

국토정책 Brief

국토연구원에서 수행한 주요 연구과제의 핵심 내용과 정책제안 등을 압축해 국민께 알려드리고자 하는 발간물입니다.

2023. 1. 30.
No. 902



발행처 국토연구원
발행인 강현수
www.krihs.re.kr

이태리 연구위원
박진백 부연구위원

주택시장과 통화(금융)정책의 영향 관계 분석과 시사점

주요 내용

- 1 통화(금융)정책의 변화는 다양한 경로를 통해 주택시장에 영향을 미치게 되며 상황에 따라 전통적 통화정책 수단과 비전통적 통화정책 수단을 활용
- 2 통화(금융)정책은 금리경로, 기대경로, 신용경로, 위험선호경로를 통해 주택시장에 영향을 미치며 정책금리 변화와 주택가격 변동 간에 역(-)의 관계 존재
 - 전통적 수단인 기준금리는 금리경로, 기대경로 등을 통해 시장 변동에 영향
 - 비전통적 수단인 대출총량규제 등은 시중자금 가용량을 줄여 시장 변동에 영향
- 3 주택시장 변동에 영향을 미치는 요인에 대한 기여도 분석* 결과, 전통적 수단인 기준금리 변화가 가장 강한 영향을 주며 다음으로 비전통적 수단이 영향을 주는 것으로 나타남
 - *한국부동산원 아파트매매가격 기준의 분석
 - 전통적인 통화(금융)정책의 대리변수인 기준금리가 대체로 모든 시기에 50~60% 수준으로 높게 기여하는 것으로 분석
 - 비전통적인 통화(금융)정책의 대리변수인 대출태도지수의 기여도는 2019년 40%까지 증가하였으나, 코로나19로 대출총량규제 유예를 했던 2020년 전후 시기에 감소하여 대체로 18% 수준에서 기여하는 것으로 분석
 - 전통적인 수단은 정책시차가 존재하나 효과의 지속성이 길고, 비전통적 수단은 단기효과가 있는 것으로 나타남

시사점

- 1 (기준금리 정책은 주택시장에 영향을 미치는 핵심요인) 주택시장의 변동성 관리를 위해서는 통화당국과 긴밀한 협조체계 구축이 매우 중요
- 2 (전통적 통화정책과 비전통적 통화정책의 적절한 조합이 중요) 비전통적 수단의 단기적 효과를 감안하여 단기수단으로 활용하되, 지속적인 정책효과를 내기 위해서는 금리와 연계한 정책방안 마련이 필요
- 3 (물가지수에 주택가격 정보의 포함을 검토할 필요) 통화(금융)정책의 목표가 되는 물가지수에 주택가격 정보(예: 자가주거비 등)가 포함될 수 있는 방안을 모색할 필요

01. 통화(금융)정책과 주택시장 영향 경로

통화(금융)정책을 통해 물가안정과 금융안정 도모

‘통화정책’은 한 나라에서 화폐(법정화폐 및 본원통화)의 독점적 발행권을 지닌 중앙은행이 경제 내에 유통되는 화폐(통화, 본원통화 및 파생통화)의 양이나 가격(금리)에 영향을 미치고 이를 통해 화폐의 가치, 즉 물가를 안정시키고 지속가능한 경제성장을 이루어 나가려는 일련의 정책임(한국은행 2017)

- 한국은행이 채택하고 있는 통화정책 운영체제는 통화량 등의 중간목표를 두지 않고 정책의 최종 목표인 ‘물가상승률’ 자체를 목표로 설정하고 있으며 통화신용정책 수행을 통해 물가안정을 도모하는 가운데 금융안정을 위한 정책적 노력도 경주
- 전통적인 통화정책 수단으로는 지급준비제도, 공개시장운영, 중앙은행 여수신제도가 있으며, 전통적인 통화정책 이외 자산시장에 과도한 유동성 공급을 억제하기 위해 LTV, DTI, DSR, 대출총량규제 등의 정책 수단을 활용
- 통화정책은 금리경로, 자산가격경로, 신용경로, 환율경로, 기대경로와 같은 파급경로를 거쳐 부동산시장을 포함한 실물경제에 영향을 미침

‘금융정책’은 정부나 중앙은행이 금융시장을 통해 통화가치를 안정시키고 자금을 원활하게 공급하려는 정책임(한국민족문화대백과)

- 협의의 금융정책은 중앙은행이 통화량이나 이자율을 조절하여 경제의 안정과 성장을 도모하는 것으로 통화정책 또는 통화신용정책을 말함
- 광의의 금융정책은 통화정책은 물론 감독정책, 금융개혁 및 규제완화 등 일련의 정책을 포괄하는 개념임

‘통화(금융)정책’의 의미는 앞서 언급한 광의의 금융정책과 가까우며, 이는 주택시장에 영향을 주는 전통적인 통화정책 수단인 금리와 기존에 활용해 왔던 전통적 통화정책과 다른 다양한 대응책을 의미하는 비전통적 통화정책 수단인 대출규제 등의 효과를 한 틀에서 포괄적으로 검토하기 위해 사용하는 개념(통화+(금융)+정책)임

통화(금융)정책이 주택시장에 미치는 영향 경로: 금리경로, 기대경로, 위험선호경로, 신용경로

통화정책의 주택시장 금리경로

정책금리(↓) → 주택시장 관련 금리(↓) ⇒ 주택수요(↑) → 주택가격(↑)
 └<1단계: 금융시장>┐ └<2단계: 주택시장>┐

통화정책의 주택시장 기대경로

저금리 유지 신호 ⇒ 주택수요(↑) → 주택가격(↑)

통화정책의 주택시장 위험선호경로

정책금리(↓) → 금융기관의 위험선호도(↑), 고위험·고수익 대출(↑) ⇒ 주택수요(↑) → 주택가격(↑)
 └<1단계: 금융시장>┐ └<2단계: 주택시장>┐

통화정책의 주택시장 신용경로

: 은행대출경로

정책금리(↓) → 은행대출수요(↑), 시중자금 가용량(↑) → 은행대출(↑) ⇒ 주택수요(↑) → 주택가격(↑)
 └<1단계: 금융시장>┐ └<2단계: 주택시장>┐

: 대차대조표경로

정책금리(↓) → 가계 순자산(↑) → 외부자금 프리미엄(↓) ⇒ 주택수요(↑) → 주택가격(↑)
 └<1단계: 금융시장>┐ └<2단계: 주택시장>┐

통화(금융)정책은 금리경로, 기대경로, 위험선호경로, 신용경로를 통해 주택시장에 영향을 미침

- 전통적 통화정책 수단인 기준금리는 금리경로, 기대경로 등을 통해 시장에 영향을 주며, 정책금리 변화와 주택가격 변동 간에는 역(-)의 관계가 존재
- 가계대출총량규제와 같은 비전통적 통화정책 수단의 규제는 대출공급을 일정 수준에서 제한하기 때문에 시중자금 가용량의 감소를 유발하여 시장 변동에 영향을 줌

02. 통화(금융)정책 변화가 주택시장에 미치는 영향

저금리 기조를 유지하던 한국은행은 기준금리 인상을 단행하여 현재 3.25%이며 시장금리도 동반 상승

부동산시장의 과열, 코로나19 사태 회복세와 물가의 급격한 상승에 따라 2020년 5월에 0.5%였던 기준금리는 9회에 걸쳐 2.75%가 상승하여 현재 3.25%임

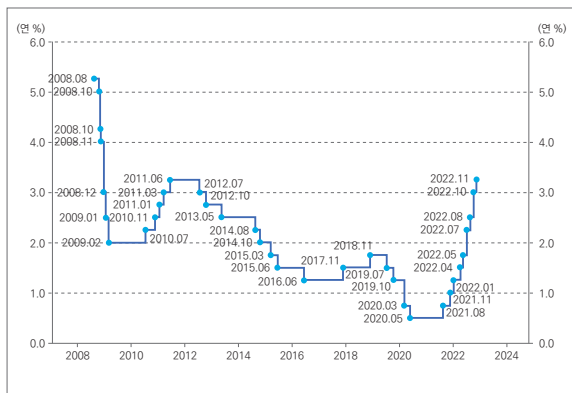
- 우리나라의 기준금리는 2019년 7월 국내경제 성장세 둔화와 주택가격 하락 등을 원인으로 기준금리 인하를 단행하여 완화적 통화정책을 시행하였고, 2020년 코로나19 확산으로 경제가 위축됨에 따라 대응과정에서 급격한 금리 인하를 추가적으로 단행했음

기준금리 인상과 연동하여 주택시장과 연관된 시장금리인 코픽스 금리, CD금리, 주택담보대출금리도 상승하여 높은 수준에서 형성되었으며, 주택가격 하락에 영향

- 박진백(2022)의 연구결과에 따르면, 금리상승 후 12~15개월 후 주택가격 하락이 본격적으로 나타나는 것으로 분석함

그림 1 기준금리 변동 추이

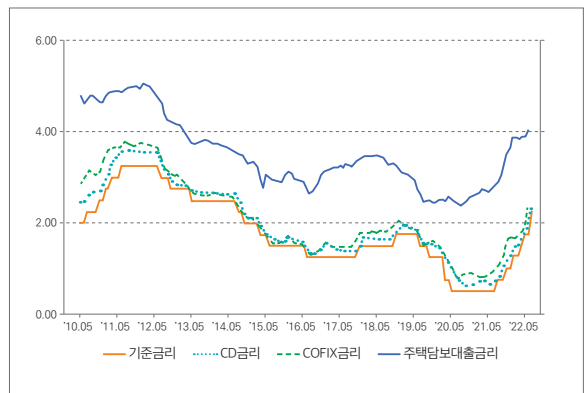
(단위: %)



자료: 한국은행 홈페이지(<http://www.bok.or.kr/portal/singl/baseRate/progress.do?dataSeCd=01&menuNo=200656>).

그림 2 주요 시장금리 변동 추이

(단위: %)



자료: 한국은행(기준금리, CD금리, 주택담보대출금리: www.bok.or.kr); 은행연합회(COFIX금리: <https://portal.kfb.or.kr/fingoods/cofix.php>).

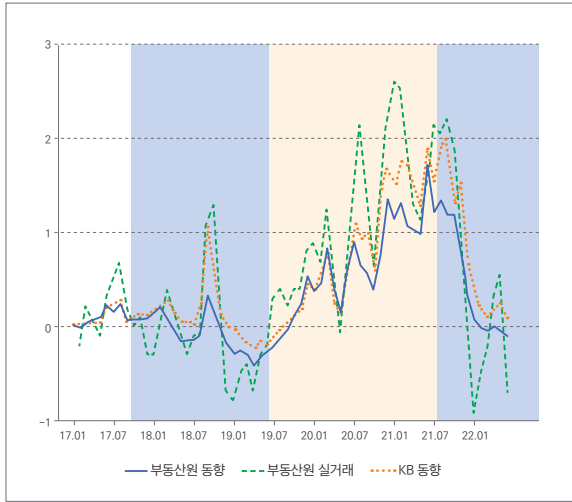
대표적인 비전통적 통화정책 수단인 대출총량규제가 최근까지 시행

대출총량규제를 실시한 시기는 대출총량규제를 실시하지 않은 시기에 비해 상대적으로 주택가격이 안정적이었으며, 완화적 통화정책을 운용하며 대출총량규제를 실시하지 않은 시기는 다른 시기에 비해 주택가격이 상승

- 2017년 10월부터 2019년 6월까지 기준금리 변화 없이 가계대출 증가율 관리를 통한 대출총량규제를 실시하였던 시기는 상대적으로 주택가격 변동률이 감소
- 통화당국은 2019년 7월 기준금리를 인하하면서 통화를 완화적으로 운용하였고, 2020년 코로나19 대응 과정에서 기준금리를 추가적으로 인하하여, 대출총량규제를 실시하지 않았던 시기 주택가격이 큰 폭으로 상승
- 2021년 8월 기준금리 인상 및 이후 가계대출 증가율 관리를 실시한 시기에는 앞선 시기와 달리 주택가격 상승률이 하향 안정세로 전환되었으며, 2021년 8월부터 전국적으로 주택거래량이 크게 감소

그림 3 주택가격 추이

(단위: %)



주: 그래프에서 첫 번째 파란색 배경은 기준금리를 유지하며 대출총량규제를 시행한 시기, 빨간색 배경은 저금리 및 대출총량규제 미시행 시기, 두 번째 파란색 배경은 기준금리 인상 및 대출총량규제를 시행한 시기
 자료: 한국부동산원(실거래가격지수, 전국주택가격동향조사: <https://www.reb.or.kr/r/r-one/main.do>); KB(주택가격동향조사: <https://kbland.kr>).

그림 4 주택거래량 추이

(단위: 만 호)



주: 그래프에서 첫 번째 파란색 배경은 기준금리를 유지하며 대출총량규제를 시행한 시기, 빨간색 배경은 저금리 및 대출총량규제 미시행 시기, 두 번째 파란색 배경은 기준금리 인상 및 대출총량규제를 시행한 시기
 자료: 한국부동산원(주택매매거래량: <https://www.reb.or.kr/r/r-one/main.do>).

03. 통화(금융)정책 변화의 주택시장 변동 기여도 분석

2011년~2021년 기간 동안 주택가격 변동에 가장 큰 영향을 미치는 요인은 금리 변화

주택가격에 영향을 미치는 주요 원인에 대한 기여도 분석을 위해 2011년 1월~2021년 12월 기간을 대상으로 개별 변수(금리, 대출규제, 주택공급, 인구구조, 경기)에 샤플리 분해(Shapley Decomposition)를 적용 시, 모든 분석결과에서 기준금리를 통한 통화정책이 주택매매가격에 미치는 영향이 가장 강한 것으로 나타남

- 기준금리의 기여도가 가장 큰 이유는 주요 연구가 지적한 바와 같이 글로벌 금융위기 이후 주택시장에 대한 금리의 영향이 확대되었기 때문(권현진, 유정석 2014; 이영수 2019; 박진백 2021; 박진백 2022)
- 기준금리 다음으로 비전통적 통화정책 수단의 대리변수인 대출규제(대출태도지수)가 큰 영향요인이었으며 (한국부동산원 실거래가격지수 기준 제외), 이하 주택공급 요인 순임

표 1 주택가격 변동에 대한 결정요인의 기여도 분석(샤플리 분해) 결과

| 변수 | 한국부동산원 아파트매매가격지수 기준 | 한국부동산원 실거래가격지수 기준 | KB 아파트매매가격지수 기준 |
|--------------|---------------------|-------------------|-----------------|
| 금리(기준금리) | 60.7 | 45.7 | 56.1 |
| 대출규제(대출태도지수) | 17.9 | 13.4 | 19.3 |
| 주택공급(준공물량) | 8.5 | 18.4 | 11.9 |
| 인구구조(세대수) | 8.5 | 11.0 | 10.3 |
| 경기(경기종합지수) | 4.4 | 11.5 | 2.5 |

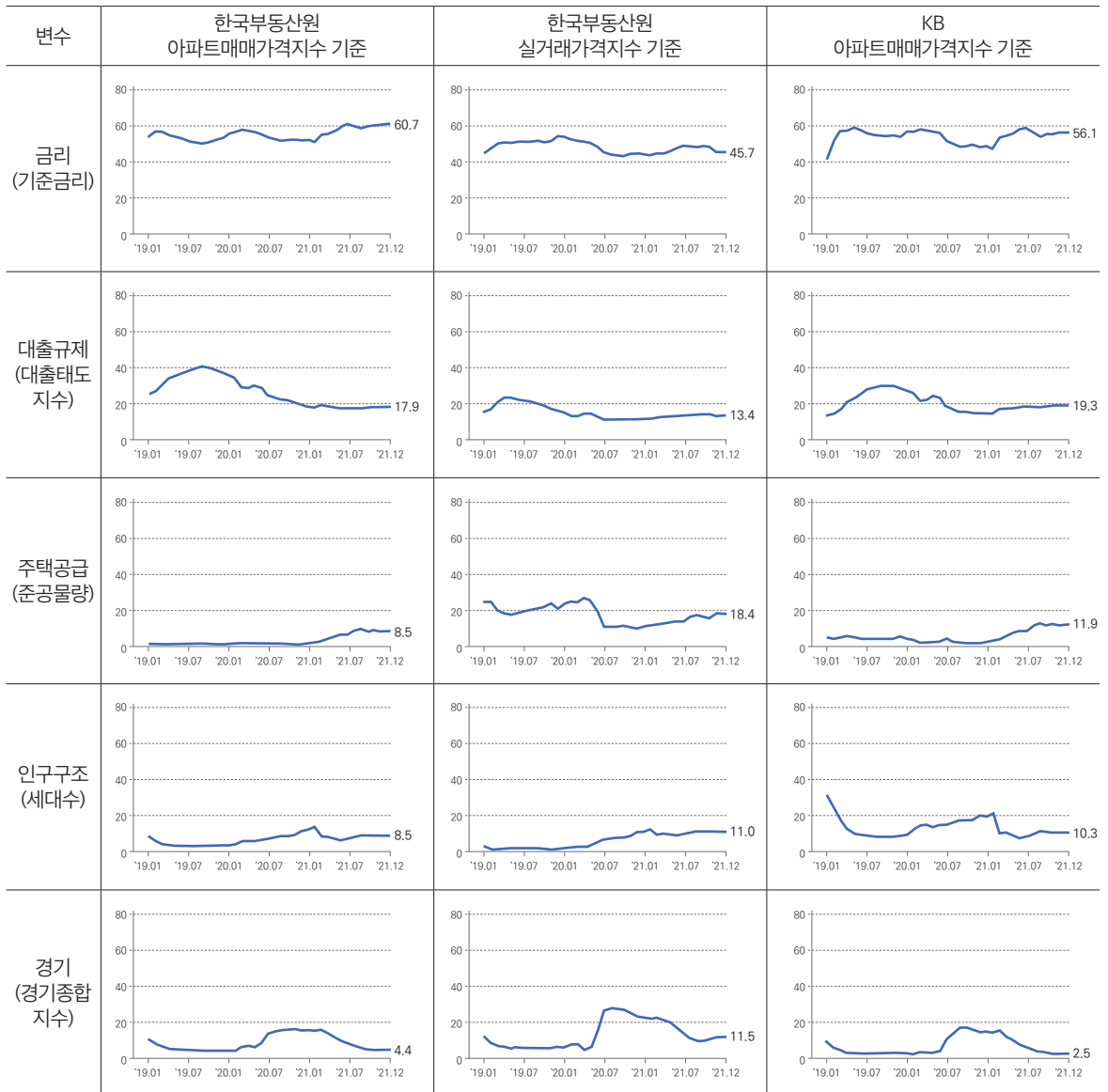
주: 표의 수치 단위는 %이며, 각 열의 합계는 100%임; 자료 기간: 2011년 1월~2021년 12월

시간의 흐름에 따른 기여도 추정 시에도 주택매매가격 변동에 가장 큰 영향을 미치는 요인은 금리 변화

2011년 1월~2021년 12월 전체기간에 대해 표본기간의 끝을 2019년 1월~2021년 12월로 설정하여 표본확장 샵플리 분해(Forward Expanding Window Shapley Decomposition)를 적용 시 주택매매가격 변동률에 대한 각 결정요인들의 기여도가 시간의 흐름에 따라 달라지며 금리의 기여도가 가장 높게 나타남

- 한국부동산원 아파트매매가격지수 월변동률에 대한 주요 결정요인의 기여도를 추정한 결과, 전통적인 통화정책의 대리변수인 기준금리가 대체로 모든 시기에 50~60% 수준으로 높게 기여하는 것으로 분석되었고, 비전통적인 통화정책의 대리변수인 대출태도지수 장기추세 로그값은 2019년 40%까지 증가하였으나, 코로나19로 대출총량규제 유예를 했던 2020년 전후 시기에 감소하여 대략 18% 수준에서 기여하는 것으로 분석됨
- 한국부동산원 실거래가격지수 월변동률에 대한 주요 결정요인의 기여도를 추정한 결과, 기준금리가 대체로 모든 시기에 40~50% 수준으로 높게 기여하는 것으로 분석되었고, 대출태도지수 장기추세 로그값은 10% 초반 수준으로 주택준공 로그값에 비해 낮은 수준으로 기여하는 것으로 나타남
- KB 아파트매매가격지수 월변동률에 대한 주요 결정요인의 기여도를 추정한 결과, 기준금리가 대체로 모든 시기 50~60% 수준으로 높게 기여하는 것으로 분석되었고, 대출태도지수 장기추세 로그값은 20% 전후 수준으로 한국부동산원 아파트매매가격지수 월변동률보다 소폭 높은 수준으로 추정됨

그림 5 주택가격 변동에 대한 결정요인의 기여도 분석(표본확장 샵플리 분해) 결과



주: 분석자료 기간(2011년 1월~2021년 12월) 중 표본의 끝을 2019년 1월~2021년 12월로 설정하여 분석 표본을 36번 확장하여 각 시기별 기여도 추정

04. 시사점

기준금리 정책은 주택시장에 영향을 미치는 핵심요인

비전통적인 통화정책(대출총량규제)은 주로 은행의 대출공급에 영향을 미치는 요인이며, 대출수요는 전통적인 통화정책(기준금리 변동)에 의해 직간접적으로 결정지어지기 때문에 비전통적인 통화정책이 주택시장에 미치는 영향은 일부 제한적일 가능성이 존재함

- 주택시장의 변동성 관리를 위해서는 통화당국과 긴밀한 협조체계 구축이 매우 중요함

전통적 통화정책과 비전통적 통화정책 수단의 적절한 조합이 중요

통화정책 수단별 주택가격 변화에 대한 기여도 분석 결과에서 전통적 통화정책 수단인 기준금리의 변화가 비전통적 통화정책 수단인 대출총량규제보다 영향력이 큰 것으로 나타남

- 기준금리 변화와 같은 전통적 통화정책 수단은 주택시장에 효과가 반영되는 데 일정한 시차가 발생하나 비교적 지속성이 긴 반면, 대출총량규제와 같은 비전통적 통화정책 수단은 주택시장에 비교적 단시간에 효과를 나타내며 일시적인 특성이 있음
- 비전통적 통화정책 수단의 단기적 효과를 감안하여 단기 수단으로 활용하되, 지속적인 정책효과를 내기 위해서는 전통적 통화정책 수단인 금리와 연계한 정책방안 마련이 필요함

물가지수에 주택가격 정보의 포함을 검토할 필요

- 통화(금융)정책의 목표가 되는 소비자물가지수에 자가주거비와 같은 주택가격 정보가 포함될 수 있는 방안을 다각적으로 모색할 필요함
- 가계 지출 중 가장 큰 비중을 차지하는 주거비는 주택임차료와 자가주거비로 구분. 우리나라의 경우 소비자물가지수 주지표에는 주택임차료만이 집세(전·월세) 항목으로 포함되어 있으며, 자가주거비는 소비자물가 내 집세지수를 의제하여 보조지표인 '자가주거비 포함지수'에 반영. 통계청은 2025년 개편 때 물가지수 본지표에 자가주거비 포함 검토(한국은행 2021; 연합뉴스 2022)
- 미국, 영국, 스웨덴, 캐나다 등 주요국은 소비자물가지수에 자가주거비를 포함하여 산출하고 있으며, 유럽중앙은행 또한 유로지역의 소비자물가지수에 2026년부터 자가주거비를 반영할 예정임(황관석 외 2021; 이정익, 강재훈 2021)

참고문헌

권현진, 유정석. 2014. 국제금융위기 전·후 가계부채와 수도권 주택매매시장의 구조적 변화. 국토연구 81권. 105-119.
박진백. 2021. 완화적 통화정책 전환 전후 금리의 주택가격 상승 기여도 추정 연구. 국토연구원 워킹페이퍼 WP 21-21. 세종: 국토연구원.
박진백. 2022. 주택가격에 대한 금리의 시간가변적인 영향 연구 - 금리상승기와 금리하락기 영향 비교를 중심으로. 국토연구원 워킹페이퍼 WP 22-09. 세종: 국토연구원.
연합뉴스. 내년부터 물가지수에... 자가주거비도 포함 검토. 2022.10.17. <https://www.yna.co.kr/view/AKR20221017057151002>(2023년 1월 11일 15:30 검색).
은행연합회. <https://portal.kfb.or.kr/fingoods/cofix.php>(2022년 4월 13일 11:20 검색).
이영수. 2019. 통화정책과 주택시장: 부호제약을 이용한 베이지안 VAR 분석. 주택연구 27권, 1호. 113-136.
이정익, 강재훈. 2021. 자가주거비와 소비자물가. BOK 이슈노트 제2021-25호.
한국민족문화대백과. <https://terms.naver.com/entry.naver?docId=572468&cid=46630&categoryId=46630>(2022년 4월 13일 14:30 검색).
한국부동산원. <https://www.reb.or.kr/r-one/main.do>(2022년 4월 13일 11:20 검색).
한국은행. 2017. 한국의 통화정책.
한국은행 홈페이지. <http://www.bok.or.kr/>(2022년 4월 18일 14:20 검색).
한국은행. 기준금리. <http://www.bok.or.kr/portal/singl/baseRate/progress.do?dataSeCd=01&menuNo=200656>(2022년 8월 5일 11:20 검색).
황관석 외. 2021. 유동성이 주택시장에 미치는 영향과 정책방안 연구. 세종: 국토연구원.
KB. 주택가격동향조사. <https://kbland.kr/>(2022년 4월 13일 14:30 검색).

※ 이 브리핑은 '이태리·박진백·조윤미·유승동·박준·송정현. 2022. 주택시장과 통화금융정책의 영향 관계 연구: 주요국 사례와 연계하여. 세종: 국토연구원 보고서'를 요약·정리한 것임.

- 이태리 국토연구원 부동산시장연구센터 연구위원(italy@krihs.re.kr, 044-960-0639)
- 박진백 국토연구원 부동산시장연구센터 부연구위원(makinoid@krihs.re.kr, 044-960-0312)