

2022
9.5

KRIHS POLICY BRIEF
No. 881

발행처 국토연구원
발행인 강현수
www.krihs.re.kr



국토정책 Brief

KRIHS POLICY BRIEF

유동성이 주택시장에 미치는 영향과 시사점



주요 내용

- ① 코로나19 이후 유동성(통화량, 가계대출)이 크게 확대되면서 유동성과 주택가격의 위험지표가 높아졌으며, 고소득계층의 신용대출을 중심으로 가계대출이 대폭 증가
- ② 글로벌 금융위기 이후 금리와 유동성 간 음(-)의 상관관계가 확대되었으며, 특히 기준금리는 서울과 수도권을 중심으로 가계대출에 미치는 영향이 큰 것으로 분석
- ③ 금리와 유동성(M1, M2, 가계대출, 주택담보대출)은 주택시장에 통계적으로 유의미한 영향을 미치는 것으로 나타났고, 지역별 영향도는 서울 > 수도권 > 지방광역시 순
- ④ 해외에서는 주택시장 안정을 위하여 소비자물가지수에 자가주거비를 포함하거나 통화정책에 자산가격 변화를 반영하여 유동성을 관리하고자 하는 사례가 있었음. 한편, 해외 부동산시장 버블사례를 통해 볼 때 금리와 유동성이 버블 발생과 붕괴의 주요 원인이었다는 공통점이 있었음을 확인

정책제안

- ① (주택시장 확장기) 통화정책 수립 시, 자산시장 변동 위험을 보다 적극적으로 반영할 필요가 있으며 이를 위해 자가주거비를 포함한 소비자물가지수 활용과 주택시장 모니터링을 강화
- ② (주택시장 확장기) LTV(주택담보대출비율), DTI(총부채상환비율) 규제가 가계부채 억제에 한계가 있는 만큼 상환능력 중심의 DSR(총부채원리금상환비율) 규제 등을 통해 주택금융규제의 효과성을 제고할 필요
- ③ (주택시장 확장기) 전세를 통한 갭투자가 주택매매가격 변동성 확대로 이어지므로 거주 목적이 아닌 투자 목적의 갭투자를 억제하고, 단기 유동성이 주택매매시장에 집중되는 것을 방지하기 위하여 공모형 부동산펀드와 상장리츠 활성화 유도
- ④ (주택시장 수축기) 급격한 금리인상, 통화 긴축 시 주택시장의 경착륙 위험이 높아지기 때문에 (가칭)주택비축은행, 한계차주(하우스푸어 등) 지원제도 등 주택시장 변동위험 관리장치를 선제적으로 마련하여 대응할 필요

황관석 부연구위원
김지혜 부연구위원
오민준 전문연구원
박진백 부연구위원
변세일 연구위원
홍사훈 연구위원



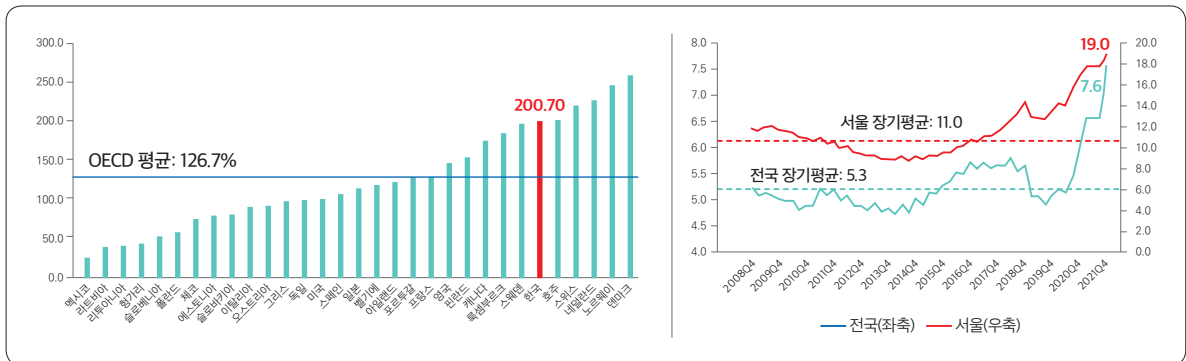
1

코로나19 이후 유동성 및 주택가격 위험 추이

코로나19 이후 유동성¹⁾이 크게 증가하면서 처분가능 소득대비 가계부채비율 등의 유동성 위험지표 및 펀더멘털 대비 주택가격의 위험수준이 크게 확대

- 2020~2021년 사이 M1(협의통화), M2(광의통화)는 연평균 각각 20.1%, 11.4% 증가하였으며 예금취급기관 가계대출은 연평균 7.9% 증가
 - 처분가능 소득대비 가계부채비율은 2020년 기준 200.7%로 OECD 평균인 126.7%보다 높은 수준
- 주택가격 또한 크게 상승함에 따라 2021년 4분기 현재 소득대비 주택가격비율은 전국 7.6배, 서울 19.0배로 장기평균(전국 5.3배, 서울 11.0배) 수준을 크게 상회

그림 1 처분가능 소득대비 가계부채비율(좌), 소득대비 주택가격비율(PIR)(우) 추이



주: PIR은 3분위 소득과 3분위 주택가격 기준임.

자료: <https://stats.oecd.org> (2022년 7월 1일 검색); <https://kbland.kr> (2022년 7월 1일 검색).

- 개인 차주의 가계대출은 코로나19를 전후한 2019년 6월~2020년 12월 사이 3.4%의 총 부채잔액이 증가한 가운데 주택담보대출은 4.9% 감소한 반면 신용대출은 24.7% 증가하였으며, 저소득계층은 부채가 감소(-43.0%)한 반면 중소득(11.5%)과 고소득(9.1%)계층은 크게 증가하여 대출의 양극화 심화²⁾

2

금리와 유동성지표와의 관계

금리와 유동성은 자산가격결정이론, 통화주의적 이론 등으로 볼 때 자산가격에 미치는 영향이 뚜렷하고, 글로벌 금융위기 이후에는 양자 간의 상관성이 높아졌으며, 주택시장에 미치는 영향도 확대

- 현재의 주택가격은 미래 예상되는 주택가치를 현재가치로 할인한 것이라고 설명할 수 있으며, 금리가 하락할 경우 할인율이 낮아져 주택가격 상승(김경환, 손재영 2010)
- 통화주의적 이론의 경우 확장적 통화정책을 통해 시중의 유동성이 확대되면 늘어난 유동성으로 채권이나 실물자산을 구입하기 때문에 채권가격과 실물자산가격 상승(정규일 2006)
- 주택금융이 활성화되면서 글로벌 금융위기 이후 저금리와 유동성 간의 상관관계가 높아졌으며, 주택시장에 미치는 영향도 뚜렷해짐

1) 유동성은 가치의 손실 없이 즉석에서 화폐로 전환될 수 있는 가능성의 정도로 정의할 수 있는데 주택시장에 영향을 미치는 통화지표, 가계대출, 전세보증금 등으로 정의함.

2) KCB의 비식별 개인신용정보자료(가계부채 목적) 약 200만 건의 표본자료를 이용하여 코로나19를 전후한 2019년 6월~2020년 12월 기간 동안 부채보유와 상관없이 모든 차주를 대상으로 분석한 결과임.

글로벌 금융위기 이후 금리가 유동성 변동에 미치는 영향이 확대되었으며, 특히 서울 및 수도권에 큰 영향

기준금리 변화는 유동성 변동의 주된 요인으로 볼 수 있는데 글로벌 금융위기 이후 두 변수 간의 상관성이 높아졌으며 기준금리는 특히, 서울과 수도권을 중심으로 가계대출 변화에 유의미한 영향

- 2000년 1분기~2008년 4분기, 2009년 1분기~2020년 4분기로 나누어 한국은행의 기준금리와 주요 통화지표(본원통화, M1: 협의통화, M2: 광의통화, LF: 금융기관 유동성, L: 총 유동성)와의 상관관계를 분석한 결과, 글로벌 금융위기 이후 금리와 유동성 간의 음(-)의 상관관계 강화

표 1 금리와 통화량과의 상관관계 분석결과

구분	금융위기 이전 (2000년 1분기~2008년 4분기)		금융위기 이후 (2009년 1분기~2020년 4분기)	
	기준금리 변동차	기준금리	기준금리 변동차	기준금리
본원통화 변동차	-0.055	0.104	-0.270*	0.067
M1 변동률	-0.264	-0.069	-0.616***	-0.191
M2 변동률	0.135	0.434**	-0.460***	-0.265*
LF 변동률	0.029	0.381**	0.075	-0.722***
L 변동률	0.025	0.385**	0.081	-0.710***
단기 유동성 변동률	-	-	-0.596***	-0.327**

주: 1) *, **, ***은 각각 유의수준 0.1, 0.05, 0.01에서 통계적으로 유의미함을 의미.

2) 단기 유동성은 M2의 구성항목 중에서 만기 6개월 미만의 단기성 자금을 합계(M1+MMF+ CD+CMA+발행어음+환매조건부매도)하여 산출.
자료: 한국은행 경제통계시스템(<https://ecos.bok.or.kr>)의 기준금리, 통화량지표를 이용하여 연구진 작성.

- 기준금리는 서울과 수도권의 가계대출과 주택담보대출에는 통계적으로 유의미한 음(-)의 영향을 미쳤으나 지방광역시의 가계대출과 주택담보대출에는 유의미한 영향을 미치지 않는 것으로 분석³⁾

표 2 금융위기 이후(2009년 1분기~2020년 4분기) 기준금리가 지역별 가계대출, 주택담보대출에 미치는 영향분석 결과

구분		서울		수도권		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		서울		수도권		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 유의미함을 의미. D.W은 자기상관문제를 식별하는 통계량으로 2를 기준으로 평가하며 2에 가까울수록 자기상관문제가 없다고 판단할 수 있음.

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

3) 글로벌 금융위기 이후인 2009년 1분기~2020년 4분기 자료를 이용하여 자기회귀형인 AR(1)항이 포함된 시계열모형을 이용하여 기준금리가 지역별 가계대출과 주택담보대출에 미치는 영향을 분석.

3

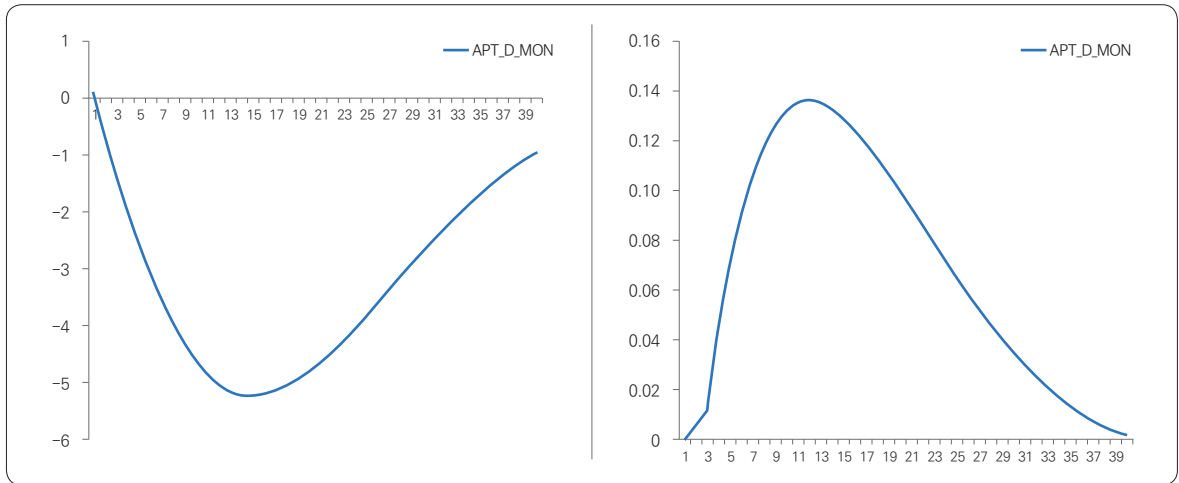
금리와 유동성이 주택시장에 미치는 영향

금리와 통화량이 주택시장에 미치는 영향이 크며 서울과 수도권에서 상대적으로 강한 영향

구조적 벡터자기회귀(Structural VAR)모형⁴⁾을 이용하여 유동성지표인 금리와 통화량이 주택가격에 미치는 영향을 분석한 결과, 금리와 통화량지표는 주택시장에 미치는 영향이 유의미

- 금리 1%p 상승 충격은 민간소비, GDP 등 국민경제에 부정적인 영향을 미치며, 15개월 후 아파트매매가격을 최대 5.2% 하락(연간 환산 시 1.7% 내외)시키는 효과가 있는 것으로 분석
- 통화량 10% 상승 충격은 13개월 후 아파트매매가격을 최대 1.4% 상승시키는 것으로 나타났으며 효과는 상당기간 지속

그림 2 금리(좌), 통화량(우) 충격에 대한 아파트매매가격 반응함수



유동성지표인 금리와 통화량이 지역 주택시장에 미치는 영향을 분석한 결과, 금리와 통화량은 서울과 수도권을 중심으로 통계적으로 유의미한 영향

- 유동성지표와 아파트매매가격 변동의 그랜저 인과관계 분석(Granger causality test) 결과, 글로벌 금융위기 이후(2009년 1분기~2020년 4분기) 단기 유동성과 가계대출지표는 서울과 수도권을 중심으로 아파트 매매가격 변동에 통계적으로 유의미한 영향을 미치고 있는 것으로 나타남

표 3 유동성과 아파트매매가격의 그랜저 인과관계 분석결과

구분	단기 유동성	F통계량		가계대출	F통계량	
		lag=2	lag=3		lag=2	lag=3
수도권	수도권 아파트 가격 ⇒ 단기 유동성	0.952	0.830	수도권 아파트 가격 ⇒ 가계대출	0.725	1.344
	단기 유동성 ⇒ 수도권 아파트 가격	15.741***	10.899***	가계대출 ⇒ 수도권 아파트 가격	4.700**	5.307***
서울	서울 아파트 가격 ⇒ 단기 유동성	1.811	1.710	서울 아파트 가격 ⇒ 가계대출	0.560	1.293
	단기 유동성 ⇒ 서울 아파트 가격	10.881***	7.316***	가계대출 ⇒ 서울 아파트 가격	5.458***	9.522***
지방광역시	지방광역시 아파트 가격 ⇒ 단기 유동성	0.072	0.055	지방광역시 아파트 가격 ⇒ 가계대출	0.929	0.827
	단기 유동성 ⇒ 지방광역시 아파트 가격	1.586	1.317	가계대출 ⇒ 지방광역시 아파트 가격	0.144	0.540

주: 1) *, **, ***은 각각 통계적 유의수준 10%, 5%, 1%에서 유의미함을 의미. A⇒B의 관계가 통계적으로 유의미하면 A는 B에 그랜저 인과관계가 있다고 해석.
 2) 모든 변수는 안정적 시계열인 변화를 자료로 변환하였으며 아파트가격 통계의 경우 KB부동산 아파트가격지수를 활용하여 분석.

4) 모형에 사용된 6개의 내생변수는 각각 통화량(M2), 물가(CPI), 이자율(국고채3년), 총생산(전산업생산지수), 민간소비(소매업태별판매액지수), 아파트 실거래가격지수 등임.

- 자기회귀항인 AR(1)항이 포함된 시계열모형 분석결과, 기준금리의 경우 서울 > 수도권 > 지방광역시 순으로 음(-)의 영향을 미치는 것으로 분석되었으며 지방의 경우 미분양주택, 전세가격변동 등 지역 주택시장의 영향을 상대적으로 크게 받는 것으로 나타남
 - 기준금리가 1%p 인상될 경우 아파트매매가격은 서울 2.1%p, 수도권 1.7%p, 지방광역시 1.1%p 하락하는 효과 발생

표 3 기준금리가 지역별 아파트매매가격 변동에 미치는 영향

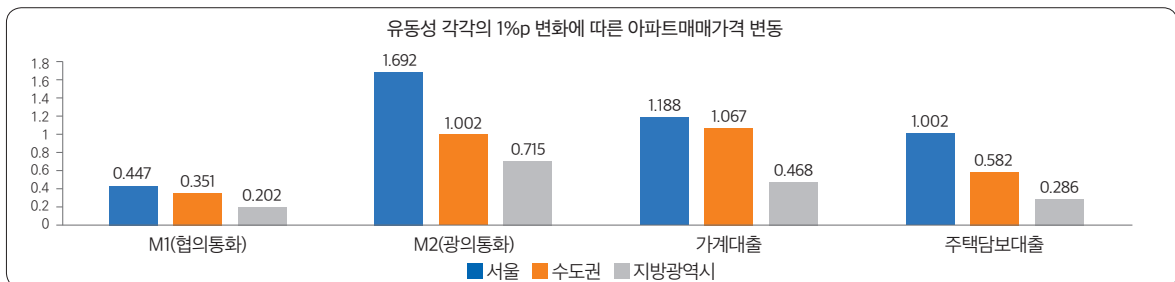
구분	서울		수도권		지방광역시	
	계수값	t통계량	계수값	t통계량	계수값	t통계량
C	0.052	2.592**	0.038	2.828***	0.023	4.615***
기준금리	-0.021	-2.179**	-0.017	-2.628**	-0.011	-5.109***
미분양주택수	-0.012	-0.911	-0.022	-1.674	-0.032	-3.870***
아파트전세가격지수	0.300	0.891	0.434	1.942*	1.070	9.450***
AR(1)	0.122	0.901	0.216	1.543	-0.194	-1.119**
R ²	0.34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

주: 1) *, **, ***은 각각 통계적 유의수준 10%, 5%, 1%에서 유의함을 의미.
 2) 아파트매매가격, 아파트전세가격지수, 미분양주택수는 로그차분값, 기준금리는 수준값 적용. 주택가격 통계의 경우 KB부동산 월간주택가격 통계를 활용하여 분석.
 3) D.W은 자기상관문제를 식별하는 통계량으로 2를 기준으로 평가함.

- M1(협의통화), M2(광의통화)와 가계대출(예금취급기관), 주택담보대출(예금취급기관)의 경우에도 ‘서울 > 수도권 > 지방광역시’ 순으로 아파트매매가격에 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타남

그림 3 유동성이 지역별 주택시장에 미치는 영향

(단위: %p)



주: 1) M2는 AR(1)항, 미분양주택수, 전세가격지수 등이 포함된 회귀모형에서의 계수값을 의미.
 2) 가계대출, 주택담보대출은 AR(1)항이 포함된 회귀모형의 계수값을 의미. M1, M2, 가계대출, 주택담보대출은 서울과 수도권에서만 통계적으로 유의함.

4

주택시장 안정을 위한 효과적인 유동성 관리방안

주택시장 안정을 위한 효과적인 유동성 관리방안은 주택시장 국면을 고려하여 확장기와 수축기 국면을 구분하여 유연하게 접근할 필요

주택시장 확장기에서의 유동성 관리방안

(통화정책) 통화정책 수립 시 주택시장 변동 위험을 보다 적극적으로 반영할 필요가 있으며 이를 위해 자가주거비를 포함한 소비자물가지수를 활용하고 주택시장에 대한 모니터링 강화를 제안

- 정부의 정책기준금리 산정에 기준이 되는 소비자물가지수 작성 시 자가주택 부분이 반영되지 않고 있는데 자가주거비를 포함하여 소비자물가지수를 작성하고 있는 해외사례를 반영하되, 중장기적으로는 신규 주택가격 통계구축으로 주택가격을 반영한 자가주거비 측정방안도 지속적으로 강구할 필요

- 최근 유럽에서 소비자물가지수에 주택가격 반영을 공식화한 것과 뉴질랜드에서 금리인상을 이유로 주택가격 안정을 명시적으로 제시한 사례를 참고할 필요

(주택금융규제의 효과성 제고) 확장적인 통화정책이 추진되는 경우 LTV, DTI 규제로는 주택가격 안정과 가계부채 억제에 한계가 있었던 만큼 상환능력 중심의 DSR 규제를 통한 주택금융규제의 효과성 제고 필요

- 소득계층별, 지역별로 주택금융규제(LTV, DTI, DSR) 영향력이 상이한 점을 고려하여 다각적인 검토 필요

(갭투자 억제) 전세를 통한 갭투자의 경우 주택금융규제의 영향을 받지 않아 주택시장의 불안요인으로 작용하므로 투자목적의 갭투자 규제와 고가전세의 전세자금대출 보증한도 축소를 통해 유동성 공급을 억제할 필요

- 주택시장이 확장국면을 보일 때에는 투자목적의 갭투자에 대한 거래비용을 높여 전세를 통한 갭투자가 시장불안 요인이 되지 않도록 유도

(부동산 간접투자 활성화) 공모형 부동산펀드와 상장리츠 활성화를 통해서 단기 유동자금이 주택매매시장으로 직접적으로 빠르게 유입되지 않도록 유도

- 통화정책 확장기 시중의 풍부한 유동성을 부동산펀드, 리츠와 같은 안정적인 부동산 간접상품으로 유도함으로써 주택시장 안정을 제고

주택시장 수축기에서의 유동성 관리방안

최근 인플레이션 확대에 따른 급격한 금리인상과 통화긴축은 코인 및 주식시장에서의 가격하락에 이어 주택시장에서도 경착륙 가능성이 부각됨에 따라 주택시장 변동위험 관리장치를 선제적으로 마련

- 북유럽(스웨덴, 핀란드), 일본, 미국의 세 가지 부동산시장 버블 사례를 살펴볼 때 버블발생 배경 측면과 버블붕괴 과정에서 공통점이 있었음을 확인하였는데 버블발생 배경 측면에서는 유동성 공급 확대, 부동산에 대한 수요 증가, 리스크 관리 미흡 등의 공통점이 있었으며, 부동산 버블이 붕괴되는 과정에서는 급격한 금리인상, 통화긴축 정책의 공통점 확인(정영식 외 2018)
- 현재 우리나라는 코로나19 이후 저금리, 유동성 확대로 주택가격의 위험지표가 높아진 상황에서 2022년 1분기부터 국면전환(확장→둔화)을 보이고 있으며 급격한 금리인상과 통화긴축으로 부동산시장의 경착륙 가능성에 대한 논의가 제기되고 있는 바 (가칭)주택비축은행, 주택금융리파이낸싱, 한계차주(하우스푸어 등) 지원제도 등 주택시장 변동위험 관리장치를 선제적으로 마련하여 대응할 필요

참고문헌

국가통계포털. 전산업생산지수, 소매업태별판매액지수, 미분양주택수 통계. <https://kosis.kr/>

김경환, 손재영. 2010. 부동산경제학. 서울: 건국대학교 출판부.

정규일. 2006. 자산가격과 유동성 간의 관계분석. 한국경제연구 17권: 257-287.

정영식, 김경환, 김효상, 양다영, 강은정. 2018. 글로벌 부동산 버블 위험 진단 및 영향분석. 세종: 대외경제정책연구원.

한국부동산원. 공동주택실거래가격지수. <https://www.reb.or.kr/>

한국은행 경제통계시스템. 기준금리, M1, M2, LF, L, 가계부채, 가계대출 등 유동성 관련 통계. <https://ecos.bok.or.kr/>

KB부동산. 월간 주택가격동향조사. <https://kbland.kr> (2022년 7월 1일 검색).

OECD STAT. National Accounts at a Glance. <https://stats.oecd.org> (2022년 7월 1일 검색).

※ 이 브리프는 “황관석, 김지혜, 오민준, 박진백, 변세일, 홍사흠, 김진업, 유승동, 정영식, 최남진. 2021. 유동성이 주택시장에 미치는 영향과 정책방안 연구. 세종: 국토연구원” 보고서의 일부를 요약·수정하여 정리한 것임.

- **황관석** 국토연구원 부동산시장연구센터 부연구위원
(kshwang@krihs.re.kr, 044-960-0367)
- **김지혜** 국토연구원 부동산시장연구센터 부연구위원
(kjh@krihs.re.kr, 044-960-0331)
- **오민준** 국토연구원 부동산시장연구센터 전문연구원
(mjoh@krihs.re.kr, 044-960-0388)

- **박진백** 국토연구원 부동산시장연구센터 부연구위원
(makinoid@krihs.re.kr, 044-960-0312)
- **변세일** 국토연구원 부동산시장연구센터 연구위원
(sibyun@krihs.re.kr, 044-960-0540)
- **홍사흠** 국토연구원 국토계획평가센터 연구위원
(saheum@krihs.re.kr, 044-960-0356)

