

第2章 不動産市場 안정을 위한 政策 對應

金東煥

1. 서론

최근 각종 분양시장 규제, 주택담보대출비율(LTV) 및 총부채상환비율(DTI) 규제, 부동산 보유·양도세 등을 도입, 강화하고 있음에도 불구하고 주택가격이 좀처럼 꺾이지 않자 부동산 거품론 및 붕괴론, 부동산발 경제위기론이 고개를 들고 있다. 총량적 거시지표로 나타나는 가계대출 연체율, 금융기관 손실대응능력 등을 살펴보면, 현재의 상황에서 주택담보대출 증가가 금융기관의 부실로 직접 연결될 가능성은 낮을 것으로 판단된다. 하지만 금융권 전반에 걸쳐 신용공여가 급증하는 가운데 거시경제에 외부충격이 발생할 경우에는 금융시스템의 위기로 연결될 뿐만 아니라 순차적으로 실물경제 침체를 확대하는 악순환으로 이어질 가능성을 배제할 수 없다. 본고에서는 주요국 사례를 기초로 하여 최근의 부동산가격 상승의 원인과 대책에 관해 논의한다.

2. 부동산가격 상승의 원인

전통적으로 부동산은 경제력 또는 富의 증대를 위한 자산형성(이하 財테크)의 수단이 되어 왔다. 이러한 현상은 금융자산 축적이 낮은 우리나라의 경우 더욱 두드러지게 나타나고 있는데(〈표 Ⅲ-1〉 참조), 최근의 부동산가격 상승은 가계와 기업의 財테크 수요가 부동산과 같은 비금융자산에 쏠리게 된 데에 직접적으로 기인한다. 그런데 이러한 쏠림현상을 부추기는 데에는 적어도 다음과 같은 3가지 간접적인 원인, 즉 부동산을 담보로 하는 財테크 용자, 부동산을 대체할 財테크 수단의 부족, 과잉유동성의 문제가 있다.

〈표 III-1〉 주요국 가계자산 구성

(단위 : %)

	미 국 (2000)	영 국 (2000)	일 본 (2000)	한 국 (1997)
비금융 자산	31.6	41.3	46.8	73.0
금 용 자산	68.4	58.7	53.2	27.0

자료 : 한국은행, 「일본 가계의 자산보유 행태 변화와 시사점」, 『해외경제정보』 제2007-4호, 2007.

첫째, 통상적인 담보대출은 현재의 자산을 담보로 하여 부채를 일으키는 것임에 비해, 부동산을 담보로 하는 財테크 용자는 장래 부동산 획득을 전제로 부채를 일으켜 부동산을 구입하고, 동 자산을 담보로 또 다른 부채를 일으키는 등의 과정이 연속적으로 진행되는 것을 의미한다. 따라서 부동산을 담보로 하는 財테크 용자는 부동산가격의 연쇄상승을 조장하는 동시에 가격이 급락할 경우 부동산담보의 연쇄 부실을 동반하는 문제가 있다.

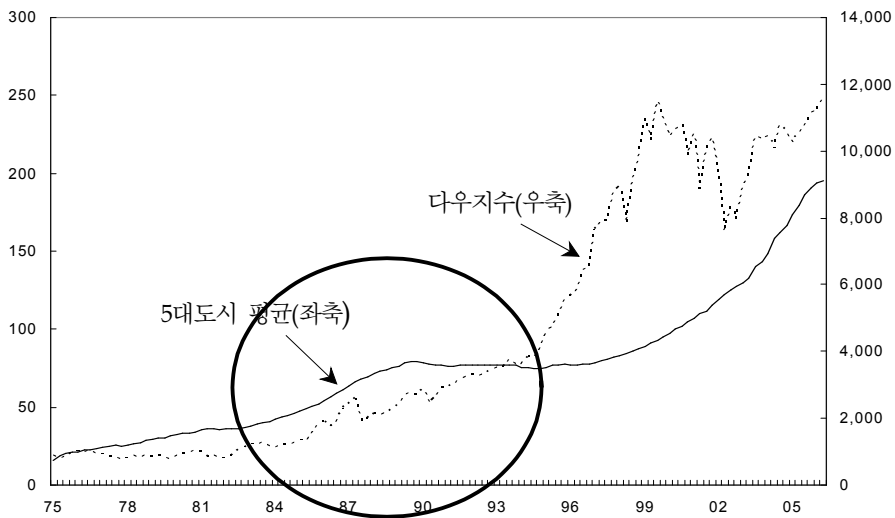
둘째, 기업의 설비투자나 매출이 저조한 수준에 머물러 있을 경우 주식이나 채권은 財테크 수단으로서 매력이 없어지게 된다. 한편, 우량기업들이 안정주주를 확보하거나 희석화(dilution)를 방지하기 위해 신주발행에 소극적일 경우, 자사주 매입, 계열사간 우호지분 보유, 우회증자 등을 늘일 경우에는 투자할 주식물량 자체가 부족해진다. 이처럼 주식, 채권 등 부동산을 대체할 財테크 수단이 질적으로나 양적으로 부족할 경우 財테크 수요는 부동산으로 몰리게 된다.

셋째, 과잉유동성 문제는 부동산가격 상승을 유발하는 대표적 원인이 된다. 예컨대, 2000년대초 미국의 연준(FRB)은 IT거품 붕괴로 인한 경기침체를 막기 위해 정책금리를 지속적으로 인하하였고, 그 결과 과잉공급된 유동성이 부동산시장으로 유입되면서 부동산거품을 조장하였다. 일본 역시 1985년 플라자합의 이후 엔고불황을 타개하기 위해 공정할인율을 지속적으로 인하한 바 있는데, 그 과정에서 과잉공급된 유동성은 일본의 부동산시장과 주식시장을 동시에 과열시킴은 물론 아시아-태평양 주요국의 부동산시장이나 주식시장으로 대거 유입된 바 있다.

3. 주요국의 부동산 대책

'80년대 후반의 미국은 부동산을 대체할 매력적인 財테크 수단으로서 주식과 채권의 위상을 확립함으로써 부동산 대책에 성공한 대표적인 사례이다. 즉, 부동산시장이 과열되었던 '80년대 후반의 미국은 정책금리 인하→수신금리 인하를 통해 부동산으로 몰리던 단기성 예수금을 뮤추얼펀드 등으로 유도하여 주식, 채권시장을 회복시키고 부동산시장을 진정시켰던 것이다(〈그림 Ⅲ-1〉 참조). 물론 당시 정책금리 인하에도 불구하고 부동산시장이 진정될 수 있었던 것은 전통산업이 불황의 늪에서 허덕이는 등 경제의 기초여건이 취약한 가운데 부동산가격을 유지·상승시킬 만한 모멘텀이 부족하였기 때문이다. 또한, 최근 몇 년간 10% 이상의 높은 부동산 가격 상승률을 시현하고 있는 미국·영국·호주는 선제적이고 점진적인 금리조정을 통해 부동산시장의 연착륙을 이끌 수 있을 것으로 기대된다(〈표 Ⅲ-2〉 참조).

〈그림 Ⅲ-1〉 미국의 지가·주가지수 추이



주 : 지가지수는 미국의 5대도시 평균값이며, 2000년=100을 기준으로 하고 있음. 5대도시는 뉴욕, 로스앤젤레스, 보스턴, 필라델피아, 시카고

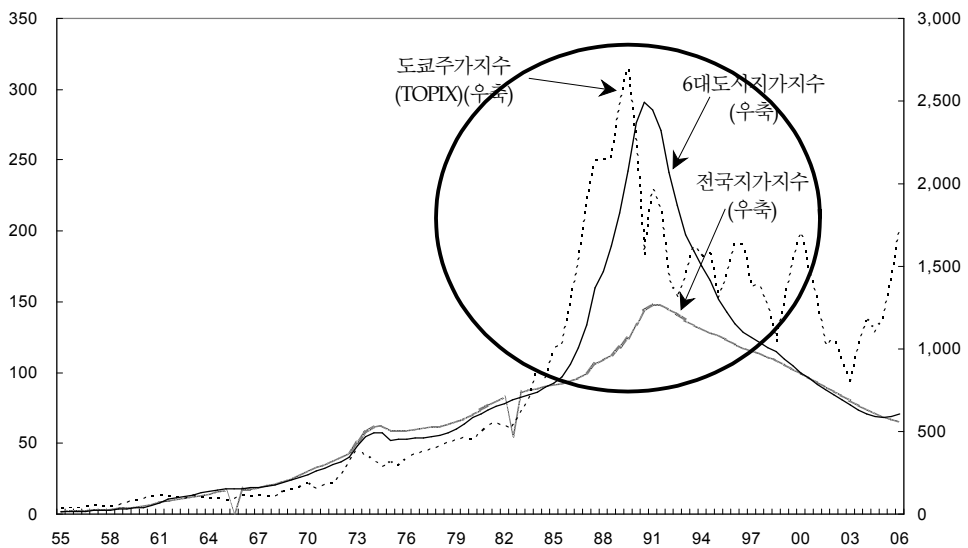
자료 : The Office of Federal Housing Enterprise Oversight (OFHEO), Datastream.

〈표 Ⅲ-2〉 최근 3개국 정책금리 인상과 부동산가격 상승률

국 가	시 기	정책금리 인상폭	부동산가격 상승률 변화
영 국	2003년 ~ 2006년	3.5% → 5.0%	16.5% → 7.1%
미 국	2004년 ~ 2006년	1.25% → 5.25%	13.2% → 10.0%
호 주	2003년 ~ 2006년	4.75% → 6.25%	17.6% → 9.5%

한편, '80년대말 일본은 급작스런 거시정책(정책금리 인상)과 미시정책(대출총량 규제)으로 부동산대책에 실패한 대표적인 사례이다(〈그림 Ⅲ-2〉 참조). 즉, 급작스런 미시·거시정책 조합은 부동산거품과 주식거품을 동시에 붕괴시켜 금융회사와 기업 모두에게 타격을 주고, 일본경제를 “잃어버린 10년”이란 장기불황에 빠뜨리게 된 것이다. 특히 당시 정책금리 인상은 부동산을 담보로 한財테크 용자와 유가증권투자 비중이 높았던 은행과 기업에 커다란 타격을 주었다. 그럼에도 불구하고

〈그림 Ⅲ-2〉 일본의 지가·주가지수 추이



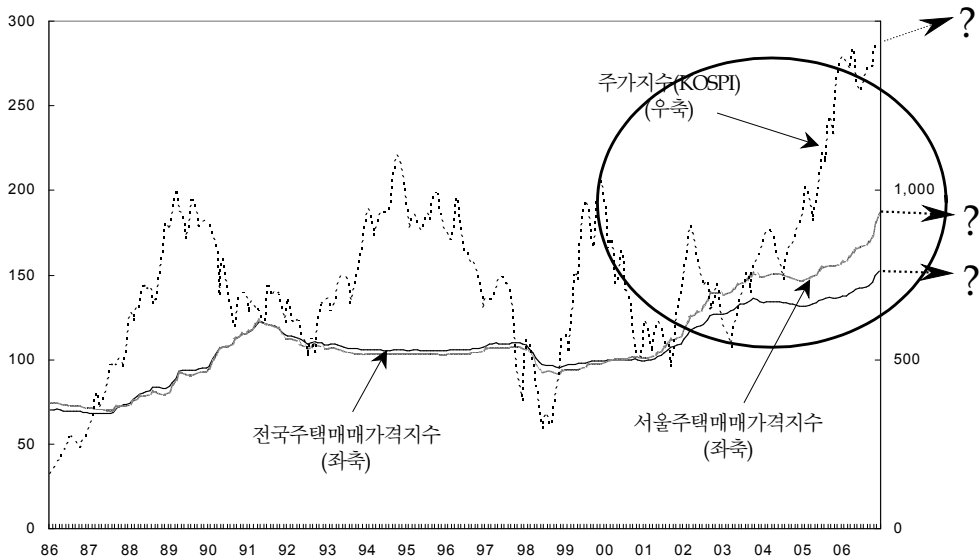
주 : 지가지수는 2000년 3월=100
 자료 : 일본 부동산연구소, Datastream.

일본이 정책금리 인상이란 극약처방을 내린 것은 경제가 활황국면에 놓여있는 가운데 기업과 가계의 부동산 및 주식에 대한 투기적 수요가 식을 기미가 없었기 때문이다. 경제의 기초여건이 튼튼하다는 자신감이 오히려 거품에 대한 인식과 대책을 안이하게 만든 격이다.

4. 부동산발 경제위기로론 및 부동산 대책 평가

향후 우리나라에서 부동산가격의 하락이 개인소비와 기업투자의 급격한 위축, 개인파산 및 기업도산의 급격한 증가와 같은 경제위기로 이어질 가능성은 낮을 것으로 보인다. 왜냐하면 일본은 경기활황 국면에서 부동산과 주식의 가격이 동시에 급등하였다가 급락하였던 반면, 우리나라는 미국과 유사하게 경기침체 국면에서 부동산과 주식의 거품이 순차적으로 생성·붕괴하는 패턴을 따를 가능성이 있기 때문

〈그림 III-3〉 우리나라의 지가·주가지수 추이



주 : 지가지수는 2000년 3월=100

자료 : 국민은행, Datastream.

이다(〈그림 Ⅲ-3〉 참조). 즉, 일본과 같이 경제의 기초여건이 튼튼한 가운데 부동산가격이 급등·급락할 경우에는 富의 효과(wealth effect)로 인해 경기의 상승폭과 하락폭이 깊어지는 만큼 그 부작용 또한 증폭될 수 있는 반면, 우리나라와 같이 경제의 기초여건이 취약한 가운데 부동산가격이 등락할 경우에는 경기의 상승폭과 하락폭이 얇아 부동산가격 급락에 따른 충격의 정도도 제한된 범위에 머물 수 있을 것이다.

최근 금융당국이 LTV-DTI 규제 및 동일차주에 대한 대출건수 규제를 통해 부동산투기에 쉼표를 박고, 금융회사의 건전성 확보에 전력을 기울이는 정책방향을 제시한 것은 매우 적절한 결정이라 할 수 있다. 왜냐하면 우리나라의 은행은 일본과 유사하게 부동산담보 財테크 용자나 유가증권투자 비중이 높은 만큼 거품이 꺼지면 대출채권이 연쇄부실화되고 유가증권평가손이 발생할 가능성이 있기 때문이다. 참고로 DTI 규제의 목적은 소득의 일정 한도 이내로 대출을 줄여 부동산 투기와 거품을 막는 것이 첫 번째이고, 원리금상환 능력을 담보가치가 아닌 실질소득에 둬으로써 부동산거품 붕괴가 대출채권 부실화로 이어지는 것을 막는 것이 두 번째이다. 이때 LTV 규제와 DTI 규제를 동시에 사용해야 하는 까닭은 담보가치의 일정 한도 이내로 대출을 줄이라는 LTV 규제만으로는 DTI 규제의 두 번째 목적을 달성하는 데 한계가 있기 때문이다. 특히 동일차주에 대한 대출건수를 제한해야 하는 까닭은 부동산담보 財테크 용자의 연쇄부실을 차단하는 데 효과가 있기 때문이다.

또한, 최근 한국은행은 정책금리 대신 지급준비율을 인상한 바 있는데, 이는 소비, 투자 등 거시경제에 미치는 부작용을 최소화하기 위한 결정이라 할 수 있다. 왜냐하면 콜금리와 같은 정책금리의 인상은 전반적인 대출금리 인상으로 연결되어 부동산 투기수요를 잠재움은 물론 건전한 소비와 투자까지 위축시킬 수 있는 반면, 지급준비율 인상은 시중에 과잉공급된 유동성을 흡수하되 대출금리 인상을 가능한 한 억제하여 소비와 투자에 미치는 악영향을 최소화하는 데 목적이 있기 때문이다. 다만, 지급준비율 인상은 은행의 자금가용도를 억제하는 대신 제2금융권으로 대출수요가 몰리는 풍선효과를 차단하기 곤란한데, 이와 같은 부작용을 방지하기 위해서

는 LTV-DTI 규제와 동일차주에 대한 대출건수 규제를 제2금융권으로 확대할 필요 있다고 하겠다.

5. 맺음말

대개 후진국형 금융위기는 1997년 외환위기와 같은 통화위기에 의해 촉발되고, 선진국형 금융위기는 거품붕괴로 인해 촉발된다고 한다. 그도 그럴 것이 역사적으로도 영국, 미국과 같은 주요 선진국들은 부동산거품 붕괴를 경험한 이후에야 금융시스템을 선진화할 수 있었기 때문이다. 하지만 이는 부동산거품 붕괴가 금융선진화의 필요조건이 됨을 의미하지는 않는다. 오히려 역사는 거품붕괴를 경험한 이들 나라의 전철을 밟지 않거나 거품붕괴의 피해를 최소화할 수 있는 능력을 갖추는 것이야말로 진정한 선진국이 되는 길임을 교훈으로 남긴다. 따라서 부동산 대책의 기본 취지는 부동산가격 급락의 피해를 최소화하여 시장과 경제를 연착륙(soft-landing) 시키는 데에 있어야 한다. 특히 우리나라에서 연착륙이 중요한 까닭은 경제의 기초 여건이 취약한 경기침체 국면에서 부동산가격이 급락할 경우 회복의 모멘텀 역시 작을 수 있기 때문이다.

'90년대 일본은 정책금리를 인상하는 등 거시정책을 사용하는 동시에 대출총량규제와 같은 미시정책까지 총동원하여 빈대(투기 및 거품)와 초가삼간(실수요 및 경기)을 모두 태우는 우를 범한 바 있다. 우리나라가 '90년대 일본의 전철을 밟지 않기 위해서는 선별(selection)과 미조정(fine-tuning)이란 미시정책에 중점을 두고 동정책효과를 예의주시하면서 필요 시 거시정책을 보조적 수단으로 사용할 필요가 있다. 이 때 선별과 미조정은 경기하강 국면에서 초가삼간이 타들어 가는 것을 막고 시장과 경제가 경착륙(hard-landing)하지 않도록 하기 위한 거품대책의 핵심 개념 인바, LTV-DTI 규제, 동일차주에 대한 대출건수 규제, 지준율 인상 등은 정책금리 인상과 달리 규제대상을 특정 영역으로 선별하고, 규제의 폭을 미조정하는 것으로 상기 거품대책의 핵심적인 내용을 포괄하고 있다고 해도 과언이 아니다.