



부동산거품과 그 해법*

金 東 煥 (研究委員, 3705-6360)

부동산거품의 원인은 부동산담보 財테크 용자, 부동산을 대체할 財테크 수단의 결여, 과잉유동성에 있다. 1980년대 미국이 부동산시장을 진정시키는 데 성공한 비결은 부동산을 대체할 매력적인 財테크 수단으로서 주식과 채권의 위상을 확립한 데 있다. 한편 일본은 급작스런 금리인상으로 부동산거품과 주식거품이 동시에 붕괴하여 장기불황에 빠지게 되었는데, 경제의 기초여건이 튼튼하다는 자신감이 오히려 거품에 대한 인식과 대책을 안이하게 만들었다. 우리나라는 경제의 기초여건이 취약한 불황국면에서 부동산과 주식의 거품이 순차적으로 생성·붕괴하는 패턴을 따를 가능성이 있어 일본과 달리 장기 복합불황에 빠질 가능성이 낮다. 한편 우리나라의 은행은 일본과 유사하게 부동산담보 財테크 용자 등의 비중이 높은 만큼 거품이 꺼지면 대출채권이 연쇄부실화될 가능성이 있다. 따라서 최근 금융당국이 LTV-DTI 규제와 동일차주에 대한 대출건수 규제를 양대 축으로 하여 부동산투기에 쐐기를 박고 금융회사의 건전성 확보에 전력을 기울이는 정책방향을 제시한 것은 현명하다. 거품대책의 기본 취지는 시장과 경제를 연착륙(soft-landing)시켜 거품붕괴의 피해를 최소화하는 데 있다.

각종 분양시장 규제, 주택담보대출비율(LTV) 및 총부채상환비율(DTI) 규제, 부동산 보유·양도세 등이 도입·강화되고 있음에도 불구하고 주택가격이 좀처럼 꺾이지 않자 부동산 거품론 및 붕괴론, 부동산발 경제위기론이 고개를 쳐들며 연말 같지 않았던 2006년말에 이어 연초 같지 않은 2007년초를 안개 속으로 몰아가고 있다. 도대체 이와 같은 안개의 정체는 무엇이며, 이

*본고의 내용은 집필자의 개인의견으로서 한국금융연구원의 공식견해와는 무관함을 밝혀둡니다.



안개를 걷어내기 위해서는 어떠한 대책이 필요할 것인가?

거품에 대한 인식

현재 시장에는 부동산 거품이 분명히 존재한다는 설과 아직 속단하기는 이르다는 설이 공존하고 있다.

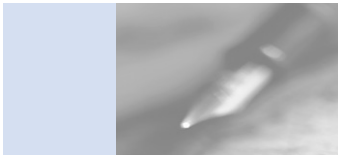
현재 시장에는 부동산거품이 분명히 존재한다는 설과 아직 속단하기는 이르다는 설이 공존하고 있다. 이론적으로 거품은 경제의 기초여건(fundamentals)과 자산가격 간 괴리의 정도로써 측정된다. 따라서 이론적 측면에서는 경제의 기초여건에 해당하는 투자, 소비 등이 부진을 면치 못하고 있는 가운데 부동산가격만이 고공비행하는 우리 경제의 현실을 비관적으로 바라보는 전자가 타당할 수 있다. 하지만 거품이 꺼지기 전에는 거품의 존재를 확인할 수 없다는 현실론도 만만치 않다. 사실 1980년대 후반에 발생하였다가 1990년에 꺼져버린 일본의 거품은 경제의 기초여건과 무관하였던 바, 거품이 형성될 당시 대다수의 일본인들은 경제의 기초여건이 튼튼한 만큼 거품은 없다고 호언장담하였던 것이다.

경제의 기초여건이 취약한 가운데 생성·붕괴되는 거품은 경기의 산과 골을 알게 하는 만큼 충격의 정도는 작지만 회복의 모멘텀을 찾기 어렵다는 문제점도 있다.

양자 모두 나름대로 설득력 있는 이론적, 현실적 근거로 무장하고 있어 그 만큼 혼란스러움도 더해진다. 경제의 기초여건이 받쳐주는 가운데 생성·붕괴되는 거품은 경기의 산과 골을 깊게 하는 만큼 충격의 정도는 크지만 회복의 모멘텀을 자극하는 긍정적 요소도 있다. 한편 경제의 기초여건이 취약한 가운데 생성·붕괴되는 거품은 경기의 산과 골을 알게 하는 만큼 충격의 정도도 작지만 회복의 모멘텀을 찾기 어렵다는 문제점도 있다. 거의 모든 경기지표에 적신호가 켜지고 생산과 취업이 구조적으로 미스매치 현상을 나타내면서 표류하고 있는 듯한 '한국경제號'는 다시 한 번 부동산거품이라는 높은 파도에 부딪치고 있는 것이다.

거품의 원인

기본적으로 부동산은 국토가 좁고 자본축적이 빈약한 우리나라가 세계 10



위권의 경제대국으로 성장하는 과정에서 희소성이란 이름의 무한한 가치를 지니는 자본으로 변신하는 동시에 기업과 가계에게 귀중한 자산형성(이하 財테크) 수단이 되었다. 최근의 부동산거품 역시 기업과 가계의 財테크 수요가 부동산에 쏠리게 된 데에 직접적으로 기인한다. 그런데 이러한 쏠림현상을 부추기는 데에는 적어도 3가지 간접적인 원인이 있다. 부동산을 담보로 하는 財테크 용자, 부동산을 대체할 財테크 수단의 결여, 과잉유동성이 바로 그것이다.

첫째, 부동산을 담보로 하는 財테크 용자란 단순히 부동산담보대출을 의미하는 것은 아니다. 왜냐하면 통상적인 담보대출은 기존의 자산을 담보로 하여 부채를 일으키는 것임에 비해, 財테크 용자는 자산과 부채가 상호·상승작용을 일으키는 것을 의미하기 때문이다. 즉, 현재 자산이 없어도 부채를 일으켜 자산을 마련하고 동 자산을 담보로 또 다른 부채를 일으키며 동 부채를 통해 또 다른 자산을 마련하는 등의 과정이 연속적으로 진행될 수 있는 것이다. 財테크 용자는 부동산 이외에도 주식, 고가 미술품 및 골동품, 리조트 및 골프 회원권 등의 거품을 조장하는 동시에 거품이 꺼질 경우 연쇄부실을 동반하는 부작용이 있다.

둘째, 부동산을 대체할 財테크 수단의 결여는 현재의 경기나 자본시장 상황과 밀접한 관계가 있다. 즉, 경기전망이 불투명하여 기업의 설비투자나 매출이 저조한 수준에 머물러 있음에 따라 주식이나 채권은 財테크 수단으로서 매력력이 없어지고, 주가나 발행주식수가 비교적 높은 우량기업들이 안정주주를 확보하거나 희석화(dilution)를 방지하기 위해 신주발행에 소극적인 반면 계열사 간 우호지분 보유나 우회증자 등의 방법을 쓰는 경우가 많아 주식물량 자체가 충분치 않게 된다. 이에 따라 財테크 수요는 부동산으로 몰리게 되는 것이다.

셋째, 앞서 살펴본 두 가지 문제는 나라와 시기마다 조금씩 사정이 다를 수 있지만, 과잉유동성 문제는 나라와 시기에 관계없이 부동산거품을 야기하는 공통의 원인이 된다. 예컨대 미국의 연준(FRB)은 2000년대에 들어서 IT거품

최근의 부동산에 대한 財테크 수요의 쏠림현상을 부추기는 3가지 간접적인 원인은 부동산을 담보로 하는 財테크 용자, 부동산을 대체할 財테크 수단의 결여, 과잉유동성이다.

財테크 용자는 자산과 부채가 상호·상승작용을 일으키는 것을 의미하며 거품이 꺼질 경우 연쇄부실을 동반하는 부작용이 있다.

과잉유동성 문제는 나라와 시기에 관계없이 부동산거품을 야기하는 공통의 원인이 된다.



이 붕괴되기 시작하자 IT거품 붕괴로 인한 경기침체를 막기 위해 수차례 금리인하를 단행한 바 있었고, 그 결과 과잉공급된 유동성은 자국은 물론 여타 주요 선진국과 신흥국의 부동산시장으로 대거 유입되어 부동산거품을 조장해 왔다. 또한 부동산거품은 영국과 미국에서는 소비붐, 중국에서는 투자붐을 일으키면서 석유나 원자재에 대한 투기적 수요로 번지기까지 하였다. 이와 같은 과잉유동성 문제는 과거 일본도 마찬가지였다. 1985년 일본은 플라자합의 이후 엔고불황을 타개하기 위해 지속적인 저금리정책을 실시하여 내수와 수출을 진작시켰고, 그 과정에서 과잉공급된 유동성은 국내 부동산시장과 주식시장을 동시에 과열시킴은 물론 우리나라와 미국을 포함한 아시아-태평양 주요국의 부동산시장이나 주식시장을 농락하기도 하였다.

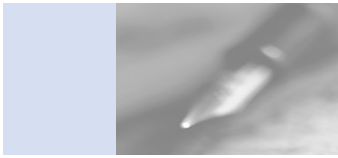
거품에 대한 대책 : 외국의 사례

1980년대 미국은 수신금리 인하 등의 조치를 취했고, 이로써 주식 및 채권시장을 회복시키고 부동산시장을 진정시키는 데 성공하였다.

부동산거품이 골치를 썩이던 1980년대 미국은 부동산으로 몰리던 단기성 예수금을 뮤추얼펀드나 투자신탁으로 유도하기 위해 수신금리 인하 등의 조치를 취했고, 이로써 주식 및 채권시장을 회복시키고 부동산시장을 진정시키는 데 성공하였다. 성공의 열쇠는 부동산을 대체할 매력적인 財테크 수단으로서 주식과 채권의 위상을 확립한 데 있었다. 금리인하에도 불구하고 부동산시장이 진정될 수 있었던 것은 전통산업이 불황의 늪에서 허덕이는 등 경제의 기초여건이 부동산거품을 유지·확대하기에 역부족이었기 때문이다. 하지만 당시 미국에서는 자본시장이 과열되면서 헤지펀드와 같은 금융 투기세력과 불로소득자가 대거 등장하여 전통산업과 중간소득층이 위축되고 찰나주의와 경제양극화가 확산되는 등의 부작용도 발생하였다.

일본은 급작스런 금리인상으로 부동산거품과 주식거품이 동시에 붕괴하여 “잃어버린 10년”이란 이름의 장기불황에 빠지게 되었다.

한편 일본은 1989년 5월부터 1990년 8월까지의 15개월 동안 5차례에 걸쳐 공정할인율을 2.5%에서 6.0%로 인상했는데, 이와 같은 급작스런 금리인상으로 부동산거품과 주식거품이 동시에 붕괴하여 금융회사와 기업 모두에게 타격을 주고 “잃어버린 10년”이란 이름의 장기불황에 빠지게 되었다. 당시



금리인상은 부동산을 담보로 한 財테크 용자와 유가증권투자 비중이 높았던 은행, 이미 해외 부동산이나 주식 등에 대량 투자하여 거액의 환차손을 떠안고 있었던 은행과 기업에게 이중의 비용으로 작용하는 독약과도 같은 것이었다. 그럼에도 불구하고 일본이 금리인상이란 극약처방을 내리게 된 것은 거의 전 산업이 활황국면에 놓여 있는 가운데 기업과 가계의 부동산 및 주식에 대한 투기적 수요가 식을 기미가 없었기 때문이었다. 어떻게 보면 경제의 기초여건이 튼튼하다는 자신감이 오히려 거품에 대한 인식과 대책을 안이하게 만든 것이다.

최근 주요 선진국은 줄줄이 정책금리를 인상하는 등 부동산거품에 대한 경계를 늦추지 않고 있다. 그 때문에 이미 미국, 영국, 호주, 중국의 대도시 지역에서는 부동산가격이 하락하는 추세를 보이고 있다. 과잉공급된 유동성이 부동산시장으로 몰려가는 현상은 우리나라도 마찬가지이지만, 부동산거품을 막기 위해 정책금리를 인상하거나 넘치는 국내 유동성을 해외 부동산 투자로 돌리는 것 역시 바람직하지만은 않다. 부동산거품은 우리나라만의 문제가 아니기 때문이다. 이와 관련하여 우리 금융당국이 금리인상 대신 LTV-DTI 규제를 택하게 된 배경에는 부동산거품과 그의 붕괴로 10년을 잃어버렸던 반면 교사 일본이 있는 것이다.

위기론과 부동산대책에 대한 평가

거품대책에 실패한 일본의 사례로부터 알 수 있듯이 거품은 생성과정보다 붕괴과정에서 소비와 투자의 위축, 개인파산 및 신용불량자의 증가, 기업 자금난 및 도산, 금융회사 자산건전성 및 자금중개기능 악화, 손실보전과 같은 금융부패의 증가, 자살 및 이혼의 증가로 인한 개인과 가정의 파탄 등 수많은 부작용을 낳는다. 이것이 부동산발 경제위기론의 실체이다. 하지만 우리나라는 미국과 유사하게 경제의 기초여건이 취약한 불황국면에서 부동산과 주식의 거품이 순차적으로 생성·붕괴하는 패턴을 따를 가능성이 있어 부동산과

어떻게 보면 경제의 기초여건이 튼튼하다는 자신감이 오히려 거품에 대한 인식과 대책을 안이하게 만든 것이다.

부동산거품을 막기 위해 정책금리를 인상하거나 넘치는 국내 유동성을 해외 부동산 투자로 돌리는 것 역시 바람직하지만은 않다.

우리나라는 경제의 기초여건이 취약한 불황국면에서 부동산과 주식의 거품이 순차적으로 생성·붕괴하는 패턴을 따를 가능성이 있어 장기 복합불황에 빠질 가능성이 낮을 것으로 예상된다.



주식의 거품이 동시에 생성·붕괴되었던 일본과 달리 금융과 실물이 장기 복합불황에 빠질 가능성이 낮을 것으로 예상된다. 즉, 부동산거품 붕괴가 부동산발 경제위기로 이어질 가능성은 별로 없어 보인다.

한편 우리나라의 은행은 일본과 유사하게 부동산담보 財테크 용자나 유가증권투자 비중이 높은 만큼 거품이 꺼지면 대출채권이 연쇄부실화되고 유가증권평가손이 발생할 가능성이 있다. 따라서 최근 금융당국이 LTV-DTI 규제와 동일차주에 대한 대출건수 규제를 양대 축으로 하여 부동산투기에 쐐기를 박고 금융회사의 건전성 확보에 전력을 기울이는 정책방향을 제시한 것은 비록 다소 늦은 감은 있지만 매우 현명한 결정이라 하겠다. DTI 규제는 소득의 일정 한도(예컨대 40%) 이내로 대출을 줄여 부동산 투기와 거품을 막는 것이 첫 번째 목적이고, 원리금상환 능력을 담보가치가 아닌 실질소득을 기준으로 평가함으로써 부동산거품 붕괴가 대출채권 부실화로 이어지는 것을 막는 것에 두 번째 목적이 있다. 이때 LTV 규제와 DTI 규제를 동시에 적용하는 것은 담보가치의 일정 한도(예컨대 40%) 이내로 대출을 줄이는 LTV 규제만으로는 두 번째 목적을 달성하는 데 한계가 있기 때문이며, 특히 동일차주에 대한 대출건수를 제한하는 것은 부동산담보 財테크 용자의 연쇄부실을 차단하는 데 효과가 있기 때문이다.

최근 금융당국이 LTV-DTI 규제와 동일차주에 대한 대출건수 규제를 양대 축으로 하여 부동산투기에 쐐기를 박고 금융회사의 건전성 확보에 전력을 기울이는 정책방향을 제시한 것은 현명한 결정이라 하겠다.

맺음말 : 거품대책의 본질

흔히들 1997년의 외환위기는 후진국형 금융위기이고, 거품붕괴로 인해 초래되는 위기는 선진국형 금융위기라 한다. 역사적으로도 영국, 미국과 같은 주요 선진국들은 거품붕괴를 경험한 이후에야 금융시스템을 선진화할 수 있었다. 하지만 이는 거품붕괴가 선진화의 필요조건이 됨을 의미하지는 않는다. 즉, 거품붕괴를 경험해야만 비로소 선진국 반열에 오를 수 있다는 말이 아니다. 오히려 역사는 거품붕괴를 경험한 이들 나라의 전철을 밟지 않거나 거품붕괴의 피해를 최소화할 수 있는 능력을 갖추는 것이야말로 진정한 선진



국이 되는 길임을 교훈으로 남긴다.

거품대책의 기본 취지는 거품붕괴의 피해를 최소화하는 데 있고, 이는 시장과 경제를 연착륙(soft-landing)시키는 것과 다르지 않다. 연착륙이 중요한 까닭은 경제의 기초여건이 취약한 불황국면에서 거품이 붕괴할 경우 회복의 모멘텀 역시 작을 수 있기 때문이다. 이와 관련하여 혹자는 각종 규제를 철폐·완화하는 것에서 회복의 모멘텀을 찾아야 한다고 주장하는데, 이는 거품을 만들어 거품이 붕괴되는 것을 막자는 발상에 지나지 않는 것으로서 대단히 위험하다. 다만 거품대책을 수립·실행함에 있어 금융당국과 금융권이 유념해야 할 것은 반대(투기 및 거품)를 잡으려다 초과삼간(실수요 및 경기)을 태우는 우를 범해서는 안 된다는 것이다. 선별(selection)과 미조정(fine-tuning)은 초과삼간이 타들어 가 시장과 경제가 경착륙(hard-landing)하지 않도록 하기 위한 거품대책의 핵심 개념이다. **KIF**

거품대책의 기본 취지는 거품붕괴의 피해를 최소화하는 데 있고, 이는 시장과 경제를 연착륙(soft-landing)시키는 것과 다르지 않다.

선별(selection)과 미조정(fine-tuning)은 초과삼간이 타들어 가 시장과 경제가 경착륙(hard-landing)하지 않도록 하기 위한 거품대책의 핵심 개념이다.