002; Blinder, 1999).

일본 중앙은행장이었던 Shirakawa(2012)는 단기간 경제 안정을 위한 수단으로 소비자물가 안정의 과도한 초점을 맞추는 것은 증가하는 금융 불안정의 요소가 될 수 있고, 장기간 경제 안정에 대한 기대감으로 증가하는 부채 등을 촉발시킨다고 지적한 바 있다. 이처럼 물가와 금융안정 사이의 관계에 대한 논의들은 꾸준히 이어져 왔으나 일관된 논의가 발생하고 있지 않기에 각 국가 중앙은행은 각기 다른 통화정책으로 물가안정과 금융안정을 위해 대응하고 있다.

2) 자산가격변동에 대응한 통화정책의 적절성

과연 통화정책을 통해 금융불균형을 해소하는 것이 적절한 방법일까? 특히, 부동산 시장과 같은 특정 섹터에 중앙정부가 주의를 기울여야 하는 이유가 있을까? 자산가격 변동에 대응한 통화정책 사용에 대해선 다양한 주장들이 혼재되어 있으며, Roubini(2006)는 통화정책 활용에 대한 긍정적인 이유를 다음과 같이 나열하고 있다¹⁾.

첫째, 다양한 분석 모델은 최적의 통화정책 기능은 인플레이션과 성장의 괴리가 일정한 기준을 초과할 경우에 외인성(통화정책 외의 요소에 의해 발생)의 자산가격버블에 반응하여야 함을 보여주었다. 둘째, 최적의 통화정책은 자산 버블의 존재나 정도에 대한 불확실성(예: 데이터 불확실성 등)에도 자산 가격에 반응해야 한다. 셋째, 버블이 경제에 영향을 주는지에 대한 불확실성은 통화정책이 자산 버블을 반영해야 한다는 결과를 부인할 수 없다. 왜냐하면 버블이 발생하면 그 이후 과정까지 막대한 후속 비용을 소모하게 만들기 때문이다. 넷째, 통화당국은 버블을 완화시키기 위해 조심스럽게 노력해야 한다. 만약 버블이 통화정책에 의해 발생한 것이라면 버블에 영향을 주기 위한 시도는 최적의 통화정책에 의해 요구된다. 다섯째, 버블에 대응한 통화정책으로 과도한 경제 축소로 이어질 필요까지는 없다. 그것은 어느 정도의 적절한 통제를 통해

1) Roubini, 2006. Why central banks should burst bubbles. International Finance 9, 1: 87-107을 내용을 요약한 것임

버블을 축소시키는 것이다. 실제로 영국, 호주, 뉴질랜드는 최근 통화 당국이 심각한 경제 침체 없이 적절한 통화정책을 통해 버블을 조절할 수 있었다. 마지막으로, 통화정책이 발생한 버블에 반응을 해야하며, 증가하는 버블에 반응하는 것이 아니라고 주장하는 것은 일관적이지 않다. 즉 증가하는 버블을 반영하지 않고 꺼져가는 버블(막대한 경제침체)에 반응하는 것은 비효율적이고 도덕적 해이의 근원이 된다. 즉 비대칭적인 반응 조치보다는 버블의 시작과 끝에 동시적인 통화정책 조치가 요구된다.

반면에 신관호(2021)는 자산가격 변동에 대응한 통화정책 사용에 신중해야 하는 이유들에 대해 다음과 같이 말하고 있다. “첫째, *거품의 존재를 사전적으로 식별하는 것은 불가능에 가깝다는 것이다. 실제로 민간 금융전문가들보다 중앙은행이 더 많은 정보를 가지고 있다는 보장이 없으므로 거품에 대한 판단을 더 잘 할 수 있다는 근거가 없기에 중앙은행이 민간시장에서 형성된 가격에 개입하려는 시도가 정당화되기는 어렵다. 둘째, 거시경제 전반을 어우르는 통화정책을 부동산 가격 버블과 같이 경제 한 부분을 위해 적용한다면 다른 시장에서의 부작용이 나타날 가능성이 크다는 것이다. 예를 들어 금리인상을 통해 부동산시장에 존재하는 거품을 제거하려고 한다면 다행히 부동산 가격을 떨어뜨릴 수 있더라도 소비와 투자 감소로 경제 전반에 부정적인 영향을 줄 수 있다. 셋째, 통화정책으로 부동산 가격 거품을 해소하는 것은 한계가 따른다. 즉 거품이 생기는 이유는 통화정책의 내생성 및 외인성 등 다양하며 단순히 금리 인상을 통해 해소하는 것은 어려울 수 있다. 실제 글로벌 금융위기 전에 부동산 버블을 이끌었던 가장 큰 이유는 금융혁신이었으며, 부동산 담보대출을 기초자산으로 대출자의 신용과 관계없이 발행된 MBS(Mortgage Backed Securities) 때문이었다. 넷째, 통화정책을 사용하여 금융불안에 사전적으로 대응하는 것보다는 사후적으로 대처하는 것이 효과적일 수 있다는 것이다. 중앙은행은 사후적으로 금리를 신속하게 인하함으로써 금융시장을 안정시킬 수 있으며 최종대부자 역할을 통해 금융기관의 유동성 문제에 대응할 수 있다. 이러한 수단이 적절하게 사용된다면 거품이 제거된 후에 경제에 큰 부작용을 주지 않을 수 있다.”²⁾*

금리 조정을 통한 통화정책이 오직 주택가격 안정을 위해서 사용될 순 없으나, 대신

2) 신관호. 2021. 부동산 상승에 대응한 통화정책 적절한가? 우리 리서치 PLUS 2021년 8월호. 우리금융경영연구소.

글로벌 금융위기 이후로 거시건전성 정책이 새롭게 나타나며 그 대안이 되고 있다(예: LTV 규제 등). 하지만, 두 가지 방안, (1) 소비자물가 안정을 위한 통화정책, (2) 자산버블 발생과 붕괴를 방지하기 위한 거시건전성 정책, 어느 하나도 복잡한 현실 세계에서는 완벽히 정당화되지는 못하고 있다(OECD, 2021).

3) 자산가격 변동요인 대응한 통화정책 반영사례

2008년 글로벌 금융위기 이후 세계 각국에서 경기침체에 대응하기 위해 기준금리 인하, 통화정책과 재정정책을 통한 유동성 공급 확대정책을 추진해 오고 있다. 이러한 정책은 코로나19 이후 더욱 확대되었다. 저금리와 유동성 공급확대로 부동산 가격의 급격한 상승을 경험하면서 이에 대응한 통화정책을 추진한 사례를 유럽과 뉴질랜드를 중심으로 살펴보고자 한다.

(1) 유럽 사례

파리는 2019년 9월 아파트 평균 가격이 m^2 당 1만 유로를 돌파하며 역대 최고가를 경신했고, 2000년부터 2018년까지 파리 월세값은 40% 상승할 정도로 수요가 넘치고 있다(이지현, 2020: 126). 뮌헨, 프랑크푸르트, 런던, 암스테르담 등 유럽 주요 도시들 대부분이 가파른 집값 상승을 경험하고 있다(중앙일보, 2019. 12. 18). 유럽중앙은행이 2014년 사상 첫 마이너스 예금 금리(시중 은행들이 중앙은행에 맡기는 예금)를 도입한 이후 5년간 포르투갈, 룩셈부르크, 슬로바키아, 아일랜드 등 일부 유럽국가 집값은 40%를 웃도는 상승세를 보였다(중앙일보, 2019. 12. 18). 마드리드, 스톡홀름, 암스테르담, 프랑크푸르트 등 주요 도시 집값도 30% 이상 상승하였다(중앙일보, 2019. 12. 18). 경제 성장 촉진을 위한 마이너스 금리 정책으로 모기지 금리가 매우 낮음을 이용해 유럽 부동산 투자 열기로 돌아올랐으며, 통화완화 제도에 따른 실물경기 회복이 미비한데 부동산 거품은 끊이지 않은 실정이다.

유럽주택연맹에 따르면, 2019년 1년 동안 유로존 직장인 평균 임금은 2.7% 올랐고, 이 때문에 유로존 거주자의 월세·모기지 비용은 월급의 25%로, 20년 전 17%에 비해

크게 뛰었다(중앙일보, 2019. 12. 18). 이러한 상황에서 유럽 중앙은행은 2021년 7월 발표한 통화정책전략 개편에서 향후 2026년부터 합성소비자물가지수(HICP: Harmonised indices of consumer prices)에 자가주거비를 포함키로 했다고 밝혔다(이정익·강재훈, 2021: 2). 유럽 통계청이 발표하는 물가 지표인 HICP에는 주택 임차료만 포함되고, 자가주거비는 포함되지 않았다. 하지만 중앙은행은 현행 지표가 주거비 등 경제주체들의 체감생계비를 반영하는 데 상당한 한계가 있다고 지적하면서 지표 변경을 결정하였다(이정익·강재훈, 2021: 2, 11). 유로존 HICP 중 집세(임차료)가 차지하는 비중치는 6.2%에 그치나, 미국의 경우 임차료와 자가주거비를 합쳐서 CPI 내 비중이 약 32%에 달한다.³⁾ 이는 주택가격 상승 시 소비자물가에 구조적으로 하향 편이가 발생한다는 의미로, 오른 집값에 따른 소비자의 실제 비용이나 기회비용 증가를 물가지수가 제대로 반영하지 못함을 뜻한다. 다만 자가주거비를 산출하는 방식의 복잡성 등을 고려해 공식적인 지표의 공표는 2026년으로 제시하였고, 그 동안은 자가주거비가 포함된 참고 지표를 산출해 통화정책에 활용한다는 계획이다(이정익·강재훈, 2021: 11). 중앙은행은 집값 상승이 이슈가 되었던 지난 2000년대 초반에도 자가주거비의 물가지수 포함을 검토한 바 있지만, 이번에 이를 공식 결정하면서 통화정책에서 집값과 주거 관련 비용의 반영 정도를 확대하겠다는 의지를 드러내었다.

(2) 뉴질랜드 사례

뉴질랜드는 작은 경제 규모를 가지고 있으나 중앙은행은 트렌드 세터(trend setter)로서 역할을 해오며 분명한 인플레이션 목표제를 채택한 최초 국가 중 하나이다. 뉴질랜드 중앙은행은 미래 연간 인플레이션이 1~3%를 중장기적으로 유지할 것이라고 밝혔다. 즉 2%의 평균 인플레이션과 최대의 지속 가능한 고용을 지지한다는 목표를 가지고 있었다(Brookings, 2021. 4. 2). 2021년 2월 정부의 요구에 따라 공식적으로 중앙은행 권한에 통화정책 결정 시 주택가격을 고려해야 한다는 조항을 더했고, 그러한 변화는 세계 중앙은행

3) 연합뉴스포맥스. 2021.9.8. [집값과 통화정책-中] 각국 중앙은행도 골머리...집값 대응 속속 참전. <https://news.einfomax.co.kr/news/articleView.html?idxno=4166515> 2021년 11월 10일 검색.

들로부터 큰 관심을 이끌었다(Reuters, 2021. 2. 25). 관련 조항은 뉴질랜드 중앙은행은 안정적인 주택가격을 유지하고 최대의 고용을 추구하기 위한 책임을 가져야 한다는 것이다.

2021년 2월 25일, 금융 당국 관계자, Grand Robertson는 중앙은행이 정부의 목표인 더 지속가능한 주택가격을 지지해야할 책임을 가질 것이라고 발표했다(Reuters, 2021. 2. 25). 최초 주택 구입자들에게 주택구입능력(affordability) 개선을 돕기 위해 기존 주택들에 대한 주택투자 수요를 축소 시키려는 노력을 하게 되었다. 이러한 발표와 함께 중앙은행의 권한에 대한 범위는 최초로 주택가격을 고려하는 부분까지 확장되었다. 사실 뉴질랜드 정부는 2020년 2월부터 2021년 2월까지 약 23% 상승한 중위 주택가격으로 주택시장은 안정시키기 위한 압박에 직면하였다(The Guardian, 2021. 3. 22). 이에 국무총리 Jacinda Ardern은 2020년 예산의 일부로서 8,000개의 신규 주택을 공급하기 위한 프로그램을 소개하였고, 노동당이 2020년 10월 압승을 거두며 주택 공급 증가에 대한 그녀의 약속은 재조명 되었다(Brookings, 2021. 4. 2). 2021년 3월 22일 노동당은 최초 주택 구입자를 위한 새로운 정책안을 발표하였고, Ardern은 최초 주택구입자에게 제공하는 대출과 양여금 등의 프로그램, 투자 부동산에 대한 수요를 잡기 위해 목표된 정책들을 조합하였다(The Guardian, 2021. 3. 22).

그러나 뉴질랜드 중앙은행 위원장 Adrian Orr는 통화정책 목적에 주택가격을 반영하는 것은 국제적으로 매우 독특하며, 통화정책을 비효율적이게 만들 수 있고 금융시장 효율성에 충격을 줄 수 있다고 밝히기도 하였다(Bloomberg, 2020. 12. 10). Orr는 미래 통화정책의 변화를 갖지 않고 중앙은행은 금리 인상보다는 거시건전성으로 주택 목표를 추구해야 한다고 하며 금융안정 정책을 위해 모기지 대출 시 LTV, DTI, 은행 스트레스 테스트, 자본 요구조건 등을 신중히 검토해 실시 예정이라고 밝혔다(RBNZ, 2021). 뉴질랜드 정부는 또 지난 6월에는 중앙은행의 거시건전성 정책 수단에 DTI를 추가하는 등 거시건전성 정책 수행에서도 주택가격을 명시적으로 고려하도록 하였다(RBNZ, 2021). 그럼에도 불구하고 주택가격 상승문제가 해소되지 않자 2021년 8월 중앙은행은 통화정책회의 의결문을 통해 '주택가격이 지속가능한 수준을 초과했다'며 향후 금리 인상을 예고하면서 통화정책 시 자산가격 변동에 대응하고자 하였다(RBNZ, 2021).

4. 해외의 유동성 관리방안 사례⁴⁾

한국의 주택가격은 아파트를 중심으로 코로나19 대유행 이후에도 가파르게 상승하면서 부동산 버블에 대한 우려가 제기되고 있다. 그래서 본 절에서는 해외 주요 사례를 대상으로 부동산 버블 발생을 전후한 부동산시장과 유동성 관리정책 사례를 분석해 보고 시사점을 얻고자 한다. 구체적으로 해외 주요국의 부동산시장 버블형성 및 붕괴과정에서의 주요 정책 사례 분석을 통해 부동산 버블위험의 억제와 부동산시장의 급격한 변동을 완화하기 위한 유동성 관리 등에 관해 정책적 시사점을 도출하고자 한다.

1) 해외 부동산버블과 관련한 유동성 관리방안 사례의 분석 개요

먼저 해외 부동산 버블과 관련하여 1990년 전후 북구(스웨덴, 핀란드) 사례, 일본 사례, 2000년대 중반 미국 사례를 선정하였는데 다음의 세 가지 측면을 고려해 선정하였다. 하나는 최근 상황과 구조적 차이가 상대적으로 크지 않은 1980년대 이후 사례를 대상으로 하였다. 1980년대 이후 시기는 금융자유화와 금융발전이 본격화되어 최근 한국 상황에 대해 유의미한 시사점을 제공할 수 있다고 본다. 다른 하나는 주요 선진국을 대상으로 사례를 선정하였다. 한국의 금융자유화와 금융발전 수준은 신흥국보다는 선진국과 유사하기 때문이다. 세 번째는 부동산 버블 형성 및 붕괴로 국가 및 글로벌 차원에서 충격이 큰 사례를 선정하였다. 1990년 전후 북구의 스웨덴, 핀란드 사례와 일본 사례, 2000년대 중반 미국 사례가 모두 부동산 버블 발생과 붕괴를 겪으며 금융위기와 경기침체를 경험하였다.

다음으로 각 사례별 주요 조사 내용은 자산가격 변동, 버블 발생 배경, 붕괴 촉발 요인 등이다⁵⁾. 자산가격의 경우 부동산을 중심으로 하되 대표적인 금융자산인 주식에 대해서도

4) 본 장의 연구 내용은 정영식 외(2018). 글로벌 부동산 버블 위험 진단 및 영향분석. 연구보고서 18-1. 대외경제정책연구원. p.153-210을 인용하거나 보완해 작성하였다.

5) 부동산 버블 붕괴는 부동산시장과 국민 경제에 큰 파장을 미칠 수 있는데 이에 관련한 내용은 정영식 외(2018). 글로벌 부동산 버블 위험 진단 및 영향분석의 내용을 참고.

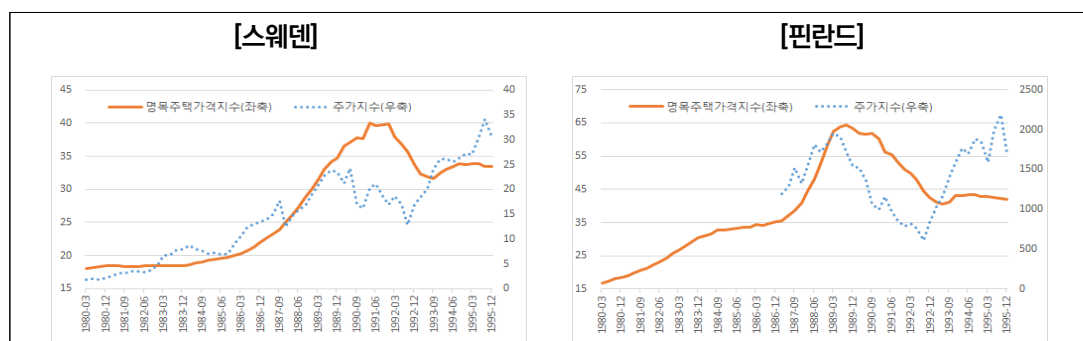
같이 살펴보고자 한다. 이를 통해 사례별로 당시 버블이 부동산시장에서만 발생했는지 아니면 부동산, 주식 등 자산시장 전반에 걸쳐 발생했는지 확인할 수 있을 것이다. 또한 부동산 버블 발생 배경의 경우 유동성 공급, 자금 수요, 리스크 관리 측면에서 해당 국가의 내부 요인뿐만 아니라 글로벌 요인도 함께 살펴보고자 한다. 이를 통해 부동산 버블 발생 및 붕괴가 국가 내부 요인에 주로 기인한 것인지 아니면 외부 요인에 주로 기인한 것인지, 또는 대내외 요인이 복합적으로 작용해 발생한 것인지를 파악할 수 있다. 또한, 부동산 버블 붕괴과정에서 정부에서 취한 유동성 관리방안 사례 조사를 통해서 현재 시점에서 우리나라가 취할 수 있는 적절한 유동성 관리를 위한 시사점을 제시해줄 수 있을 것이다.

2) 1990년 전후 스웨덴, 핀란드 버블 발생 및 붕괴 사례

(1) 자산가격 변화 추이

1980년대 스웨덴과 핀란드는 주택 등 부동산 가격뿐만 아니라 주식 가격도 장기간 가파르게 상승하였다. 당시 부동산과 같은 실물자산 가격, 주식과 같은 금융자산 가격이 모두 급등하는 등 자산버블이 광범위하게 나타났다. 고점을 기록했던 1991년 스웨덴 주택가격은 1980년 가격에 비해 2.2배 올랐고, 같은 기간 스웨덴 주가지수는 10.5배나 급등하였다. 핀란드의 경우에도 유사한 양상을 보였다. 1989년 주택가격은 1980년 가격에 비해 3.9배 급등하였고, 은행 주가는 5배 정도 올랐다.

그림 5-2 | 스웨덴, 핀란드의 부동산 가격 및 주가 추이



주 : 1) 명목주택가격지수는 2000년=100.

2) 핀란드 주가지수는 1987년부터 제공

자료 : OECD; Bloomberg; 정영식 외. 2018. 글로벌 부동산 버블 위험 진단 및 영향분석. p.159 재인용

(2) 버블 발생 배경

글로벌 차원에서 부동산 버블 형성에 영향을 미친 요인으로 금융자유화와 플라자 합의를 들 수 있는데 이 두가지 중 금융자유화가 보다 근원적이고 광범위하게 영향을 주었다고 할 수 있다. 금융자유화란 금리 및 대출, 국제자본이동, 외국 금융회사의 진출, 금융회사의 업무 관련 규제를 대폭 완화하거나 철폐하는 것을 의미한다. 이러한 금융자유화는 1970년대 초반 브레튼우즈체제 붕괴를 계기로 본격화되기 시작했다. 브레튼우즈체제가 붕괴 되면서, 즉 세계 환율제도가 고정환율제에서 변동환율제로 바뀌면서 개별국가는 독립된 통화정책을 위해 자본이동을 더이상 통제할 필요가 없어졌다.⁶⁾

플라자 합의(Plaza Accord)는 미국, 프랑스, 영국, 독일, 일본 등 5개국 재무장관이 1985년 9월 22일 뉴욕의 플라자 호텔에서 무역수지 불균형을 개선하기 위해 미 달러화의 가치 하락을 유도하고, 대외 불균형 축소를 위해 재정 및 통화정책을 공조해 나갈 것을 합의한 것이다. G5는 국제수지 불균형을 완화하기 위해 무역수지 흑자국인 독일과 일본은 자국통화 강세, 무역수지 적자국인 미국은 자국통화 약세를 위해 외환 시장 개입을 단행하는데 합의하였다. 또한 거시경제정책 측면에서 대내외 불균형 완화를 위해 일본과 독일은 내수 확대를, 미국, 영국, 프랑스는 재정수지 적자 축소와 물가 안정을 최우선 목표로 추진하기로 합의하였다.⁷⁾

부동산 버블에 영향을 미친 국가의 내부적 요인은 유동성 공급, 자금 수요, 리스크 관리 등 크게 3가지 요인으로 요약된다. 먼저, 유동성 공급 요인 측면에서 스웨덴과 핀란드의 경우 정책 당국이 금리자유화, 대출한도 폐지, 외화차입 제한 완화 등 금융자유화를 추진하였고, 이 과정에서 금융회사는 부동산에 대한 대출 및 투자 확대 등 자금 공급을 적극적으로 확대하였다. 스웨덴과 핀란드의 금융자유화는 금융회사의 경쟁 확대, 자금 공급 확대, 특히 부동산 대출 증가로 이어졌다. 금융자유화로 은행권내 금리경쟁과 금융업권간 경쟁이 본격화되었고, 금융회사들은 생존을 위해 덩치 키우기 경쟁이 격화되

6) 소국개방경제를 가정한 먼델-플레밍 모형(Mundell-Fleming model)에 기반한 트릴레마(trilemma) 즉 불가능의 삼각정리(impossible trinity)에 따르면 환율 안정(고정환율제), 자유로운 자본이동, 독립된 통화정책 등 세 가지 정책목표는 동시에 달성될 수 없다.

7) 한국은행(2010). pp. 3-5.

었다. 금융회사들은 수신을 늘리기 위해 고금리 저축 상품을 확대하고, 높은 이자를 고객에게 돌려주기 위해 부동산 등 고위험고수익 자산에 대한 대출과 투자를 크게 확대했다. 하지만 대출 시장에서의 시장 점유율 확대를 위해서는 수신 금리 상승분을 여신 금리에 전가하기 어려워 금융회사의 예대마진이 축소되었고, 이는 금융회사의 수익성을 약화시켰다. 80년대 스웨덴과 핀란드의 해외차입 자유화와 고정환율제도, 미국 달러화 약세 등 외화차입에 우호적인 대내외 여건도 금융회사들로 하여금 자국내 자금 공급을 늘리는데 크게 기여하였다. 하지만 은행들의 자금 공급은 기업보다는 부동산으로 몰렸다. 은행들은 싼 금리로 해외자금을 조달하는 것이 가능해져 자금 공급 여력이 커진 반면 신용도가 높은 대기업들의 은행자금 수요는 부진했기 때문이다. 대기업들은 수익성이 개선되는 가운데 직접적으로 자본시장과 해외 자금시장을 통해 자금을 조달하는 규모가 늘어나면서 자국내 은행을 통한 자금조달 의존도가 낮아졌다.

둘째 자금수요 요인 측면에서 당시 스웨덴과 핀란드는 가계가 금융회사로부터 차입하는데 유리한 조세체계를 갖추고 있었고, 인플레이션율이 높았으며 부동산 가격 등 자산가격에 대한 상승 기대감도 높아 부동산 매입을 위한 가계의 자금 수요가 컸다. 스웨덴과 핀란드는 한계소득세율이 높아 대출 이자지급분에 대한 전액 소득공제는 가계의 차입 수요를 촉진하는데 기여하였다. 또한 1980년대 초반부터 실물경제가 호조세를 보인 가운데 높은 인플레이션율로 실질 대출금리가 제로금리에 가까운 점도 가계의 자금 수요 확대를 부추겼다. 스웨덴의 경우 당시 늘어난 은행 대출 중에서 50% 정도는 부동산 저당기관, 부동산 회사, 가계 및 기업 등의 부동산 관련 대출이었으며 나머지 대출자금의 상당분도 주식매입 등에 사용된 것으로 알려져 있다.⁸⁾

셋째 리스크 관리 측면에서 당시 스웨덴과 핀란드의 리스크 관리 미흡했다. 금융회사의 덩치 키우기 및 생존 경쟁이 심화됨에 따라 금융회사는 리스크 관리를 엄격히 할 유인이 없었다. 즉 대출을 공격적으로 확대해야 하는 상황에서 금융회사들은 대출 시 담보가치와 신용리스크를 엄격하게 평가할 유인이 없었다. 그리고 부동산 가격 상승세가 지속되어 담보가치가 계속 상승함에 따라 부동산 대출의 연체율이 매우 낮은 수준을

8) 한국은행(1998). pp. 4-5.

기록한 점도 금융회사의 느슨한 리스크 관리를 가능하게 한 요인이다. 또한 스웨덴과 핀란드의 금융자유화가 단기간에 급속히 진행되어 체계적인 리스크 관리를 준비할 시간적인 여유가 없었다는 점과 엄격한 리스크 관리가 금융자유화 추진을 거스른다는 전문가와 정책 당국의 인식도 금융회사의 타이트한 리스크 관리를 막는 요인으로 작용하였다.

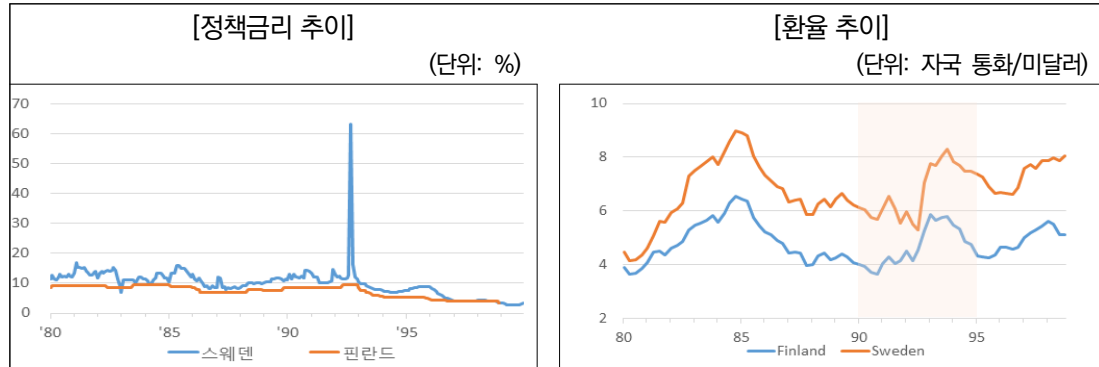
(3) 버블 붕괴 촉발 요인

스웨덴과 핀란드의 부동산 버블 붕괴는 대내외 요인이 복합적으로 작용해 발생하였다. 대내 요인의 경우에는 통화 당국의 금리인상, 차입에 유리한 조세제도 폐지, 해외 부동산투자 자유화 등이 대표적인 요인이다. 특히 금리인상이 버블 붕괴의 주된 촉발 요인이라고 할 수 있다. 스웨덴과 핀란드는 80년대 중후반 실물경제가 호조세를 기록하고 있음에도 불구하고 수출경쟁력이 악화될 것을 우려해 금리인상을 늦추었다. 금리 인상은 스웨덴과 핀란드의 자국통화 강세에 영향을 미치기 때문이다. 경기 호조 속에 금리인상 지연으로 자산버블이 보다 심화되었다. 당시 스웨덴은 내수경기가 호조세를 보이는 가운데 교역조건이 악화되면서 경상수지 적자가 확대되었다. 이로 인해 물가상승과 자국 통화가치 하락, 그리고 외국인의 자금 이탈까지 우려되자 정책 당국은 그제서야 뒤늦게 금리를 올렸다. 즉 1989년 초부터 물가불안을 진정시키고, 크로나 가치를 방어하기 위해 금리 인상 등 긴축정책을 실시하였다. 한편 핀란드의 경우에도 1980년대 말 경기가 과열 양상을 보이고 부동산, 주식 등 자산 가격이 장기간 가파르게 상승한 이후에야 통화당국이 신용팽창 확대를 막기 위해 지급준비율을 인상하였고, 이는 시장 금리 상승으로 연결되었다.

통화당국의 금리인상 외에 가계의 차입에 유리한 세제를 폐지한 점도 가계의 자금 수요를 줄이는 동시에 대출 원리금 상환부담을 가중시켰다. 스웨덴의 경우 1990년 초 이자지급액의 소득공제 제도 철폐 등 세제 개혁을 단행하였다. 이러한 세제 개혁도 부동산 가격을 낮추는 요인으로 작용하였다. 또한 해외 부동산투자 자유화도 부동산 가격 하락 요인으로 작용하였다. 스웨덴의 경우 1989년 외환유출입에 대한 규제 철폐로 부동산 회사와 금융회사가 해외부동산에 대한 투자를 늘렸고, 이는 자국내 상업용 부동산에 대한 투자 수요 둔화로 이어졌다.⁹⁾

9) 한국은행(1998). 한국은행 브뤼셀사무소(1997)를 참조해 작성

그림 5-3 | 스웨덴, 핀란드의 정책금리 및 환율 추이



자료: IMF IFS, CEIC: 정영식 외, 2018. 글로벌 부동산 버블 위험 진단 및 영향분석. p.162 재인용

스웨덴, 핀란드의 버블 붕괴에 대외 요인도 영향을 미쳤다. 대표적인 대외 요인은 선진국의 금리인상 확산, 구소련의 붕괴, 동서독 통일이다. 선진국의 금리인상은 미국을 시작으로 독일, 일본 등 여타 선진국으로 확산되면서 글로벌 금리인상 양상을 보였다. 주요 선진국 중 미국이 가장 먼저인 1987년에 금리를 인상하였고, 독일은 1988년, 일본은 1989년부터 금리 인상 대열에 참여하였다. 주요 선진국의 금리인상으로 글로벌 유동성이 축소되고, 스웨덴 및 핀란드와 선진국 간의 금리 격차가 축소되면서 글로벌 자금이 스웨덴과 핀란드에서 대거 이탈하였다. 또한 대소련 수출 비중이 높았던 핀란드의 경우에는 1991년 구소련의 붕괴가 실물경제의 위축, 통화가치의 약세와 함께 자산가격 하락에도 영향을 주었다. 구소련 수출시장 상실로 인한 손실은 핀란드 GDP의 2.5%로 나타났으며 은행 부실채권문제를 더욱 악화시켰다. 이러한 충격의 실상은 1980년대 초반 20~30%에 달하던 핀란드의 대소련 수출 비중이 1991년 이후에는 5% 이하로 급락한 것을 통해서도 확인할 수 있다.¹⁰⁾

1990년 동서독 통일도 자산 버블 붕괴에 영향을 미친 대외 요인 중 하나이다. 동서독 통일 이후 독일연방은행은 통일 특수로 물가가 급등하자 인플레이션을 안정시키기 위해 금리를 가파르게 인상하였다. 1991년 중에 독일연방은행은 재할인율을 세 차례 인상해 재할인율이 6%에서 8% 후반까지 크게 올랐다.¹¹⁾ 고정환율제도를 운영하고

10) 함상문(1994). pp. 11-12.

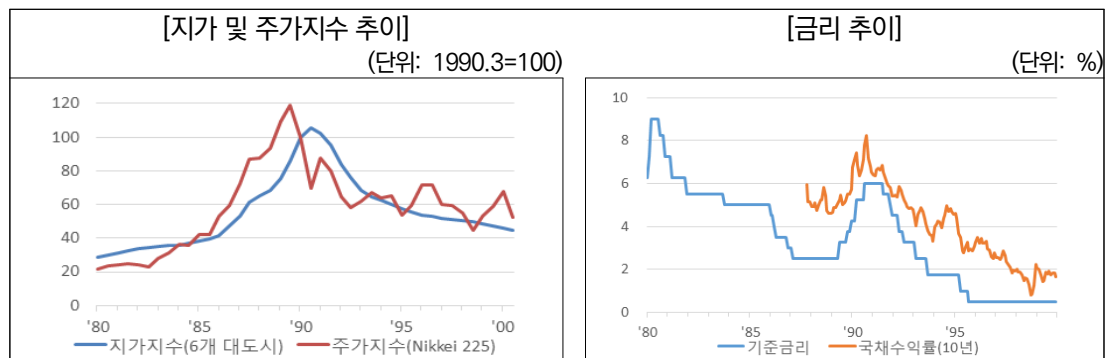
있던 스웨덴, 핀란드도 환율 안정과 자금 이탈을 막기 위해 금리 인상으로 대응하였고, 이는 자산버블 붕괴 요인으로 작용하였다.

3) 1990년 전후 일본 버블 발생 및 붕괴 사례

(1) 자산가격 변화 추이

1980년대 일본의 부동산, 주식 등 자산 가격은 장기간 가파르게 상승하였다. 일본 부동산의 경우에는 주택가격보다는 토지가격이 더 큰 폭으로 올랐다. 자산별로는 일본 토지가격(전국 전용도 평균 기준)이 1980년부터 1991년까지 약 10년 간 2배 이상 급등하였고 주식가격이 1982년부터 1989년까지 5배 이상 상승하였다. 자산별 가격 상승의 순서는 주식가격이 먼저 급등하고 다음으로 부동산 가격이 뒤이어 가파르게 상승하였다. 부동산시장의 경우 지역별로는 1983년 동경 도심에서 시작되어 동경 전역으로 확산되었고, 그 이후 지방으로 확산되어 1991년까지 9년간 토지가격 상승이 지속되었다. 1990년 9월 6대 도시의 토지가격지수(상업지 기준)는 1980년대 초반에 비해 5배 이상 상승하였다. 당시 일본 지가 급등은 주택지와 공업지 보다는 상업지가 선도하였다.¹²⁾

그림 5-4 | 일본의 지가 및 주가지수, 금리 추이



주: 지가지수는 6개 대도시 지역 기준.

자료: BIS, Bloomberg, IMF, WEO: 정영식 외. 2018. 글로벌 부동산 버블 위험 진단 및 영향분석. p.167 재인용

11) 정영식(2003). p.45.

12) 조종화·이형근(2003). pp. 23-24.

(2) 버블 발생 배경

1980년대 중후반 일본의 부동산, 주식 등 자산 버블은 스웨덴과 핀란드 사례와 유사하게 유동성 공급, 자금 및 부동산 수요, 리스크 관리 측면이 복합적으로 작용했던 것에 기인한다. 먼저, 유동성 공급 측면에서 일본의 금융자유화와 통화완화정책으로 부동산시장, 가계 및 중소기업에 대한 자금 공급이 확대되었다. 1980년대부터 일본은 금융자유화를 점진적으로 추진하였다. 대기업의 자금조달은 1980년대 초부터 급속히 자유화된 반면, 은행의 증권업무 진출은 단계적으로 허용되어 대기업의 자금조달 자유화에 비해 늦게 진행되었다. 이에 따라 대기업이 주식, 채권 등 자본시장을 통한 자금조달을 확대하면서 이른바 대기업의 은행이탈이 가속화되었다. 은행은 주요 고객인 대기업 고객 이탈에 대응하여 새로운 돌파구로 중소기업 및 가계에 대한 대출을 확대하였다. 즉 중소기업과 부동산 관련업에 대한 대출을 통해 새로운 이윤창출 기회를 찾았다.¹³⁾ 그리고 일본의 금리자유화도 고위험 및 고수익 자산에 대한 대출 및 투자 확대에 일조하였다. 1979년 양도성예금증서(CD)가 도입된 이후 예금금리 자유화가 진행되었고 1985년에는 시장금리에 연동하는 예금제도가 도입되었다.¹⁴⁾ 금리자유화를 통해 은행들의 수신금리가 높아지고 은행 간 경쟁이 격화되자 은행들은 부동산 및 가계에 대한 자금 공급 확대 등 고위험 및 고수익 대출을 늘리는 방향으로 대응했다.

또한 일본은 1985년 플라자 합의¹⁵⁾ 이후 엔고 대응 등을 위해 기준금리를 큰 폭으로 낮추었다. 일본은 플라자 합의 이후 선진국간 정책협조에 공조하기 위해서 뿐만 아니라 엔화가치가 급등하는 과정에서 엔고에 따른 수출 부진을 막고 내수경기를 부양하기 위해 확장적 통화정책을 추진하였다. 일본 중앙은행은 재할인율을 1986년 1월 5%에서 1987년 2월 2.5%로 다섯 차례에 걸쳐 2.5%p를 낮추었다. 1987년 이후에도 다음번 금리인상이 단행된 1989년 5월까지 2년 3개월 동안이나 저금리(2.5%)를 유지하였다. 1980년대 당시 일본은 70년대 두 차례의 석유 파동 이후 지속된 재정수지 적자로 인해 재정건전화

13) 조종화·이형근(2003). p. 33.

14) 권재중(1993). p. 93~97.

15) 미 달러화의 가치 하락을 유도한 정책으로 앞의 스웨덴·핀란드 사례에서 설명한 내용 참조

정책을 추진하고 있었다. 그래서 일본 정부는 경기부양을 위해 확장적 재정정책보다는 확장적 통화정책으로 대응하였다. 일본 정부의 재정건전화 과정에서 일본 국채 발행이 줄어든 점도 은행의 대출 여력을 키웠다. 일본 국채의 주요 수요처인 시중은행이 일본 국채가 줄어들자 대출 및 투자로 운용할 자금이 늘었기 때문이다.

둘째, 자금 및 부동산 수요 측면에서 당시 일본 가계와 기업의 부동산 보유 및 투자 수요가 크게 확대되었다. 이는 부동산 관련 세제 완화, 재구입 특례제도, 국토개발정책 추진 등에 기인하였다고 할 수 있다. 일본의 낮은 부동산 보유세 및 상속세가 부동산 보유 동기를 강화하였다. 일본의 토지세 체계는 보유세 부담은 낮고 거래세 부담은 높다는 특징을 가지고 있는데, 이러한 조세체계가 부동산 버블을 확대하는데 일조하였다. 보유세 부담이 낮다는 것은 활용하지 않는 토지를 보유하고 있더라도 경제적 불이익이 작다는 것을 의미한다. 또한 상속세 부과 기준이 되는 감정가격이 지나치게 낮다는 점도 상속목적의 토지보유를 자극하는 요인으로 작용하였다. 반면 부동산 양도소득세는 높은데, 이는 부동산 보유자의 부동산 매각 시기를 가능한 늦추는 요인으로 작용함으로써 부동산 공급을 억제하는 효과를 가진다. 한편 재구입 특례제도도 도시 주변부의 부동산 가격 급등에 기여하였다. 재구입 특례란 주거용 주택매매를 촉진하려는 것으로 10년 이상 거주한 주택이나 택지를 팔아 그 매각 대금으로 1년 이내에 다른 택지나 주택을 살 경우 판매토지에 대해서는 양도소득세를 내지 않도록 한 제도이다. 이 제도는 도심지에서 땅을 판 사람들로 하여금 세금을 피하기 위해서는 1년 이내 주변부에서 땅을 재구입해야 하므로 도리어 지가를 올리는 요인으로 작용하였다. 특히 일본 기업은 자금조달 비용보다 투자운용 수익률이 높아지자 부채를 늘려 국내 금융자산 및 토지 보유를 확대하였을 뿐만 아니라 기업의 자금잉여, 엔고로 해외 채권 및 주식, 부동산 등 해외 자산도 대규모로 매입하였다. 80년대 전반기 연평균 0.85조 엔에 그치던 토지 순매입 규모가 1985-90년 중에는 연평균 6.7조 엔으로 급증하는 등 80년대 이후 부동산 업계를 중심으로 일반 기업의 토지 구입이 가파르게 늘었다. 이 과정에서 원래 부동산과 관련 없는 기업들도 부동산관련 업종, 금융업종(자회사로 금융 및 보험업을 영위)에 진출하며 다각화하자 당시 일각에서 일본 기업을 ‘사업+투자+부동산 회사’의 복합체로 지칭하기도 했다.¹⁶⁾

셋째, 리스크 관리 측면에서 은행예금을 전액 보장해주는 예금전액보장제, 사업 법인간

및 사업 법인과 금융회사 간 지분을 상호 보유하는 지분상호보유체제, 정책 당국의 암묵적 파산 방지 보증 등으로 리스크 관리가 느슨하였던 점도 부동산 버블 확대에 일조하였다.¹⁷⁾ 일본에서 기업에 대한 리스크 관리 및 규율 매커니즘은 메인뱅크(주거래은행)에 의한 규율이 중요한 역할을 해왔다. 그러나 대기업을 중심으로 자본시장에서의 자금조달이 증대하는 가운데 주거래은행에 의한 규율 기능은 점차 약화되었다. 또한 지분상호보유체제, 원가주의 회계원칙, 공시의 지연 등으로 인해 주주와 채권자 등 자본시장에 의한 규율 기능도 충분히 작동하지 않았다.¹⁸⁾ 또한 금융회사들이 부동산 업종에 대출을 집중하고, 이익을 극대화하기 위해 단기조달, 장기운용 영업으로 만기불일치 양상이 나타났으나, 이에 대한 당국의 관리 및 감독은 금융자유화가 추진되는 과정에서 적절히 이루어지지 않았다. 즉 금융회사의 경영상태에 대한 철저한 공시 및 감시 등 금융회사에 대한 규제 및 감독 제도가 제때 정비되지 못하였다. 특히 부동산 업종에 대한 대출을 주력한 비은행 금융회사(논뱅크)¹⁹⁾에 대한 규제도 미흡하였다. 모회사로 금융회사, 상사, 유통기업, 제조기업을 둔 논뱅크는 부동산 대출을 중심으로 기업금융에 주력하며 급신장한 반면, 예금업무가 없어 예금자보호나 금융질서 유지를 위한 규제가 없고 감독당국도 불분명하였다.²⁰⁾ 즉 논뱅크는 규제 사각 지대에 놓여 있었다. 이렇게 금융회사, 기업에 대한 리스크 관리가 미흡한 점도 부동산 버블을 심화시키는데 일조하였다.

(3) 버블 붕괴 촉발 요인

1980년대 가파르게 상승하던 일본의 부동산 가격은 1991년을 정점으로 하락세로 반전되었고 그 이후 일본 부동산 가격은 장기간 하락세를 기록하였다. 이렇게 일본의 부동산 버블 붕괴를 촉발한 계기는 대외 요인보다는 대내 요인에 있다. 대내 요인도 일본의 금리인상 지속, 대출총량규제 등 크게 두 가지로 요약된다. 첫 번째 대내 요인은

16) 최희갑·임병준(2003). pp. 8~10, pp. 15~16.

17) 최희갑·임병준(2003). p. 10.

18) 조종화·이형근(2003). p. 39.

19) 임대업, 리스, 신용판매, 주택금융회사 등 예금과 같은 수신 기능이 없으면서 여신업무를 영위한 금융기관을 지칭한다.

20) 최희갑·임병준(2003). pp. 11~13.

일본 중앙은행의 가파른 금리인상 등 통화정책 기조 전환이다. 일본의 통화정책은 경기 호조 및 자산가격 급등 국면에서도 금리인상을 늦추었고 이것이 자산 버블을 심화시키는 요인으로 작용했다. 금리인상이 지연된 이유는 경제적 측면에서 일본 물가가 매우 안정 되어 금리인상의 필요성에 대한 인식이 약했고, 1987년 10월 미국 블랙먼데이 사태에 따른 충격(실물경제 부진과 금융시장 불안)이 장기화될 것을 우려했기 때문이다. 그러나 블랙먼데이 충격이 단기에 그치면서 미국은 1987년에, 독일은 1988년 초에 금리인상을 단행하는 등 긴축기조로 돌아섰으나 일본은 1989년까지 저금리를 유지하는 등 금융완화정책을 지속하였다. 또한 1990년 전후 일본은행이 정책목표로 경제 성장, 물가 안정, 대외균형, 국제정책협조를 설정하고 있어 부동산 등 자산가격 급등을 직접적으로 고려할 수 있는 부분이 약한 점도 금리인상을 지연시키는 요인으로 작용하였다.

그리고 여러 비경제적 요인도 일본의 금리인상을 늦추는 요인으로 작용하였다. 먼저 당시 일본 사회 전반에 걸쳐 일본경제에 대한 낙관적인 기대가 팽배해 있었다는 점이다. 또한 당시 빈번했던 미-일 정상회담 또는 선진국 정상회담에서 일본의 금융완화를 요구한 점도 금리인상 지체의 또 다른 요인이라고 본다. 나아가 정치권에서의 소비세 인상 주도 역시 통화당국의 조기 긴축정책 전환을 어렵게 한 요인이라고 할 수 있다.²¹⁾ 이러한 경제적 또는 비경제적 요인으로 일본은 금리인상을 늦추다가 설비투자 급증, 부동산 및 주식 시장 과열 등 경기와 자산시장 과열이 심화되자 일본 중앙은행은 뒤늦게 그러면서도 재할인율을 가파르게 인상하였다. 1989년 5월 2.5%이던 재할인율을 1990년 8월 6.0%로 다섯 차례에 걸쳐 대폭 인상하였다.

일본 부동산 버블 붕괴를 촉발한 두 번째 대내 요인은 금융회사에 대한 대출총량규제의 시행이다. 1990년 3월 실시된 ‘부동산 관련 대출의 총량규제’는 부동산 버블 붕괴에 직격탄을 날렸다. 대출총량규제는 부동산 업종을 대상으로 금융회사의 대출 규모를 제한하는 방법으로 행정지도의 형태를 띠고 있고 직접 규제의 일종이다. 대출총량규제는 전국은행, 신용조합, 생명보험, 손해보험사를 대상으로 하였고, 이 규제는 일본열도 개조론으로 부동산 붐이 불었던 1973년 이후 17년 만에 취해진 조치였다.²²⁾

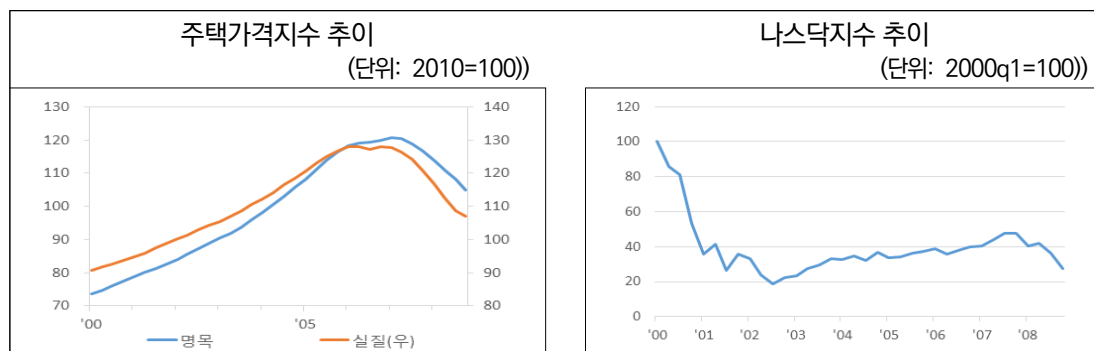
21) 조종화·이형근(2003). p. 49.

4) 2008년 전후 미국 버블 발생 및 붕괴 사례

(1) 부동산 가격

2000년대 중반 미국 자산버블 사례는 스웨덴 및 핀란드, 일본 사례와 사뭇 다른 모습을 보였다. 앞 절에서 살펴본 두 사례는 부동산과 주식 가격이 모두 급등하는 가운데 주식 가격이 더 큰 폭으로 상승한 반면 미국 버블 사례의 경우에는 주택가격이 가파르게 오른 반면 주가는 상대적으로 두 사례에 비해 안정된 모습을 보였다. 즉 미국 버블 사례는 두 사례에 비해 부동산 가격과 주식 가격 간에 다소 다른 움직임을 보였다. 2000년 이후 글로벌 금융위기 직전인 2007년까지 미국 주택가격은 가파르게 상승하였다. 2007년 미국 주택가격은 2000년에 비해 56.9% 올랐다. 반면 같은 기간 미국의 주가는 급락 후 점진적인 상승을 보였다. 나스닥지수를 2000년과 2007년 두 시점을 비교할 경우 나스닥지수는 약 50% 하락하였다. 이러한 부동산 및 주식 가격 간 다소 상이한 흐름은 미국을 넘어 전세계적으로 동일하게 나타난 양상이었다. 즉 2000년대 중반 자산 버블 시기는 과거와 달리 주택가격을 중심으로 급등한 특징을 보였다. 주식 가격이 부동산 가격에 비해 안정된 모습을 보인 데에는 2000년 IT 버블 붕괴로 기술주를 중심으로 주가가 큰 폭으로 하락했기 때문이다.

그림 5-5 | 미국의 주택가격지수 및 나스닥지수 추이



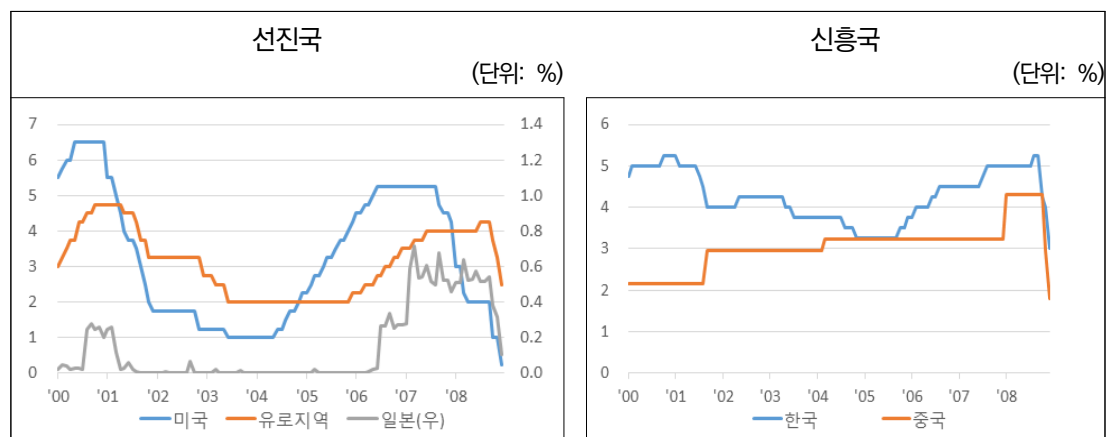
자료: OECD, Bloomberg: 정영식 외. 2018. 글로벌 부동산 버블 위험 진단 및 영향분석. p.174 재인용

22) 최희갑·임병준(2003). p. 20.

(2) 버블 발생 배경

미국의 부동산 버블은 미국 외부 요인보다는 내부 요인에 의해 기인하였다고 할 수 있다. 미국 내부적으로 가파른 금리인하와 풍부한 유동성, 금융혁신(financial innovation) 심화, 정부의 주택소유 진작 정책, 미흡한 리스크 관리 등의 요인이 복합적으로 작용해 부동산 버블을 초래했다고 할 수 있다. 첫 번째 내부요인은 가파른 금리인하와 풍부한 유동성이다. 부동산 버블 발생 이전인 2000년 IT 버블 붕괴로 주가 급락 등 금융시장이 패닉에 빠지고 IT 업종을 중심으로 한 과잉설비로 기업투자 급감 등 실물경제마저 위축되자 미국은 기준금리를 공격적으로 인하하였다. 미 연준은 연방기금금리를 2000년 6.5%에서 2003년 1.0%로 약 3년 반 만에 5.0%p를 낮추었다. 유로존, 일본 등 세계 주요국도 이러한 가파른 금리인하에 동참함에 따라 당시 공격적인 금리인하는 미국만이 아닌 전세계적인 현상이라고 할 수 있다. 이러한 초저금리 기조는 2004년 중반까지 유지되었다.

그림 5-6 | 주요 국가의 정책금리 추이



자료: Bloomberg, CEIC; 정영식 외. 2018. 글로벌 부동산 버블 위험 진단 및 영향분석. p.175 재인용

2003년 이후 미국을 비롯한 주요 선진국이 경기회복 움직임을 보였음에도 불구하고 초저금리를 지속하는 등 금융완화정책을 장기간 유지할 수 있었던 것은 물가가 안정되었기 때문이다. 2003년 이후 세계적으로 인플레이션 안정이 장기화된 시기를 Great

moderation 시기라고 불렀다. 이는 IT기반 기술 혁신이 본격화되는 가운데 중국 등 신흥국이 저가상품 수출을 통한 세계경제 디플레이터 역할을 담당한 점이 복합적으로 작용했기 때문이다. 2003년부터 2006년까지 아시아 신흥국이 세계경제 성장에 기여한 기여율은 36.1%인 반면, 세계 소비자물가에 기여한 기여율은 18.2%에 그친 것으로 나타났다.²³⁾

미국의 풍부한 유동성에는 미국 금리 인하와 유동성 공급 확대 요인 외에 신흥국을 비롯한 글로벌 자금이 미국으로 유입된 점도 가세하였다. 특히 신흥국의 외환보유액 자금이 대거 유입되었다. 1997년 아시아 외환위기, 1998년 중남미 외환시장 불안, 러시아 모라토리엄 등을 거치면서 신흥국은 외환위기 방지를 위해 국가 차원에서 외환보유를 축적하였다. 크게 늘어난 외환보유액은 외화유동성 문제 발생 시 바로 활용할 수 있는 달러화 자산(미국 국채 및 공공채, MBS 등)으로 대부분 운용하였다. 이는 미국 내 유동성 확대, 낮은 미국 채권 금리 유지에 일조하였다. 이를 Dollar recycling²⁴⁾이라고도 한다.

이렇게 초저금리와 대규모로 풀린 유동성은 일반 기업보다는 주택시장으로 유입되는 경향을 보였다. 2000년대 초반 IT 버블이 붕괴된 이후 기업들은 과잉설비 문제를 안고 있어 설비투자를 위한 자금수요는 부진하였고, 이러한 상황에서 금융회사들은 기업금융 대신 소비자금융, 특히 주택 및 모기지 대출을 확대해 나갔다. 여기에 미국을 중심으로 발달한 금융혁신(financial innovation), 금융공학(financial engineering)도 가세하였다. 이는 복합파생금융상품 등 다양한 금융상품의 개발과 거래를 가능하게 했는데 특히 저신용자에 대한 신용공급 증가에 크게 기여하였다. 한 예로 2006년 말 미국 모기지 시장 규모는 10조 달러 수준이며, 이 중 서브프라임 모기지 대출은 1.37조 달러로 추산되었다.²⁵⁾

23) 아시아 신흥국은 IMF 분류 기준 Developing Asia(중국, 인도 등 27개국)이고, 2003~2006년 세계 소비자물가 상승률 중 중국 기여율은 5.2%(정영식 외(2011), pp. 35-36.).

24) 미국이 무역수지에서 막대한 적자를 내서 해외로 유출된 달러가 대미 흑자국들의 미국 유가증권 매입을 통해 다시 미국으로 환입되는 현상을 가리킨다.(한경 경제용어사전) (검색일: 2021.10.15.)

25) 신용상 외 (2007: 5)에 따르면 미국 전체 모기지 대출 중 서브프라임 대출 비중은 5.3%(2003년) → 13.7%(2006년)으로 증가한 것으로 나타남

다음으로 미국 정부가 추진한 주택소유 지원 정책도 주택시장 버블에 일조하였다. 1990년대 클린턴 정부는 ‘저소득 계층을 위한 서민용 주택 건설’, 2000년대 부시행정부는 ‘주택소유사회(Ownership Society)’ 정책을 추진하였다. 이들 정책은 저소득층의 주택 소유를 위해 주택 공급을 확대하고 주택 구매가 용이하도록 대출규제 완화 등 다양한 금융 지원을 골자로 하고 있다.²⁶⁾ 미국 정부가 추진한 주택소유 지원 정책은 미국의 대형 모기지 업체인 페니맥, 프레디맥 등을 통한 모기지 공급을 확대함으로써 주택저당증권(Mortgage Backed Securities) 시장을 급팽창시켰다.

마지막으로 미국의 미흡한 리스크 관리 및 감독도 주택시장 버블을 심화시키는 요인으로 작용하였다. 기본적으로 미국의 금융규제가 완화되는 가운데 금융혁신과 금융공학의 발달로 다양한 복합파생금융상품이 출현하는 것에 비해 리스크 관리는 이를 따라가지 못하는 상황이었다. 레버리지 규제의 미비로 금융 감독의 사각지대인 그림자금융이 확대되고, 금융상품의 자산유동화와 금융회사간 및 금융상품간 상호연계성이 강화된 것에 대해 시스템 리스크를 모니터링하는 기능도 부재하는 등 등 감독 기능이 전반적으로 취약하였다. 특히 은행의 주택담보대출, 투자은행의 신용부도스와프(CDS: Credit Default Swap) 발행²⁷⁾, 보험사에 의한 부채담보부증권(CDO: Collateralized Debt Obligation)²⁸⁾ 보증 등 모기지대출을 중심으로 한 금융업종 간 연계성이 심화되었다. 이로 인해 한 금융상품이나 금융회사의 문제가 금융시스템 전체로 확산될 수 있는 구조가 형성되어 있었다.²⁹⁾

26) 한국토지주택공사 토지주택연구원(2008). pp. 56~57.

27) 부도가 발생하여 채권이나 대출 원리금을 돌려받지 못할 위험에 대비한 신용파생상품. 두산백과. 신용부도스와프. <https://terms.naver.com/entry.naver?docId=1286331&cid=40942&categoryId=31825>(검색일: 2021.10.15.)

28) 회사채나 금융기관의 대출채권, 여러 개의 주택담보대출을 묶어 만든 신용파생상품의 일종. 시사경제용어사전. CDO. <https://terms.naver.com/entry.naver?docId=4356743&cid=43665&categoryId=43665> (검색일: 2021.10.15)

29) 이명환 외 (2011), p.39.

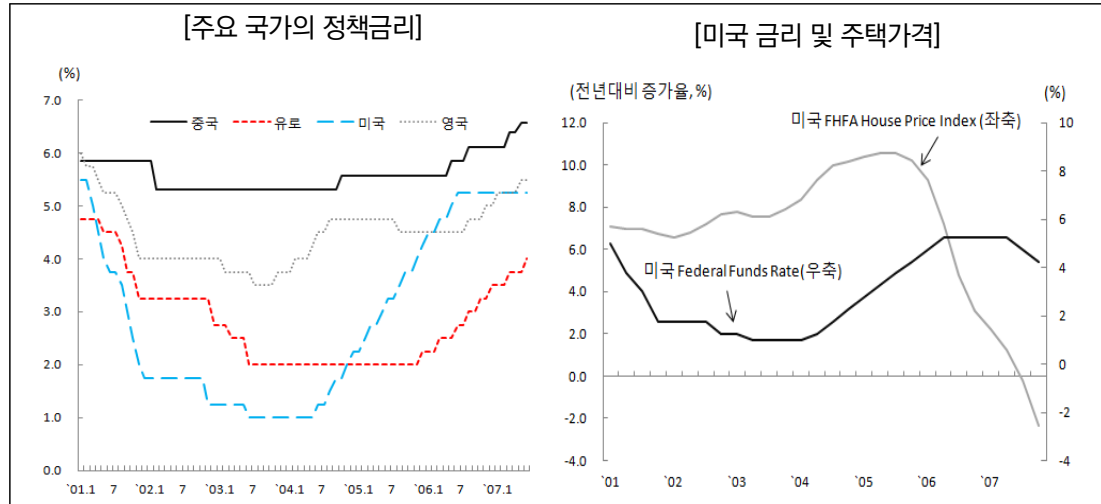
(3) 버블 붕괴 촉발 요인

미국의 부동산 버블 형성이 대외요인보다 내부요인에 있었듯이 미국의 부동산 버블 붕괴가 촉발된 계기도 내부요인에서 비롯되었다고 할 수 있다. 미 연준은 물가안정과 완전고용을 통화정책의 목표로 두고 있어 자산가격 급등에 대해서는 직접적으로 대응하지 않는 경향을 보였다. 다만 자산가격 급등이 물가불안과 고용 호조와 맞물릴 때에 금리인상으로 대응해 자산시장 과열에 대해서는 상대적으로 늦게 대응하는 편이었다. 실제로 2000년대 초중반 당시 미 연준은 경기회복과 함께 주택가격이 급등함에도 불구하고 고용시장 개선이 미흡하고 저물가가 지속됨에 따라 금리인상 등 통화정책적 대응을 뒤늦게 단행하였고, 이는 부동산 버블을 심화시키는 요인으로 작용했다. 부동산 버블이 심화된 가운데 미 연준은 지속적으로 금리를 인상함에 따라 부동산시장에도 변화가 발생하기 시작했다. 우선 미국의 가파른 금리인상은 주택수요 둔화에 영향을 미쳤다. 미국의 금리인상은 모기지 금리 등 가계의 신규 차입 금리를 높이거나 기존 차입의 원리금 상환부담을 가중시켜 주택수요 둔화 요인으로 작용했다. 특히 신용도가 낮거나 저소득층에 대한 모기지, 즉 서브프라임 모기지는 금리상승에 따른 원리금 상환 부담을 감당하지 못해 부실화로 이어졌다. 부동산 버블 붐으로 신규 주택 공급이 늘어나는 가운데 원리금을 상환부담을 감당하지 못해 차압 foreclosure³⁰⁾되거나 공매도 short sale³¹⁾되는 기존 주택의 공급도 크게 늘어나면서 주택가격은 하락 압력을 받았다. 실제로 미국의 금리인상 단행(2004년 6월) 이후 약 1년이 지난 2005년 하반기부터 주택가격 상승세가 크게 둔화되고 2007년부터는 주택가격이 하락세로 반전되었다.

30) 차압은 은행, 금융기관 또는 개인으로부터 융자를 받은 후 채무자가 융자 계약을 불이행할 때 채권자가 담보로 잡은 부동산을 공매처분 하여 융자금을 변제 받거나 공매 처분하는 절차이다.(California 부동산정보. 부동산 차압(Foreclosure). (<https://blog.naver.com/cary74/222112687873> 검색일: 2021.10.11)

31) 차압 foreclosure) 되기 전에 주택가격보다 대출액이 클 경우 대출받은 은행의 동의하에 주택을 매도해 은행 대출을 갚는 방법

그림 5-7 | 주요 국가의 정책금리 및 미국 금리와 주택가격 추이



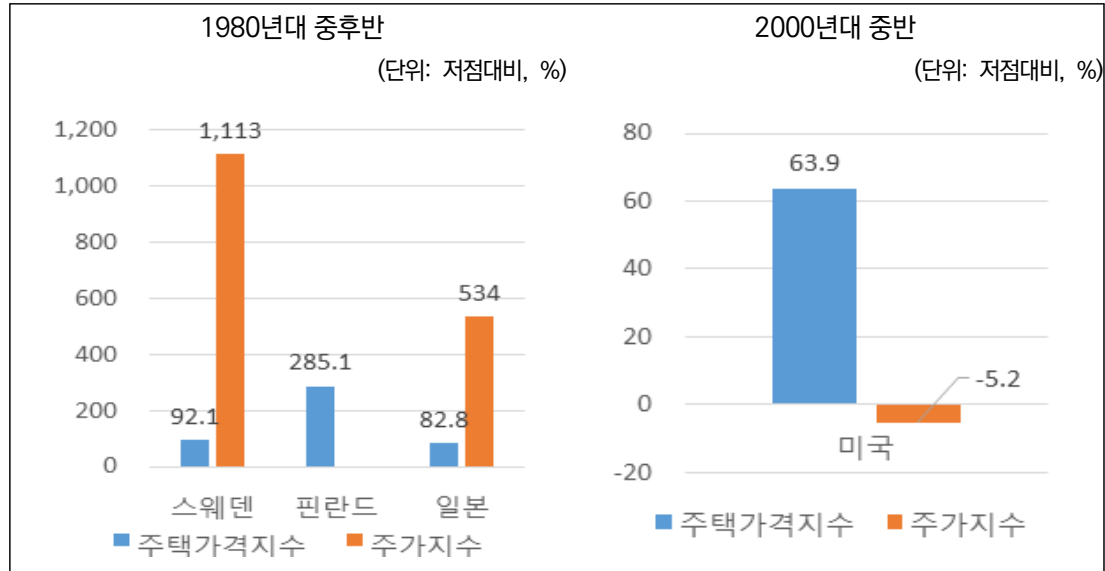
자료: Bloomberg; 정영식 외. 2018. 글로벌 부동산 버블 위험 진단 및 영향분석. p.179 재인용

5) 해외 부동산 버블 사례 비교

(1) 자산 버블 양상

우선 세 차례의 사례 모두 부동산 가격이 급등한 점은 공통점이다. 주택가격 상승률 기준으로 핀란드는 당시 저점 대비 고점이 285.1%로 가장 높았고, 다음으로 스웨덴 92.1%, 일본 82.8%, 미국 63.9% 순으로 높은 상승률을 기록했다. 부동산, 주식 등 자산별 버블 양상은 다소의 차이를 보였다. 북유럽(핀란드, 스웨덴), 일본 사례의 경우에는 모두 부동산과 주식 가격이 급등한 가운데 주가 상승률이 주택가격 상승률을 크게 상회하였다. 반면 미국 사례의 경우에는 주택가격은 급등한 반면, 주가는 동 기간 소폭 하락한 것으로 나타났다. 주가의 경우 2000년대 초반 IT 버블 붕괴 여파로 장기간 하락 조정을 겪은 이후 완만한 상승을 보였기 때문이다.

그림 5-8 | 주택가격 및 주가 상승률 비교



주: 1) 핀란드는 80년대 데이터 부재.
가. (스웨덴) Low '80Q1 High '89Q4 (핀란드) Low '80Q1 High '89Q3 (일본) Low '80Q1 High '89Q4
나. (미국) Low '00Q1 High '07Q1
2) 명목주택가격 기준
자료: OECD, Bloomberg: 정영식 외. 2018. 글로벌 부동산 버블 위험 진단 및 영향분석. p.184 재인용

(2) 버블 형성 배경

세 사례 모두 부동산 버블이 형성된 배경에는 유동성 공급 확대, 자금 및 부동산 수요 증가, 미흡한 리스크 관리 등 3가지 공통점이 자리 잡고 있다. 먼저, 자금 공급 측면에서 공통적으로 중앙은행의 금리인하 및 저금리 지속, 정책 당국의 금융산업 규제 완화, 경쟁격화에 따른 금융회사 덩치 키우기(대출 및 투자 확대)가 있었다. 또한 세 사례 모두 세계적으로도 풍부한 글로벌 유동성, 금리인하 및 저금리 기조가 나타난 점도 부동산 버블을 만든 요인 중 하나였다. 이로 인해 금융회사의 자금이 부동산을 포함한 고위험·고수익분야로 대거 몰리면서 부동산 등 자산 버블이 만들어졌다.

다음으로 자금 및 부동산 수요 측면에서는 기업들의 국내 자금수요 부진, 자산가격 상승 기대감, 차입에 유리한 조세체계 등이 세 가지 사례의 공통점이라고 할 수 있다. 스웨덴, 핀란드, 일본 사례의 경우 당시 기업들이 해외에서 저리로 자금을 조달함에

따라 국내 은행에 대한 기업자금 수요가 부진하였다. 미국의 경우 2000년대 초반 IT 버블 붕괴로 기업들이 과잉투자 문제를 안고 있어 설비투자를 위한 자금수요는 부진하였다. 이렇게 되자 금융회사들은 가계에 대한 대출을 확대하거나 부동산 등 고수익 자산투자를 늘리는 방향으로 대응하였다. 이러한 과정에서 부동산 가격이 상승하였고, 이는 다시 추가적인 부동산 가격 상승 기대감으로 이어지며 부동산에 대한 자금이 더욱 몰리는 순환구조가 만들어진 점도 세 사례에서 공통적으로 나타난 점이다. 높은 인플레이션의 경우에는 스웨덴, 핀란드, 일본 사례에서만 나타나고 미국 사례에서 나타나지 않았다. 높은 인플레이션은 실물자산에 대한 투자수요를 부추기고 실질 대출금리를 낮추어 부채 상환부담을 줄여준다는 점에서 가계와 기업의 자금 수요 확대를 유발하는 요인이다. 일본 사례만의 특징 중 하나는 금융회사뿐만 아니라 일반 기업들까지 나서서 부동산 투자를 크게 늘렸다는 점이다. 이는 일본의 부동산 버블이 얼마나 심각했는지를 보여주는 대목이다.

세 번째, 리스크 관리 측면에서 공통적으로 리스크 관리가 미흡하였다. 세 사례 모두 금융자유화 추진 등으로 리스크 관리에 상대적으로 소홀하였고, 또한 금융회사 입장에서 부동산 등 담보자산의 가치가 높아져 부동산 대출의 부실화 위험이 크게 낮아 점도 리스크 관리를 느슨하게 한 요인이다. 일본의 경우 예금전액보장제, 지분상호보유체제, 정부의 암묵적 파산 방지 보증 등도 금융회사가 리스크 관리를 엄격하게 하지 못하도록 막는 요인으로 작용하였다. 미국의 경우에는 발달한 금융혁신과 금융공학에 따른 다양한 복합파생금융상품 및 그림자 금융 등이 정책 당국의 리스크 관리를 어렵게 하였다.

(3) 버블 붕괴 계기

세 사례 모두 공통적으로 부동산 버블 붕괴를 촉발한 주된 계기는 금리 인상 등 통화 및 금융긴축이다. 스웨덴, 핀란드, 일본, 미국 사례에서 해당국 중앙은행이 금리를 인상하였는데, 특히 스웨덴, 일본, 미국의 금리 인상 강도가 컸다. 스웨덴, 일본의 경우 실물경기 충격을 우려해 금리인상을 미루다가 뒤늦게 단기간에 금리를 가파르게

인상한 반면, 미국은 점진적으로 꾸준히 금리를 인상한 점이 다소 다른 점이라고 할 수 있다.

한편 스웨덴, 핀란드, 일본 사례는 공통적으로 자금 수요 및 공급 확대에 유리한 제도를 폐지하거나 약화시켰다. 스웨덴과 핀란드는 기업 및 가계의 차입에 유리한 세제를 폐지하였고, 일본은 금융회사에 대해 대출총량규제를 시행하였다. 특히 스웨덴과 핀란드 사례의 경우에는 대외충격이 부동산 버블 붕괴에 일조하였다. 핀란드는 구소련 붕괴에 따른 대소련 수출 타격으로 수출 부진, 기업 재무상태 악화 및 도산을 겪었고, 핀란드와 스웨덴은 독일의 가파른 금리 인상에 대규모 자금이탈 등을 경험하였다.

지금까지 살펴본 북유럽(핀란드, 스웨덴), 일본, 미국 부동산 버블 사례의 버블 양상과 유동성 관리 측면에서의 버블형성 배경, 버블붕괴 계기의 공통점과 차이점을 비교하면 다음 <표 5-8>과 같다.

표 5-8 | 해외 부동산 버블사례 비교

구분		2008년 미국발 글로벌 금융위기	1990년대 초반	
			일본	스웨덴·핀란드
버블 양상		- 세계적 상승 - 부동산·자원 가격 급등(부동산 > 주가)	- 선진국 중심 급등 - 부동산·주가 동반 급등(부동산 < 주가)	
버블형성 배경	- 공격적 금융완화	○	○	○
	- 금융자유화	○	○	○
	- 리스크 관리	약	약	약
	- 주택수요 진작	○	○	○
버블붕괴 계기	- 금리인상·금융긴축	○	○	○
	- 대출·건전성 규제	○	○	○
	- 해외충격	×	×	○*

주: 1) *구소련 붕괴, 독일 통일

2) 주택·토지 가격은 명목가격, 고점대비 저점 기준, 미국·스웨덴·핀란드는 주택가격, 일본은 토지가격 기준

자료: 정영식 외. 2018. 글로벌 부동산 버블 위험 진단 및 영향분석. p209의 일부내용 인용

5. 주요 시사점

1) 경제회복을 위한 저금리, 유동성 확대정책으로 주택시장 과열의 부작용 발생

외환위기 이후, 글로벌 금융위기 이후에는 경제충격과 주택시장 위축이 동시에 나타나면서 기준금리 인하, 국고채 매입, 회사채발행 지원 등의 유동성 공급확대와 주택경기 회복을 통한 경제활성화 대책이 같은 방향으로 추진되었다. 거시경제 회복을 위한 금리 인하, 유동성 공급확대 정책이 상당기간 추진되면서 주택시장의 경우 회복을 넘어서 과열이 나타나는 현상이 발생하였으며 주택금융규제, 투기수요억제를 통한 수요관리 등의 미시적 정책을 추진하였으나 주택시장 과열은 상당기간 지속되었다. 코로나 19 위기 상황의 경우 백신개발 및 보급지연으로 경제위축이 1년 이상 지속되면서 저금리, 유동성 공급확대정책도 상당기간 추진되었으며 이 가운데 주택시장이 과열되었으며 이 같은 과열 현상은 수도권 공공택지 공급이 가시화되는 시점까지 상당기간 지속될 가능성이 있다. 금리와 유동성은 거시 전반에 영향을 미치는 정책으로서 주택시장 상황과 별개로 추진되는 특성을 보임에 따라 경제회복을 위한 저금리, 유동성공급 정책이 주택시장 과열이라는 부작용이 나타나고 있기 때문에 금리 인상과 통화공급 축소가 이루어지기까지는 주택시장 안정을 위한 적극적인 유동성 관리정책 추진이 필요함을 시사하고 있다.

2) 자산가격 안정을 위한 통화정책 활용 사례를 반영

코로나19 팬데믹 사태로 글로벌 실물경제는 큰 타격을 입고 회복중에 있지만, 금융자산가격은 폭등하며 실물과 금융간 큰 괴리를 발생시키는 금융불균형 현상을 초래하였다. 이는 코로나19에 대응하여 기준 금리인하, 유동성 확대 정책을 통해 시중 유동자금을 사실상 무제한으로 만듦으로써 주식과 부동산가격의 큰 상승을 이끌었으며 버블에 대한 우려까지 낳았다. 이러한 정세 속에서 중앙은행은 인플레이션 목표 전략 달성을 최우선으로 하며 자산가격의 안정에 대한 책임론이 금융불균형 현상으로 인해 발

생하고 있다. 하지만 모든 경제 정책들과 달리, 금융안정 정책은 명백한 정의가 없으며 측정의 정확한 수단도 존재하지 않기에 부동산 등 특정 섹터를 타겟팅하는 것은 사실상 불가능한 상황이다.

중앙정부 통화정책의 주목적은 물가안정이며 자산가격변동에 대응하기 위해 통화정책을 사용하는 것에 대해선 여전히 찬반 논의가 존재한다. 특히 금리 조정을 통해 자산가격변동에 대응하는 것이 여러 가지 문제점들을 발생시킬 수 있으며, 대신 글로벌 금융위기 이후 LTV 규제와 같은 거시건전성 정책이 새롭게 나타나며 그 대안이 되고 있다. 금리 인상을 통해 이에 대응하는 것에는 여러 가지 문제가 있기에 경제학자들과 정책 당국자들은 금융불균형에 사전적으로 대응할 수 있는 거시건전성 정책을 선호하고 있다. 과거 미 연준 의장이었던 벤 버냉키(Ben Bernanke)도 정책 수립 시 올바른 툴을 사용하는 것은 매우 중요하다고 주장하며 예방적인 금리 인상보다는 거시건전성 사용을 선호하였다. 그러나 최근 자산가격 급등으로 인해서 중앙은행이 물가안정 뿐만 아니라 자산가격안정을 동시에 추구해야 한다는 논의가 활발해지고 있다. 최근 유럽에서 소비자물가지수에 주택가격 변동을 반영하거나 뉴질랜드에서 주택가격 안정을 위한 금리인상을 명시적으로 제시하는 사례가 있으므로 이에 대한 충분한 검토가 필요한 상황이다.

3) 부동산 버블위험에 대비한 모니터링 및 마·거시 건전성의 강화

앞에서 살펴본 해외 부동산 버블 및 유동성 관리 사례는 유동성 및 금융리스크 관리 측면에서 우리나라에 몇 가지 시사점을 제공한다. 먼저, 부동산 버블의 위험성을 인식하는 것이 중요하다. 부동산 버블은 경제사회적으로 다양한 영향을 미치지만 특히 금융위기, 경제위기로 이어질 가능성이 높기 때문이다. 그런데 문제는 부동산 버블 여부를 사전에 판단하기 어렵다. 그래서 펀더멘털 대비 부동산 가격의 수준과 상승 속도, 부동산 관련 신용공급, 레버리지 등 다양한 지표를 종합적으로 모니터링해야 할 필요가 있다.

다음으로 국내 부동산 버블 우려가 있을 경우 금융정책 측면에서 거시 및 미시 건전성을 강화하는 것이 필요하다. 현재 우리 정책 당국은 가계대출의 증가세를 억제하기 위해 주택담보대출비율(Loan to Value, 이하 LTV) 및 총부채상환비율(Debt to Income, 이하 DTI) 규제 강화와 함께 신DTI³²⁾와 총부채원리금상환비율(DSR: Debt Service Ratio)³³⁾을 도입하였고 은행별로 가계대출총량 증가율을 일정 수준이하로 관리하는 등 다양한 노력을 기울이고 있다. 이러한 노력이 더 큰 효과를 달성하기 위해서는 추가적으로 은행권과 비은행권 간의 건전성 조치 및 규제 차이를 최소화하여야 할 것이다. 그렇지 않으면 은행권에 비해 규제 강도가 약한 비은행권으로 신용공급이 확대되는 풍선효과가 발생해 건전성 조치 및 규제 강화의 효과가 반감될 수 있기 때문이다. 또한 미국 사례에서 보았듯이 그림자 금융, 복합파생금융상품 등 금융 규제 및 감독 사각지대가 없는지 이들 분야에 대해 실태를 지속적으로 파악하고 적절한 규제 및 감독 방안을 마련해야 할 것이다. 장기간 지속된 저금리, 풍부한 유동성 등으로 시중 자금이 다양한 채널을 통해 부동산 등 고위험 및 고수익 상품으로 장기간 유입되고 있고, 특히 부동산 가격이 꾸준히 상승하고 있어 그림자 금융 등의 위험성은 수면 위로 드러나지 않을 가능성이 높기 때문이다. 특히 그동안 크게 확대된 부동산 관련 파생금융상품시장, 부동산 개발 금융(프로젝트 파이낸싱) 등에 대해 현황을 파악하고 필요 시 리스크 관리를 강화해야 할 것이다.

32) 신DTI는 신규 주택담보대출 원리금 상환액과 기존 주택담보대출 원리금 상환액을 합친 금액을 연간소득으로 나눈 것이다. 즉 기존 DTI는 기존 주택담보대출의 경우 '이자'만 반영했지만 신DTI는 기존 주택담보대출의 원금까지 더한 '원리금'까지 합산한 것이다.

33) DSR는 차주별로 모든 금융권역에 있는 부채를 포함한다는 점에서 LTV, DTI보다 더 타이트한 건전성 조치임.

4) 부동산시장의 연착륙 유도를 위한 점진적 대응

부동산 버블 억제를 위해 금리인상·금융긴축, 대출·건전성 규제 등의 조치를 취할 경우 부동산 버블이 갑자기 붕괴되는 경착륙으로 이어지지 않도록 세밀한 대응이 필요하다. 이는 일본, 스웨덴, 핀란드 사례에서 이들 국가가 부동산 버블에 뒤늦게 대응하다가 이를 만회하기 위해 일시에 보다 강한 조치를 취해 무질서한 부동산 버블 붕괴, 경착륙으로 귀결된 예를 통해서 알 수 있다. 일본의 경우 뒤늦게 시장이 예상치 못한 급격한 금리인상과 부동산 업종을 대상으로 한 대출총량규제 시행이 자산버블 붕괴를 촉발한 계기로 작용하였다는 점을 유의할 필요가 있다. 부동산 버블의 갑작스러운 붕괴는 금융기관의 대규모 도산과 실업사태를 초래하고 실물경제에 큰 충격을 줄 수 있다. 따라서, 부동산시장의 버블위험에 선제적으로 대응하면서도 부동산시장의 급격한 위축이 일어나지 않도록 유동성 관리를 세밀하게 대응해나가야 할 것이다.

CHAPTER 6

주택시장 안정을 위한 유동성 관리방안

1. 유동성 관리정책의 기본방향 169
2. 통화정책 측면에서의 유동성 관리 강화 177
3. 가계부채 관리를 위한 주택금융규제 효과성 제고 183
4. 갭투자 억제를 통한 유동성 관리강화 188
5. 부동산 간접투자상품 활성화를 통한 단기유동자금 관리 · 193
6. 세제를 통한 보완적 수요관리 대책 추진 197
7. 중장기적 주택시장 안정을 위한 유동성 관리방안 200

06 주택시장 안정을 위한 유동성 관리방안

본 장에서는 지금까지 분석한 연구결과의 주요 정책적 시사점을 요약하였으며 전문가 FGI를 바탕으로 연구의 기본방향을 도출하고 주택시장 안정을 위한 유동성 관리방안을 제시하였다. 유동성 관리의 기본방향으로 통화정책 측면과 유형별 유동성의 관리, 수요관리, 주택시장 연착륙을 고려해야 함을 강조하였다. 주택시장 안정을 위한 유동성 관리방안으로 통화정책 측면에서는 주택가격을 반영한 소비자물가지수 활용 등의 자산가격모니터링 강화가 필요하다. 유형별 유동성의 관리를 위해서는 부동산 간접투자 활성화, 주택금융규제의 효과성 제고, 전세에 대한 유동성 관리가 마련되어야 한다. 이와 함께 수요관리를 통한 보완대책의 추진과 주택시장의 연착륙 방안도 중요한 정책과제이다.

1. 유동성 관리정책의 기본방향

지금까지 분석한 주요 주제는 유동성의 변동특성과 위험지표 변화, 유동성의 변동요인과 주택시장에 미치는 영향, 차주단위의 가계대출 변화와 차입제약 영향, 국내외 유동성 관리방안 사례 등이다. 연구주제별로 분석된 결과들을 바탕으로 도출된 주요 정책적 시사점을 다시 한번 정리해 보고, 정책의 기본방향을 정립하고자 한다.

1) 주요 정책적 시사점 요약

(1) 유동성과 주택가격 위험지표의 상승으로 유동성 관리가 필요

글로벌 금융위기 이후 저금리 기조속에서 유동성은 지속적으로 증가해왔으며 특히, 코로나19를 전후한 기준금리 인하 등의 확장적 통화정책으로 유동성이 급격히 증가한 것으로 나타났다. 유동성 위험지표로 GDP대비 가계부채비율은 2021년 1분기 기준으로 107.6%로 100%를 넘어섰으며, 가처분소득대비 가계부채비율은 2020년 기준 189.1%에 달하는 것으로 나타났다. 마샬k(GDP대비 M2비율) 또한 2020년 기준으로 1.7배로 나타나 유동성의 위험지표들은 모두 역사적인 측면이나, OECD 국가들과의 비교측면에서 볼 때 위험한 수준인 것으로 나타났다.

코로나19 위기 이후인 2020년과 2021년 사이 주택가격의 위험수준 또한 역사적인 측면에서 크게 확대된 것을 확인할 수 있었다. 주택시장의 순환국면 측면에서는 2021년 2분기 기준 주택매매가격이 정상수준과 비교하여 수도권은 11.6~14.1%, 서울은 12.5~15.3%, 광역시 9.2~11.7% 높은 것으로 나타났다. 그 외 PIR(소득대비주택가격비율), HAI(주택 구입능력지수) 기준으로도 서울의 경우 역사적으로 매우 높은 수준임을 확인할 수 있었으며 UBS 버블지수에서도 2021년 1분기 현재 서울을 포함한 수도권과 세종, 대전을 중심으로 버블위험이 있거나 고평가된 것으로 확인되었다. 주택가격의 위험지표 또한 높은 수준으로 주택시장 안정을 위해서는 유동성 관리가 필요함을 보여주고 있다.

(2) 금리와 유동성이 주택시장에 미치는 영향을 고려하여 유동성을 관리

한국은행의 기준금리 결정이 유동성을 변화시키는 직접적 원인으로 볼 수 있으며, 기준금리 외에도 지급준비율, 공개시장정책 등으로 유동성이 변동될 수 있다. 금리와 주택시장은 자산가격 결정측면에서 접근할 수 있으며 유동성과 주택시장과의 관계는 유동성의 통화주의적 이론, 부의효과 이론, 실질효과 증폭 이론 등으로 설명되어질 수 있다. 한편, 공간-자산이론을 통해서도 공간시장에서 결정된 균형임대료는 금리변동

을 통해 자산시장에 영향을 미칠 수 있음을 확인할 수 있다.

이러한 이론적 관계 속에서 금리가 통화량, 가계대출에 미치는 영향을 글로벌 금융 위기를 전후하여 분석해보았고, 지역에 따른 영향도 살펴보았다. 금리와 유동성이 주택시장에 미친 영향에 대해서는 변수간의 이론적 관계에 기반한 SVAR 모형을 통해서 분석해 보았다. 마지막으로 주택시장의 지역성을 고려하여 유동성이 지역시장에 미친 영향의 차이점에 대한 분석을 실시하였다.

분석결과, 글로벌 금융위기 이후에 기준금리가 유동성 변동에 미치는 영향이 확대된 것을 확인할 수 있었으며 지방보다 서울을 포함한 수도권에서 가계대출 증가에 큰 영향을 미친 것으로 나타났다. SAVR 모형구축을 통한 금리, 유동성이 주택시장에 미친 영향을 분석해 볼 때, 금리와 통화량 변동은 민간소비, GDP와 함께 주택가격 변동에도 큰 영향을 미치고 있음을 확인할 수 있었다. 정량적으로 보면, 금리 1% 상승충격은 전국 아파트매매 가격을 15개월 후 최대 5.2% 하락시키는데, 장기간의 효과를 고려하여 연간으로 환산하면 약 1.7% 하락시키는 효과가 있었으며 통화량 1% 상승충격은 아파트 매매가격을 13개월 후 최대 0.14% 상승시키는 효과가 있는 것으로 분석되었다. 금리와 유동성의 지역적인 영향력은 서울과 수도권을 중심으로 통계적으로 유의하게 식별됨에 따라 유동성 관리는 우선적으로 서울과 수도권을 중심으로 더욱 유효함을 보여주고 있다.

(3) 고소득계층, 수도권을 중심으로 한 신용대출 증가에 대응

코로나19 이전인 2019년 6월 시점과 코로나19이후 금리인하가 확대되었던 2020년 12월 사이를 비교하여 분석한 결과 가계대출은 소득계층별로는 중·고소득, 대출유형별로는 신용대출, 지역별로는 수도권에서 크게 증가한 것으로 나타났다. 이러한 가계대출의 증가는 수도권을 중심으로 한 주택가격 상승에 통계적으로 유의미한 영향을 미쳤음을 확인할 수 있었다. 정부의 LTV, DTI 규제로 주택담보대출의 증가폭은 낮았지만 신용대출이 크게 증가하는 풍선효과가 나타났다. LTV, DTI 규제를 통해서 주택시장의 안정과 가계부채 억제에 한계가 있음에 따라 주택금융규제의 효과를 제고할 수 있는 방안이 필요함을 확인할 수 있었다.

(4) 지역, 주택가격, 소득수준별 주택금융제의 영향을 고려

주택금융규제의 유형에 따른 차주단의 차입계약 영향분석에서 소득계층과 주택의 규모, 서울, 수도권 등 지역에 달라질 수 있음을 확인할 수 있었다. 평균적인 수준에서 볼 때 주택가격이 상대적으로 높은 서울의 경우 LTV 규제에 의한 대출가능금액이 DSR, DTI 규제보다는 크기 때문에 DSR, DTI 규제가 효과적일 수 있다. 반면 주택가격이 상대적으로 낮은 수도권의 경우 LTV 규제에 의한 대출가능금액이 DSR, DTI 규제보다 작기 때문에 LTV 규제가 효과적일 수 있다. 또한 같은 주택이라고 할지라도 소득계층에 따라 LTV와 DTI, DSR 규제의 영향이 달라질 수 있다. 저소득 계층에서 고가의 주택을 구입할 경우 DSR 규제의 영향을 크게 받을 수 밖에 없고, 고소득 계층은 주택규모와 관계없이 LTV 규제의 영향이 상대적으로 크게 작용한다. DTI와 DSR 규제의 경우 동일한 규제수준에서는 DSR의 대출가능금액이 작아지기 때문에 DSR규제가 효과적일 수 있고, LTV규제로 대출가능금액이 부족한 경우 신용대출을 통해 자금을 마련하려는 유인이 큰 상황으로 DSR규제는 가계대출 억제와 주택시장 안정에 효과적일 수 있다. 이를 통해 볼 때 주택금융규제는 지역과 주택규모, 소득계층에 따라 규제의 영향이 달라질 수 있는 점을 고려하여 LTV와 DTI, DSR을 종합적으로 고려하여 설계될 필요가 있다.

(5) 경제회복을 위한 저금리, 유동성 확대정책에 따른 주택시장 과열의 부작용에 대응

외환위기 이후와 글로벌 금융위기 이후와 같이 경제충격과 주택시장 위축이 동시에 나타나면서 기준금리 인하, 유동성 공급확대와 주택경기 회복을 통한 경제활성화 대책이 같은 방향으로 추진되었다. 거시경제 위기 상황에서 기준금리를 인하하고 유동성을 확대하는 정책을 추진하게 되면, 먼저 자산시장이 회복되어 과열양상을 보이는 경향이 있었다. 기준금리 인상과 통화긴축까지는 오랜시간이 소요됨에 따라 주택시장과열을 억제하기 위한 주택금융정책과 수요관리정책이 추진되었지만 그 효과가 크지 않은 것으로 나타났다. 금리와 유동성은 거시 전반에 영향을 미치는 정책으로서 주택시장 상황과 별개로 추진되는 특성을 보임에 따라 경제회복을 위한 저금리, 유동성공급 정책이 주택시장

과열이라는 부작용이 나타났다. 이에 따라 금리 인상과 통화공급 축소가 이루어지기까지는 주택시장 안정을 위한 적극적인 유동성 관리정책 추진이 필요함을 시사하고 있다.

(6) 자산가격 안정을 위한 통화정책의 대응방안 마련

중앙은행이 인플레이션이 발생하지 않는 상황에서 물가안정 목표에만 집중할 경우 자산시장 버블과 같은 부작용이 나타날 수 있기 때문에 이에 대한 논의들이 활발히 진행되고 있다. 물가안정에 집중하되 거시건전성 정책으로 자산가격 급등에 대응해야 한다는 전통적인 견해와 함께 중앙은행이 자산가격 급등을 억제하기 위해 적극적으로 대응해야 한다는 견해에 대한 의견차이가 있다. 최근에는 유럽을 중심으로 소비자물가지수에 주택가격변동을 반영하는 것을 공식화하거나 뉴질랜드에서 금리인상의 이유로 주택가격 안정을 명시적으로 제시하는 사례가 있으므로 주택시장 안정을 위한 중앙은행의 역할을 보강할 필요가 있다.

(7) 점진적인 유동성 관리를 통한 부동산시장 연착륙 유도

해외 부동산버블 사례로 북유럽(스웨덴, 핀란드), 일본, 미국에 대해서 살펴보았는데 모두 버블 발생 배경측면에서 유동성이 크게 확대되었다는 것과 부동산에 대한 수요가 증가했다는 것, 리스크 관리가 미흡했다는 공통점이 있었다. 중앙은행은 기준금리를 낮추었고 금융회사는 부동산에 대한 대출을 크게 확대하였다. 리스크관리 측면에서도 부동산관련 대출을 사전에 억제할 수 있는 마땅한 규제책을 마련하지 못하였다. 또한 부동산버블이 붕괴되는 과정에서도 모든 사례에서 공통적으로 급격한 금리인상, 통화긴축 정책이 있었다. 일본의 경우 금융회사에 대한 대출총량규제의 영향이 크게 작용하였다. 현재 우리나라의 경우에도 유동성과 가격의 위험지표가 높은 상황으로 급격한 금리인상, 통화긴축 시행 시 부동산시장의 경착륙 위험이 높아질 수 있으므로 점진적인 금리인상과 통화긴축을 통해 부동산시장을 연착륙시키는 정책방안을 다각적으로 모색하는 것이 필요하다.

표 6-1 | 주제별 주요 시사점 요약

구 분	분석 주제	주요 시사점
유동성의 변동특성과 위험지표 변화 분석	• 유동성 유형별 정의 및 변화특성 • 유동성 및 주택가격 위험지표 변화	• 유동성의 유형은 M1, M2와 같은 통화지표와 가계대출, 전세보증금 등으로 구분할 수 있으며 저금리 기조, 특히 코로나19 이후의 유동성의 증가폭이 확대되면서 GDP대비 가계부채, 마살k 등의 유동성 위험지표가 크게 확대 • 주택가격의 위험지표는 주택시장순환국면, 소득대비 주택가격비율(PIR), 주택부담지수(HAI), UBS 부동산버블지수 등을 활용할 수 있는데 코로나19 이후인 2020~2021년 사이 위험수준이 크게 확대됨
유동성의 변동요인과 주택시장에 미치는 영향	• 유동성과 주택시장과의 관계고찰 • 유동성 유형별 변동요인 분석 • 유동성이 주택시장에 미치는 영향분석 • 유동성이 지역 주택시장에 미치는 영향 분석	• 글로벌 금융위기 이후 금리와 통화량과의 음의 상관관계가 확대된 것으로 나타났으며 단기유동성, 은행권 가계대출과의 음의 상관성도 높은 것으로 나타남 • 구조적 벡터자기회귀(SVAR) 모형, 변동성모형을 이용하여 유동성 지표인 금리와 통화량, 과잉유동성, 변동성이 주택가격에 미치는 영향을 분석한 결과, 금리와 통화량, 과잉유동성, 변동성 지표는 주택시장에 유의미한 영향을 미치는 것으로 분석되었으며 이는 주택시장 안정을 위한 유동성 관리가 필요함을 시사 • 유동성 지표는 서울과 수도권에서 상대적으로 주택시장에 강한 영향을 미쳐 유동성 관리는 우선적으로 서울과 수도권을 중심으로 이루어질 필요가 있음을 시사
차주단위의 가계대출 변화 및 차입제한 영향	• 코로나19 이후 차주단위의 가계대출 변화 분석 • 차주단위 가계대출의 주택시장 영향 및 금융규제 효과분석 • 주택금융규제 유형의 변화에 따른 차주단위의 차입제한 영향분석	• KCB 가계부채목적의 비식별 개인신용정보 자료를 이용한 차주별 부채 변화 분석결과, 코로나 19위기를 전후하여 정부의 주택금융규제로 주택담보대출은 감소세를 보였으나 수도권, 중소득·고소득 계층 중심으로 신용대출이 크게 증가하는 풍선효과가 발생함에 따라 이에 대한 대응이 필요함을 시사 • KCB 가계부채목적의 비식별 개인신용정보 자료를 이용하여 가계대출이 주택가격에 미치는 영향을 분석한 결과 통계적 유의성이 식별되었으며 LTV 규제가 주택가격 하락 및 가계부채 억제에 미치는 영향은 제한적인 것으로 나타나 LTV 규제의 효과를 제고할 수 있는 방안을 강구할 필요가 있음 • LTV, DTI, DSR 규제영향 수준은 지역과 주택가격 수준에 따라 다르게 나타나기 때문에 주택금융 규제를 일률적으로 적용하기보다 지역, 주택가격, 소득수준에 차이를 두어 적용할 필요가 있음
국내외 유동성 관리방안 사례	• 유동성 관리정책 변화분석 • 해외 유동성 관리방안 사례분석 • 해외 부동산 버블사례 분석	• 금리와 유동성은 거시 전반에 영향을 미치는 정책으로서 주택시장 상황과 별개로 추진되는 특성을 보임에 따라 경제회복을 위한 저금리, 유동성 공급 정책이 주택시장 과열이라는 부작용을 낳고 있기 때문에 금리인상과 통화공급 축소가 이루어지기까지는 주택시장 안정을 위한 적극적인 유동성 관리정책 추진이 필요함을 시사 • 중앙정부 통화정책의 주된 목적은 물가안정으로 자산가격변동에 대응하기 위해 통화정책을 사용하는 것에 대해선 여전히 찬반 논의가 존재 • 최근 물가안정과 자산가격안정을 동시에 추구하기 위해 통화정책 결정시 주택가격을 반영해야 한다는 정책안들이 발의되고 있음 • 부동산 버블 억제를 위해 금리인상·금융긴축, 대출·건전성 규제 등의 조치를 취할 경우 부동산 버블이 갑자기 붕괴되는 경착륙으로 이어지지 않도록 섬세하면서도 점진적인 대응이 필요

자료: 연구진 작성

2) 정책의 기본방향

주택시장 안정을 위한 유동성 관리방안에 대한 기본방향은 위에서의 연구결과와 전문가 FGI 결과¹⁾를 반영하여 다음과 같이 크게 4가지의 기본방향을 설정하였다. 첫째, 중앙은행의 통화정책의 경우 물가안정이라는 기본적인 정책목표를 가정하되 자산가격에 대응할 수 있는 방안을 마련해야 한다는 것이다. 둘째, 물가가 안정된 상황에서 경제에 대응한 통화정책이 추진된 경우에는 통화정책의 파급경로를 고려하여 유동성의 유형별 관리방안을 도출하는 것이다. 셋째, 주택시장 안정을 위해서 유동성 관리만으로는 한계가 있을 수밖에 없기 때문에 보완적인 측면에서 수요관리와 같은 간접적인 부동산 대책과의 연계를 통해 보완적인 유동성 관리방안을 도출해야 한다는 것이다. 끝으로 주택시장의 버블위험이 있는 특정한 시점에서, 급격한 금리인상과 같은 외부충격 시 부동산시장이 경착륙할 수도 있는 만큼 부동산시장의 연착륙도 고려해야 한다는 것이다.

위에서 제시한 4가지의 기본방향을 보다 구체적으로 살펴보면 첫째, 통화정책 측면에서는 유동성을 관리하는 목표로서 물가안정과 함께 금융시장 불균형 해소 차원에서 자산시장 안정을 보다 강조하고자 하였다. 주택금융규제와 같은 거시건전성 제고를 통해서 주택시장 안정을 이룰 수도 있지만, 보다 근본적으로 통화정책 측면에서 자산가격 위험에 대응할 수 있는 정책방안을 보다 구체화할 필요가 있다.

둘째, 통화정책의 파급경로를 고려한 유동성 관리방안은 유동성의 유형을 고려하여 단기유동성 증가, 가계부채 증가, 전세보증금 또는 갭투자 증가 부분을 고려할 필요가 있다.

① 가계부채의 경우, 대출금리 인하에 따른 자금수요 확대, 자산 가격 상승기대에 따른 투자수요 확대로 가계부채가 증가한다. 가계부채 증가를 억제하기 위해서 거시건전성 수단인 LTV, DTI, DSR 등을 통한 주택금융규제의 효과성을 제고할 수 있는 방안을 고려할 필요가 있다. ② 전세보증금, 갭투자 증가의 경우, 주택가격 상승기대심리가 확대되면서 전세보증금을 승계한 투자 유인이 확대되어 전세공급이 증가하며 전세보증금의 규모가 늘어난다. 전세보증금을 이용한 투자를 억제하기 위해서는 다주택자를

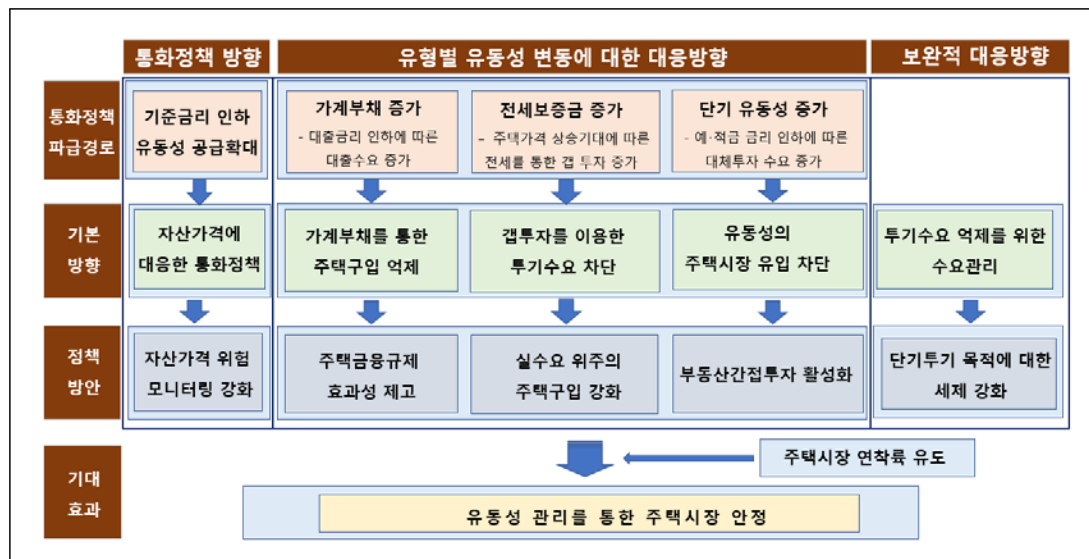
1) 전문가 FGI의 주요결과는 〈부록〉을 참고

중심으로 전세를 통한 갭투자 수요를 규제할 필요가 있으며 고가 전세를 중심으로 전세 자금대출 규제를 강화할 필요가 있다. ③ 단기유동성의 경우, 기준금리 인하 시 예금금리보다 더 큰 수익을 추구하는 단기적인 부동산금이 증가하면서 유동성이 증가하게 된다. 단기유동성을 억제하기 위해 부동산펀드, 리츠 등의 부동산 간접투자를 활성화와 관련한 정책방안을 고려할 필요가 있다.

셋째, 유동성 관리 이외 다른 정책과의 연계를 통한 보완적인 유동성 관리방안은 수요관리 정책을 중심으로 정책방안을 마련한다. 유형별 유동성관리 방안을 통해서 유동성이 억제되더라도 주택시장의 불안이 지속되는 경우 세제 등과의 연계를 통한 보완대책을 추진할 필요가 있다. 이 때 세제정책은 단순하고 부작용을 최소화하며 풍선효과를 고려하여 광범위하게 영향을 미치며 주택시장 안정에 효과가 있는 체계를 마련한다.

끝으로, 전체적으로는 부동산시장 안정을 위한 유동성 관리를 강화하되, 주택시장의 버블위험이 있는 특정한 시점에서는 급격한 금리인상, 해외에서의 경기침체 등의 예상치 못한 외부충격 발생 시 부동산시장의 침체가 가속화될 가능성도 있는 만큼 부동산시장의 연착륙을 위해서 점진적인 유동성 관리 정책을 추진할 필요가 있다.

그림 6-1 | 주택시장 안정을 위한 유동성 관리방안의 기본방향



주: 코로나19 이후와 같은 확장적 통화정책 측면에서 유동성 관리방안을 살펴봄
자료: 연구진 작성

2. 통화정책 측면에서의 유동성 관리 강화

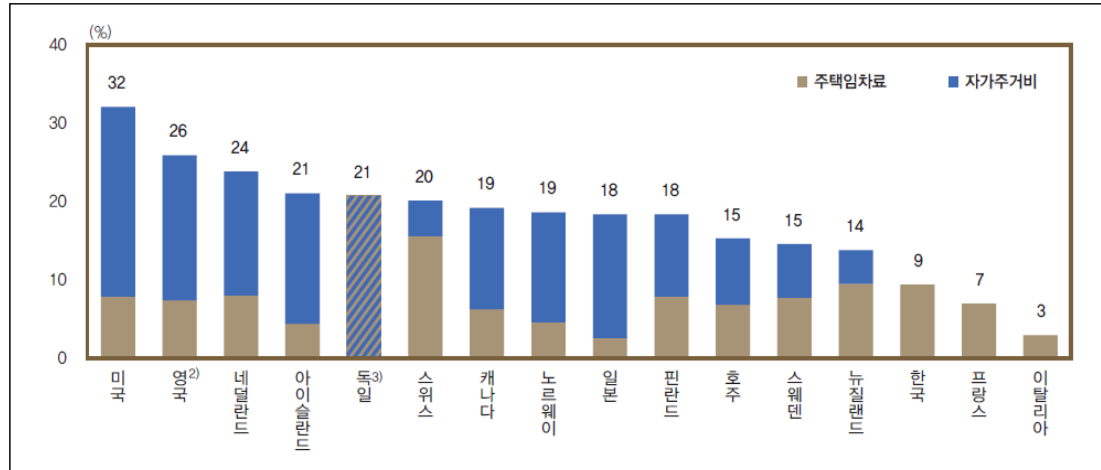
한국은행의 통화정책은 독립적으로 운영되고 있으며, 통화정책의 목표는 우선적으로 물가안정을 통한 국민 경제발전 도모에 있다. 자산가격 급변동으로 인한 금융시장 불안을 예방하는 것도 주된 목표로 하고 있으나 이에 대한 고려는 충분치 않은 상황이다. 「한국은행법」 제1조 제1항은 "한국은행을 설립하고 효율적인 통화신용정책의 수립과 집행을 통하여 물가안정을 도모함으로써 국민경제의 건전한 발전에 이바지함"을 동법의 목적으로 규정하고 있어, 한국은행의 통화정책의 최우선 목표는 물가안정에 있는 것을 확인할 수 있다.²⁾ 다만, 「한국은행법」 제1조 제2항은 "한국은행은 통화신용정책을 수행할 때에는 금융안정에 유의하여야 한다."고 규정함으로써 물가안정뿐 아니라 금융안정도 통화정책 수립 시 주요 고려 사항임을 명시적으로 나타내고 있는 바 금융안정 부분을 보다 강화할 필요가 있다. 이를 위해 통화정책 수립 시, 자산시장 급변동의 위험을 보다 적극적으로 반영할 필요가 있는데 주택가격을 포함한 소비자물가지수의 활용과 함께 주택시장에 대한 모니터링을 강화하는 것을 제안한다.

1) 자가주거비를 포함한 소비자물가지수의 활용

정부의 정책기준금리 산정에 기준이 되는 소비자물가지수 작성 시 자가주택 부분이 반영되어 있지 않은 문제가 있다. 자가의 경우 공식적인 CPI 산정에서 제외되고 있으며 2015년 기준지수를 기준으로 전세와 월세를 포함한 집세의 가중치는 전체 1000중에서 93.7로 약 9% 수준으로 외국과 비교하여 낮은 수준이다(통계청, 2020: 53). 미국의 경우 임차료와 자가주거비를 포함한 집세가 전체 소비자물가지수의 32%를 차지하고 있으며 그 외 영국 26%, 네덜란드 24%로 많은 국가에서 높은 가중치를 적용하고 있다(이정익·강재훈, 2021).

2) 한국은행. 통화정책목표. <http://www.bok.or.kr/portal/main/contents.do?menuNo=200288>, 2021.10.1. 검색

그림 6-2 | 주요국의 소비자물가지수 작성 시 주택임차료, 자가주거비 가중치 비중



주: 1) 2020년 OECD 가중치 기준(스위스, 스웨덴, 호주는 각국 통계청 기준)

2) CPIH 기준(CPI 기준 주거비(주택임차료) 비중은 9.4%)

3) 주택임차료에 자가주거비를 포함하여 발표

자료: 각국 통계청, OECD: 이정익·강재훈, 2021, BOK 이슈노트 2021-5호, 자가주거비와 소비자물가, 한국은행, p.3. 재인용

(1) 외국의 자가주거비 반영 사례

자가주거비용 산정방법이 다양함에 따라 소비자물가지수의 작성 목적에 따라 국가별로 상이한 방법을 적용하고 있는 상황이며, 일부 국가에서는 자가주거비를 제외하여 CPI를 작성하는 나라도 있다(이용만 외, 2017: 53-54). 미국, 덴마크, 독일, 네덜란드, 노르웨이, 싱가포르, 영국의 CPIH(consumer price index including costs of owner-occupied housing)등은 임대료 상당액 접근법을 적용하고 있으며 캐나다, 스웨덴, 아이슬란드의 경우 사용자비용 접근법을 적용하고 있다. 오스트레일리아, 뉴질랜드, 핀란드는 순취득 접근법을 적용하고 있으며 아일랜드는 지불접근법을 적용하여 산출하고 있다. 벨기에, 프랑스, 이탈리아, 스페인의 경우 우리나라와 같이 자가주거비를 CPI에서 제외한 국가들도 있다.

자가주거비용을 반영하는 방법에는 임대료 상당액 접근법, 사용자비용 접근법, 순취득 접근법 등 다양하며 자가주거비는 자가주택의 소비재 및 투자재로서의 성격을 둘러싼 논란과 자가주거비 측정의 어려움이 있다(이용만 외, 2017: 43). <표 6-2>에서

설명한 바와 같이 임대료 상당액 접근법은 자가 주택에 임차로 거주할 경우 지불해야 하는 시장임대료를 자가주거비용으로 산정한다. 사용자비용접근법은 자가 주택에 거주하면서 소요되는 비용에서 자본이득을 차감한 이자비용, 자기자본의 기회비용, 감가상각, 유지보수 비용을 포함하여 자가주거비용을 산정하는 방법이다. 순취득 접근법은 신규주택의 주택가격변화를 바탕으로 자가주거비용을 산정한다. 지불 접근법은 주택을 보유하면서 실제로 지불하는 지출금액을 자가주거비용으로 산정하는 방법으로 차입금의 원리금, 보험료, 재산세 등을 모두 포함한다는 특징이 있다. 사용자비용접근법, 임대료상당액 접근법의 경우 생활비 변화의 측정이 주된 목적이라면 취득접근법은 인플레이션 측정을 주된 목적으로 한다.

표 6-2 | 소비자물가지수에서 자가주택의 처리방법

구 분	주요 개념	주요 쟁점
사용자비용 접근법	• 자가 주택에 거주하면서 주거서비스를 사용하는 데 들어가는 항목으로 이자비용, 자기자본의 기회비용, 감가상각, 유지보수 비용을 포함하되 자본이득은 차감하는 방법 • 일반적인 내구재의 사용자비용 접근법과 동일	• 자가주택의 서비스 가치를 정확하게 측정할 수 있는 장점이 있음 • 주택가격의 상승 또는 하락의 변동성이 확대될 경우 자본이득에 따른 물가지수의 변동성이 확대되는 문제 발생
임대료 상당액 접근법	• 자가주택을 소유하지 않고 임차하였다고 가정하였을 때 지불해야 하는 시장임대료(귀속임대료)를 자가주거비로 보는 방법	• 모든 주택은 이질적이라 자신이 거주하고 있는 주택과 동질적인 임대주택의 임대료를 파악하는 것이 어려움 • 주택가격 변동이 반영되지 못함
취득 접근법	• 취득가격을 소비지출로 보고 이의 가격변화를 측정하며 자가주거비의 가격변화는 동질적인 신규주택의 가격변화로 측정	• 주택 취득액 전체를 소비지출로 보기 때문에 자산으로서의 주택특성은 간과하게 됨 • 주택 취득액 중에서 소비재 성격의 건물에 대한 지출만 소비자물가지수에 반영하는 시도도 있음
지불 접근법	• 주택을 보유하면서 실제로 지불하는 현금지출액을 자가주거비로 보고 이의 변화를 측정 • 초기자기자본, 차입금의 원리금 지급액, 수선유지비용, 보험료, 재산세 등	• 매기의 지불액을 평가하며 자가주거비의 변화를 측정하는데 차입금의 이자율에 따라 지불액의 변화가 크게 변동되는 문제가 있음

자료: 이용만 외 2017, 43-46의 내용을 바탕으로 연구진 작성

(2) 자가주거비를 포함한 소비자물가지수 작성방식의 개선방안 마련

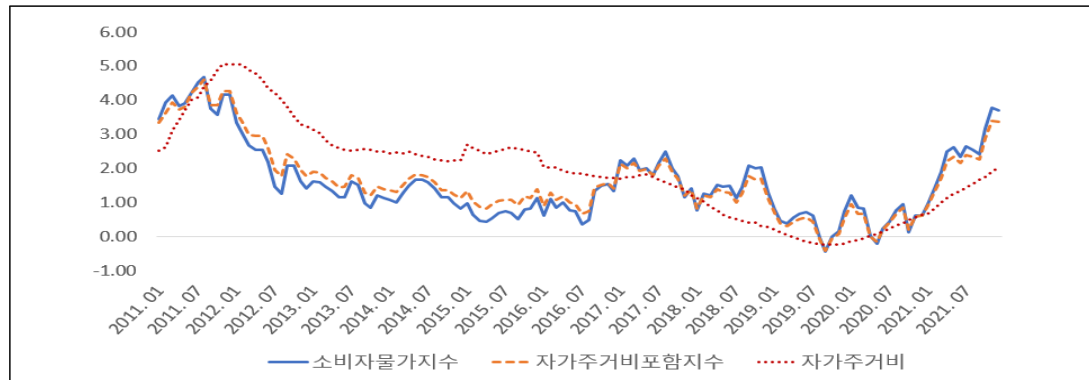
주택의 자산가치가 높아지고 있는 상황에서 소비자물가에 자가주거비를 포함한 소비자물가지수 작성방식의 개선을 통한 활용방안을 제고할 필요가 있다. 유로지역의 합성 소비자물가지수(HICP: Harmonised Index of Consumer Prices)에는 주택 임차료만 포함되고, 자가 주거비는 포함되지 않았으나 중앙은행은 현행 지표가 주거비 등 경제 주체들의 체감생계비를 반영하는 데 상당한 한계가 있다고 지적하면서 2026년부터 자가주거비 지수를 포함한 지수의 변경을 결정하였다(이정익·강재훈, 2021).

통계청에서도 이러한 문제를 인지하여 1995년부터 자가 거주비용을 반영한 소비자물가지수를 작성하여 발표하고 있으나 현재까지는 보조지표로만 활용되고 있다. 보조 지표인 자가주거비용을 포함한 지수에서 자가주거비용의 가중치는 기본 물가지수의 전체 가중치 1000에 추가적인 243.6을 더해 산출하여 가중치가 높은 수준을 보이고 있다(통계청, 2020: 53). 다만, 여전히 자가주거비용을 산정하는 방법은 귀속임대료를 가정한 임대료상당액 접근법으로 산출됨에 따라 자산가적인 주택가격의 변동이 반영되지 못하고 전세와 월세가격에 의존되어 변동성이 확대되는 한계는 존재한다.

전세가격 상승세가 높았던 2012년 ~ 2015년 사이에는 소비자물가지수보다 자가주거비를 포함한 물가지수가 연간변동률 기준으로 0.18 ~ 0.36%p 높았으나 큰 차이는 없었다. 이는 소비자물가지수에 적용되는 임차료의 변동성이 낮아, 임차료 변동과 동일하게 변동하는 자가주거비를 반영하더라도 실제 소비자물가지수 변동에 미치는 영향은 낮은 것으로 나타났다. 특히, 2020년과 2021년의 경우 국민들이 체감하는 주택가격과 전월세 가격상승폭이 컸던 데 비하여 자가주거비를 반영한 소비자물가지수의 상승폭이 오히려 더 낮은 것으로 나타났다. 이는 자가주거비의 산정방식이 임대료상당액 접근법으로 임차료의 변동과 동일하며, 위에서 언급했던 것과 같이 소비자물가지수에 반영되는 임차료의 변동성이 낮은 데 기인한다. 소비자물가지수에 반영되는 임차료는 전국기준으로 2020년 0.22%, 2021년 1.38% 상승하였는데 이는 한국부동산원의 가격동향조사나 KB부동산의 가격동향조사³⁾와 비교하여 괴리감이 크다고 할 수 있다.

그림 6-3 | 소비자물가지수 및 자가주거비 포함 물가지수 변동률 비교(전년동월대비변동률 기준)

(단위: %)



자료: 국가통계포털, 소비자물가지수, 자가주거비포함물가지수 (https://kosis.kr/statHtml/statHtml.do?orgId=101&tblId=DT_1J20006&vw_cd=MT_ZTITLE&list_id=P2_6&scrd=&seqNo=&lang_mode=ko&obj_var_id=&itm_id=&conn_path=MT_ZTITLE&path=%252FstatisticsList%252FstatisticsListIndex.do, 2021년 12월 10일 검색)을 활용하여 연구진 작성

자가주거비의 가격측정을 위한 순취득가액 적용 시 관련 통계미비 등의 어려움으로 순취득가액을 적용하여 물가를 측정하는 데에는 일정한 한계 존재함에 따라 우선적으로 해외사례를 반영하여 보조지표로 활용되고 있는 자가주거비를 포함한 소비자물가지수를 적극 활용할 필요가 있다. 이 때, 소비자물가지수항목에서의 임차료는 전세와 월세를 포함하여 전국 38개 도시의 표본을 대상으로 조사를 통해 이루어지는데 체감하는 가격변동과 상당부분 차이가 존재함에 따라 실제 체감력을 높일 수 있는 방안을 강구할 필요가 있다.⁴⁾

중장기적으로는 자가주거비를 반영할 수 있는 방법들로 주택가격의 변동을 반영할 수 있는 사용자비용 접근법을 활용하거나 신규주택가격에 대한 통계구축을 통한 취득 접근법을 활용함으로써 소비자물가지수에 자가주거비를 반영할 수 있는 방안을 지속적으로 강구할 필요가 있다.

- 3) 한국부동산원 주택가격동향조사의 경우 전국은 전년동월대비 변동률의 평균 기준으로 2020년 전세 1.6%, 월세 0.0% 상승하였으며 2021년(11월까지 기준) 전세 6.6%, 월세 2.0% 상승하였음. KB부동산의 주택가격동향조사의 경우 전국 전세가격은 동기간 2020년 2.1%, 2021년(11월까지 기준) 10.3% 상승하였음
- 4) 물론 소비자물가지수의 경우 가계의 평균적인 지출규모를 파악하는 것에 목적이 있고 시세변동 파악을 목적으로 하는 가격동향조사와 비교하여 안정적으로 반영될 필요는 있으나, 표본확대 또는 산출방법 변경 등을 통해 체감력을 높일 필요가 있다.

2) 통화정책 수립 시 주택시장에 대한 모니터링 강화

위에서 논의한 것과 같이, 소비자물가지수에 자가주거비를 반영하더라도, 소비자물가지수의 특성상 자가주거비가 전월세가격에 연동되어 산출될 가능성이 높으며, 투자 자산으로서의 성격이 있는 주택매매가격의 변동은 여전히 반영되기 어려운 한계가 존재함에 따라 금융시장 안정목표 하에서 주택시장에 대한 모니터링을 강화할 필요가 있다. 한국은행은 신용정책보고서(1년 4회 발행), 금융안정보고서(1년 2회 발행) 등을 통해 주택시장에 대한 모니터링을 일부 수행하고 있으나 이를 보다 강화할 필요가 있으며, 금융불균형 및 가계부채를 포함하는 금융취약성 지수나 부동산 버블지수 등의 위험지표를 활용할 필요가 있다.

통화신용정책보고서는 주택매매가격을 중심으로 부동산시장 모니터링을 수행하고 있으며 금융안정보고서는 주택매매가격, 전월세가격 주택매매거래, 전월세거래, 아파트 입주 및 분양물량, 미분양주택 등 주택시장에 대한 모니터링을 수행하고 있으나, 시장의 위험수준을 평가할 수 있는 지표가 부재한 상황이다. 부동산시장 통계외에 부동산시장의 위험을 나타낼 수 있는 지표를 포함하여 부동산시장에 대한 모니터링을 강화함으로써 금융시장안정을 위한 통화정책의 목표를 추진할 필요가 있다. 부동산시장의 위험지표는 스위스 UBS 버블지수, PIR(소득대비주택가격비율), HAI(주택구입능력지수), 주택시장압력지수 등을 복합적으로 활용할 필요가 있다.

아울러 통화정책 당국 차원에서 자산시장에 대한 모니터링을 강화하는 측면에서 국토교통부 주택정책과 또는 기획재정부의 부동산정책팀 등 주택시장과 정책 담당부서와의 공조를 강화할 필요가 있다. 해당 주택정책 담당부서의 경우 주택가격, 거래, 주택공급 등의 통계를 바탕으로 주택시장에 대한 동향을 깊이 있게 파악하고 있기 때문이다. 또한 현재 비공개로 운용되고 있는 부동산시장의 조기경보시스템(Early Warning System)을 결과도 자산시장 모니터링을 위해 적극 활용할 필요가 있다.

3. 가계부채 관리를 위한 주택금융규제 효과성 제고

1) 상환능력 중심의 DSR 규제를 통한 주택금융규제의 효과성 제고

우리나라의 경우 주택가격에 기반한 LTV 규제의 경우 기본적으로 70%이며 규제지역에 따라 40%~60% 수준으로 관리됨에 따라 주택담보가치에 기반한 규제수준은 높은 편이나 소득에 기반한 규제 수준이 낮아 주택금융규제의 효과가 제한적이다. 무주택세대를 기준으로 LTV는 투기지역 40%, 조정대상지역 50%, 기타지역 70%로 관리되고 있으나, 소득에 기반한 DTI의 경우 투기지역 40%, 조정대상지역 50%, 조정대상지역 외 수도권 60%로 상대적으로 낮은 규제수준을 보이고 있다. 또한 DTI 규제의 경우 신용대출의 원리금이 아닌 이자상환액만을 포함하기 때문에 대출증가를 억제하는 데 한계가 있었다. LTV 규제로 주택담보대출이 어려워지더라도 신용이 좋은 고소득자의 경우 신용대출을 통해 필요한 자금을 조달할 수 있었기에 주택금융규제의 한계가 존재한 것이다. 반면, 상환능력 중심으로 대출한도를 설정하는 DSR의 경우에는 신용대출의 원리금까지 고려하기 때문에 DTI와 비교하여 대출자의 대출가능금액이 크게 줄어들게 된다.

정부에서는 가계부채가 크게 증가하면서 2017년부터 10. 24 가계부채 관리대책을 통해 신DTI와 DSR 규제를 도입하며 소득에 기반한 주택금융규제 도입을 추진해왔다. 그러나, 처음 제도가 도입되면서 신중하게 추진되다보니 가계부채를 억제하는 데 한계를 보였다. 처음 도입된 신DTI의 경우 복수의 주택담보대출을 보유한 차주를 대상으로 모든 주택담보대출의 원리금을 반영하고 두 번째 주택담보대출의 만기를 15년으로 설정하는 것에 그쳤다⁵⁾. DSR 규제의 경우에도 전체 차주를 대상으로 하기보다는 은행별로 평균DSR과 고DSR 대출의 비율을 조절하는 수준에서 관리하고자 하였다⁶⁾. 이 또한 2017년까지는 은행권 DSR 표준산정방식을 마련한 뒤 2018년부터 금융회사 자체적으로 시범운영하고 2018년 하반기부터 금융기관의 건전성 유지를 위한 관리지표로 활용하는 데 목적을 두었

5) 기획재정부. 2017. 10. 24. 가계부채 종합대책 보도자료. 관계기관 합동

6) 기획재정부. 2017. 10. 24. 가계부채 종합대책 보도자료. 관계기관 합동

다⁷⁾. 코로나19 위기 이후 저금리 상황에서 가계대출이 계속 증가하고 주택시장이 불안해지면서 정부는 2021년 4월과 10월 두 차례에 걸쳐 “가계부채 관리방안”(금융위원회, 2021. 4. 29.)과 “가계부채 관리 강화방안”(금융위원회, 2021. 10. 26)을 통해 DSR 규제의 적용대상을 보다 확대하는 방안으로 가계부채관리를 추진하고 있다. 투기과열지구 내 9억 원 초과주택에 대해서만 적용하던 DSR 규제를 2021년 7월부터 6억 원 초과주택, 2022년 7월부터는 총 대출액 2억 원 초과 차주, 2023년 7월부터 총대출액 1억 원 초과 차주로 DSR 적용 대상을 점진적으로 확대하기로 하였다. 한편, 가계부채 증가세가 지속되면서 정부는 2단계의 적용시점을 각각 2022년 7월 → 2022년 1월로 6개월 앞당기고, 3단계의 적용시점을 2023년 7월 → 2022년 7월로 1년 앞당기는 방안과 함께 제2금융권에 대해서도 DSR 기준을 60%에서 50%로 강화하는 방안을 추가로 발표하였다.⁸⁾

표 6-3 | 차주단위 DSR 적용대상 개편안

구분		투기과열지구	조정대상지역	비규제지역
LTV		9억 이하분 40%, 9억 초과분 20%, 15억 초과 0%	9억 이하분 50%, 9억 초과분 30%	70%
		서민·실수요자 9억 이하 50%	서민·실수요자 9억 이하 60%	
DTI		40%	50%	60%
		서민·실수요자 50%	서민·실수요자 60%	60%
차주단위 DSR	현행	9억 초과주택 40% 적용, 연소득 8천, 신용대출 1억 초과 신용대출 만기 10년 적용	-	-
	1단계('21.7)	6억 초과주택, 신용대출 1억 초과 40% 적용 신용대출 만기 7년 적용		
	2단계('22.7)	6억 초과주택, 신용대출 1억 초과 40% 적용 총 대출액 2억 초과 40% 적용, 신용대출 만기 5년 적용		-
	3단계('23.7)	총 대출액 1억 원 초과 40% 적용		

자료: 금융위원회, 2021. 가계부채 관리방안. 4월 29일 보도자료.

7) 기획재정부. 2017. 10. 24. 가계부채 종합대책 보도자료. 관계기관 합동

8) 금융위원회. 2021. 10. 26. 가계부채 관리 강화방안 보도자료.

구분	21.7월 이전	1단계(현행)	2단계 ('22.7월 → '22.1월)	3단계 ('23.7월 → '22.7월)
주담대	투기·과열지구 9억 원 초과 주택	①全 규제지역 6억 원 초과 주택	총 대출액 2억 원 초과 (①/② 유지)	총 대출액 1억 원 초과 (①/② 폐지)
신용대출	연소득 8천초과 & 1억 원 초과	②1억 원 초과		
(대상)	신규취급 주담대의 8.8%	신규취급 주담대의 12.4%	소차주의 13.2% 소대출의 51.8%	소차주의 29.8% 소대출의 77.2%

차주의 상환능력을 고려한 DSR 규제를 본격적으로 도입한 시점이 가계부채가 크게 증가하고 주택가격이 이미 많이 오른 상황이기에 늦었다고 할 수 있다. 그동안 규제지역이나 고가주택을 중심으로 주택금융규제가 적용되었던 것은 유동성 관리보다는 주택가격 안정을 목적으로 주택금융규제가 적용된 측면을 보여주고 있다. 주택담보대출의 원리금만을 포함한 DTI 지표보다 신용대출의 원리금상환액까지 포함되는 DSR지표를 활용할 경우 가계의 상환능력 이상의 무리한 대출을 억제하는 효과가 있을 것이다. 고소득 가구의 경우 신용대출을 통한 주택구입자금 마련으로 LTV 규제를 피해갈 수 있었으나 DSR을 중심으로 규제가 본격 도입될 경우 대출가능금액 감소로 LTV 규제의 한계를 보완할 수 있을 것이다.

주택금융규제는 저소득 차주의 경우 DSR 규제영향이 크고 고소득 차주에서는 LTV 규제영향이 크게 나타나는 등 소득계층에 따라 규제의 영향이 다르므로 유동성을 보다 효과적으로 관리하기 위해서는 소득수준을 고려하여 규제를 달리 적용할 필요가 있다. 저소득 차주의 경우에는 서민주거안정 측면에서 주택구입 지원을 강화할 필요가 있으므로 LTV 규제는 유지하되 DSR 규제의 경우 완화하여 적용할 필요가 있다. 고소득 차주의 경우 LTV 규제의 영향이 크므로 LTV 규제수준은 현 수준으로 유지하되, 신용대출 증가에 따른 풍선효과를 제어하기 위해 DSR규제를 강하게 적용하는 방향으로 정책을 추진할 필요가 있다. 다만, 주택담보대출이 신용대출과 비교하여 대출기간이 장기이며 금리가 상대적으로 낮은 만큼 무주택자의 경우 DSR 규제를 충족시키는 경우에 대해서는 LTV 규제를 완화하여 주택구입의 어려움을 해소할 필요가 있다.

2) 금융권 측면에서의 가계대출 관리 강화

(1) 신용관련 유동성 도구로서 LTV 활용도 제고

LTV는 자산가격변화에 따른 금융기관이 위기가 직면하는 경우 회복력을 강화하는 도구로, 장단점이 존재하기는 하지만 상당수의 국가들이 활용하고 있다. 주택금융시장에서 담보자산의 가치에 대비한 대출 금액을 제한하여, 자산가격변화에 따른 금융기관

이 위기가 직면하는 경우 회복력을 강화하는 도구이다. 정책대상이 되는 대상 자산과 이와 관련된 신용에 직접적 적용할 수 있으며, 동시에 대상 자산의 유형에 따른 경기변동에도 대응할 수 있다는 장점이 있다. 반면 차입자의 상황은 각기 이질적이므로 일부 차입자는 본 제도로 인해 주택구입 시 자금마련에 제약이 가해질 수 있으며, 자산가격을 정확하게 추정하지 못하는 한계가 있다면, 이를 적용하기 어렵다는 한계가 있다. 실제 상당수의 국가에서 LTV 기준을 적용하고 있는데, Jácome and Mitra(2015)에 따르면 47개 국가에서 동 제도를 도입하였고, 그 가운데 27개 국가는 시간의 변화에 따라 동 기준을 변화시키고 있다. 홍콩 SAR에서는 명목 주택대출 잔액이 연간 6%로 확장되던 상황에서 제도도입을 추진하였지만, 루마니아에서는 신용성장률이 60%가 달하는 시기에 도입하였다(Jácome and Mitra, 2015:8).

은행의 자기자본비율 결정 시 일정수준 이상의 LTV에 대해 위험가중치를 상향 조정하여 간접적인 방법을 활용하여 주택시장의 유동성을 통제할 수 있다. Dimova et al. (2016:9)에 따르면 불가리아(Bulgaria)에서는 LTV가 70%를 초과하는 경우 위험가중치를 상향 조정한 바 있으며, 루마니아(Romania)에서도 LTV가 75%를 초과하는 경우 위험가중치를 상향 조정하였다. 또한 에스토니아(Estonia)에서도 국내 은행들에게 2019년부터 위험가중치를 상향 조정하였다⁹⁾. 은행에서 자기자본비율을 결정에서 위험가중치를 고려하여 자기자본을 보유하고 있어야 하므로 간접적으로 시장에 공급되는 여신에 영향을 미칠 수 있다. 우리나라도 이미 BIS 관련 위험가중치를 주택담보대출에 대해 상향 조정하고, 다중채무자에게도 위험가중치를 구분하여 조정하는 정책을 강화하겠다고 이미 발표한 상황이다.¹⁰⁾

9) 에스토니아 중앙은행(Eesti Pank). <https://www.eestipank.ee/en/financial-stability/risk-weight-floor-mortgage-loans>. 2021년 5월 24일 검색

10) 조선비즈. 2011.8.24. “BIS 산정때 가계대출 위험가중치 높여 불이익 주기로” https://biz.chosun.com/site/data/html_dir/2011/08/24/2011082400314.html. 2021년 5월 24일 검색

(2) 완충자본(Capital Buffer) 및 순안정자산조달비율제도 활용

경기대응 완충자본제도의 도입을 통해 간접적으로 가계대출을 축소시킬 수 있으며, 경기 변동에 따라 이를 조절할 수 있다. 완충자본의 경우 시간에 따라 변화할 수 있으며, 완충자본에 규제가 강화된다면, 금융기관이 여신제공에 보수적으로 운용될 수 있다. 우리나라에서는 과거 Basel의 도입에 따라 은행권의 위험가중 자본비중은 8%를 요구하였지만, Basel III에 따라 “최저규제자본(minimum capital requirements)과 더불어 위험가중자산의 2.5%를 보통주자본 형태로 적립”(한국은행, 2011: 86)하고 있다. 금융위원회(2021)는 2021년 4월 가계부채 관리방안에서 2021년 연말 거시안 전성 강화를 위하여 가계부분 경기대응 완충자본제도도 도입하겠다고 발표하였다. 이는 가계대출 비중에 비례하여 자본적립을 추가로 요구하겠다는 의미이다. 경기대응 완충자본은 은행들에 유동성을 제한하는 조치로 호황기에는 자본을 추가적립해 대출을 억제하고 불황기에는 적립한 자본을 소진해 자금을 실물부문에 공급한다. 신용팽창기에 최대 2.5%까지 추가 자본 추가 자본 적립을 요구할 수 있는데 현재 0%로 유지되고 있다.¹¹⁾

주택담보대출을 우회적으로 관리하는 방법으로 순안정자금조달비율을 활용할 수 있다. 순안정자금조달비율(Net Stable Funding Ratio NSFR)은 “은행이 자산 및 난외 익스포저와 관련하여 향후 1년 이내 필요한 자금규모에 대해 안정적인 자금조달 구조를 유지하도록 유도하는 규제로, 단기 도매자금조달에 과도하게 의존하는 것을 제한하고 내·외 모든 항목의 조달리스크에 대한 평가를 개선(김정현, 2015: 37)”하기 위하여 관리한다. 순안정자금조달비율의 산출기준은 안정자금조달필요금액 대비 안정자금가용금액의 비율로 정의되며 최저규제수준을 넘겨야 한다¹²⁾. 예를 들어 Basel III에서 주화 혹은 화폐는 혹은 중앙은행의 지급준비금의 경우 유동성 가중치가 0%를 적용하

11) 서울경제. 2021.9.26. "통화정책만으론 가계빚 못잡는다" ...은행 추가 자본 적립 언급한 한은. <https://www.sedaily.com/NewsView/22RM5P6Y2X>. 2021년 12월 20일 검색

12) 국가법령정보센터. 은행업감독업무시행세칙. 별표 3의 10. 순안정자금조달비율의 산출기준 . [https://www.law.go.kr/admRulSc.do?menuId=5&subMenuId=41&tabMenuId=183&query=%EC%9D%80%ED%96%89%EA%B0%90%EB%8F%85%EC%97%85%EB%AC%B4#AJAX](https://www.law.go.kr/admRulSc.do?menuId=5&subMenuId=41&tabMenuId=183&query=%EC%9D%80%E D%96%89%EA%B0%90%EB%8F%85%EC%97%85%EB%AC%B4#AJAX). 2021년 12월 21일 검색.

며, 다른 사례로 1년 이상 처분제한이 있는 자산의 경우 100%가 적용한다. 혹은 1년 이상 주택담보대출의 경우 65% 그리고 금융회사의 대출은 100%를 적용한다(김정현, 2015:38). 이처럼 유동성 비율을 조정하여 금융기관의 여신활동에 영향을 줌으로써 우회적으로 주택담보대출을 관리할 수 있다.

4. 갭투자 억제를 통한 유동성 관리강화

1) 다주택자의 전세를 통한 갭투자 억제

전세보증금의 경우 임차인 입장에서는 월세보다 상대적으로 저렴한 비용으로 주거서비스를 이용할 수 있는 장점이 있고, 임대인 입장에서는 금융권을 통하지 않고서도 주택가격의 50~70% 정도의 무이자 대출로 레버리지 투자를 통해 자본이득을 추구할 수 있는 장점이 존재한다. 전세시장이 존재할 수 있는 시장 매커니즘은 주택가격 상승기대에 있으며, 만일 주택가격이 상승하지 않는다면, 전세제도는 유지되기 어렵다. 수도권과 비교하여 지방에서 전세비중이 상대적으로 적은 것은 주택가격의 상대적 차이와 함께 주택가격 상승기대가 반영된 것으로 볼 수 있다. 전세제도가 비아파트보다 아파트에 많은 비중을 차지하는 것 또한 아파트에 대한 선호와 함께 아파트의 가격상승기대가 중요한 영향을 미치고 있는 것을 보여준다.

김근용(2010)은 레버리지를 고려한 임대인의 자기자본수익률의 관점에서 주택가격 예상 상승률, 매매가대비전세가비율, 전월세전환율이 임대인 투자수익률에 영향을 미치는 주요 요인으로 분석한 바 있다. 전세의 경우 임대인의 자기자본투자수익률은 다음과 같이 나타낼 수 있으며, 재산세, 유지관리비용 등을 고려하지 않을 경우 매매가대비전세가비율이 낮을수록, 주택가격기대상승률이 높을수록 임대인의 투자수익률이 크게 증가하게 된다.

전세를 통한 임대인의 자기자본 수익률: $\frac{aP}{P-D}$

P : 주택매매가격, D : 주택전세가격 a : 예상 주택매매가격 상승률

〈표 6-4〉에서 보는 것과 같이 가령, 매매가대비전세가비율이 50%일 경우 예상 주택가격 상승률이 3%일 경우에는 자기자본의 투자수익률이 6%를 기대할 수 있으며 예상 주택가격 상승률이 5%, 10%로 높아지게 되면 자기자본 수익률은 레버리지 효과로 각각 10%, 20%로 확대된다. 한편, 매매가대비전세가비율이 높아지게 되면 레버리지효과가 확대된서 동일한 주택가격 상승률에 대한 자기자본의 투자수익률이 크게 확대됨을 볼 수 있다. 가령, 예상 주택가격 상승률이 3%일 때 기대되는 자기자본의 투자수익률은 매매가대비전세가비율이 50%, 60%, 70%일 때 각각 6.0%, 7.5%, 10.0%로 높아지게 된다.

표 6-4 | 매매가대비전세가비율과 예상주택가격 상승률에 따른 임대인의 자기자본수익률 변화

(단위: %)

구 분		예상 주택가격 상승률		
		3	5	10
		투자수익률	투자수익률	투자수익률
매매가대비 전세가비율	50	6.0	10.0	20.0
	60	7.5	12.5	25.0
	70	10.0	16.7	33.3

자료: 연구진 작성

전세가격의 경우 주거서비스로서 소득이 증가하면서 지속적으로 상승하는 추세를 보임에 따라 전세보증금을 통한 유동성이 지속 증가하게 되며, 주택시장이 확장국면으로 전환될 때에 전세를 통한 레버리지 효과가 극대화 됨에 따라 주택가격이 불안해지는 구조적인 문제가 존재한다. 임차인의 사용자비용 측면에서 볼 때에는 주택시장이 침체 국면을 보여 주택가격 상승기대가 낮은 경우 매매가격은 안정적인 반면 전세가격이 상승하는 현상을 보일 수 있으며, 반대로 주택가격 상승기대로 주택매매수요가 증가하고 전세를 통한 겹투자 증가 시 전세가격이 상대적으로 안정세를 보이기도 한다.

전세를 통한 겹투자의 경우 전세보증금이 금융권의 주택담보대출을 대신하는 것으로 주택금융규제의 영향을 받지 않기 때문에 주택금융규제의 주택시장 안정효과를 제한하는 요인으로 작용한다. 따라서, 주택시장이 침체국면을 보일 때에는 임대주택 공급 확대와 함께 매매시장 회복을 위해 전세를 통한 투자수요를 지원할 필요가 있으나 주택시장이 확장국면을 보일 때에는 전세를 통한 투자수요를 적극적으로 억제하는 대책을 추진할 필요가 있다. 주택시장이 확장국면을 보일 때 전세를 통한 외지인의 매매거래가 증가하는 경향이 있는데 이와 같은 외지인의 전세를 통한 투자수요억제는 취득세, 양도소득세 등의 세제정책이 효과적일 수 있다. 정부에서는 2020년 7.10대책에서 규제지역에서 다주택자에 대한 취득세와 양도세 중과를 추진한 바 있다. 취득세의 경우 규제지역에서 2주택 이상인 경우 취득세율이 8%, 3주택 이상은 12%로 강화하였으며 비규제지역의 경우 3주택 8%, 4주택이상 12%로 강화하였다. 양도세의 경우 2년미만 단기보유의 경우 양도세를 1년미만은 70%, 2년 미만은 60%로 강화한 바 있으며, 다주택자에 대한 중과세율 또한 2주택은 ‘기본세율+20%p’, 3주택 이상은 ‘기본세율+30%p’로 강화하였다. 다만, 양도세 규제의 경우 양도세 부담에 따라 거래가 감소하는 동결효과가 발생할 수 있는 만큼, 규제지역 지정 이후 신규로 주택을 구입하지 않으면서 규제지역 지정 이전부터 2주택 이상을 소유하고 있었던 다주택자의 경우에 대해서는 중과에서 제외하는 등의 보완적 정책을 고민할 필요가 있다.

전세를 통한 겹투자 억제는 다주택자를 중심으로 규제할 필요가 있으며 1주택자의 경우 실수요 목적의 겹투자라면 입주를 전제로 겹투자를 허용하는 방안이 필요하다. 전체시장에서 겹투자 억제 시 전세공급 부족에 따른 전세가격 불안 문제가 대두될 수 있기 때문에 겹투자 억제정책은 일정부분 한계가 존재할 수밖에 없기에 전세시장 안정을 고려하여 정책의 강도를 조절할 필요가 있다.

2) 고가 전세에 대한 전세자금대출 보증한도 축소를 통한 유동성 관리방안

수도권 아파트의 경우 가격상승 기대가 지속되는 한, 전세제도는 지속될 수 밖에 없으며 전세를 통한 갭투자로 주택매매가격의 높은 변동성은 지속될 가능성이 높으므로 중장기적으로 전세보증금을 안정적으로 유지하는 정책방안을 강구할 필요가 있다. 전세와 월세비중, 전세가격과 월세가격은 시장의 수요와 공급에 의해 결정되는 구조이나, 전세자금대출에 대한 공적보증제도는 시장에서 월세보다는 전세를 선호하게 유도하는 정책이라 볼 수 있다. 전세라는 제도가 임차인이 월세보다 낮은 비용으로 주거서비스를 이용하는 장점이 있으나, 임대인의 전세를 통한 레버리지 투자로 주택가격의 변동성이 커지는 부작용이 더 클 수 있음을 고려할 필요가 있다. 서민을 위한 전세자금대출 지원은 강화해 나가되 과도한 전세자금대출을 통한 전세금의 상승과 전세를 통한 레버리지 투자를 억제하기 위해서 고가전세를 중심으로 전세자금대출을 일정부분 제한할 필요가 있다.

전세가격은 경제성장이나 물가에 따라 지속 상승하는 특성이 강하고 지역에 따라 가격편차가 높기 때문에 전세자금대출은 유지될 필요가 있으나 고가 전세에 대해 전세자금대출의 보증한도를 축소하는 방법을 통해 전세자금대출 증가를 억제할 필요가 있을 것으로 판단된다. 현행 전세자금대출은 공적보증기관의 보증제도를 통해 전세금의 80~90%까지 대출이 가능한데 한국주택금융공사의 경우 최대 2억 원까지 보증을 제공하고 있으며 은행은 보증제도를 활용하여 최대 2억 2천 2백만 원까지 대출이 가능하다. 주택도시보증공사(HUG)의 경우에는 안심 전세대출의 경우 최대 4억 원 까지 대출이 가능하며, 서울보증보험의 전세자금대출 보증을 활용하며 최대 5억 원까지 대출이 가능하다. 한편, 근로자서민을 대상으로 하는 버팀목 전세자금대출의 경우 수도권 1.2억 원, 비수도권 0.8억 원내로 상대적으로 대출금액이 낮은 수준이다.

표 6-5 | 전세자금대출 상품별 특성

	한국주택금융공사 보증대출		주택도시보증공사 보증대출	서울보증보험 보증대출
	버팀목전세자금대출	일반전세대출		
재원	주택도시기금	은행	은행	은행
대출한도	· 수도권: 1.2억 · 비수도권: 0.8억	2.22억 원	4억 원	5억 원
전세금대비 대출한도	· 전세금의 70% * 신혼, 2자녀 이상 가구 전세금의 80% 이상	전세금의 80%	전세금의 80% *청년 및 신혼부부: 보증금의 90%	전세금의 80%
전세보증금 제한	· 수도권: 3억 이하 · 비수도권: 2억 이하	· 수도권: 5억 이하 · 비수도권: 3억 이하	· 수도권: 5억 이하 · 비수도권: 4억 이하	제한 없음
대출자격 (주택소유여부, 소득)	· 무주택자만 가능 · 부부합산 5천만 원 이내 * 신혼가구, 2자녀 이상 가구 등 6천만 원 이하	· 무주택자: 제한없음 · 1주택자: 부부합산 연소득 1억 원 주택가 격 9억 원 이하	· 무주택자: 제한없음 · 1주택자: 부부합산 연소득 1억 원, 주택 가격 9억 원 이하	· 소득 제한없음 · 1주택자: 주택가격 9억 원 이하

주: 일반세대를 기준으로, 다자녀 가구, 청년, 신혼부부 등에 따라 대상주택 및 대출한도를 우대하는 조항이 있음. 2021년 12월말 기준으로 2022년 1월부터 전세금의 상한이 한국주택금융공사의 일반전세대출, 주택도시보증공사의 대출한도는 각각 수도권 7억원, 지방 5억 원으로 확대될 예정

자료: 한국주택금융공사. 전세자금보증(https://www.hf.go.kr/hf/sub02/sub01_01_01.do, 2021년 10월 1일 검색), 주택도시기금. 버팀목전세자금(<https://nhuf.molit.go.kr/FP/FP05/FP0502/FP05020101.jsp>, 2021년 10월 10일 검색), 주택도시보증공사. 전세금안심대출보증(<https://www.khug.or.kr/hug/web/ig/dl/igdl000001.jsp>, 2021년 10월 10일 검색), KB은행. KB플러스 전세자금대출(<https://obank.kbstar.com/quics?page=C103507&cc=b104363;b104516&isNew=N&prcode=LN20000041&QSL=F>, 2021년 10월 11일 검색)의 내용을 참조하여 연구진 작성.

저소득층의 경우 주거안정을 위해 전세자금대출을 보다 확대하여 지원할 필요가 있으나 일반적인 경우에 대해서는 현행의 전세자금대출한도를 축소하여 전세가격 수준에 따라 최대 70%에서 최소 40%까지 차등적으로 적용할 필요가 있다. 현행 제도하에서는 한국주택금융공사와 주택도시보증공사의 경우 전세보증금의 최고가격을 설정하여 보증을 제한하고 있으나 전세가격 수준별로 보증한도에 대한 차등적 규제는 없는 실정이다. 보증이 제한되는 최고 전세보증금 설정을 통해 보증제한을 두는 규정도 필요할 수 있으나, 과도한 전세자금대출을 억제하기 위해서는 전세가격 수준별로 보증한도를 차등적으로 적용할 필요가 있다. 전세가격 수준별 구분이 모호한 경우에 대해서는 현행 규제지역에서 적용되는 LTV 규제비율과 매칭하는 방법을 적용할 수 있다.

전세자금대출의 보증한도가 전세가격 수준 또는 규제지역 여부에 따라 제한될 경우

보증금을 통한 유동성 공급은 위축될 수 있으며 이에 따른 주택가격 변동성도 완화될 수 있을 것이다. 저소득층의 경우에 대해서는 전세자금지원을 보다 강화하면서 전체적인 전세자금대출의 보증한도를 부분적으로 제한한다면 주거안정을 크게 저해시키지 않을 수 있으며, 과도한 전세자금대출로 인한 전세가격 상승 등의 유동성 억제효과를 기대할 수 있다. 전세입자의 경우 단기적으로는 월세전환에 따른 주거비 부담이 가중된다고 생각할 수 있겠지만, 전세자금대출에 의한 유동성 공급 축소로 주택가격 변동성이 줄어든다면 저렴하게 자가를 마련할 수 있는 가능성도 높아지게 된다¹³⁾.

주택금융이 발달하고 저금리기조가 유지되면서 전세의 월세전환이 가속화되고 있는 상황을 반영한다면 인위적으로 전세를 유지하는 정책은 지양할 필요가 있다. 전세자금대출 보증한도 제한으로 전세보증금이 축소될 경우 전세보증금의 일부는 월세로 전환될 수 밖에 없는데, 임차인의 경우 전월세전환율과 시장이자율만큼의 주거비용이 증가하는 문제가 있을 수 있기에 월세에 대한 세액공제 확대를 통한 보완책을 마련할 필요가 있다.

5. 부동산 간접투자상품 활성화를 통한 단기유동자금 관리

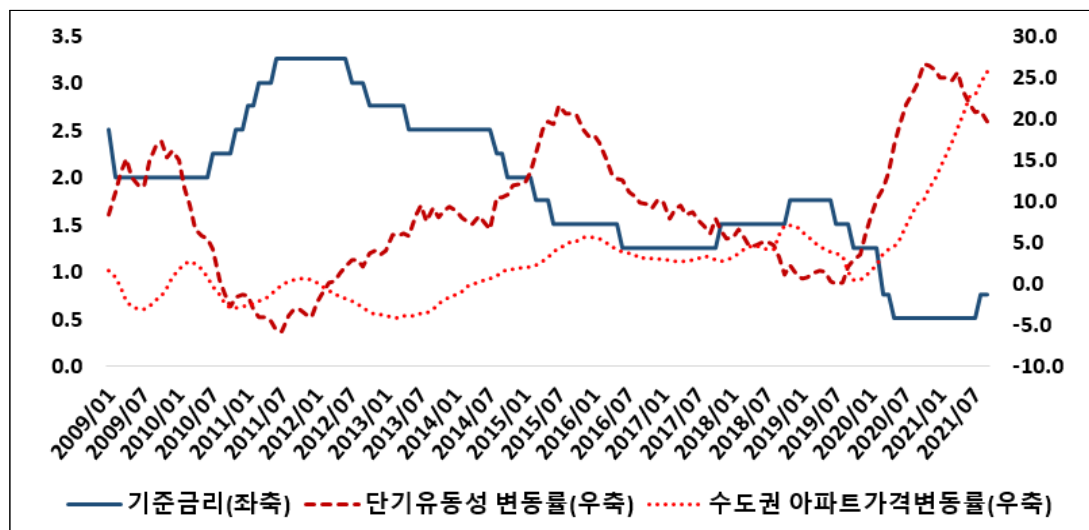
1) 부동산 간접투자상품 활성화의 필요성

코로나19와 같은 위기상황 발생으로 가계소비 및 기업의 투자수요가 위축된 가운데서 정부의 기준금리 인하로 시중의 장·단기 금리가 크게 낮아지게 되면, 현금가치가 낮아지고 예금금리보다 높은 수익을 얻기 위한 단기 부동산자금이 크게 증가하게 된다. 현금과 요구불 예금을 포함하여 만기 6개월 미만의 단기성 자금을 합한 단기 유동자금은 코로나19위기 전인 2019년 12월 1,038조 원 규모에서 코로나19 위기 이후 금리인

13) 다만, 전세자금대출 감소에 따른 전세금 축소가 주택가격 안정에 어느 정도 기여할 수 있는지에 대해서 통계적 검증이 이루어지지 않았기에 이에 대해서는 충분한 연구와 사회적 합의가 전제되어야 할 것이다.

하로 2020년 12월 1,306조 원으로 증가한데 이어 2021년 9월말 현재 1,490조 원 규모로 확대된 것으로 나타났다. 단기 유동자금은 높은 수익을 얻기 위해 부동산, 주식과 같은 자산시장으로 유입됨에 따라 유동성 장세로 자산가격이 크게 오르는 부작용이 발생하게 되는데 우리나라의 경우 아파트에 대한 선호로 아파트에 대한 수요가 증가하고 아파트가격이 급격히 상승하는 현상이 나타나고 있다(<그림 6-4> 참조). 따라서, 단기 유동자금이 부동산시장에 유입되지 않고 다른 안정적인 수익이 가능한 부동산펀드, 리츠와 같이 부동산 간접투자상품으로 유입될 수 있도록 투자 인프라가 활성화될 필요가 있다.

그림 6-4 | 금리, 단기유동성과 아파트가격 변동률 추이



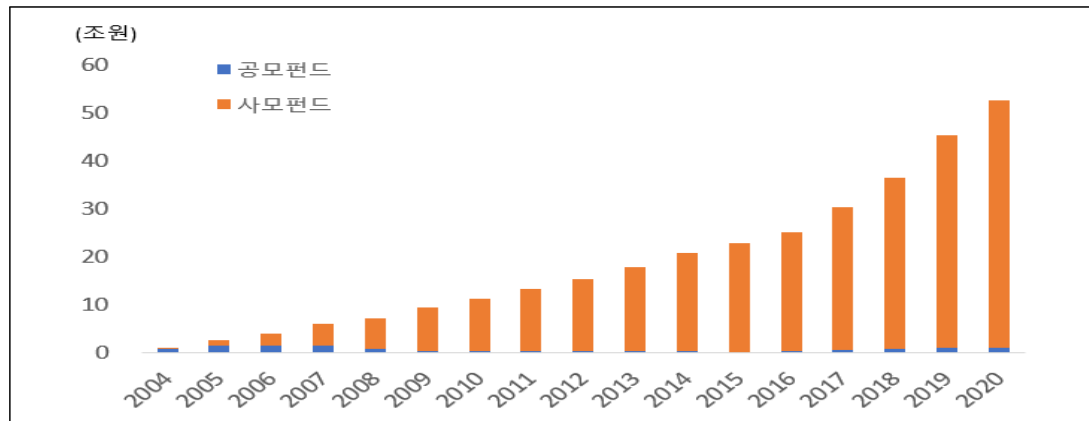
주: 단기유동성은 M1(현금+요구불예금)에 M2의 구성항목 중에서 만기 6개월 미만의 단기성 자금을 합계(M1+MMF+CD+CMA+발행어음+환매조건부매도) 하여 산출하였음

자료: 한국은행 경제통계시스템, 기준금리, M2상품구성내역(평잔)(<https://ecos.bok.or.kr>, 2021. 12. 10 검색), KB부동산 월간 전국주택가격동향조사(<https://kbland.kr/pages/kbStatistics.html>, 2021. 12. 10 검색)를 활용하여 연구진 작성

2) 부동산 간접투자상품의 현황 및 활성화 방안

부동산 간접투자상품으로 대표적으로 부동산펀드(Real Estate Fund: REF)와 리츠(Real Estate Investment Trusts: REITs)를 들 수 있다. 두 상품 모두 투자자들로부터 모은 자금으로 부동산 및 부동산 관련 자산을 취득·처분, 그 밖의 방법으로 운용하고 그 결과를 투자자에게 배분하여 귀속시키는 형태이다(류석재, 2019: 2). 부동산펀드는 2인 이상의 투자자로부터 모은 금전 등을 투자자로부터 일상적인 운용지시를 받지 아니하면서 부동산 및 부동산 관련 자산에 투자하여 운용하는 것을 목적으로 하는 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」에 따라 설립된 집합투자기구를 의미한다(류석재, 2019: 2). 리츠는 자산을 부동산에 투자하여 운용하는 것을 주된 목적으로 하는 「부동산투자회사법」에 따라 설립된 부동산투자회사를 의미한다(류석재, 2019: 3). 부동산펀드의 순자산총액은 2010년 11.1조 원에서 2020년말 기준 52.5조 원으로 크게 증가하였으나 대부분 사모펀드로 일반인의 접근이 용이한 공모펀드 규모는 2020년 기준으로 1조 원 수준으로 아주 미미한 상황이다.

그림 6-5 | 부동산 펀드규모 추이

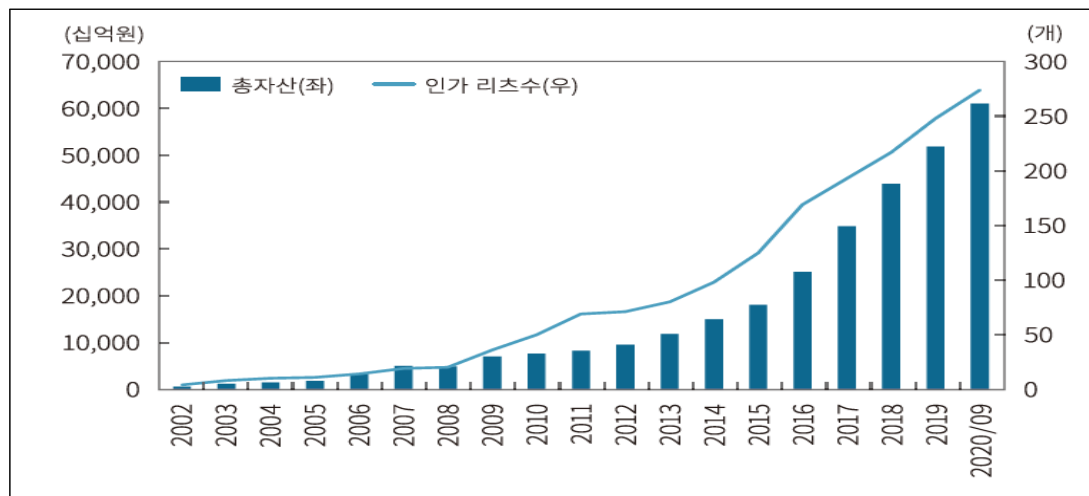


자료: 금융투자협회. 펀드통계. (<http://freesis.kofia.or.kr/>. 2021. 11. 24 검색)

리츠시장 규모는 2010년 7.6조 원에서 2020년 9월말 61조 원 수준으로 크게 증가하였으며 인가 리츠의 수도 2010년 50개에서 2020년 9월말 기준 274개로 크게 증가

하였다(김필규, 2020: 2). 리츠는 오피스, 리테일, 주택, 물류, 호텔 및 복합형 부동산 등 다양한 부동산에 투자가 가능한데, 일반인이 투자할 수 있는 공모형의 상장리츠보다 기관투자가 중심의 사모형 리츠가 대부분을 차지하고 있다(김필규, 2020: 3-4). 전체 리츠는 2020년 9월말 기준 274개이나 이 중 상장리츠는 13개 수준에 그쳐 일반인의 투자기회가 제한적인 수준에 머무르고 있다. 물론 정부의 리츠 활성화 대책으로 상장리츠가 확대된 것은 사실이나, 국내 상장리츠의 경우 1물 1리츠 구조로 증자를 통한 리츠 자본금의 증액이나 새로운 부동산의 유입이 차단된 구조로 인해 성장의 제약이 있다(김필규, 2020: 6). 김필규(2020)는 상장리츠의 활성화를 위해서는 미국의 업리츠(UPREITS)¹⁴⁾, 일본과 싱가포르의 스폰서드 리츠(Sponsored REITs)¹⁵⁾ 사례에서와 같이 수익성이 높은 부동산을 지속적으로 리츠에 포함시키는 확장성이 중요한 요인임을 강조하였다.

그림 6-6 | 리츠 자산규모 추이



자료: 한국리츠협회; 김필규, 2020. 리츠를 통한 부동산 간접투자 활성화 방안. p.2. 자본시장연구원. 재인용

14) 리츠가 부동산을 직접 소유하지 않고, 소유주가 운용조합으로 참여하여 현물출자 및 지분을 소유하는 방식을 의미하여 기업 또는 개인이 보유한 부동산을 리츠로 편입되도록 하여 리츠규모가 크게 확대됨(김필규, 2020: 6)

15) 스폰서는 리츠와 같은 투자 도관체의 구성 및 운영을 주도하는 기업을 의미하며, 보유 자산을 이양하거나 리츠의 자금 조달과 자산 운용, 시설 관리 등을 전반적으로 지원함으로써 리츠 안정성을 높이고 투자자의 신뢰도를 높여주는 역할을 수행(김필규, 2020: 6)

공모형 부동산펀드와 상장리츠 활성화를 통해서 일반인의 부동산시장 간접투자를 활성화할 필요가 있으며, 이를 통해 통화정책 확장기에서 시중의 풍부한 유동성을 부동산펀드와 리츠와 같은 안정적인 부동산 간접투자상품으로 유도함으로써 주택시장 안정을 제고할 필요가 있다.

6. 세제를 통한 보완적 수요관리 대책 추진

금리수준이 낮고 유동성이 풍부할 경우 주택금융규제와 같은 직접적인 유동성 관리 방안의 한계가 발생할 수 있으므로 주택금융규제의 한계를 보완할 수 있는 효과적인 수요관리정책을 추진할 필요가 있다. 수요관리정책으로는 대표적인 세제정책을 중심으로 살펴보고자한다.

금융불균형을 해소하고 과도한 투기적 수요를 억제하기 위해 국제기구 및 해외 각국에서 거래세나 인지세 등을 활용할 것을 권고하고 있다. BIS에 따르면 금융시장이 호황기일 때는 호황기가 아닐 때에 결코 얻을 수 없는 수익이 발생하거나 잠재 성장률 등을 과대평가하는 현상이 나타나 금융 건전성을 유지하는 것이 쉽지 않으며(BIS, 2018: 76), 한 국가의 생산역량보다 금융부채의 규모가 커지는 금융불균형이 발생하기도 한다. 과도한 손바뀜(flipping) 현상 등으로 인해 주택시장에 투기적 수요가 증가할 경우에는 거시건전성 정책이나 통화정책을 활용하기보다 거래세(transaction taxes)나 인지세(stamp duties)를 강화하는 것이 효과적이라고 권고한 바 있다(BIS, 2018: 76). 이는 부동산과 관련된 조세를 부과하는 경우 이로 인하여 부동산 투자에 대한 수익성을 악화시키고, 동시에 유동자금이 부동산 시장에 유입을 제한하는 경로로 영향을 미치는 것으로 볼 수 있다. 말레이시아에서는 자본이익세(capital gain tax)를 부과하고, 비거주자의 부동산세제를 강화한 바 있고, 홍콩에서는 부동산거래를 줄이기 위하여 인지세(stamp tax)를 부과하고 있다(Jácome and Mitra, 2015: 11). 특히 싱가포르의 주택매수자 유형에 따라 상이한 추가인지세(Additional Buyer's Stamp

Duty, ABSD)를 부과하고 있으며, 내국인이 아닌 외국인 등에 대해서는 상대적으로 높은 세율을 적용하고 있다.

표 6-6 | 싱가포르의 추가인지세 현황: 2021년 기준

구분		2011.12.8.~2013.1.11	2013.1.12.~2018.7.5	2018.7.6. 이후
싱가포르 시민	최초 주택	-	-	-
	두 번째 주택	-	7%	12%
	세 번째 이상 주택	3%	10%	15%
영주권자	최초 주택	-	5%	5%
	두 번째 이상 주택	3%	10%	15%
외국인		10%	15%	20%
법인(entities)		10%	15%	25% (주택개발자:+5%)

자료: 싱가포르 국세청 ([https://www.iras.gov.sg/taxes/stamp-duty/for-property/buying-or-acquiring-property/additional-buyer's-stamp-duty-\(absd\)](https://www.iras.gov.sg/taxes/stamp-duty/for-property/buying-or-acquiring-property/additional-buyer's-stamp-duty-(absd))). 2021년 10월 10일 검색

투기수요를 억제함으로써 부동산시장 안정을 이루기 위해서 보유기간, 규제지역, 고가주택, 다주택자를 중심으로 양도소득세, 취득세, 종합부동산세 등의 세제 강화정책이 추진되어 왔으나 주택가격 안정에는 정책적 한계가 존재한다. 양도소득세율의 경우 2020년 7.10대책에서 보유기간에 따라 1년 미만 70%, 2년 미만 60%로 강화되었으며 1가구 2주택자의 경우 ‘기본세율+20%p’, 1가구3주택자의 경우 ‘기본세율+30%p’로 강화한 정책을 추진하였다.

표 6-7 | 부동산 양도소득세율 변화 추이

구 분		'09.3.16.~ '13.12.31.	'14.1.1.~ '17.12.31	'18.1.1.~ 3.31	'18.4.1.~ '21.5.31.	'21.6.1.~
보유 기간	1년 미만	50%	40%			70%
	2년 미만	40%	기본세율			60%
	2년 이상	기본세율				
분양권		기본세율		기본세율 (조정대상지역 내 50%)		60~70%
1세대 2주택 이상(1주택과 1조합원 입주권·분양권 포함)인 경우의 주택		기본세율 (2년 미만 단기 양도시 해당 단기양도세율 적용)			보유기간별 세율 (조정대상 지역 기본세율+ 10%p)	보유기간별 세율 (조정대상 지역 기본세율+ 20%p)
1세대 3주택 이상(주택+조합원 입주권+분양권 합이 3이상 포함)인 경우의 주택		보유기간별 세율 (조정대상지역 기본세율+10%p)			보유기간별 세율(조정 대상지역 기본세율+ 20%p)	보유기간별 세율(조정 대상지역 기본세율+ 30%p)

자료: 국세청. 양도소득세 세율 변동 연혁표. (<https://www.nts.go.kr/nts/cm/cntnts/cntntsView.do?mi=2312&cntntsId=7711>. 2021.10. 1 검색)

양도소득세율 강화정책의 경우 규제 강화 이전에 다주택자의 매물을 증가시키고, 규제강화에 따른 신규주택에 대한 투자수요를 위축시킴으로써 가격안정 효과를 기대할 수 있으나, 규제 강화 후 뚝뚝한 한 채 보유행태 증가, 다주택자의 보유주택에 대한 매물이 감소하는 거래 동결효과도 존재하기 마련이다. 세제를 통한 보완적 수요관리의 실효성을 제고하기 위해서는 상기와 같은 부작용이 나타나지 않도록 단순하여 접근할 필요가 있다. 지역, 거래시기 등에 따라 적용이 달라질 경우 쏠림, 풍선효과 등의 부작용이 발생하고 세제에 대한 국민의 이해도도 낮아질 가능성이 있다. 특히 주택가격 급등기에 세제를 활용할 경우에는 이러한 부작용 발생 가능성을 고려하여 단순하고 광범위하게 시행될 수 있도록 추진하는 것이 필요하다.

7. 중장기적 주택시장 안정을 위한 유동성 관리방안

거시경제와 주택시장은 장기시계열적인 측면에서 확장과 수축을 반복하여 순환하는 특성이 있음에 따라 단기적인 측면 외에 중장기적인 측면에서 유동성을 관리할 수 있는 방안을 도출할 필요가 있다. 단기적으로는 유동성 및 주택가격 지표가 역사적으로 위험수준에 있는 만큼 유동성 관리와 부동산시장 안정을 위해서 강도 높은 정책이 추진될 필요가 있다. 2023년 이후 3기 신도시 등 주택공급이 본격화되기까지는 주택시장의 버블을 억제하는 정책을 당분간 지속 추진할 필요가 있다.

2023년 이후인 중장기적으로 볼 때, 주택공급이 확대되는 가운데서 대외적으로 큰 충격이 발생하지 않는다면 중장기적으로 안정세를 보일 가능성이 높으나, 예측치 못한 급격한 금리인상 및 금융긴축, 해외 경기침체 등이 발생할 경우 부동산시장이 크게 위축되는 경착륙이 일어날 가능성에 대비할 필요가 있다. 스웨덴과 핀란드 일본과 미국의 버블 사례를 통해서 볼 때 경제활성화를 위한 저금리, 유동성 공급이 오랜기간 지속되면서 부동산 버블이 커진 후에 뒤늦은 시점에서의 금리인상과 금융긴축이 급격히 추진됨에 따라 부동산 버블이 꺼지는 특성이 있음을 확인한 바 있다. 일본의 경우 뒤늦게 시장이 예상치 못한 금리인상과 금융회사에 대해 대출총량규제를 시행하면서 부동산 등 자산버블이 급격히 붕괴되었다. 이러한 급격한 부동산 버블 붕괴는 금융시장 패닉, 자산가격 급락, 부실채권 급증, 금융위기로 이어진다는 점에서 정책 당국의 세밀한 대응이 필요하다.

부동산 버블 억제를 위해 금리인상·금융긴축, 대출·건전성 규제 등의 조치를 한꺼번에 취할 경우 부동산 경기가 갑자기 위축되는 경착륙으로 이어질 가능성이 있을 수 있기 때문에 부동산시장 연착륙을 위한 점진적인 대응이 필요하다. 금융 및 부동산 시장과의 긴밀한 소통과 점진적으로 강도를 높여가는 부동산 시장 안정화 조치 등에 각별히 주의할 필요가 있다. 부동산시장의 버블 붕괴는 대외적인 요인으로 크게 미국의 급격한 금리인상과 급격한 경제침체로 볼 수 있는데, 미국의 통화정책 정상화, 중국경기 급랭 및 금융시장 불안 등 해외 충격에 대한 대응책을 선제적으로 강화해야 할 필요가

있다. 이는 앞에서 살펴본 스웨덴, 핀란드 사례에서 이들 국가의 경제 의존도가 높은 독일의 가파른 금리인상, 구소련의 붕괴 충격이 경기 및 금융시장 충격을 통해 부동산 버블 붕괴에 영향을 미쳤음을 확인할 수 있었기 때문이다. 이러한 점에서 금융 및 무역 개방도가 높고 미국 및 중국경제 의존도가 높은 한국은 미국의 통화정책 정상화, 중국 경기 급랭 및 금융시장 불안으로부터 큰 충격을 받을 수 있다. 다만, 미국의 급격한 금리인상, 중국을 포함한 세계경기의 큰 침체가 없다면 부동산시장은 점진적으로 안정세를 보이는 연착륙을 유도할 수 있을 것이나, 보수적인 시각에서 다양한 시나리오에 대응할 필요가 있다.



CHAPTER 7

결론 및 향후 과제

- 1. 연구의 주요 결과 205
- 2. 연구의 성과와 의의 207
- 3. 연구의 한계와 향후 과제 209

07 결론 및 향후 과제

본 장에서는 앞장에서 도출한 주요 정책방안을 요약하고 본 연구의 정책적, 학술적인 측면에서 연구의 성과와 연구의 한계, 향후 연구과제를 제시하였다. 코로나 19위기 이후 급격히 증가한 유동성과 주택가격의 위험수준을 명시적으로 제시하고 주택시장 안정을 위한 유동성 관리방안을 구체적으로 제시함으로써 정책적으로 기여하였다. KCB의 개인신용정보자료를 활용한 차주단위의 가계대출 및 차입계약 분석과 여러 가지 계량모형을 이용한 금리, 유동성의 영향력을 통계적으로 검증함으로써 학술적으로 기여하였다. 주식시장 등 다른 자산시장과의 영향 관계를 고려하지 못한 것과 전세보증금과 관련한 상세한 분석을 수행하지 못한 연구의 한계가 있었으며 이를 보완할 수 있는 향후 연구과제를 기대한다.

1. 연구의 주요 결과

2016년 말 이후 주택시장안정을 위한 정부의 일관된 정책기조에도 불구하고 주택시장 불안은 지속되어 왔으며 특히, 코로나19 이후 전 세계적인 금리인하와 확장적 통화정책과 재정정책으로 주택가격의 불안은 더욱 확대되었다. 이러한 배경하에서 주택시장 안정을 위한 유동성 관리 연구의 필요성이 확대되었다. 이를 위해 본 연구에서는 유동성 및 주택시장의 위험수준을 평가하고 유동성의 변동요인과 유동성이 주택시장에 미치는 영향을 분석하여 주택시장 안정을 위한 효과적인 유동성 관리방안을 제시하였다. 앞에서 도출한 유동성 관리를 위한 주요 정책과제를 요약하면 다음과 같다.

주택시장 안정을 위해서 유동성 관리를 위한 정책의 기본방향을 도출하였다. 정책의 기본방향은 중앙은행의 통화정책에서 자산가격에 대응하고 통화정책의 파급경로를 고

려한 유동성의 유형별 관리방안을 도출해야 한다는 것이다. 또한 보완적인 측면에서의 수요관리정책을 추진하고 주택시장의 버블위험이 있는 특수한 상황에서는 급격한 금리 인상과 같은 외부충격을 고려한 주택시장의 연착륙을 위한 정책방안을 마련해야 한다는 것이다. 위와 같이 도출된 기본방향에 맞추어 총 6개의 주택시장 안정을 위한 유동성 관리방안을 도출하였다. 첫째, 통화정책에서의 자산가격 모니터링을 확대하는 것으로 ① 자가주거비를 포함한 소비자물가지수에 대한 활용 ② 통화정책 수립 시 부동산시장에 대한 모니터링 강화를 제안하였다. 둘째, 가계대출을 억제하기 위해 주택금융규제의 효과성을 제고하는 것으로 ① 상환능력중심의 DSR 규제를 통한 주택금융규제의 효과성 제고, ② 신용관련 유동성 도구로서 LTV 활용도 제고, ③ 완충자본(Capital Buffer) 및 순안정자산조달비율제도 활용 등을 제안하였다. 셋째, 전세를 통한 겹투자를 억제할 수 있는 방안으로 ① 다주택자의 전세를 통한 겹투자 억제, ② 고가 전세에 대한 전세자금대출 보증한도 축소를 통한 유동성 관리방안을 제안하였다. 넷째, 단기 유동성을 흡수할 수 있는 방안으로 공모형 부동산펀드와 상장리츠와 같이 일반인의 접근이 가능한 부동산간접투자상품의 활성화를 제안하였다. 다섯째, 주택가격안정을 위한 보완대책으로서의 세제의 단순화를 통한 수요관리의 실효성 제고를 제안하였다. 끝으로, 중장기적인 주택시장 안정을 위한 유동성 관리방안으로 2023년 이후 수도권에서의 주택공급확대가 본격화되는 시점에서 급격한 금리인상, 거시경제충격이 일어날 경우 부동산시장 또한 급격한 침체 가능성이 있는 만큼 주택시장의 연착륙을 위한 점진적인 금리인상과 통화긴축 추진 등을 제안하였다.

2. 연구의 성과와 의의

1) 정책적 측면

본 연구에서 기여할 수 있는 정책적 성과는 다음과 같다. 먼저, 코로나19위기 이후 전세계적으로 나타난 자산가격 급등상황에서 유동성과 주택가격의 위험수준을 명시적으로 제시함으로써 부동산시장의 버블위험에 대한 심각성을 확인시켜준 것이다.

둘째, 금리가 유동성에 미치는 영향과 금리·유동성이 주택시장에 미치는 영향에 대해서 글로벌 금융위기 이후 영향관계가 뚜렷해졌으며, 서울과 수도권에서의 유동성의 영향이 크게 나타난 점을 통해 유동성 관리의 필요성과 서울, 수도권에서의 주택시장 안정의 중요성을 확인시켜 주었다.

셋째, 차주단위의 가계대출변화 분석을 통해서 코로나19에 대응한 정부의 통화정책이 상대적으로 소득이 높은 고소득 계층과 신용대출, 수도권을 중심으로 증가한 것을 실증적으로 보여줌에 따라 그동안 정부의 주택금융규제에 분명한 한계가 있었음을 보여주었으며 상환능력 중심의 DSR규제 중심으로의 정책이 유효하다는 연구결과가 도출되었다는 것이다.

넷째, 국내의 유동성 관리정책의 사례를 장기적인 측면에서 살펴봄으로써 확장적인 유동성 확대 정책이 부동산시장 버블에 큰 영향을 미칠 수 있음을 사후적으로 확인하였으며 이를 통해 자산가격 안정을 위한 유동성 관리의 중요성을 인식시켜준 것이다. 해외 유동성 관리 사례에서 통화정책 측면에서도 최근 자산시장 안정을 위한 통화정책의 추진사례를 통해 금융시장 안정을 위한 통화정책의 역할 확대에 기여할 수 있다. 부동산버블 사례에서도 확장적 통화정책, 과도한 부동산수요 등의 공통적인 부동산 버블형성 측면과 급격한 금리인상, 통화긴축 등의 버블붕괴 측면을 살펴본 것에서도 향후 주택시장의 연착륙을 위해서 정책적으로 중요한 시사점을 제세해 주었다.

끝으로 주택시장 안정을 위한 유동성 관리방안을 제시한 것 중에서 통화정책 측면에서 자가주거비를 포함한 소비자물가지수의 활용, 전세를 통한 겹투자 억제와 고가 전

세자금대출 보증 제한, 단기유동성 억제를 위한 부동산간접투자 활성화 등은 정책 논의의 활성화와 함께 향후 정책적으로 충분히 활용될 수 있다.

2) 학술적 측면

본 연구에서 기여할 수 있는 학술적 성과는 다음과 같다. 먼저, 유동성을 통화량, 가계부채, 전세보증금 등 유형별로 분류하여 살펴보고, 유동성의 변동요인을 실증적으로 규명한 것이다.

둘째, 금리와 유동성, 금리·유동성과 주택가격과의 관계를 이론과 실증을 통해서 규명함으로써 최근 코로나19 이후 주택가격이 급등한 것이 가계부채 증가외에도 따른 자산가격결정이론 측면에서 금리의 영향이 확대될 수 있음을 보여주었다.

셋째, 금리, 유동성이 주택가격에 미치는 영향분석에서 이론모형에 기초하여 SVAR 모형을 구축하여 실증적으로 규명하였을 뿐만 아니라 과잉유동성, 유동성의 변동성 등 다양한 변수 및 모형의 활용을 통해 유동성의 영향을 분석함으로써 학술적으로 기여하였다.

넷째, 유동성이 글로벌 금융위기 이후에 영향력이 확대되었다는 것과 유형별 유동성이 서울과 수도권을 중심으로 확대된 것을 실증적으로 규명함으로써 학술적으로 기여하였다.

끝으로, 차주단위의 개인신용정보를 이용하여 차주특성별로 가계대출의 변화를 분석하고 가계대출의 변화가 주택가격에 미친 영향, 주택금융규제 유형별로 차입제약의 영향을 분석하고 시사점을 제시한 점에서 학술적인 가치가 높다고 볼 수 있다.

3. 연구의 한계와 향후 과제

본 연구는 금리와 유동성, 주택시장과의 관계에 대한 이론적인 고찰과 함께 영향관계에 대해 실증적으로 분석하였는데 다음과 같은 한계가 있다. 먼저는 유동성의 영향을 주택시장에 한정하여 분석했다는 것이다. 주택시장이 부동산시장을 대표한다고 볼 수 있으나, 전세시장, 토지시장, 상가·오피스 등 전체 부동산시장을 포괄하지 못했다. 또한 자산시장으로서 주식시장을 연구범위에 포함하지 못한 점은 연구의 한계이다.

둘째는 금리와 유동성이 주택시장에 미치는 영향을 다양한 측면에서 분석하고 통계적 유의성을 확인해 보았으나 유동성 외에 다른 변수들을 충분히 통제하지 못했다는 것과 일부 분석에서 기간에 따른 유동성의 영향력의 차이를 정량적으로 분석하지 못했다.

셋째, 자료의 제약으로 차주단위 분석의 경우 2021년 최근까지 자료를 이용하지 못한 점과 패널분석에서 2020년 한해 자료로만 분석했다는 것이다. 또한 전세의 경우 보증금에 대한 통계, 전세자금대출에 대한 자료의 한계로 현황파악에 그치고 실증분석을 수행하지 못하였다.

향후 연구과제로는 주택을 포함하여 채권, 주식 등 다른 자산시장과의 관계를 고려하여 유동성이 부동산시장에 미친 영향을 분석해볼 필요가 있다. 전세의 경우 주택구입 시 전세보증금을 포함한 자금조달계획 자료 등의 통계자료가 구축이 된다면 유동성의 하나로서 전세보증금을 통한 주택매매의 행태 변화를 살펴보고 주택시장 변동성에 미치는 영향을 실증적으로 규명해 볼 수 있을 것이다. 이를 통해 향후 주택시장 안정을 위해 유동성 관리에 대한 정책방안들에 대한 논의가 활발해질 수 있기를 기대한다.



【인용문헌】

- 고성수, 윤여선. 2008. 주택금융규제가 소득분위별 주택소비에 미치는 영향. 부동산학 연구 14권, 2호: 57-74.
- 국토교통부. 2014-2019. 주거실태조사.
- 권재중. 1993. 일본의 금융자유화와 엔화 국제화. 세종: 대외경제정책연구원.
- 김경환, 손재영. 2010. 부동산경제학. 서울: 건국대학교 출판부.
- 김근용. 2010. 임대차시장 구조변화와 전망. 국토연구원 전월세 세미나 자료. 세종: 국토연구원
- 김리영, 서원석. 2014. VECM을 이용한 외환 및 금융위기 경제여건 변화가 대도시 주택 시장에 미치는 영향 비교. 부동산학보, 56: 322-336.
- 김순용. 2017. 글로벌 금융위기 전후 유동성지표와 주택가격 변화에 대한 분석. 부동산 학보 68: 31-43.
- 김영철, 최내영. 2004. 장기주택금융의 차용제약이 가구의 주택소비에 미치는 영향에 관한 연구. 국토계획 39권, 1호: 223-233.
- 김정현. 2015. 바젤 III 유동성 규제 도입, 국내은행 현황과 전망은. 산업분석보고서. 서울: 한국기업평가(Korea Rating).
- 김주영. 2011. 주택가격과 거품 그리고 주택경기변동에 대한 이해. 주택금융월보 84권: 2-20.
- 김지혜, 최서로. 2021. UBS 글로벌 버블지수를 활용한 부동산 버블분석. 국토연구원 카 드뉴스 2021-02호. 세종: 국토연구원.
- 김지혜, 황관석, 고영화, 박천규, 노민지. 2021a. 주택시장의 국지적 불안 원인에 대한 진단과 해소방안 연구. 세종: 국토연구원.

-
- 김지혜, 황관석, 오민준. 2021b. 주택금융 정책효과와 정책방향. 가계부채 문제 완화를 위한 주택금융 정책방향. 내부 세미나 자료. 세종: 국토연구원.
- 김현욱. 2009. 최근 단기 유동성 증가에 대한 판단. KDI 정책포럼 217. 세종: 한국개발연구원.
- 김필규. 2020. 리츠를 통한 부동산간접투자 활성화 방안. 서울: 한국자본시장연구원.
- 류석재. 2019. 공모형 부동산 간접투자 현황 및 시장 확대 가능성. 서울: KB금융지주경영연구소.
- 박진백, 이영. 2014. 시스템적 금융위기의 결정요인에 대한 실증분석 - 신용불, 국가채무, 주택시장 버블을 중심으로. 경제학연구, 62, 1: 55-90.
- 박진백, 이태리, 오민준. 2021. 금리의 주택가격 상승 기여도 추정. 주택연구 29권 4호: 75-100.
- 박천규, 김근용, 변세일, 이태리, 김재환, 황관석, 김태환, 전성애, 김대진, 제갈영외. 2014. 지역 부동산시장의 미시적 동태분석과 정책시뮬레이션 모형 구축 연구(II). 세종: 국토연구원.
- 손경환, 김혜승. 2002. 부동산시장 구조모형 연구. 세종: 국토연구원.
- 신관호. 2021. 부동산 상승에 대응한 통화정책 적절한가? 우리 리서치 PLUS 2021년 8월호. 서울: 우리금융경영연구소.
- 신용상, 구본성, 하준경, 이규복, 송재은, 이윤석. 2007. 서브프라임 모기지 사태의 분석과 전망. 서울: 한국금융연구원.
- 윤수민. 2020. 초과 유동성의 변화가 단기 주택가격 변화에 미치는 영향: 단기 유동성을 중심으로. 주택금융리서치 11호: 4-19.
- 이명활, 구본성, 이규복. 2011. 가계부채의 증가원인 분석: 미국 서브프라임발 위기와의 비교. 서울: 한국금융연구원.
- 이영수. 2008. 한국의 주택가격과 거시경제. 부동산학연구 제14집, 제3호: 129-147.
- 이영훈, 김재준. 2016. 거시경제변동 전후 유동성이 주택시장에 미치는 영향분석. 한국산학기술학회 논문지 17권, 5: 116-124.

-
- 이용만, 이재우, 연규필, 송요성, 이동훈, 김현영. 2017. 소비자물가지수 주거비측정 방법 심층연구. 대전: 통계청.
- 이인재, 박진백. 2019. 전세가율 수준에 따른 유동성 증가가 주택가격 상승에 미치는 영향. 통계연구. 24, 4: 102-124.
- 이정익·강재훈. 2021. 자가주거비와 소비자물가. BOK 이슈노트 2021-5호. 서울: 한국은행
- 이지현. 2020. 프랑스 주거난 해소를 위한 정책 방안-공공임대주택 제도 중심으로. 국제사회보장리뷰. 겨울: 124-128.
- 이태리, 박진백, 오민준. 2021. 주택가격 변동 영향요인과 기여도 분석. 국토이슈리포트 제50호. 세종: 국토연구원.
- 이태리. 2014. 통화정책의 주택시장 파급경로 연구. 세종: 국토연구원
- 이호진, 고성수. 2017. 주택금융규제가 주택소비에 미치는 영향. 주택연구 25권, 4호: 125-157.
- 임대봉. 2015. 유동성이 주가 및 주택가격에 대한 파급효과 분석. 부동산학보 61: 80-93.
- 정규일. 2006. 자산가격과 유동성간의 관계분석. 한국경제연구 17권: 257-287.
- 정영식. 2003. 세계 금리의 추가 상승 가능성 진단 및 국내 영향. 삼성경제연구소 Issue Paper. 서울: 삼성경제연구소.
- 정영식, 김경훈, 김효상, 양다영, 강은정. 2018. 글로벌 부동산 버블 위험 진단 및 영향분석. 연구보고서 18-1. 세종: 대외경제정책연구원.
- 정영식, 전효찬, 정진영, 정대선. 2011. 글로벌 과잉 유동성의 측정과 경제적 영향분석. 서울: 삼성경제연구소.
- 전해정, 박헌. 2012. 유동성과 주택가격간의 동학적 상관관계 분석 - 글로벌 금융위기 전후를 중심으로-. 부동산연구 22권, 2호: 103-121.
- 정운찬. 2006. 거시경제론. 제7판. 서울: 율곡출판사.

-
- 정의철. 2005. 모기지론이 주택점유형태 및 자가주택수요에 미치는 효과 분석. 서울
도시연구 6권, 2호: 1-20.
- 조종화, 이형근. 2003. 일본의 자산버블 경험과 한국에 대한 시사점. 세종: 대외경제정책연
구원.
- 차경수, 배정환. 2019. 거시경제의 구조적 충격이 주택시장에 미치는 영향. 국회예산
정책처.
- 차문중, 정의철, 허선균, 조동철, 임경목, 이용범, 김정호, 손재영, 김현욱, 박창균, 김
관영. 2004. 주택시장 분석과 정책과제 연구. 세종: 한국개발연구원.
- 최남진. 2018. 금융과 경제, 서울: 박영사.
- 최남진. 2019. 통화량 변동성과 주택가격 변동성 간 관계에 관한 연구. 부동산분석 5, 3:
1-17.
- 최남진. 2020. 한국인의 경제학 기초. 제2판. 서울: 박영사.
- 최성호, 송연호. 2015. LTV, DTI 규제완화가 주택구매여력 및 리스크에 미치는 영
향. 금융정보연구 4권, 1호: 27-52.
- 최희갑, 임병준. 2003. 일본 버블경제의 교훈. 서울: 삼성경제연구소.
- 통계청. 2020. 소비자물가조사 통계정보보고서.
- 한국은행. 1998. 스웨덴의 은행위기 극복 경험과 시사점. 조사연구자료 98-3.
- _____. 2006. 유로지역의 자가주거비 소비자물가지수 반영 논의. 해외경제정보
2006-1호.
- _____. 2008. 우리나라 통화지표의 해설.
- _____. 2010. 1985년 플라자 합의의 이행과정과 시사점. 해외경제정보 42호: 3-5.
- _____. 2011. 금융안정보고서. 2011년 10월.
- 한국은행 브뤼셀사무소. 1997. 핀란드의 금융위기 극복경험과 정책적 시사점. 해외사
무소 조사자료. 97-12.

-
- 한국토지주택공사 토지주택연구원. 2008. 주요국의 부동산가격 급등현상과 정책대응에 대한 비교 연구—국가별 사례를 중심으로.
- 함상문. 1994. 노르웨이, 핀란드 및 스웨덴의 은행위기: 동기 및 시사점. 서울: 한국금융연구원.
- 함정호, 홍승제. 2003. 자산가격 변동과 통화정책: 통화정책 역할변화와 운용방식 및 수단의 적절성. 한국경제연구 10: 47–85.
- 황관석, 박천규, 권건우. 2019. 부동산시장의 효과분석모형 구축. 서울: 국회예산정책처.

- Bernanke, Ben, Mark Gertler, and Simon Gilchrist. 1996. The Financial Accelerator and the Flight to Quality. *The Review of Economics and Statistics*, Vol. LXXVIII, No. 1: 1–15
- Bernanke, B. S., Blinder, A. S. 1992. The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission. *The American Economic Review* 82, 4: 901–921.
- BIS, 2018, Annual Economic Report 2018.
- Blinder, A. 1999. General discussion: monetary policy and asset price volatility. *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review* 4: 139–140.
- Bollerslev, T. 1986. Generalized autoregressive conditional heteroskedasticity. *Journal of econometrics* 31, 3: 307–327.
- Bordo, M. D., Wheelock, D. C. 1998. Price stability and financial stability: The historical record. *Review—Federal Reserve Bank of Saint Louis* 80: 41–60.
- Bordo, M. D., Dueker, M. J., Wheelock, D. C. 2000, June. Inflation shocks and financial distress: an historical analysis. *Journal of economic history* 60, 2: 534–535.
- Borio, C. E., & Lowe, P. W. 2002. Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus.

-
- Criste, A. , & Lupu, I. 2014. The central bank policy between the price stability objective and promoting financial stability. *Procedia Economics and Finance* 8: 219–225.
- Del Negro, Marco, and Christopher Otrok. 2007. 99 Luftballons: Monetary policy and the house price boom across US states. *Journal of Monetary Economics* 54, 7: 1962–1985.
- Dimova, Dilyana and Kongsamut, P and Vandenbussche, Jerome. 2016. Macroprudential Policies in Southeastern Europe. *IMF Working Paper* No. 16/29, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2754933>.
- DiPasquale, D. , Wheaton, W. C. 1996. Urban economics and real estate markets. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.
- Elbourne, A. 2008. The UK housing market and the monetary policy transmission mechanism: An SVAR approach. *Journal of Housing Economics* 17: 65–87.
- Goodhart, Charles, and Boris Hofmann. 2007. House prices and the macroeconomy: Implications for banking and price stability. Oxford University Press.
- Gorton, Gary. 1988. Banking panics and business cycles. *Oxford economic papers* 40, 4: 751–781.
- Gourinchas, Pierre–Olivier, and Maurice Obstfeld. 2012. Stories of the twentieth century for the twenty–first. *American Economic Journal: Macroeconomics* 4, 1: 226–65.
- Hofmann, Boris, 2001. The Determinants of Private Sector Credit in Industrialised Countries: Do Property Prices Matter? BIS Working Papers (December)
- Jácome Luis I. , and Srobona Mitra. 2015. LTV and DTI Limits—Going Granular. *IMF Working Paper*

-
- Kim, S. and N. Roubini. 2000. Exchange rate anomalies in the industrial countries: a solution with a structural VAR approach. *Journal of Monetary Economics* 45, 3: 561–586.
- Kiyotaki, Nobuhiro and John Moore. 1997. Credit Cycles. *Journal of Political Economy*, Vol. 105, No. 2: 211–248
- Linneman, P., Megbolugebe, I., Whchter, S. and Cho. M. 1997. Do Borrowing Constraints change U.S. Homeownership Rates? *Journal of Housing Economics* 6, 4: 318–333.
- Meltzer, Allan H.. 1995. Monetary, Credit and (Other) Transmission Processes: A Monetarist Perspective. *The Journal of Economic Perspectives* 9, 4: 49–72
- Nelson, D. B. 1991. Conditional heteroskedasticity in asset returns: A new approach. *Econometrica. Journal of the Econometric Society*, 347–370.
- OECD. 2021. Monetary policy and housing markets: interactions and side effects. Accessed from October 7.
- Renaud, B.. 1989. Understanding the Collateral Qualities of Housing for Financial Development: The Korean ‘Chonse’ as Effective Response to Financial Sector Shortcomings. *Discussion Paper INU* 49, The World Bank.
- Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff. 2009. The aftermath of financial crises. *American Economic Review* 99, 2: 466–72.
- Roffia, B., Zaghini, A. 2007. Excess money growth and inflation dynamics. *International Finance* 10, 3: 241–280.
- Roubini, N. 2006. Why central banks should burst bubbles. *International Finance* 9, 1: 87–107.
- Schwartz, A. J. 1998. Why financial stability depends on price stability. *In Money, prices and the real economy* 34: 41.

-
- Schularick, M. and A. Taylor, 2012. Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crisis, 1870–2008, *American Economic Review* 102, 2: 1029–61.
- Shirakawa, M. 2012. Deleveraging and Growth: is the developed world following Japan's long and winding road? . Lecture at the London School of Economics and Political Science 10.
- Sims, C. A. . 1986. Are forecasting models usable for policy analysis? *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*: 3–16.
- Stiglitz, Joseph E. 1990. Symposium on bubbles. *Journal of economic perspectives* 4, 2: 13–18.
- Zorn, P. M. 1989. Mobility—Tenure Decisions and Financial Credit: Do Mortgage Qualification Requirements Constrain Homeownership? *Real Estate Economics* 17, 1: 1–16.

【 정부 보도자료 】

- 국토교통부. 2004. SOC 투자확대, 임대주택 활성화 등 추진-건설경기 연착륙 방안 마련-. 7월 2일. 보도자료
- _____. 2005. 새로운 「주택·택지공급제도」. 3월 9일. 보도자료.
- _____. 2008. 지방 미분양 대책 추진. 6월 11일. 보도자료.
- _____. 2009. 보금자리주택 시범지구 추진 계획. 5월 11일. 보도자료.
- _____. 2009. 민간건설 위축 보완을 위해 공공부문 주택건설 확대 추진. 9월 3일. 보도자료.
- _____. 2011. 세입자 부담을 완화하고, 임대주택 공급도 활성화. 2월 11일. 보도자료.
- _____. 2011. 건설경기 연착륙 및 주택공급 활성화 방안 발표. 5월 1일. 보도자료.
- _____. 2011. 임대사업 지원 확대로 민간 임대주택 공급 대폭 확충. 8월 18일. 보도자료.

-
- _____. 2012. 분양가상한제 원칙적 폐지, 재건축부담금 부과중지. 6월 18일. 보도자료.
- _____. 2013. 당정, 서민·중산층 주거안정을 위한 전월세 대책 마련. 8월 27일. 보도자료.
- _____. 2018. 중소기업 취업 청년 임차보증금 대출 상품 출시. 6월 15일. 보도자료.
- _____. 2020. 투기 수요 차단을 통한 주택시장 안정적 관리 기조 강화. 2월 20일. 보도자료.
- _____. 2020. 수도권 주택공급 기반 강화 방안. 5월 6일. 보도자료.
- _____. 2020. 주택시장 안정을 위한 관리방안. 6월 17일. 보도자료.
- _____. 2020. 서민·중산층 주거안정 지원방안. 11월 19일. 보도자료.
- _____. 2021. 「공공주도 3080+」 대도시권 주택공급 획기적 확대방안. 2월 4일. 보도자료.
- 금융감독원. 2002. '02년 4월중 은행권 가계대출 동향 및 건전성 감독방향. 5월 15일. 보도자료.
- _____. 2007. 주택담보대출 리스크 관리 강화 보완 대책 시행. 1월 11일. 보도자료.
- _____. 2007. 주택담보대출 소비자보호방안 시행 및 향후 추진과제. 4월 4일. 정례브리핑자료.
- _____. 2007. 비은행권 주택담보대출 여신심사체계 선진화 방안 마련. 7월 19일. 정례브리핑자료.
- _____. 2009. 은행 자본확충 펀드 조성 및 운영방안. 2월 25일. 보도자료.
- 금융위원회. 2008. 금융권 유동성 지원을 위한 제도개선 추진. 10월 29일. 보도자료.
- _____. 2010. 저축은행에 유동성비율 제도 도입. 7월 7일. 보도자료.
- _____. 2012. 가계부채 동향 및 서민금융지원 강화방안. 7월 19일. 보도자료.
- _____. 2014. 2014년 제4차 상호금융정책협의회 개최. 12월 11일. 보도자료.
- _____. 2015. 가계부채 구조개선을 위한 안심전환대출 출시. 3월 22일. 보도자료.
- _____. 2015. 안심전환대출 20조원 추가 공급 방안. 3월 29일. 보도자료.

-
- _____. 2015. 서민금융 지원 강화방안. 6월 23일. 보도자료.
- _____. 2015. 가계부채 종합 관리방안. 7월 22일. 보도자료.
- _____. 2016. 8. 25 「가계부채 관리방안」 후속조치 및 보완 계획
- _____. 2017. 금융회사 여신심사 선진화 방안. 11월 27일. 보도자료.
- _____. 2017. 대부업 감독 강화 방안. 12월 20일. 보도자료.
- _____. 2018. 2018년 포용적 금융 정책방향·중금리대출 활성화 계획. 1월 25일. 보도자료.
- _____. 2018. '18년 가계부채 위험요인 점검 및 향후 대응방안. 4월 17일. 보도자료.
- _____. 2018. 서민·실수요자 주거안정을 위한 금융지원 방안. 4월 24일. 보도자료.
- _____. 2018. 최종구 금융위원장, 「가계부채관리점검회의」 개최. 6월 25일. 보도자료.
- _____. 2018. DSR 관리지표 도입방안 및 RTI제도 운영개선방안. 10월 19일. 보도자료.
- _____. 2019. 비은행권 거시건전성 관리강화방안. 1월 24일. 보도자료.
- _____. 2019. 청년층 전·월세 금융지원 방안. 5월 22일. 보도자료.
- _____. 2019. 고위험 금융상품 투자자 보호 강화를 위한 종합 개선방안. 11월 14일. 보도자료.
- _____. 2019. 안정적인 서민금융 공급기반 마련을 위한 서민금융재원 확보 방안. 12월 24일. 보도자료.
- _____. 2021. 가계부채관리방안. 4월 29일 보도자료.
- _____. 2021. 가계부채관리 강화방안. 10월 26일 보도자료.
- 기획재정부. 2003. 새정부의 경제운용 방향. 3월 27일. 보도자료.
- _____. 2005. 양도소득세 과세기 재건축·재개발 조합원 입주권을 주택수에 포함 (소득세법 개정 입법예고). 9월 7일. 보도자료.
- _____. 2008. 7% 성장능력을 갖춘 경제. 3월 10일. 보도자료.

-
- _____. 2008. 경제안정 종합대책-2008년 하반기 경제운용방향-. 7월 2일. 보도자료.
- _____. 2008. 국채시장 안정 조치를 시행합니다. 10월 20일. 보도자료.
- _____. 2009. 국고채 발행 원활화 방안. 3월 25일. 보도자료.
- _____. 2009. 민간자금 활용 및 주택수요 보완을 통한 미분양 해소방안 추진. 3월 30일. 보도자료.
- _____. 2013. 2013년 하반기 경제정책방향. 6월 27일. 보도자료.
- _____. 2014. 긴급민생대책회의 자료. 5월 9일. 보도자료.
- _____. 2016. 실수요 중심의 시장형성을 통한 주택시장의 안정적 관리방안. 11월 3일. 보도자료.
- _____. 2017. 재정을 통한 일자리·소득 지원 방안. 9월 28일. 보도자료.
- _____. 2017. 가계부채 종합대책. 10월 24일. 보도자료. 관계기관 합동.
- _____. 2017. 일자리 안정자금 시행계획(안). 11월 9일. 보도자료.
- _____. 2019. 설 민생안정대책 발표. 1월 22일. 보도자료.
- _____. 2020. 주택시장 안정 보완대책. 7월 10일. 보도자료.
- 한국은행. 2003. 요구불예금 금리 자유화 시행. 12월 24일. 보도자료.
- _____. 2006. 예금지급준비율 조정. 11월 23일. 보도자료.
- _____. 2018. 차액결제리스크 관리제도 개편. 12월 20일. 보도자료.

【웹문서 및 통계】

국가법령정보센터. 은행업감독업무시행세칙. 별표 3의 10. 순안정자금조달비율의 산출 기준. (<https://www.law.go.kr/admRulSc.do?menuId=5&subMenuId=41&tabMenuId=183&query=%EC%9D%80%ED%96%89%EA%B0%90%EB%8F%85%EC%97%85%EB%AC%B4#AJAX>, 2021년 12월 21일 검색).

국가통계포털. 국제기구별 통계. (https://kosis.kr/statHtml/statHtml.do?orgId=101&tblId=DT_2CBI2&vw_cd=MT_RTITLE&list_id=OTIT_PTIT_AI&scrId=&se

qNo = &lang_mode = ko&obj_var_id = &itm_id = &conn_path = MT_RTITLE&path = %252FstatisticsList%252FstatisticsListIndex, do. 2021년 5월 31일 검색)

_____. 소비자물가지수(시도). (https://kosis.kr/statHtml/statHtml.do?orgId=101&tblId=DT_1J20003&vw_cd=MT_ZTITLE&list_id=P2_6&scrId=&seqNo=&lang_mode=ko&obj_var_id=&itm_id=&conn_path=MT_ZTITLE&path=%252FstatisticsList%252FstatisticsListIndex,do 2021년 5월 13일 검색).

_____. 행정구역(시·군·구) 주민등록세대수. (https://kosis.kr/statHtml/statHtml.do?orgId=101&tblId=DT_1B040B3&vw_cd=MT_ZTITLE&list_id=A_7&scrId=&seqNo=&lang_mode=ko&obj_var_id=&itm_id=&conn_path=MT_ZTITLE&path=%252FstatisticsList%252FstatisticsListIndex,do 2021년 5월 13일 검색).

_____. 행정구역 (시도)/연령별 실업률. (https://kosis.kr/statHtml/statHtml.do?orgId=101&tblId=DT_1DA7004S&vw_cd=MT_ZTITLE&list_id=B11&scrId=&seqNo=&lang_mode=ko&obj_var_id=&itm_id=&conn_path=MT_ZTITLE&path=%252FstatisticsList%252FstatisticsListIndex,do 2021년 5월 13일 검색).

_____. 소매업태별판매액지수
(https://kosis.kr/statisticsList/statisticsListIndex.do?vwcd=MT_ZTITLE&menuId=M_01_01. 2021. 12. 10 검색).

_____. 소비자물가지수. 자가주거비포함물가지수(https://kosis.kr/statHtml/statHtml.do?orgId=101&tblId=DT_1J20006&vw_cd=MT_ZTITLE&list_id=P2_6&scrId=&seqNo=&lang_mode=ko&obj_var_id=&itm_id=&conn_path=MT_ZTITLE&path=%252FstatisticsList%252FstatisticsListIndex,do 2021년 12월 10일 검색)

국토교통통계누리. 미분양주택현황보고. (<https://stat.molit.go.kr/portal/ma>

in/portalMain.do. 2021년 12월 10일 검색).

국토연구원. 2021. 주택매매소비심리지수(시·군·구). 비공개 내부자료.

_____. 2021. LTV 상한. 비공개 내부자료.

국세청. 양도소득세 세율 변동 연혁표. (<https://www.nts.go.kr/nts/cm/cntnts/cntntsView.do?mi=2312&cntntsId=7711>. 2021년 10월 1일 검색).

금융투자협회 펀드통계. (<http://freesis.kofia.or.kr/>. 2021년 11월 24일 검색).

두산백과. 신용부도스와프. (<https://terms.naver.com/entry.naver?docId=1286331&cid=40942&categoryId=31825>. 2021년 10월 15일 검색).

부동산114, 수도권 시·군·구별 입주물량(유료자료).

서울경제. 2021. “통화정책만으론 가계빚 못잡는다”. 은행 추가 자본 적립 언급한 한은. 9월 26일. (<https://www.sedaily.com/NewsView/22RM5P6Y2X>. 2021년 12월 20일 검색).

시사경제용어사전. CDO. (<https://terms.naver.com/entry.naver?docId=4356743&cid=43665&categoryId=43665>. 2021년 10월 15일 검색).

싱가포르 국세청. ([https://www.iras.gov.sg/taxes/stamp-duty/for-property/buying-or-acquiring-property/additional-buyer's-stamp-duty-\(absd\)](https://www.iras.gov.sg/taxes/stamp-duty/for-property/buying-or-acquiring-property/additional-buyer's-stamp-duty-(absd)). 2021년 10월 10일 검색).

연합인포맥스. 2021. 9. 8. [집값과 통화정책-中] 각국 중앙은행도 골머리…집값 대응 속속 참전 (<https://news.einforam.co.kr/news/articleView.html?idxno=4166515> 2021년 11월 10일 검색).

에스토니아 중앙은행(Eesti Pank). (<https://www.eestipank.ee/en/financial-stability/risk-weight-floor-mortgage-loans>. 2021년 5월 24일 검색).

조선비즈. 2021. “BIS 산정때 가계대출 위험가중치 높여 불이익 주기로”. 8월 24일. (https://biz.chosun.com/site/data/html_dir/2011/08/24/2011082400314.html. 2021년 5월 24일 검색).

주택도시시기금. 버팀목전세자금대출. (<https://nhuf.molit.go.kr/FP/FP05/FP0502/FP05>

020101.jsp. 2021년 10월 10일 검색).

주택도시보증공사. 전세금안심대출보증. (<https://www.khug.or.kr/hug/web/ig/dl/igdl000001.jsp>. 2021년 10월 10일 검색)

중앙일보. 2019. 유럽 주요도시들, 제로금리 5년만에 집값 천정부자…버블 터진다. 12월 18일. (<https://www.joongang.co.kr/article/23660222#home>. 2021년 10월 2일 검색)

코리아크레딧뷰로(KCB). 가계부채목적의 비식별 개인신용정보 자료. 2019년 6월과 2020년 12월 자료.

한겨레. 2021. “전세대출 규제 “할수도 안할수도…” 정부 딜레마. 9월 8일. (<https://www.hani.co.kr/arti/economy/finance/1010948.html>. 2021년 10월 5일 검색).

한경 경제용어사전, 연소득대비주택가격비율.
(<https://dic.hankyung.com/economy/list?word=pir>. 2021년 3월 2일 검색)
_____. 주택구입능력지수. (<https://dic.hankyung.com/economy/list/?word=주택구입능력지수>. 2021년 3월 2일 검색).

_____. Dollar recycling. (<https://terms.naver.com/entry.naver?docId=2066914&cid=50305&categoryId=50305>. 2021년 10월 15일 검색).

한국부동산원. 주택가격동향조사 자료. (https://www.reb.or.kr/r-one/statistics/statisticsViewer.do?menuId=HOUSE_21111. 2021년 12월 10일 검색).

_____. 아파트실거래가지수. (https://www.reb.or.kr/r-one/statistics/statisticsViewer.do?menuId=TSPIA_41100. 2021년 12월 10일 검색).

_____. 연도별 아파트매매거래. (https://www.r-one.co.kr/rone/resis/statistics/statisticsViewer.do?menuId=LHT_61010. 2021년 5월 13일 검색).

_____. 연도별 매입자거주지별 아파트매매거래. (https://www.r-one.co.kr/rone/resis/statistics/statisticsViewer.do?menuId=LHT_61010. 2021년 5월 13일 검색).

한국은행 경제통계시스템. 기준금리, 가계대출금리(신규취급액 기준), 주요통화금융지

표(M1, M2, Lf, L), M2상품별 구성내역(평잔), 가계신용, 지역별 가계대출, 명목GDP, 소비자물가지수 통계(<https://ecos.bok.or.kr>. 2021년 12월 10일 검색)
한국은행. 통화정책 운영체제. 물가안정목표제.
<http://www.bok.or.kr/portal/main/contents.do?menuNo=200291>. 2021년 5월 18일 검색).
_____. 통화정책수단. 공개시장운영제도. (<https://www.bok.or.kr/portal/main/contents.do?menuNo=200294>. 2021. 5. 18. 검색)
_____. 통화정책수단. 지급준비제도. (<https://www.bok.or.kr/portal/main/contents.do?menuNo=200297>. 2021. 5. 18. 검색)
_____. 통화정책목표. (<http://www.bok.or.kr/portal/main/contents.do?menuNo=200288>. 2021년 10월 1일 검색).
_____. 통화정책 관련 법규. 한국은행법. (<http://www.bok.or.kr/portal/main/contents.do?menuNo=200290> 2021. 5. 18. 검색)
한국은행 인천지역본부. 2015. 경제용어해설. (<https://www.bok.or.kr/portal/bbs/P0000795/view.do?nttId=208780&menuNo=200557&searchBbsSeCd=z19&pageIndex=17>. 2021년 2월 25일 검색).
한국주택금융공사. 전세자금보증. (https://www.hf.go.kr/hf/sub02/sub01_01_01.do. 2021년 10월 1일 검색).
한국주택금융공사. 주택금융통계시스템. 주택구입부담지수(<https://www.hf.go.kr/research/portal/main/indexPage.do>. 2021년 5월 13일 검색).
Bloomberg. 2020. 12. 10. Orr Rebuffs Robertson on Adding House Prices to RBNZ Goals. (<https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-12-10/rbnz-rebuffs-robertson-on-house-prices-suggests-other-remedies>. 2021년 10월 2일 검색).
Brookings. 2021. 4. 2. Why is the New Zealand government telling its central bank to focus on rising house prices? (<https://www.brookings.edu/blog/up-front/2021/04/02/why-is-the-new-zealand-government-telling-its->

central-bank-to-focus-on-rising-house-prices/. 2021년 10월 2일 검색).

California 부동산정보. 부동산 차압(Foreclosure). (https://ko-kr.facebook.com/pg/calreinc/posts/?ref=page_internal. 2021년 10월 11일 검색).

KB부동산. 월간 주택가격동향조사. (<https://kbland.kr/pages/kbStatistics.html>. 2021년 12월 10일 검색)

KB은행. KB플러스 전세자금대출. <https://obank.kbstar.com/quics?page=C103507&cc=b104363:b104516&isNew=N&prcode=LN20000041&QSL=F>. 2021년 10월 11일 검색).

IMF. Global Debt. (<https://www.imf.org/en/home>. 2021년 5월 31일 검색).

OECD Data. Household debt. (<https://data.oecd.org/hha/household-debt.htm>. 2021년 5월 31일 검색)

Reuters. 2021. 2. 25. UPDATE 2-New Zealand central bank to consider impact of monetary policy on housing. (<https://www.reuters.com/article/newzealand-economy-rbnz-finmin-idUSL1N2KU36W>. 2021년 10월 1일 검색)

RBNZ(Reserve Bank of New Zealand). 2021. Some Policy Lessons from a Year of COVID-19. (<https://www.rbnz.govt.nz/research-and-publications/speeches/2021/speech2021-03-04>. 2021년 10월 1일 검색).

The Guardian. 2021. 3. 22. New Zealand moves to rein in runaway housing market with billion dollar plan. (<https://www.theguardian.com/world/2021/mar/23/new-zealand-moves-to-rein-in-runaway-housing-market-with-billion-dollar-plan>. 2021년 10월 1일 검색)

UBS. Global Real Estate Bubble Index. (<https://www.ubs.com/global/en/wealth-management/insights/chief-investment-office/life-goals/real-estate/2020/global-real-estate-bubble-index.html>. 2021년 3월 2일 검색).

SUMMARY



Analysis of the Effect of Monetary liquidity on housing market and corresponding policy measures

Hwang Gwanseok, Kim Jeehye, Oh Minjun, Park Jinbaek, Byun Seil, Hong saheum, Kim Jinyhup, You Seungdong, Jeong Youngsik, Choi Namjin

Key words: Monetary liquidity, Housing loan, Jeonsei, Housing market, Housing policy

The monetary liquidity has increased rapidly due to a reduction in the base interest rate carried out to cope with COVID-19 crisis and the expansive monetary policies. Such monetary liquidity has affected the asset market, such as stock and real estate, as unstable factors. Under this background, this study aims to assess the risk levels of monetary liquidity and the housing market, analyze the variable factors of monetary liquidity and the effect of monetary liquidity on the housing market to derive an effective management plan of monetary liquidity for the stabilization of the housing market.

The monetary liquidity can be classified into a currency in circulation such as M1 and M2, household loan, Jeonsei deposit, etc., and it was found that the risk index for monetary liquidity has increased sharply due to a rapid increase in the monetary liquidity since COVID-19. Based on the first quarter of 2021, household debt to GDP ratio was 107.6% and the Marshallian K ratio (M2-GDP ratio) has reached 1.7 times as compared to year 2020. The rise of housing price due to the increase of monetary liquidity has influenced the risk index of the housing price to rise as well, and based on the second quarter of 2021, the housing prices were at a high level of 11.6%-14.1% in the metropolitan area,

12.5%-15.3% in Seoul, and 9.2%-11.7% in the metropolitan cities as compared to the long-run equilibrium of GDP and CPI.

The impact pathway affecting the interest rate and housing market can be approached with the theory of asset preference and the theory of spatial asset pricing, and the relationship between the monetary liquidity and housing market can be interpreted with the monetarist theory. After the global financial crisis, fluctuation in monetary liquidity is greatly influenced by the base interest rate changes, and it was found that the decreased base interest rate has more impacted the increase in household debt in Seoul and metropolitan area than other provinces. As a result of analyzing the impact of the base interest rate and monetary liquidity on the household market using SVAR model, fluctuations in the interest rate and currency in circulation along with private consumption and GDP had analyzed to be greatly impacting the housing price changes. It was analyzed that 1% increase impact of interest rate has an effect of decreasing the sale price of apartment after 15 months by a maximum of 5.2% (within 1.5% yearly average) and 10% of increase impact of a currency in circulation has an effect of increasing the sale price of apartment after 13 months by a maximum of 1.4%. Also, as the impact of the base interest rate and monetary liquidity on the household market is identified more statistically significant in Seoul and metropolitan area compared to other provinces, it was indicated that there is the need to manage the monetary liquidity focusing on Seoul and metropolitan area.

The household debt changes in debt savings ratio was analyzed using the personal credit information data of Korea Credit Bureau between July 2019 to December 2020. The result of analysis showed that household debt increased significantly in mid- to high-income groups by income class, focusing on credit loan by loan type, and in the metropolitan area by regional group. In addition, it was indicated that household debt increase in the metropolitan area has

statistically significant influence on the rise of household prices. The need for the measure to strengthen the effect of housing finance regulations was identified as the LTV and DTI regulations alone were limited in controlling the household debt and stabilizing the housing market.

As a result of analyzing the collateral constraint of household based on the type and level of housing finance regulations, the effect of housing finance regulations was identified to be varied according to the size and area of housing. In the case of low-income group, it was significantly affect by the DSR regulation, and in the case of high-income class, the effect of collateral constraint by LTV regulation was relatively large. It was found that LTV, DTI, and DSR need to be taken into account together according to area, housing prices, and income group in order to strengthen the effectiveness of housing finance regulations.

The domestic policies corresponding to the monetary liquidity since year 2000, such as base interest rate policy, liquidity, and demand management were analyzed. When a policy of reducing the base interest rate in the midst of economic and financial crisis situation and increasing the monetary liquidity was promoted, the asset market tended to recover first and overheat the housing market. A considerable amount of time was required from the rise of base interest rate to currency deflation, and the effects of housing finance policy and demand management policy to control the overheating of housing market during that process were not significant. From this, it was analyzed that a policy shall be promoted that can strengthen the housing finance policy and the effectiveness of demand management in a situation where monetary liquidity is escalated and the housing market is unstable, and at the same time, a measure is required that can preemptively prevent the risk of a bubble in the asset market in terms of monetary policy. A measure to further strengthen the role

of central bank to stabilize the housing market is required, and it shall be necessary to note the examples from the Europe, where it officially reflected the housing price in the consumer price index, and New Zealand, where a stabilization of housing price was specifically proposed due to interest rate hike.

The regions where a bubble in the real estate has occurred, such as Northern Europe (Sweden, Finland), Japan, United States, were analyzed as an example of foreign monetary liquidity management. All three cases were common in the expansion of monetary liquidity supply, increased demand for real estate, and inadequacy of risk management in terms of the background for occurrence of a bubble, and they all had a sharp interest hike and currency deflation policy in the process of real estate bubble burst. Currently in Korea, the risk index for monetary liquidity and price are also high, and a policy is necessary to increase the interest rate gradually and for a soft landing of real estate market through currency deflation.

For a basic direction to manage the monetary liquidity in order to stabilize the housing market, the following four directions were broadly established by applying key findings and expert FGI results. First, with the monetary policy of central bank, a basic policy objective of price stabilization shall be assumed but shall respond appropriately to a stabilization of an asset price. Second, when an expansive monetary policy is promoted in response of price stabilization and economy, monetary liquidity shall be managed by type in consideration of impact pathway of monetary policy. Third, since it is bound to have limits of applying only monetary liquidity management for the stabilization of housing market, monetary policies shall be promoted in connection with demand management in the general aspect. Fourth, it shall be able to respond to a risk of sharp hike in the housing market that can occur when external impact such as rapid interest rate hike in a situation where a risk level of household debt

and housing price is high.

For a measure to manage monetary liquidity to stabilize housing market, it shall be necessary to apply the risk of sudden fluctuations more actively in terms of monetary policy, and to monitor the housing market. Also, a preemptive response to the housing price change shall be required using the consumer price index including the self-residence expenses. For a measure to manage monetary liquidity considering impact pathway of monetary policy, a vitalization of indirect investment in real estate by boosting public offering real estate fund and listed REITs shall be required first. Second, as the LTV and DTI regulations alone were limited in controlling the household debt and stabilizing the housing market, it shall be necessary to strengthen the effectiveness of housing finance regulations through DSR regulation. Third, since the gap investment through Jeonse has becoming an unstable factor as it is not affected by the housing finance regulations, it shall be necessary to control the supply of liquidity through gap investment regulations for people who own multiple houses and limiting guarantee of the high-priced Jeonse loan. In terms of demand management for the stabilization of housing prices, it shall be necessary to simplify and promote tax system strengthening measure such as heavy taxes on acquisition tax rate and transfer income tax rate for people with multiple houses nationwide. At the same time, in response to a sudden fluctuation possibility in the housing market due to the occurrence of external impacts, such as rapid interest hike and international economic recession, it shall be necessary to lead a soft landing of the housing market through gradual interest rate increase and household debt management.



▣ 부록1: 유동성 변동성이 주택시장에 미치는 영향분석

1) 변동성에 대한 정의 및 모형개요

변동성은 예상치 못한 충격에 대한 반응으로 가장 기본적인 해석은 장기균형으로부터 벗어난 정도를 의미한다. 많은 연구에서 변동성에 대한 통계적 추론에 있어 추세(trend)와 표준편차(standard deviation), 변동계수(coefficient of variance) 등을 통해 추정한다. 하지만 이들은 시간에 따른 분산변화(time-varying variance)를 적절히 반영하지 못하는 한계가 존재한다(최남진, 2019). 즉 시계열적인 데이터의 변동성 이분산(heteroskedasticity)을 적절히 반영하지 못한다는 단점이 있다. 따라서 본 연구에서는 EGARCH(Exponential GARCH)모형을 사용하고자 한다. 조건부 분산모형인 ARCH는 정규분포의 두터운 꼬리(fat tail)를 가진 특징과 변동성의 충격이 지속되는 변동성 밀집(volatility clustering) 특성을 잘 반영하지만 긴 시차를 포함해야 하는 만큼 추정해야 할 모수가 많다는 단점이 있다. 이에 Bollerslev(1986)는 충격의 효과(memory)가 오래 지속되는 현상을 포착하기 위해 시차항을 포함시킨 GARCH(General ARCH)를 제안하였으나 이 또한 변동성이 충격이 양(positive)인지 음(negative)인지에 상관없이 항상 대칭적인 모습을 보인다는 단점이 존재한다. 이에 Nelson(1991)은 비대칭적 정보효과인 레버리지효과(leverage effect)가 있다는 점에 착안하여 EGARCH(Exponential GARCH)모형을 제안하였다.

$$S_t = a + \mu S_{t-1} + \epsilon_t$$

$$h_t^s = \ln \sigma_t^2 = \alpha + \beta \ln \sigma_{t-1}^2 + \gamma \left| \frac{\epsilon_{t-1}}{\sigma_{t-1}} - \sqrt{\frac{2}{\pi}} \right| + \omega \frac{\epsilon_{t-1}}{\sigma_{t-1}}, \quad \epsilon_t | \Omega_{t-1} \sim N(0, h_{t-1}^s)$$

2) 유동성 변동성에 대한 추정 및 해석

M1(협의 통화)에 대한 EGARCH 추정치는 다음과 같다. β 계수(coefficient) 값이 1보다 작으며 유의한 값을 나타냄에 따라 M1에 대한 조건부 분산식이 안정적임을 확인할 수 있다. 이는 전기의 통화량 충격 지속성이 오래 지속된다는 의미로 전기에 발생한 통화량의 변동성에 지속성이 존재한다는 것을 뜻한다. $\omega \neq 0$ 값을 나타냄에 따라 충격의 비대칭적 효과(asymmetric effect)가 존재하며 더욱이 ω 의 계수가 음(negative)의 값을 나타내며 레버리지 효과¹⁾가 있음을 확인하였다. 다만, ω 의 계수가 유의하지 않는 것으로 나타나 참고자료로만 활용할 필요가 있다. M1변동성은 2007년 4월부터 7월까지 높은 변동성을 보였으며 최근 변동성의 고점을 점차 높이는 추세를 따르고 있다. 글로벌 금융위기 직후 M1 증가율이 크게 상승하며 변동성을 크게 확대시켰으며 2020년 1월 이후 M1이 장기추세를 상회하며 급격하게 확대되는 모습을 보임에 따라 변동성을 확대시킨 것을 확인할 수 있다. 과잉 공급된 통화량에 대한 경제부작용(자산 가격 폭등 등) 등을 제한하기 위해 정부는 각종 규제를 시행하고 있다. 그러나 M1 공급이 정부의 각종 규제에 의해 장기추세로 복귀하더라도 확장적 통화정책 기조 유지, 세계 경제 불확실성 증대 및 국내 경제의 구조적 문제 등으로 인한 확장적 재정정책 기조가 유지된다면 재차 장기적 추세를 상회하며 변동성을 확대시킬 수 있을 것으로 예상된다.

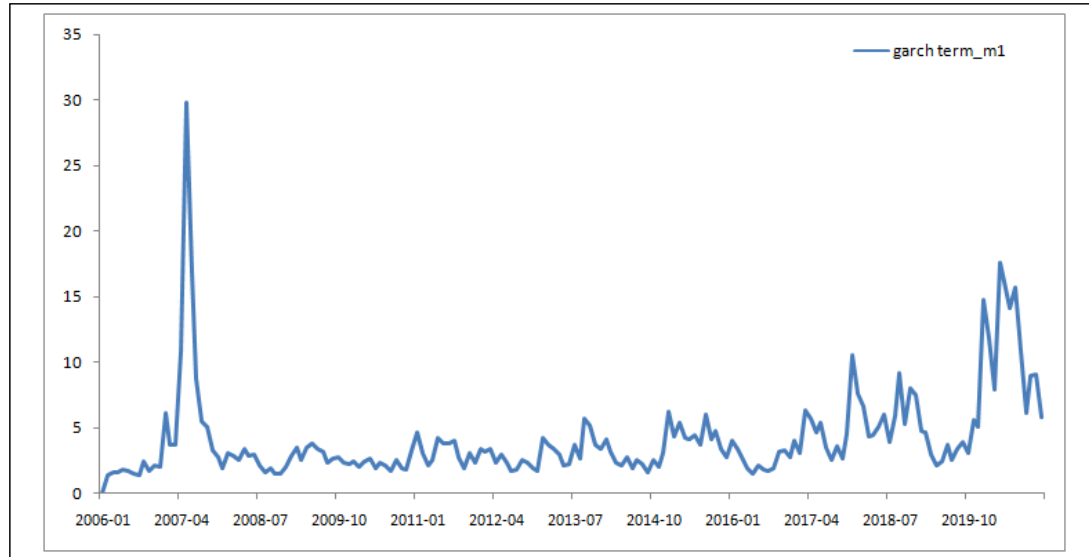
부표 1 | M1(협의 통화) EGARCH 추정

계수	계수추정치	Z-통계량
α	-0.235*	-1.739
β	0.848	9.526
γ	0.553***	4.099
ω	-0.008	-0.102
R^2	0.99	
D.W	1.29	

주: *는 10%, **는 5%, ***는 1%의 유의수준에서 귀무가설이 기각됨을 표시함.

1) 레버리지 효과(leverage effect)는 음의 충격이 양의 충격에 비해 그 효과가 오래 지속됨을 의미

부도 1 | M1(협의 통화) 변동성 추이



자료: 한국은행 경제통계시스템(<https://ecos.bok.or.kr>, 2021.12.10. 검색)의 M1 자료를 이용하여 연구진 작성

3) 전국 아파트 매매가격 변동성에 대한 추정 및 해석

아파트 매매 실거래 가격지수에 대한 EGARCH 추정은 결과는 다음과 같다. 우선 전기에 발생한 변동성의 지속성을 나타내는 β 는 유의하게 나타남에 따라 아파트 매매 실거래 가격에 대한 변동성이 다음 기에도 지속적으로 영향을 미치는 것으로 확인하였다. ω 계수 값이 양(positive)의 값을 나타냄에 따라 양의 충격(shock)이 음의 충격에 비해 아파트 매매 실거래 가격 변동성을 더욱 확대시키는 것으로 나타났으나 통계적으로 유의하지는 않았다. 전국 아파트 매매가격 변동성은 2006년 11월 크게 확대된 이후 2020년 7월 이후 재차 확대되는 모습을 보였다. 글로벌 금융위기 전 시중에 풍부한 유동성을 바탕으로 국내 아파트 매매가격이 큰 폭으로 상승하는 모습을 보이며 변동성 확대를 주도하였다. 2019년 11월부터 전국 아파트 매매가격 상승률이 확대되는 모습을 보임에 따라 변동성 역시 점차 확대되는 모습을 보였다.

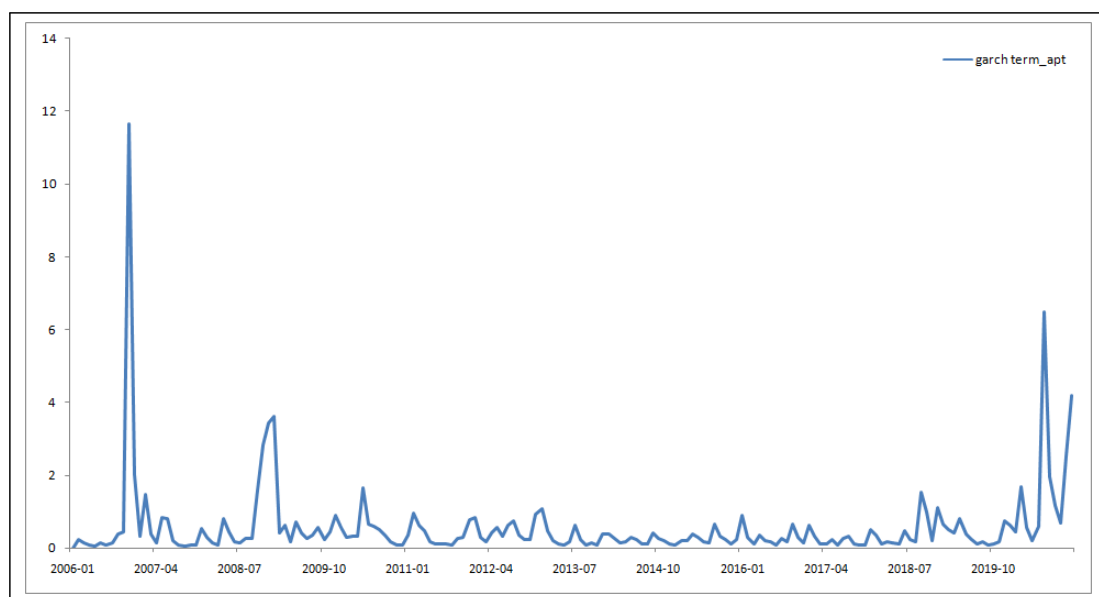
부표 2 | 전국 아파트 매매 실거래 가격지수 EGARCH 추정

계수	계수추정치	Z-통계량
α	-1.623***	-7.925
β	0.546***	4.390
γ	1.382***	5.848
ω	0.065	0.442
R^2	0.99	
D.W	0.55	

주: *는 10%, **는 5%, ***는 1%의 유의수준에서 귀무가설이 기각됨을 표시함.

자료: 연구진 작성

부도 2 | 아파트 매매 실거래 가격지수 변동성 추이



자료: 한국부동산원 아파트실거래가격지수 자료(https://www.reb.or.kr/r-one/statistics/statisticsViewer.do?menuId=TSPIA_41100, 2021년 12월 10일 검색)을 이용하여 연구진 작성

4) 유동성의 변동성이 주택시장에 미치는 영향분석 결과

(1) 분석개요

유동성 변동성을 경제주체의 예상치 못한 통화량의 충격으로 정의하고 이런 유동성 변동성이 전국 아파트 매매가격에 어떤 영향을 주는지 실증 분석한다. 예상된 통화량 확대 혹은 감소는 경제주체에게 대응할 시간적 여유를 제공함으로써 자산 가격의 변동성 확대를 제약한다. 즉 예상된 통화량 변화는 주택시장의 공급측면에서 대응할 시간적 여유를 제공하며 수요측면에서도 통화량 확대에 따른 다양한 수요처를 고려할 수 있는 시간적 여유가 있으므로 유동성 확대가 주택가격에 반영되는 것을 제약한다.

반면 경제주체의 예상치 못한 통화량 확대 혹은 감소는 수요와 공급측에서 대응할 수 있는 시간을 제약함으로써 수요와 공급에 경직성을 보임에 따라 유동성 변동이 직접 자산(주택)가격 변동으로 나타날 수 있다. 최남진(2019)은 최근 크게 확대된 수도권 지역의 아파트 매매가격 상승을 예상치 못한 통화량의 충격에 의한 것임을 상정하여 통화량의 변동성이 서울지역 아파트 매매가격 변동성에 미치는 영향을 실증분석한 바 있다. 분석결과, M2로 상정된 통화량 변동성 1% 증가가 서울 주택가격 변동성을 3개월 후 최대 0.39% 상승시키는 것을 확인하였다. 이는 최근 서울지역 아파트 매매가격의 급등 현상이 단순 저금리에 국한된 것이 아니며 예기치 못한 통화량의 변화도 주요 원인으로 작용한 것임을 보여준다.

(2) 모형설정

기본적인 자산가격 모형에 유동성 변동성 변수를 추가하여 유동성 변동성이 자산가격에 미치는 영향을 분석한다. 전국 아파트 매매가격 변동률을 종속변수로 설정하고 독립변수를 M1 변동률, 주택담보대출 변동률, 금리 변화율, 1기 전 전국 아파트 매매가격 변동률, 통화량 변동성으로 설정하였다. 통화량은 M1을 적용하였으며 변동성에 대한 추정치는 변동성의 충격이 양(positive)인지 음(negative)인지를 고려하여 비대칭

적인 정보효과를 반영한 EGARCH 모형을 활용하였다. EGARCH 모형에 대한 자세한 설명과 EGARCH 모형을 이용한 M1(협의통화)과 아파트실거래가격지수의 변동성 추정 결과는 <부록>을 참고하기 바란다. 아파트 매매가격의 모형은 다음과 같다.

$$\Delta \ln a_t = \alpha + \beta \Delta \ln M_t + \delta r_t + \theta Vol_t + \lambda \Delta \ln a_{t-1} + \epsilon_t$$

(3) 회귀모형 추정 및 해석

회귀모형의 모든 계수가 유의한 값을 나타냈다. 전국 아파트 매매가격 상승률은 전기에 아파트 매매가격 상승률에 크게 영향을 받았다. t-1기 전국 아파트 매매가격 1% 상승은 t기 전국 아파트 매매가격을 0.75% 상승시키는 것으로 나타났다. 금리 및 통화량 증가율 역시 전국 아파트 매매가격에 통계적 유의성을 나타냈다. 1% 통화량 증가율은 아파트 매매가격을 0.01% 증가시키는 것으로 나타났으며 1% 금리 상승은 전국 아파트 매매가격을 0.54% 하락시키는 것으로 나타났다. 예상치 못한 통화량 증가율로 상정한 M1 변동성에 대한 전국 아파트 매매가격의 반응 역시 통계적 유의성을 나타냈다. 1% 통화량 변동성 상승은 전국 아파트 매매가격을 0.03% 상승시키는 것으로 유의하게 나타났다. 이는 시장이 예상치 못한 통화량 상승 혹은 통화량의 장기추세를 벗어나 확대된 통화량의 변동성 확대가 전국 아파트 매매가격을 상승시켰음을 확인하는 결과이다. 즉 단기에 예상치 못하게 확대된 유동성이 대거 자산시장, 특히 부동산시장으로 유입됨에 따라 부동산 가격(전국 아파트 매매가격)을 단기에 크게 확대시킬 수 있음을 설명한다.

부표 3 | 자산가격 모형 추정 결과

	종속변수: 아파트매매가격 변화율
	model (1)
α (constant)	0.06 (0.73)
β	0.01* (1.74)
θ	0.03** (2.32)
δ	-0.54*** (-3.94)
λ	0.75*** (14.43)
$adj. R^2$	0.58
$D.W$	1.94

자료: 연구진 작성

(4) 동태적분석 모형 추정

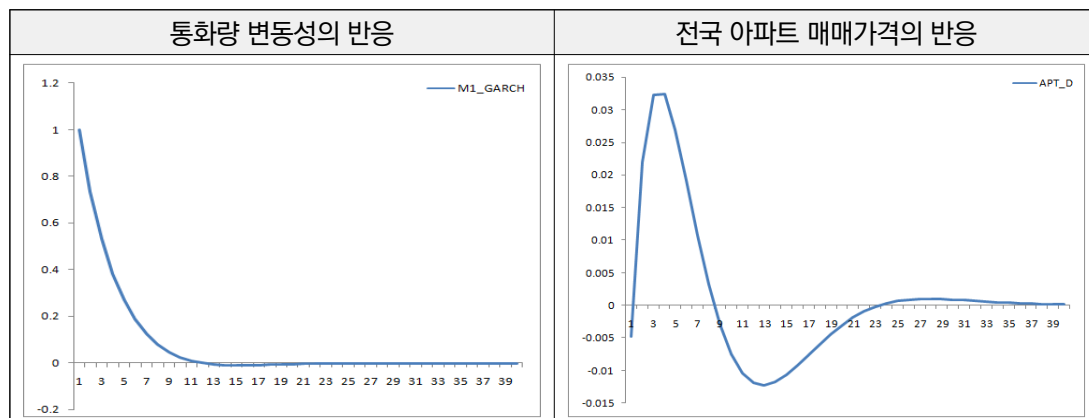
앞선 회귀모형과 더불어 통화량 변동성 확대가 자산시장인 주택시장에 어떻게 영향을 미쳤는지 동태적 모습을 확인하기 위해 4변수 SVAR 모형을 설정한다. 4변수 SVAR 모형에 사용된 내생변수(endogenous variable)는 전국 아파트 매매가격 변동률, 3년 만기 국고채 수익률, M1 증가율, M1 변동성 등이다. 해당 변수들은 앞선 기초 통계분석 결과와 같이 단위근이 없으며 SC검정 결과 시차는 1이 적당한 것으로 나타나 시차는 1을 적용하였다. 4변수 SVAR 모형의 내생변수 순서(ordering)는 경제이론에 근거하여 3년 만기 국고채 수익률($kb3$), M1 변동률, M1 변동성, 전국 아파트 매매가격 변동률(apt)로 설정한다. 금리는 한국은행 금융통화위원회에서 결정되므로 외생변수로 간주한다. M1변동률은 금리 결정에 따라 차후에 금융시장 수요와 공급에 의해서 결정한다. M1 변동성은 M1 증가율과 금리의 변화율에 의해서 영향을 받는다. 전국 주택매매가격 변동률은 금리와 M1변동률, M1 변동성에 의해서 영향을 받는 변수로 간주, 즉 자산 가격이 유동성에 의해서 영향을 받음을 간주한다. 앞선 4변수 SVAR 모형의 내생변수 순서(ordering)에 따라 B매트릭스에 콜레스키 방식(cholesky ordering) 적용한다. B 매트릭스는 다음과 같다.

$$\begin{bmatrix} 1 & 0 & 0 & 0 \\ a_{21} & 1 & 0 & 0 \\ a_{31} & a_{32} & 1 & 0 \\ a_{41} & a_{42} & a_{43} & 1 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} kb3_t \\ m1_t \\ vol_t \\ apt_t \end{bmatrix}$$

통화량 변동성 1% 상승 충격은 4개월 후 전국 아파트 매매가격을 0.032% 상승시켰으나 9개월 이후에는 하락 반전함을 확인하였다. 앞선 회귀분석 결과와 같이 통화량 변동성 상승 충격은 전국 아파트 매매가격을 상승시켰다. 최초 통화량 변동성 1% 상승 충격은 4개월 후 전국 아파트 매매가격을 최대 0.032% 상승시켰으며 그 효과는 8개월까지 지속된다. 이는 통화량이 장기추세를 벗어나 경제주체가 예상하지 못한 통화량 확대가 발생한 경우 단기적으로 확대된 유동성이 자산시장(부동산시장)으로 흘러들어 자산 가격을 상승시키는 결과를 초래했음을 설명한다. 그러나 9개월 이후 통화량 유동성 충격은 전국 아파트 매매가격을 하락시켰으며 그 효과가 약 10개월 간 유지되었다.

이는 경제주체가 예상하지 못할 정도의 장기추세를 벗어난 유동성 확대로 자산 가격이 크게 상승할 경우, 정부당국과 통화당국은 이에 대한 경제적 부작용을 우려하여 각종 규제와 정책들을 실시하게 된다. 따라서 예상치 못하게 확대된 유동성은 장기추세에 회귀하며 일시적으로 자산가격을 제약하는 경로를 따르는 것으로 판단된다.

부도 3 | 통화량 변동성 충격에 대한 반응



자료: 연구진 작성

■ 부록2: 전문가 FGI 결과

주택시장 안정을 위한 유동성 관리방안을 도출하기 위해 금융·거시 전문가, 부동산 시장 전문가를 대상으로 FGI(Focus Group Interview)를 진행하였다²⁾. 모두 17인을 대상으로 하였으며 대면 또는 서면으로 주요 이슈들에 대한 의견과 자문을 받았다. 주요 이슈로는 크게 5가지로 구성하였다. 5가지 주제는 ①유동성이 부동산시장에 미치는 영향과 필요성에 대한 인식, ②통화정책 수립 시 부동산가격 변동위험에 대한 고려, ③ 거시건전성규제로서 주택금융규제의 효과 및 개선방안, ④갭투자 규제의 필요성 및 개선방안 ⑤주택시장 안정을 위한 유동성 관리 이외의 다른 정책방안 등이다.

첫 번째 이슈인 유동성이 부동산시장에 미치는 영향과 필요성에 대한 인식과 관련해서는 대부분의 전문가들이 유동성이 부동산시장에 미치는 영향이 크기 때문에 유동성 관리를 위한 방안이 필요하다고 하였다. 특히, 최근의 코로나19이후 완화적인 통화정책으로 대규모의 유동성이 시중에 공급되었으며 이로인해 주식, 부동산의 자산가격이 급등하였으며 이는 비단 우리나라뿐만 아니라 전세계적인 현상으로 보았다.

두 번째 이슈인 통화정책 수립 시 부동산가격 변동위험에 대한 고려에 대해서는 긍정적인 의견과 부정적인 의견이 팽팽하였다. 부동산시장이 지역별로 차별화되고 있는 상황을 고려할 때 거시경제 전반에 영향을 미칠 수 있는 통화정책을 부동산시장 안정을 목표로 추진하는 것은 한계가 있다는 의견이다. 부동산가격 변동위험에 대해서는 거시건전성 규제인 LTV, DTI, DSR 등의 주택금융규제 수단이 적절하다는 의견이 많았다. 통화정책의 한계를 인정함에도 불구하고 완화적인 통화정책으로 금융시장 불균형, 자산양극화가 심화되고 있는 점을 고려할 때 자산가격 변동위험을 고려해야 한다는 의견도 다수 있었다.

세 번째 이슈인 거시건전성규제로서 주택금융규제의 효과와 개선방안에 대해서는 주

2) 전문가 심층토의(FGI)는 한국리서치와의 협업을 통해 2021년 9월 10일 ~ 2021년 10월 8일까지 약 한달 동안 이루어졌으며, 거시금융전문가 8인, 부동산시장 전문가 9인 등 총 17인을 대상으로 대면회의와 서면회의를 통해 진행되었다.

택금융규제의 효과가 어느 정도 있었다는 의견과 함께 규제지역, 고가주택, 은행권 등 핀셋규제 정책으로 인해 비규제지역, 중저가 주택, 비은행, 신용대출 증가 등의로의 풍선효과가 나타났던 것을 문제로 지적하였다. 유동성이 과도하게 풀려 자산가격 버블이 우려되는 상황에서는 전국의 전금융기관 등에 대한 포괄적인 금융규제, 채무상환능력을 고려한 DSR 중심으로 규제를 강화할 필요가 있다는 의견이 많았다. 다만, 무주택 실수요자의 경우에는 어떠한 상황에서도 차입제약에 따른 주거불안 문제가 있는 만큼 주택금융규제를 완화하여 정책을 추진할 필요가 있다는 것이 다수 의견인 것으로 나타났다.

네 번째 이슈인 갭투자 규제의 필요성 및 개선방안에 대해서는 시장전체 관점에서 주택시장 침체 시 실물경기에 큰 영향을 줄 수 있다는 점에서 적정수준으로 관리할 필요가 있다는 의견이 많았다. 다주택자의 경우에 대해서는 갭투자를 억제하되 무주택 실수요자의 경우에는 내집마련 수단으로 활용하고 있는 경우에 대해서는 신중한 접근이 필요하다는 의견도 있었다. 전세자금의 대출한도를 축소하거나 전세자금대출금액을 DSR에 산입하는 것을 제안하는 의견들도 있었으나 주거불안을 야기할 수 있는만큼 신중한 접근이 필요하다는 의견이 많았다.

끝으로, 주택시장 안정을 위한 유동성 관리 이외의 다른 정책방안에 대해서는 전문가 대부분이 유동성 관리정책 이외에 종합적인 정책을 추진해야 한다는 의견이 다수를 차지하였다. 특히, 현행의 양도세 규정 등 세제관련 수요관리정책의 경우 규제지역 지정여부, 주택수 등에 따라 과도하게 복잡하며 뽄뽄한 한 채 소유, 매각 대신 증여 등의 정책에 대한 부작용이 크게 나타남을 지적하였다. 조세제도는 실거주를 중심으로 정비할 필요가 있으나, 다양한 부작용이 발생할 수 있기 때문에 단순화하여 적용할 필요가 있다는 의견이 많았다. 한편, 주택시장은 유동성 외에도 주택공급의 영향을 크게 받는 만큼, 주택시장이 불안한 상황에서 충분한 주택이 공급될 수 있도록 안정적인 주택공급 기반마련이 필요하다는 의견이 있었다.

부표 4 | 전문가 FGI 결과

구 분	주요 의견
유동성이 부동산시장에 미치는 영향에 대한 인식	• 유동성이 부동산시장에 미치는 영향이 크며 부동산시장 안정을 위한 유동성 관리가 필요하다고 인식 - 유동성과 부동산시장과는 장기적으로 밀접한 관계가 있으며 글로벌 금융위기와 코로나19 이후 완화적 금융·재정 정책으로 막대한 유동성이 풀렸으며 이는 주식, 부동산 등 자산가격 급등을 유발 - 현재는 유동성이 풀려도 생산적인 부분으로 자금이 유입되기 보다는 자산시장으로 유입되어 자산가격만 상승시키는 유동성 함정과 유사한 상태로 판단
통화정책 수립 시 부동산가격 변동 위험에 대한 고려	• 통화정책과 부동산가격에 대한 일치된 의견이 존재하지 않은 상황이고, 부동산가격 변동이 지역별로 차별화되는 상황에서 거시경제 전반에 영향을 미치는 통화정책 수립 시 부동산가격 위험에 대한 영향을 충분히 고려하기에는 한계가 존재 - 최근의 코로나19이후 경제회복을 위한 저금리, 유동성 확대는 불가피한 측면이 있었다는 의견이 많았으나 자산시장으로의 과도한 유입에 대해서는 공통된 문제의식을 갖고 있었음 - 부동산가격 변동위험에 대한 대응은 우선적으로 거시건전성 규제(LTV, DTI)가 바람직하며 한국은 다른 나라와 비교해볼 때 강한 규제를 적용중에 있는 상황임 • 부동산 가격급등에 따른 금융시장 불균형, 자산양극화 해소를 위해서는 부동산 가격변동 위험을 고려할 필요가 있다는 의견도 다수
금융건전성 규제로서의 주택금융규제의 효과 및 개선방안	• 전반적으로 가계대출 총량, 부동산가격 안정에 어느 정도 영향을 준 것으로 평가하나 규제지역과 고가 주택, 은행권을 대상으로 한 핀셋규제로 비규제지역, 중저가 주택에서 비은행, 신용대출이 크게 증가한 점은 문제임 - 저금리, 유동성 확대정책이 고소득, 고신용도에 집중된 것 또한 문제가 있었음 • 유동성이 풍부한 시점에서는 전국, 전금융기관에 대해 동일한 거시건전성 규제를 실시할 필요가 있으며 채무상환능력을 고려한 DSR 중심으로 규제를 강화할 필요가 있음 - 단, 무주택 실수요자의 경우 차입계약으로 주거불안의 우려가 있는 만큼 실수요에 대한 규제는 적극적으로 완화할 필요
갭투자 규제 필요성 및 정책방안	• 금융시장 안정측면에서 갭투자는 주택시장 침체 시 역전세 등 실물경기로의 영향이 클 수 있으므로 적정수준으로 규제할 필요가 있으며, 다주택자를 중심으로 한 갭투자를 억제하되 실수요자의 경우 일정기간 내 입주를 전제로 한 경우는 용인할 필요 - 과도한 대출규제 상황에서 내집마련 수단으로 활용되고 있는 점을 고려 • 전세자금대출 한도를 축소하거나 DSR을 적용하는 방안을 검토할 필요가 있는 상황이나 실수요자에 직접적인 영향을 미칠 수 있어 신중한 접근이 필요하다는 의견 • 임대보증금을 줄이기 위해서는 전세의 월세전환이 필요하나 월세전환에 따른 세입자의 주거비부담 가중, 임대인이 보증금 반환 어려움 등의 문제 등이 있어 단기적으로 어려운 문제

구 분	주요 의견
부동산시장 안정을 위한 유동성 관리 이외의 다른 정책방안	• 통화정책 외 보완방안으로 여러 유효한 정책을 통합적으로 추진할 필요가 있다는 의견이 다수 • 규제지역을 단순화하여 광범위하게 적용할 필요가 있으며 단순한 양도세 정책이 필요 - 규제지역이 너무 다양하고 규제지역별로 세제정책이 복잡함에 따라 규제범위를 벗어난 지역, 주택에 대한 풍선효과가 발생하거나 뚫뚫한 한 채, 증여 등의 거래동결효과와 같은 부작용이 발생하고 있으므로 규제지역을 단순할 필요 - 실거주 여부에 따라 조세제도를 정비하여 가수요 및 투기수요를 억제할 필요가 있으나 조세제도는 다양한 부작용이 발생하므로 이에 대한 충분한 고려 필요 • 부동산시장은 유동성 외에도 주택공급 부족이 큰 영향을 미치기 때문에 안정적 공급기반 마련이 매우 중요하다고 인식 - 공공택지를 통한 주택공급은 최소 8년이란 시간이 소요되기 때문에 주택시장이 침체된 상황에서도 일정한 범위내에서 꾸준히 택지가 공급되도록 하는 제도마련이 필요

주: 전문가 FGI 결과에 대해서 주요 이슈별로 정리함

자료: 연구진 작성

기본 21-33

유동성이 주택시장에 미치는 영향과 정책방안 연구

저 자 황관석, 김지혜, 오민준, 박진백, 변세일, 홍사흠, 김진엽, 유승동, 정영식, 최남진

발 행 인 강현수

발 행 처 국토연구원

출판등록 제2017-9호

발 행 2021년 12월 31일

주 소 세종특별자치시 국책연구원로 5

전 화 044-960-0114

팩 스 044-211-4760

가 격 8,000원

I S B N 979-11-5898-726-8

홈페이지 <http://www.krihs.re.kr>

© 2021, 국토연구원

이 연구보고서를 인용하실 때는 다음과 같은 사항을 기재해주시십시오.

황관석, 김지혜, 오민준, 박진백, 변세일, 홍사흠, 김진엽, 유승동, 정영식, 최남진. 2021. 유동성이 주택
시장에 미치는 영향과 정책방안 연구. 세종: 국토연구원.

이 연구보고서의 내용은 국토연구원의 자체 연구물로서 정부의 정책이나 견해와는 상관없습니다.

이 연구보고서는 한국출판인협회에서 제공한 KoPub 서체와 대한인쇄문화협회가 제공한 바른바탕체
등이 적용되어 있습니다.