

부동산 버블, 금융위기설, 그리고 정책의 신뢰성*

河 駿 垞 (研究委員, 3705-6348)

현재 불확실성이 지배하는 부동산시장의 향배는 양질의 주택이 가진 희소성이 앞으로도 지속될 것인지, 그리고 부동산 관련 금융긴축 정책이 계속될 것인지의 여부에 달려 있다. 이 문제들은 상당 부분 정부정책에 의해 좌우되는데, 최근 제기되고 있는 부동산발 금융위기설은 정책의 신뢰성에 의문을 가지게 하는 계기가 되고 있다. 즉, 사람들은 정부가 주택가격 하락으로 인한 금융위기 가능성 때문에 주택가격의 하방경직성을 추구할 것이라는 기대를 하게 되는 것이다. 현재 우리나라 금융부문의 건전성을 감안하면 부동산가격이 1~2년 전 수준으로 하락하더라도 그것이 금융위기로 발전할 가능성은 극히 낮다. 그럼에도 불구하고 정부가 금융위기설의 포로가 되어 있다는 관념이 확산됨으로써 정책의 신뢰성을 훼손하는 것이다. 이러한 기대를 불식시키기 위해서는 정책당국이 주택가격이 하락하더라도 그 충격을 해당 부문에 국한시킬 수 있는 컨틴전시 플랜을 세워 충분히 대처할 능력을 보유하고 있다는 것을 보임으로써 위기 가능성에 대한 우려를 해소할 필요가 있다.

2007년초 부동산 시장은 관망세를 보이고 있다. 거래가 극도로 위축되면서 모두 눈치를 보고 있는 형국이다. 이렇게 불확실성이 지속되는 것은 사람들이 아직 부동산시장에 대한 기대를 명확히 형성하지 않았기 때문이다. 과연 부동산가격이 하향안정세로 접어들었는지 아니면 더욱 폭발적인 상승세로 반전할 것인지에 대한 확신이 없기 때문에 기다리는 것이 최선인 상황이 되어 버린 것이다. 여론조사에서뿐만 아니라 주요 경제연구기관들 사이에서조차

*본고의 내용은 집필자의 개인의견으로서 한국금융연구원의 공식견해와는 무관함을 밝혀둡니다.



주택가격에 대한 전망은 크게 엇갈리고 있는 것으로 알려져 있다. 주택가격이 강남지역 주택공급의 희소성을 바탕으로 다시 상승할 것이라는 의견도 있고 정부의 추가조치에 따라 크게 하락할 것이라는 의견도 있다.

부동산 버블, 단순 버블인가 합리적 버블인가

만약 주택시장 버블이 펀더멘털과는 무관한 단순한 버블이라면 조만간 터질 수밖에 없으나 주택시장의 버블이 이른바 합리적 버블이라면 그것은 생각보다 아주 오래 지속될 수 있다.

이러한 의견대립은 주택시장 버블의 성격에 대한 판단과도 관련된다. 만약 주택시장 버블이 펀더멘털과는 무관한 단순한 버블이라면 조만간 터질 수밖에 없다. 그러나 주택시장의 버블이 펀더멘털의 가치상승에 기초한 이른바 ‘합리적 버블(rational bubble)’ 이라면 그것은 상당 기간 지속될 수 있다. 예컨대 펀더멘털의 가치가 상승하면서 동시에 버블이 같은 속도로 커진다면 버블에 투자하는 것이나 펀더멘털에 투자하는 것이나 수익률 면에서는 마찬가지이므로 양자 간에 재정거래(arbitrage) 기회가 사라진다는 의미에서의 합리성을 갖는 것이다. 따라서 버블이 존재하는 것이 확실하다고 해도 그 기초가 되는 펀더멘털 가치의 움직임이 어떠한가에 따라 버블의 지속성은 크게 달라질 수 있다.

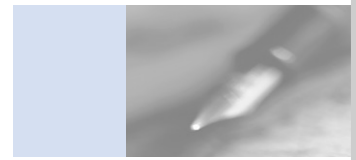
여기서 주택이라는 자산의 펀더멘털은 주택에서 나오는 서비스, 즉 교육, 문화, 교통, 쾌적한 환경 등 주거여건일 것이며, 이러한 주거여건의 희소성이 유지되고 더욱 커질 가능성에 대한 기대야말로 인기지역 주택펀더멘털의 상대가치 상승과 버블의 지속·확대 가능성을 뒷받침해주는 요인일 것이다.

이렇게 본다면 주택시장 버블이 단순 버블인지 합리적 버블인지 여부는 강남을 비롯한 주거여건 우수지역의 질 높은 주택의 희소성이 앞으로도 지속될 것인지의 여부에 달려 있다. 만약 질 높은 주택이 앞으로도 계속 희소할 것이라는 예상이 지배하게 되면 버블은 어떤 충격에 의해 일시적으로 줄어들었다가도 시간이 지나면 다시 부풀어 오르는 패턴을 반복하게 될 것이다. 반면에 질 높은 주택의 희소성이 점차 사라질 것이라는 예상이 지배하게 되면 주택시장의 버블은 축소압력을 받을 것이다.

주택시장 버블이 단순 버블인지 합리적 버블인지 여부는 강남을 비롯한 주거여건 우수지역의 질 높은 주택의 희소성이 앞으로도 지속될 것인지의 여부에 달려 있다.

버블과 금융

어떤 요인에 의해 버블의 불씨가 생기기 시작하면 금융이 이를 뒷받침하는



것이 역사적 경험이다. 버블은 스스로 내생적으로 신용을 창조하기도 한다. 일본의 부동산버블 시기에도 그러했고 1980년대 미국의 저축대부조합이 경쟁적으로 텍사스 지역의 부동산 투기에 돈을 댈 때도 그러했다. 버블의 가능성이 보이는 곳에서는 어김없이 신용창조가 일어나서 버블을 실현시켜 주었던 것이다. 따라서 주택담보대출에 대한 규제나 금리정책도 부동산 버블의 크기와 부푸는 속도에 큰 영향을 주게 된다.

정부정책의 유인적합성과 금융위기설

이상을 종합하면 부동산버블의 지속가능성 여부는 앞으로 질 높은 주택의 희소성이 유지될 것인지 여부, 그리고 버블을 억제하는 금융정책이 지속될 것인지 여부에 주로 달려 있다.

그런데 정부는 주택공급을 확대하고 주택담보대출에 대한 건전성 규제를 강화하겠다고 밝히고 있다. 정부의 방침대로라면 버블은 축소되고 부동산가격이 하향안정화되는 것이 마땅하다. 그럼에도 불구하고 부동산시장이 아직도 관망세를 유지하고 있는 이유는 무엇인가. 그것은 많은 사람들이 그러한 정책이 지속될 것이라고 믿지 않기 때문이다. 정책에 대한 신뢰는 정부정책의 유인적합성(incentive compatibility)과 밀접한 관련이 있다.

유인적합성은 정부가 정말로 부동산가격을 하향안정화시킬 유인이 있는지의 문제이다. 우선 질 높은 주택의 희소성과 관련해서는 적어도 주택가격의 상승을 예상하는 사람들 사이에서는 정부가 강남 등 선호지역 주택의 희소성을 약화시키지 않을 것이라는 확고한 믿음이 있다고 해도 과언이 아니다. 이들은 선호지역에 거주하는 상당수 정책결정자들의 이해관계를 그 근거로 제시한다. 또 정부의 공급확대 정책이 가급적 선호지역을 비껴가는 방향으로 추진되어 온 것도 이러한 믿음과 관련이 있는 것으로 보인다. 정부가 선호지역의 희소성을 유지해 왔고 앞으로도 그럴 것이라는 논리는 물론 자의적이고 과장된 것이겠지만 정부가 버블이 꺼지는 것보다는 현상유지를 바랄 것이라는 믿음이 상존하는 것이 현실이다.

사실 시장으로 하여금 주택가격 하향안정화에 대한 정부의 진정성을 의심하게 하는 더욱 중요한 요인이 바로 금융위기설이다. 최근 제기되고 있는 부동산발 금융위기설에서는 주택가격의 경착륙이 발생할 경우 가계부채 위기가

부동산버블의 지속가능성 여부는 앞으로 질 높은 주택의 희소성이 유지될 것인지 여부, 그리고 버블을 억제하는 금융정책이 지속될 것인지 여부에 주로 달려 있으며 이러한 정책의 신뢰성은 정부정책의 유인적합성에 달려 있다.



주택가격 하향안정화에 대한 정부의 진정성을 믿지 못하게 하는 중요한 요인이 바로 금융위기설인데, 사람들은 정부가 부동산발 금융위기 가능성 때문에 부동산 가격의 하락을 꺼릴 것이라는 기대를 하게 되는 것으로 보인다.

외환위기 이후 국내 은행들의 자본충실도가 크게 개선되었기 때문에 주택가격이 1년 전 또는 2년 전 수준으로 되돌아간다고 해도 그것이 금융위기를 초래할 가능성은 극히 낮다.

만에 하나 주택가격이 폭락하더라도 정부가 충격을 부동산시장 내부에만 국한시킬 수 있어야 하고 그러한 능력을 시장이 믿어준다면 정부는 금융위기설의 포로상태에서 벗어날 수 있을 것이다.

발생하고 그것이 금융위기와 경제위기로 이어질 것이라고 보고 있다. 사람들은 정부가 이러한 논리를 무시하지 못할 것이기 때문에 사실상 부동산 가격의 하락을 꺼릴 것이라는 기대를 하게 되는 것으로 보인다.

이러한 기대가 형성된 것은 지난 몇 년 간 경기부진 속에서 주택가격에 하방경직성이 나타났다는 사실을 보면 어느 정도 이해할 수 있다. 경기침체가 우려되는 상황에서 정부가 정말로 부동산가격 하락을 원하지는 않을 것이라는 믿음이 부동산 정책의 신뢰성에 제약요인으로 작용하고 있는 것이다.

금융위기의 가능성

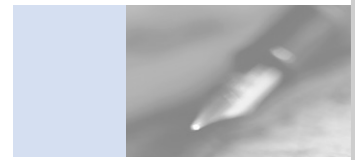
사실 부동산발 금융위기의 가능성은 그리 크지 않다. 외환위기 이후 국내 은행들의 자본충실도는 크게 개선되었고 여신심사기준 강화, 보수적 자금운용 등으로 부실여신비율도 지속적으로 하락했다. 저축은행권 역시 은행권보다는 충격흡수 능력이 취약하지만 자본충실도가 크게 개선된 것이 사실이다. 따라서 주택가격이 1년 전 또는 2년 전 수준으로 되돌아간다고 해도 그것이 금융위기를 초래할 가능성은 극히 낮다.

그럼에도 불구하고 정부가 부동산발 금융위기설의 포로가 될 것이라는 믿음이 힘을 얻는 것은, 만에 하나 부동산가격이 경착륙했을 때 정부가 적절히 대응하기 곤란할 것이며 그러한 일이 벌어질 수 있는 희박한 가능성조차도 회피하는 것이 정부의 유인적합성에 맞는 것이라고 시장참가자들이 판단하기 때문이다. 이러한 관점에 따르면 주택가격이 사실상 하방경직성을 갖는 것은 당연하며 부동산불패의 신화는 계속될 수 있는 것이다.

금융위기설의 포로가 되지 않으려면

따라서 정부가 정책의 신뢰성을 얻기 위해서는 스스로 금융위기설의 포로가 되지 않아야 한다. 그리고 이를 위해서는 금융위기를 포함한 모든 가능성에 대해 적절히 대처할 준비가 되어 있음을 시장이 믿게 해야 한다.

만에 하나 주택가격이 폭락하더라도 정부가 그 충격을 부동산시장 내부에만 국한시킴으로써 충격이 금융위기로 연결되지 않도록 할 수 있어야 하고 그러한 능력을 시장이 믿어준다면 정부는 금융위기설의 포로상태에서 벗어날



수 있을 것이다.

역사적으로 버블은 자본주의 경제에서 끊임없이 발생했고 버블의 붕괴는 금융위기로 연결되곤 했다. 그러나 이 과정에서 정책당국의 대응방식도 많이 진화해서 버블붕괴의 충격을 해당 시장에만 국한시키고 금융위기로 전이되지 않도록 할 수 있는 다양한 수단들이 개발되었다. 그 하나의 예가 최종대부자(lender of last resort) 기능이다.

최종대부자 기능은 금융위기시 유동성을 충분히 공급해서 일시적인 유동성 부족으로 인한 위기의 확산을 방지하는 기능이다. 다만 이 기능은 무원칙한 유동성 공급이 아니라 도덕적 해이 방지장치가 수반된 시장안정 장치라는 데 주의할 필요가 있다. 최종대부자 이론의 선구자인 Bagehot이 제시한 “(금융위기시) 높은 이자율로 자유로이 대부해준다”(lend freely at a high rate)는 원칙을 참고해서 관련 정책당국들이 컨틴전시 플랜(contingency plan)을 세우는 것도 검토해볼 만하다.

당국이 모든 가능성에 대해서 철저히 대비가 되어 있다는 믿음을 시장에 주게 되면, 그 자체로서 금융위기의 우려를 해소하는 효과가 있을 것이다. **KIF**