

건설산업동향

# 부동산가격 버블의 형성과 붕괴에 관한 해외사례 분석

권오현·정재호·안상경

2005. 7. 5

·부동산가격 버블의 형성과 붕괴 .....	3
·해외 부동산가격 버블 사례 .....	8
·최근 외국의 주택가격 급등 추세와 이에 대한 해석들 .....	10
·해외 사례를 통해 본 시사점 .....	18

## 요 약

- ▶ 지난 수년 동안 우리나라뿐만 아니라 미국, 영국 등 여러 나라에서 주택 가격이 급등하면서, 주택 가격 버블 붕괴 가능성에 대한 우려와 함께 과거 버블의 형성과 붕괴 사례에 대한 관심이 커짐.
- ▶ 버블은 개념적으로는 간단하지만, 자산의 정확한 내재가치를 평가한다는 것이 현실적으로 매우 어려워, 그 존재 유무를 판정하는 것은 용이하지 않음.
- ▶ 부동산시장의 불완전성으로 다른 재화시장에 비해 가격 변동폭이 크고 버블 붕괴가 빈발하는 것으로 나타남.
  - IMF가 1959년부터 2002년까지 44년간 19개국의 자산 가격 데이터를 분석한 결과, 평균 13년에 한 번씩 가격 폭락 현상이 나타남.
  - 1970년부터 OECD 15개국의 자산시장을 조사한 결과, 주식시장은 24번의 붐 가운데 4번의 가격 폭락이 발생하여 경험적 버블 붕괴 확률이 17%에 이른 데 반해, 부동산시장은 20번의 붐 가운데 11번의 붕괴가 발생함으로써 경험적 확률은 55%에 달함.
- ▶ 1970년부터 2002년까지 자산 가격 변화 데이터를 분석한 결과, 일반적인 경기 국면에 있어 저점에서 정점 또는 정점에서 저점까지 소요된 기간은 대략 1~3년 정도 소요된 데 반해, boom-bust 국면에서는 대략 5~7년 정도로 확대되는 것으로 나타남.
- ▶ 최근 미국, 영국 등 많은 나라들에서 연간 주택가격 상승률이 10%를 상회하는 과열 양상을 보이고 있음.
  - 세계적으로 주택 가격이 크게 상승하게 된 배경은 이자율 인하, 경기회복에 의한 소득 증가, 주택금융의 발달, 자본이득에 대한 기대 상승 등이 크게 작용한 것으로 분석되고 있음.
- ▶ 우리나라 주택가격 상승률은 논란이 되고 있는 주요 국가에 비해서는 상대적으로 안정적인 수준이지만, 추가적인 투기가 발생하지 않도록 하기 위해서는 직접규제에 의한 접근보다는 시장에 대한 신뢰회복과 그에 따른 공급 탄력성의 확대가 바람직할 것으로 판단됨.
  - 정확한 시장정보를 제공하는 정보 인프라의 구축과 함께, 공급 탄력성을 높여 균형 상태를 조속히 회복할 수 있도록 하는 것이 추가적 투기 확산을 막는 첩경일 것으로 판단됨.

## ■ 부동산가격 버블의 형성과 붕괴

### 버블의 존재

- 부동산시장은 내재적 특성으로 다른 시장에 비해 경기 변동 폭이 큼.
  - 경기 상승 국면에서는 합리적인 수준 이상으로 부동산 가격이 상승하면서 버블(bubble)을 발생시키고, 경기 하강 국면에서는 과도한 가격폭락(bust)을 초래하는 경우가 상대적으로 빈발
- 버블 또는 거품에 대한 엄밀한 이론적 정의는 없으나, 다음과 같이 다양한 의미로 사용되고 있음<sup>1)</sup>.
  - 미래 가격이 상승할 것이라는 대중적 기대가 확산되면서 가격 인상이 촉발되는 현상
  - 추세 변화를 이탈한 자산 가격 상승
  - 내재 가치를 초과한 자산 가격
  - 일정 기간 동안 자산 가격이 상승하다가 폭락하는 현상
  - 가격 상승이 추가적인 상승 기대를 낳으면서 가격 상승이 지속되는 것
- 자산시장이 효율적으로 작동하고 시장에 참여하는 주체들이 합리적일 경우, 이론적으로는 시장 가격과 내재 가격의 갭이 지속될 수는 없고, 버블은 자연 소멸하게 됨<sup>2)</sup>.
  - 이처럼 경제 주체의 합리적 행동과 가격이 메커니즘에 의한 합리적 가격 결정을 신봉하는 경제학자들은 버블의 존재를 부정하는 입장을 취함.
- 그러나, 합리적인 경제 주체와 효율적인 가격 기구를 전제하더라도 당분간 가격 상승이 지속될 것이라는 기대가 있을 경우, 다소의 위험을 감수하면서 투기적 거래를 하기 때문에 일정 기간 동안 버블이 존재할 수 있다는 견해가 있음<sup>3)</sup>.

1) 野口悠紀雄, *버블의 경제학*, 日本經濟新聞社, 1993.

2) Eugene, F. Fama, "Efficient Capital Markets : A Review of Theory and Empirical Work", *Journal of Finance*, 1970. 5.  
Robert P. Flood, Garber Peter M., " Market Fundamentals Versus Price Level Bubbles : The First Tests" *Journal of Political Economy*, 1980. 8.

D.Stone and W. Ziembra, "Land and Stock Prices in Japan", *Journal of Economic Perspective* 7, 1993.

Y. Kanemoto, "The Housing Question in Japan", *Regional Science and Urban Economics* 27, 1997.

- 일정 기간 동안 자산가격이 상승하면 이러한 현상이 지속될 것이라는 추가 가격 상승에 대한 기대를 낳고, 이러한 기대가 시장 참가자 사이에 확산되면서 자본이득을 목적으로 하는 투기적 수요가 증가하고, 그 결과 시장가격이 상승하여 당초의 가격 상승 기대가 현실화되는 자기 실현적 예언(self-fulfilling prophecy)이 반복되면서 버블이 커질 수 있음.
- 초기의 가격 상승은 내재적 가치 변화에 의한 것이지만, 비탄력적인 택지 공급 등으로 말미암아 자산 가격을 장기 균형 수준 이상으로 상승하게 하고, 이것이 투기적 수요를 촉발하는 기폭제 역할을 하면서 버블이 발생<sup>4)</sup>
- 부동산시장에서는 상품이 이질적이며, 거래 비용이 크고, 상품에 대한 시장 정보가 불완전하며, 공급이 비탄력적으로 이루어짐에 따라 신속한 가격 조정이 어려워 버블이 커지고, 오래 지속되는 경향이 있음.

### 버블의 측정

- 버블의 개념은 직관적으로는 간단하지만 실제로 그 존재 여부를 파악하는 것은 매우 어려움.
  - 가격이 상승했을 경우, 이것이 버블 때문인지 아니면 내재적 가치 증가에 의한 것인지를 구별하기가 용이하지 않음.
  - 만약 내재적 가치 증가에 의한 것이라면 가격 상승은 자원의 효율적 배분을 위해서 바람직한 것으로 해석할 수 있음.
- 내재 가치를 알기 위해서는 수십년 이후의 미래의 예상 수익과 할인율 등을 알아야 하지만, 이를 정확히 측정한다는 것은 현실적으로 어려움.
  - 버블의 존재에 대한 최종 판정은 사후적으로만 가능하고, 분석 기간을 어떻게 설정하느냐에 따라서도 결과가 달라짐<sup>5)</sup>.

<sup>3)</sup> Oliver J. Blanchard, Watson Mark W., "Bubbles Rational Expectations, and Financial Markets", in Wachtel, Paul ed., Crises in the Economic and Financial Structure, Lexington : D.C. Heath and Co., 1982.

<sup>4)</sup> S. Malpezzi and S. Wachter, "The Role of Speculation in Real Estate Cycles", Working Paper, University of Wisconsin, 2002.

<sup>5)</sup> 김봉한, 부동산가격 버블의 존재 검정 : 상태전환회귀식의 활용, 주택연구 제12권 1호, 2004. 5.

- 따라서 자산가격에 버블이 존재하는지 여부 또는 그 크기를 가늠할 수 없다는 견해가 있음<sup>6)</sup>
  - 미국 FRB의 이사인 Bernake는 FRB가 버블을 식별할 능력이 없음을 인정<sup>7)</sup>
  - Flood and Hodrick은 계량경제학적 분석방법으로는 버블의 존재를 판단하지 못한다고 주장<sup>8)</sup>
  - Sachs 등은 일본의 토지 가격이 오랫동안 높은 수준을 유지한 것은 버블로 설명할 수 없고, 시장 수급 요인에 의한 결과라고 주장<sup>9)</sup>
- 이러한 문제점에도 불구하고 버블의 존재 또는 그 크기를 파악하는 여러 가지 방법론이 개발되었음.
- 버블의 존재 여부에 대한 식별은 버블이 발생하면 가격 변동폭이 커진다는 사실에 착안한 분산분석 방법이 있음.
  - 이러한 방법은 회귀식을 통해 내재 가격을 추정하기 때문에 정확한 식별에는 한계가 있고, 모형 설정에 따라 결과가 달라질 수 있음.
- 이자율도 주택 가격에 많은 영향을 미치는 거시경제 변수이지만, 이자율은 같은 나라 안에서는 지역과 상관없이 같기 때문에, 지역별로 버블 생성에 차이가 나는 것을 설명할 수 없음.
- IMF는 버블을 식별하거나 설명하지 않고 자산 가격의 변동에 대한 과거 추세를 분석하여, 경기 정점과 저점을 식별하고, 정점에서 다음 정점<sup>10)</sup>까지의 자산 가격 상승률이 과거 상승률 분포에서 상위 25% 이내에 속해 있을 경우 boom으로 규정하고, 정점에서 저점까지의 가격 하락률이 과거 하락률 분포의 25% 범위 내에 있을 경우를 bust로 정의함<sup>11)</sup>.

6) Robert P. Flood and Robert J. Hodrick "On testing for speculative bubbles", Journal of Economic Perspective 4, 1990.

7) Bernake, Ben., "Remarks before the New York Chapter of the National Association for Business Economics", 2002. 10, 15.

8) Robert P. Flood and Robert J. Hodrick, 전계 논문

9) Boone P. and J. Sachs, "Is Tokyo worth four trillion dollars? An explanation for high japanese land price, mimeo, 1982.

10) 저점에서 정점까지의 상승률을 기준으로 하는 대신 정점에서 다음 정점까지의 상승률을 기준으로 하는 것은 전자의 경우 앞서 발생한 Bust에 영향을 받을 수 있기 때문임.

11) IMF, "When Bubbles Burst", in 2003 World Economic Outlook.

- 이처럼 일정한 기준을 정해 놓고 boom 또는 bust로 규정하는 통계적 방법은 경제학 이론에 입각한 것은 아니며, 또한 인과관계를 설명하지도 못함.
- 일정 기간 동안의 소득 대비 주택 가격 비율 또는 임대료에 대한 매매 가격 비율이 장기 평균치보다 상회 여부를 기준으로 버블을 판정하는 방식이 있음<sup>12)</sup>.
  - PIR 변화가 매우 적을 경우에는 가격 수준이 조금만 상승해도 버블로 판정받을 수 있는 문제가 있음.
- 만약 시장 가격이 내재 가격보다 높다고 하더라도 이것이 얼마나 오랫동안 지속되어야 버블이 존재한다고 할 것인지 분명하지 않음.
  - 내구 연한이 매우 긴 주택의 경우, 향후 예상되는 모든 수익을 고려한다면 어떠한 가격도 합리화될 수 있고, 버블의 존재 여부는 그 때 가봐야 알 수 있음.

### 부동산 가격의 불안정성

- 대부분의 주택 구입자들은 주택 구입시 자본 이득을 중시하며, 주택 가격이 상승할 것이라는 소문이 구입 결정에 많은 영향을 미치는 것으로 조사됨<sup>13)</sup>.
  - 자본 이득이 주택 구입 여부를 결정하는 중요한 요인이거나 부분적인 고려사항이라는 응답자는 90~93%에 달하는 반면, 전혀 고려하지 않았다는 응답은 7~10%에 불과<sup>14)</sup>
- 주택 매매는 거래 비용이 크고, 전문 투자가의 참여가 어려우며, 매매 당사자가 거래 경험이 적어 소문 등에 과잉 반응을 하기 쉽다는 등의 이유로 가격 변동 폭이 큼.

<sup>12)</sup> Michael Youngblood, "Is There a bubble in Housing? New Evidence from 210 Housing Markets", GMAC RFC Securities, 2003, 3.

Edward E. Leamer, "Bubble Trouble? -Your Home Has a PER Too, UCLA Anderson Forecast. June 2002; Nation 1.1-1.11.

<sup>13)</sup> Karl E. Case and Robert J. Shiller, "The Behavior of Home Buyers in Boom and Post-Boom Markets", New England Economic Review, Nov-Dec., 1988.

<sup>14)</sup> 자본이득을 목적으로 하는 것을 가수요라고 한다면 대부분의 주택 구입자들은 가수요자로 분류될 수 있음을 암시. 따라서 투 기억제 대책의 기준으로 가수요자와 실수요자를 제도적인 기준에 따라 나누려는 것은 한계가 있음을 나타냄.

- IMF가 1959년부터 2002년까지 44년간 19개국의 자산 가격 데이터를 분석한 결과에 따르면, 평균 13년에 한 번씩 가격 폭락 현상이 나타나는데 국가에 따라 상당한 편차를 보임<sup>15)</sup>.
- 자산 가격의 버블 붕괴는 것은 주식시장의 경우보다 부동산시장에서 빈발
  - 1970년부터 OECD 15개국을 조사한 결과, 주식시장은 24번의 붐 가운데 4번의 가격 폭락이 발생하여 경험적 버블 붕괴 확률이 17%에 이른데 반해, 부동산시장은 20번의 붐 가운데 11번의 붕괴가 발생 경험적 확률은 55%에 달함<sup>16)</sup>.
  - 자산 가격 버블이 붕괴되면서 1990년대 일본의 경우처럼 금융 위기를 불러오는 사례가 많았으며, 자산 가격의 버블이 붕괴된 이후에는 GDP 갭이 확대되고 신용이 악화되는 등 거시 경제에 심각한 악영향을 미친 경우가 많았음.

### 부동산 버블 붕괴시 금융시장과의 연결고리

- 자산 가격의 급격한 하락은 다음과 같은 과정을 통해 금융 부문의 동반 부실을 초래하는 경우가 많음.
  - 미래에 발생할 자산 수익에 대한 기대에 부정적인 영향을 미치는 외부적인 충격이 발생하면 자산 가격은 버블은 꺼지기 시작
  - 가계는 부의 효과(wealth effect)에 따라 소비 지출을 줄이고, 기업은 보유 자산의 가치가 하락
  - 수요 감소에 의한 상품 가격 하락으로 적자 기업 증가 및 담보자산 가치의 하락 등으로 채무 불이행 사태가 확산
  - 금융기관은 대출 손실이 발생하고, 자본이 잠식됨.
  - 금융기관은 리스크 회피 및 자본 잠식에 의한 대출 여력 감소 등으로 신규 대출 제한 및 대출 연장 거부 등의 조치를 취함.
  - 금융기관 신용 제한으로 자산 보유 비용이 증가하면서 추가적인 가격 하락의 악순환

<sup>15)</sup> IMF, "When Bubbles Burst", in 2003 World Economic Outlook.

<sup>16)</sup> Michael D. Bordo and Oliver Jeanne "Monetary policy and asset prices : Does 'benign neglect' make sense?", IMF working paper, No. 02/225, 2002. 12.

## ■ 해외 부동산가격 버블 사례<sup>17)</sup>

- Jaeger·Schuknecht가 16개국을 대상으로 1970년부터 2002년까지 자산 가격 변화 데이터를 분석한 결과 일반적인 경기 국면에 있어 저점에서 정점 또는 정점에서 저점까지 소요된 기간은 대략 1~3년 정도 소요되는데 반해, boom-bust 국면은 대략 5~7년 정도로 훨씬 긴 시간이 소요된 것으로 조사됨<sup>18)</sup>.
- 각 경기 국면에서의 누적 가격 변화율을 보면 정상적인 경기 국면에서는 정점과 저점 간의 가격 변화가 ±15% 정도인데 반해 boom-bust 국면에서는 ±150%로 진폭이 10배 정도 큰 것으로 나타남.

<표 1> 주요 국가의 자산가격 변동 관련 특성

구 분	전체 국면	Boom-Bust 국면	기타 국면
<b>평균 기간( 연 )</b>			
저점 → 정점	2.7	5.4	1.8
정점 → 저점	2.6	5.0	1.9
<b>누적 가격변화율( % )</b>			
저점 → 정점	50.3	155.9	15.1
정점 → 저점	-42.2	-134.5	-14.2

자료 : Albert Jaeger and Ludger Schuknecht, "Boom-Bust Phases in Asset Prices and Fiscal Policy Behavior", IMF Working Paper WP/04/54, 2004. p. 11

- 또한 boom은 거의 모두 1980년대 이후에 발생했고, 그중에서도 격심한 가격 상승은 1990년대 후반에 집중되었던 것으로 조사됨
- boom 국면에서의 누적 가격 상승률이 200%를 상회하는 사례는 6번이었는데 반해, bust 국면에서 200% 이상 하락한 것은 단지 한 번밖에 없고, 100% 이상 하락한 경우는 15번인 것에서 볼 수 있듯이 bust 국면이 상대적으로 온건한 것으로 나타남

<sup>17)</sup> Hilbers, P., Q. Lei and L. Zacho, "Real Estate Market Developments and Financial Sector Soundness", IMF Working Paper, 2001, 9.

<sup>18)</sup> Albert Jaeger and Ludger Schuknecht, "Boom-Bust Phases in Asset Prices and Fiscal Policy Behavior", IMF Working Paper WP/04/54, 2004. pp. 9~11.

- 일본의 경우, boom과 bust가 모두 300%를 넘음으로써 예외적으로 격심한 가격변화를 겪었음을 보여줌.

<표 2> 주요 국가의 자산 boom-bust시 가격변화 폭 비교

Boom 국면			Bust 국면		
국 가	기 간	누적 가격변화	국 가	기 간	누적 가격변화
일본	1979-1990	358.0	일본	1991-2002	-364.1
스웨덴	1994-2000	329.6	스웨덴	1977-1985	-185.1
핀란드	1994-2000	293.1	아일랜드	1979-1985	-173.3
아일랜드	1994-2001	289.1	이탈리아	1991-1997	-173.1
스페인	1985-1990	249.4	네덜란드	1979-1983	-163.0
네덜란드	1993-2000	237.2	핀란드	1974-1979	-155.1
미국	1995-2000	157.8	핀란드	1990-1993	-135.4
영국	1983-1989	152.1	스페인	1991-1995	-124.6
스위스	1983-1989	110.9	벨기에	1980-1985	-115.2
핀란드	1986-1989	92.2	덴마크	1977-1982	-113.5
덴마크	1996-2000	90.6	호주	1973-1978	-113.4
영국	1995-2000	90.4	스페인	1979-1982	-111.3
호주	1996-2002	89.2	프랑스	1991-1996	-108.6
스웨덴	1986-1989	88.1	스웨덴	1990-1993	-108.0
호주	1984-1989	87.7	영국	1974-1977	-106.3
덴마크	1983-1986	85.9	스위스	1990-1996	-104.0
핀란드	1980-1984	84.9	일본	1974-1978	-88.1
스페인	1996-2000	84.0	영국	1990-1994	-86.1
프랑스	1986-1990	74.6	이탈리아	1981-1985	-80.7
캐나다	1985-1989	74.3	캐나다	1990-1995	-80.2

자료 : Albert Jaeger and Ludger Schuknecht, "Boom-Bust Phases in Asset Prices and Fiscal Policy Behavior", IMF Working Paper WP/04/54, 2004.

- 이러한 가격변동은 후술하는 바와 같이 우리나라의 최근 부동산가격 상승은 다른 나라들이 경험한 boom-bust 상황과 비교해볼 때 상대적으로 양호
- 한편 Hilbers, Lei and Zacho가 금융위기를 경험한 10개국의 사례를 분석한 것에 따르면, 부동산가격의 버블이 붕괴하고 금융 위기가 발생했을 때, 주택 가격은 평균 35% 하락, 상업용 부동산은 45% 하락

- 부동산가격의 하락은 대략 3~8년 동안에 걸쳐 점진적으로 진행되었으며, 금융 위기가 발생하기 2~3년 전에 부동산가격의 정점에 도달
- 부동산 버블이 발생했다가 붕괴된 시점과 금융 위기 발생시점 사이에는 높은 상관관계를 보임.
  - 금융 위기가 발생하기 2~7년 전 사이에 실질 주택가격은 평균 20% 이상 상승했다가 금융 위기 발생 전 2년 동안 15% 이상 하락
  - 부동산 가격은 금융 위기가 발생한 시점부터 금융 위기가 정점에 이를 때까지 계속 하락하는데, 이것은 금융 위기가 신용 경색을 통해 부동산 가격 하락을 가속화시킬 수 있음을 시사
- 부동산 가격의 변동과 은행 신용의 증감 사이에도 밀접한 관계가 발견됨.
  - Hilbers 등의 분석에 따르면 부동산 가격의 정점은 은행 신용이 급팽창한 다음 또는 그와 비슷한 시기에 도달
  - 부동산 가격 폭락 시점은 은행 신용이 급격히 위축된 시점과 비슷하거나 조금 앞섬.
- 부동산 버블이 붕괴하기 시작하면 은행은 부동산 대출을 위축시켜 가격 폭락을 더욱 가속화시킴으로써 부동산 가격과 은행 신용은 상호 밀접한 관계를 가짐.
  - 이러한 현상은 금융공급이 부동산가격 변동에 결정적인 영향을 미치게 함.

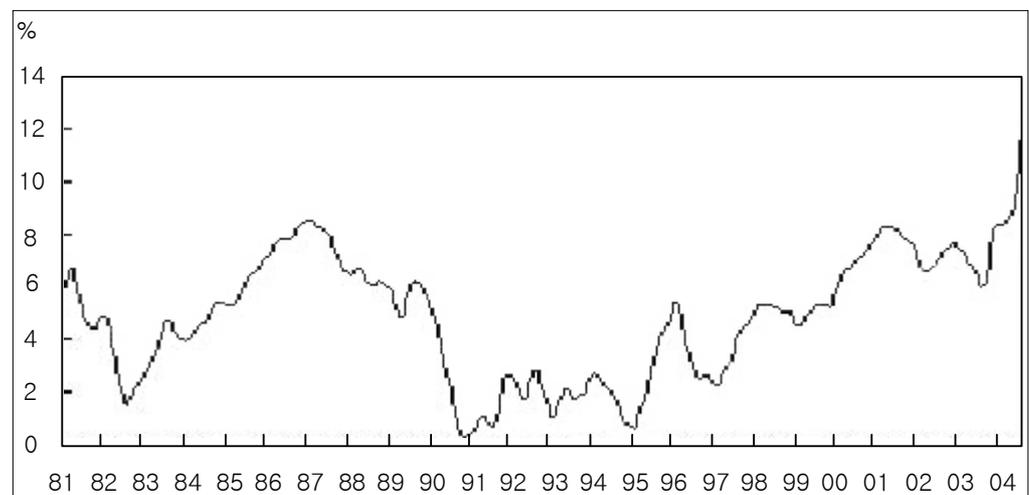
## ■ 최근 외국의 주택가격 급등 추세와 이에 대한 해석들

### 외국의 주택가격 상승 추세

- 최근 미국, 영국, 프랑스 등 여러 나라들의 주택 가격이 급격히 상승하면서, 일부 국가들에서는 주택 가격이 너무 급격하게 상승하여 주택 경기 버블 논란이 일고 있음.

- 미국 등 세계적 주택 가격 급등 현상에 주목하는 것은 주택 가격이 버블일 경우 주택 가격 급락으로 이어져 소비 위축에 따른 경제의 부정적 영향이 우려되기 때문
  - 미국이 주택 가격의 버블 붕괴로 소비가 위축되면 대미 수출 비중이 높은 나라들은 상당한 타격을 받게 되고, 그 결과 세계경제가 침체될 것을 우려
- 미국의 주택 가격은 지난 7년간 65% 상승해 50년 만에 최고의 가격 상승률을 기록<sup>19)</sup>
  - 중위값을 기준으로 2005년 4월 현재 지난 1년간 전국적으로 15.1% 상승하였고, 특히 서부 지역은 평균 21.0%, 북동부 지역은 15.2% 상승
  - 신규 주택 가격은 1990년대 전반에는 10.9% 상승에 그쳤으나, 후반에 24.9%로 상승률이 높아졌고, 2000년 이후에는 주가 버블 붕괴와 경기 침체에도 불구하고 2003년까지 23.2%의 급등세를 보임.

**<그림 1> 미국의 주택가격 상승률 추이**  
(전년 동기 대비 증감률)



자료 : IMF, 홈페이지

- 1997년 이후 7년간 주택 가격 상승률은 남아프리카공화국이 227%로 가장 높고, 뒤를 이어서 아일랜드 187%, 스페인 149%, 영국 139%, 호주 112% 등의 순으로 높음.

<sup>19)</sup> The Economist, 2004. 12. 10.

- 스웨덴 81%, 프랑스 76% 등 대부분의 국가들이 50%를 상회하고 있음.
- 유럽의 주택가격은 1998년 이후 평균 6% 이상 빠른 상승률을 보임.
  - 주택가격 상승은 주로 대출금리 인하, 가처분소득 증가, 인구구조의 변화 등으로 설명될 수 있음
- 영국의 주택 가격(Halifax지수 기준)은 1993년 이후 상승세를 보이고 있는데, 특히 최근에 상승 속도가 가속화되면서 2002년 26.4%, 2003년 15.4% 상승한 데 이어 2004년 3/4분기에 13.8% 상승하는 등 1997년 이후 평균 주택 가격이 139% 상승
- 대부분의 국가들에서 주택 가격이 상승하게 된 배경은 후술하는 바와 같이 이자율 인하, 경기 회복, 주택 금융 발달, 자본 이득에 대한 기대 등이 주요 요인
- 주택 가격이 하락한 것은 홍콩 -49%, 독일 -30%, 일본 -24% 등으로 일부에 지나지 않음.
  - 홍콩은 1997년 중국에 주권이 반환된 이후 경기 침체와 함께 주택 가격이 크게 하락하였으나, 최근 경제 여건이 개선되면서 2004년 3/4분기에는 31.2%나 상승
  - 독일은 1990년 독일 통일 이후 구동독 지역을 중심으로 한 대규모 주택 건설과 보조금 지급으로 과잉 공급의 문제가 발생하면서 주택가격이 하락
- 영국의 경제주간지 Economist지<sup>20)</sup>는 유례없는 호황을 누리는 각국의 부동산 시장은 과열될 우려가 있다고 지적
  - 호주, 영국 등에서는 최근 부동산 가격이 하락할 조짐을 보이기 시작
  - 세계 부동산시장 과열이 IT 버블보다 더 위험할 수 있다고 우려
  - 미국의 주택가격은 15~20% 정도, 영국은 20~25% 하락할 가능성이 있다고 판단

<sup>20)</sup> Economist, 2003. 5. 29, 2004. 9. 11, 2004. 12. 10. 등

## 외국과 한국의 주택 가격 상승 추세 비교

- 이러한 외국의 주택 가격 상승률을 한국과 비교해보면, 다행히 한국의 주택 가격 상승률은 상대적으로 매우 완만한 수준
  - 1997년 이후 2004년까지 우리나라 주택 가격 상승률은 20.6%로 다른 나라에 비해 낮은 수준
  - 같은 기간 동안 서울시 주택 가격 상승률은 37.6%이고, 서울 강남 지역의 아파트 가격 상승률은 94.8% 상승
  - 서울 강남 지역의 아파트가격 상승률을 기준으로 하더라도 아일랜드, 스페인, 영국, 호주 등의 평균 주택가격 상승률보다 낮음.
  - 우리나라의 주택 가격 상승률이 이처럼 상대적으로 낮은 것은 IMF 외환 위기로 인하여 1998~2000년 기간 동안에 주택 가격이 전국 평균 9.5% 하락(서울 -6.2%, 광역시 -10.7%)한 것에도 일부 원인이 있을 것임.
  
- 한편, 우리나라 주택 가격 상승이 최고 정점에 이르렀던 2003년 3/4분기의 전년 동기 대비 주택가격 상승률을 외국과 비교해도 상대적으로 낮은 수준
  - 우리나라 전체 주택가격 상승률 6.7%, 서울 지역 7.0%, 강남지역 아파트 12.6%
  
- 우리나라에서 주택 가격이 본격 상승한 2001년 1월부터 2003년 10월까지의 주택 가격 연평균 상승률 11.8%(서울 15.4%)를 감안하더라도 한국의 주택 가격 상승률이 외국에 비해 높은 수준은 아님.
  
- 따라서 최근 세계적으로 주택가격이 급격히 상승하고 있는 현상에 비추어볼 때, 우리나라의 주택가격 상승 문제는 상대적으로 온건한 수준임을 알 수 있음.

<표 3> 주요 국가의 주택가격 상승률 비교

	1997 ~ 2004*	2003. 3/4	2004. 3/4
남아프리카공화국	227	20.9	35.1
아일랜드	187	14.8	10.8
스페인	149	16.5	17.2
영국	139	11.0	13.8
호주	112	17.6	8.2
스웨덴	81	5.5	9.8
프랑스	76	11.5	14.7
네덜란드	76	1.9	3.3
이탈리아	69	10.6	9.7
미국	65	6.0	13.0
뉴질랜드	56	21.2	16.4
벨기에	50	5.5	9.3
덴마크	50	3.4	7.3
캐나다	43	6.5	6.7
스위스	12	2.4	2.2
중국		4.1	9.9
일본	-24	-4.8	-6.4
독일	-30	-4.5	-1.7
홍콩	-49	-13.6	31.2
한국(전체)	21	6.7	-1.2
- 서울(전체)	38	7.0	0.0
- 강남(APT)	95	12.6	1.1

주 \* : 기간 누적 상승률.

\*\* : 전년 동기 대비 상승률.

자료 : The Economist, 2004. 12. 10, 국민은행 홈페이지.

### 외국의 주택 가격 급등 배경

- 최근 미국, 영국, 호주를 비롯한 여러 나라들의 주택 가격이 가파르게 상승함으로써 주택 경기의 버블 논란이 벌어지고 있음.
- 이 같은 주택가격의 급등은 세계적으로 주택 수요의 견실한 증가와 저금리 지속, 주택담보대출 재금융 활성화, 경제 성장 지속 및 주식시장 버블 붕괴 등에 기인한 것으로 분석되고 있음.

- 국제결제은행(BIS)의 Tsatsaronis와 Zhu<sup>21)</sup>는 최근 세계적인 주택가격 상승세 지속 요인을 다음과 같이 정리

### ○ 견실한 주택 수요 증가

- 미국의 경우, 베이비붐 세대들이 1990년대 호황기에 부를 축적하였고, 이를 토대로 세컨드 하우스 등 주택을 추가 구입하는 경향이 증가했고, 그들의 자녀 세대도 성장하면서 신규 주택 시장에 진입하기 시작
- 또한 1980년대 말과 1990년대 초에 미국으로 온 대규모 이민자들이 주택을 구매하고 있음.
  - 미국은 1990년대 장기 호황에 따른 이민자의 급증 등에 힘입어 1950~60년대 베이비붐시대의 증가폭(2,800만명)을 상회하는 3,270만명이 증가
  - 호주에서도 이민 증가가 주택 가격 상승의 주요 원인으로 지적

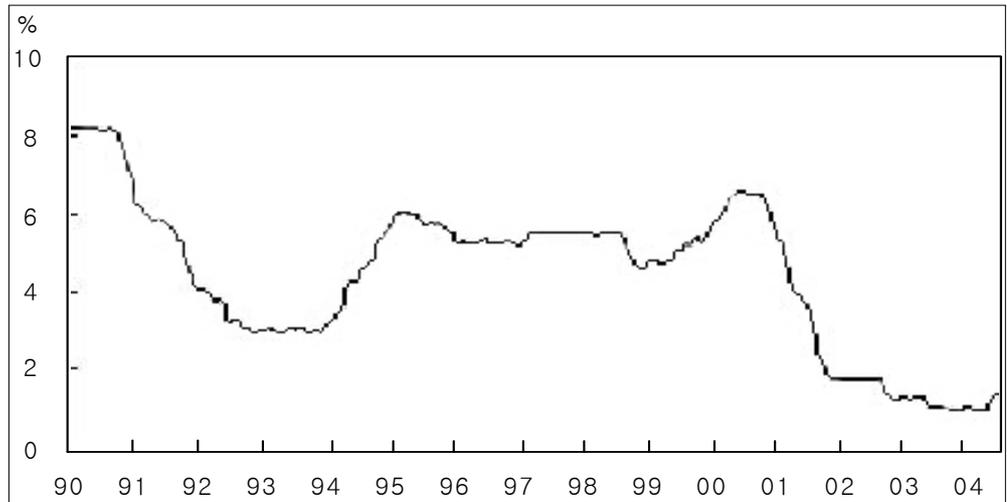
### ○ 낮은 이자율

- 1990년대 말 세계적으로 열기를 뿜었던 IT 호황이 끝나면서, 이로 인한 경기 침체를 막기 위해 각국의 중앙은행들은 저금리정책을 유지하는 경향을 보임.
  - 미국은 2001년 경기 침체와 9.11테러 여파를 타개하기 위한 경기부양책의 일환으로 금리를 계속 낮춰 2004년 6월 46년만에 최저 수준인 1%까지 낮춤.
  - 이에 따라 미국에서는 2000년 10%이던 주택담보대출 금리가 1960년대 이후 최저 수준인 5% 후반대로 하락
  - 세계 대부분의 국가는 2002~03년에 경기부양을 위해 정책금리를 인하함<sup>22)</sup>.
- 금리 하락으로 주택 대출에 따른 비용 부담이 감소하면서 주택가격이 상승

21) Tsatsaronis, Kostas and Haibin Zhu, 'What drives housing price dynamics : cross-country evidence', BIS Quarterly Review, BIS, March 2004.

22) 한국은행, 2004년중 주요국 중앙은행의 정책금리 조정현황 및 2005년 전망, 2005. 1.

<그림 2> 미국의 이자율 변화 추이



자료 : IMF, 홈페이지

### ○ 주택 담보대출 증가

- 주택 담보대출을 담당하는 금융기관간에 경쟁이 심화되고, 주택담보대출 재금융<sup>23)</sup>이 활성화되면서 대출 금리가 하락함에 따라 대출이 급증
  - 2001년 리파이낸싱 건수가 1998년에 비하여 30% 이상 크게 증가
  - 최초 15년간은 원금 상환이 유예되고 이자만 상환하는 파격적 대출 상품이 출현
- 담보대출에 대한 원리금 상환 부담이 경감되어 소비자의 주택 구입이 보다 용이해짐.
- 이러한 현상은 미국 등 많은 국가에서 나타났는데, 영국의 경우 주택 가격 상승과 함께 주택가치 대비 담보대출비율(LTV : Loans to Value)이 80%까지 상승
- 주택 수요자들이 낮은 대출 금리로 인해 주택을 임차하기보다는 소유하려는 경향이 커짐에 따라 미국 가구의 주택보유율은 1990년 64.2%에서 2000년 66.2%로 상승하였고, 2003년에는 68%로 더욱 높아진 것으로 추정

<sup>23)</sup> 주택담보 대출 재금융(Mortgage Refinancing)은 차입자가 대출규모·금리·상환기간 등을 재조정하는 것으로 시장금리의 하락 및 주택가격 상승에 따른 담보가치 상승 등 차입자에게 유리한 여건이 갖추어지면 급증

## 외국의 주택 가격 버블에 대한 논란들

- 상당수의 경제 전문가들은 일부 국가의 경우 주택 가격에 버블이 어느 정도 형성되어 있다고 보고 있음.
  - 영국의 중앙은행인 영란은행은 주택가격 버블로 장기적인 물가 안정이 위협을 받는 경우 금리 인상을 준비할 것이라고 밝힌 후 2003년부터 5차례에 걸쳐 금리인상을 단행<sup>24)</sup>
  - 호주 중앙은행 역시 자산가격 급등에 대하여 경고한 이후 금리 인상을 단행
- 영국 등에서는 최근의 주택가격 상승에 편승하여 객관적인 확률이나 기초적 경제 여건 등을 고려하기보다는 과도한 낙관, 최근의 가격 정보, 타인의 행동 등에 의해 의사 결정을 내리는 ‘묻지마 투자가’가 늘어나면서 투자 리스크를 과소 평가하는 경향이 나타남
  - 대다수 주택 구입자들은 단순히 집값이 오르기 때문에 더 오를 것으로 확신하여 구입을 서두르거나 투자를 확대하는 경향
  - 컨설팅업체 딜로이트는 주택 가격이 급락할 경우, 소비 위축과 실업률 상승으로 성장률이 2% 수준에 머무는 경기 침체가 불가피할 것으로 전망<sup>25)</sup>
  - 영국 등 주택 가격 상승률이 높은 국가는 택지 및 건축 관련 규제가 심해 주택 공급이 비탄력적이어서 이러한 기대를 강화시킴.
- 미국의 경우 버블의 존재 여부에 대하여 전문가들의 의견이 엇갈리고 있는데, 버블 붕괴 가능성을 우려하는 견해는 상대적으로 작음.
  - 예일대의 Robert Shiller 교수, 미 투자은행 모건스탠리의 Stephen Roach 등은 미국 주택 가격에 버블이 존재한다고 보고 있음
  - Roach는 2000년 이후 미국 주택시장에 버블이 형성되면서 저축률 하락과 경상수지 적자 급증 문제가 심각해졌고, 향후 금리인상이 지속될 것으로 보임에 따라 미국 주택시장이 버블붕괴 위기에 직면해 있다고 진단<sup>26)</sup>

24) KDI 거시·금융경제연구부, 세계적인 주택가격 급등세, 우려할 만한 수준인가? 나라경제, 2005년 2월호.

25) Deloitte, Economic Review : First Quarter 2005, 2005. 1.

26) Stephen Roach, "Bubble Day", Global Economic Forum, Morgan Stanley, 2004. 12. 3.

- UCLA대학의 Leamer교수는 캘리포니아 남부 지역의 경우 지난 3년 간 가격이 두배 이상으로 올랐으나 이를 뒷받침할 만한 기본 요소들이 결여됐다면서 일부 해안 지역의 부동산 시장은 터지기 직전의 거품과 같다고 지적<sup>27)</sup>
  - 주택 가격 버블 붕괴시 부의 효과로 인하여 가계 소비의 위축과 건설 경기 침체가 초래될 수 있으며, 대출 기관의 재무 상태가 악화될 가능성이 있다고 우려<sup>28)</sup>
  - 가구 소득 대비 주택 가격 비율은 2000년까지는 2.7배 수준에서 안정되었으나, 주택 가격이 상승함에 따라 이 비율이 2002년 3.1배, 2003년 3.2배, 2004년 3.3배로 확대
- 미국 FRB의 그린스펀 의장과 콘(Donald Kohn) 이사 등 많은 전문가들은 최근 일부 지역에서 주택 경기의 과열이 나타나고는 있지만 전국적인 현상은 아니며 앞으로 주택시장의 열기가 완만하게 진정될 것이라는 견해를 밝힘.
- 미국의 주택 수요는 투기적인 요인보다 소득 및 가구 수 증가 등 수요측 요인에 의한 것으로, 연간 185만호 주택 건설은 과도한 수준이 아님.
  - 최근 보고서<sup>29)</sup>에 따르면, 1990년대 후반 이후 미국의 주택 가격은 저평가된 상황이었으며, 최근 주택 가격 상승은 버블이라기보다는 fundamentals 개선에 의한 균형 수준으로 수렴하는 과정이라고 해석
  - IMF는 미국의 주택 가격 버블은 상대적으로 양호한 수준이라고 평가
  - 미국 부동산중개업협회 수석이코노미스트 데이비드 레리는 최근의 부동산 시장을 버블기의 코스닥 시장과 비교하는 것은 잘못이라고 주장하면서, 부동산시장은 실체가 있고 안전하고, 옆집의 주택 가격이 떨어졌다고 해서 내 집 값도 같이 떨어질 것이라고 할 수는 없고 내 집을 반드시 팔아야 한다는 법도 없어 부동산 가격은 상대적으로 안전하다고 주장<sup>30)</sup>

27) Time, 2005. 6. 13.

28) Edward E. Leamer, "Bubble Trouble? -Your Home Has a P/E Ratio Too, UCLA Anderson Forecast. June 2002; Nation 1.1-1.11.

29) McCarthy, Jonathan and Richard Peach, 'Are home prices the next bubble?', Economic Policy Review Vol.10, No.3, New York of FRB, 2004. 12.

30) Time, 2005. 6. 13.

- 향후 주택 가격은 경제성장률의 둔화, 각국의 금리 상승 조치 등으로 주택 수요가 감소하면서 장기적으로는 안정될 것으로 전망
  - 이자율이 상승하겠으나 저금리 기조는 지속될 것으로 보여 주택 가격이 하락하기보다는 상승세가 둔화되는 정도일 것으로 예상
  - 주택가격이 급등했던 일부 국가들의 경우, 버블 붕괴의 가능성도 있으나, 각국 정부는 주택 가격 급등 못지않게 급락 역시 원치 않아 주택 가격은 안정을 유지하면서 장기적으로 연착륙할 것으로 예상됨.
  
- 특히 미국의 경우, GDP 성장률이 3% 중반의 견실한 성장세를 지속하고 고용 증가와 가계 소득도 계속 증가할 것으로 예상되므로, 당분간 이자율을 인상하더라도 주택 수요는 다소 둔화되겠지만 주택 경기가 급격히 위축되지는 않을 것으로 예상
  - FRB는 부분적인 과열을 인정하면서 2~3년 내 주택시장의 국지적 과열이 완만하게 진정될 것으로 전망

## ■ 해외 사례를 통해 본 시사점

### 보다 냉정할 수 있는 상황

- 부동산 가격의 버블은 흔히 시장 가격과 내재 가격의 차이로 측정할 수 있는 단순한 개념 같지만 현실적으로 그 존재 여부를 판정하는 것은 매우 어려움.
- 이론적인 논의는 차치하더라도 여러 나라의 사례를 살펴보면, 부동산 가격의 장기간에 걸친 급등은 급락으로 이어지는 경우가 많으며, 급격한 가격 하락은 금융 부문의 동반 부실을 초래하면서 장기 침체를 초래하는 경우가 많음.
- 최근 우리나라 주택 가격 상승률이 높은 것은 사실이나, 이러한 현상은 저금리, 가구 증가, 경기 회복 과정에서 다른 여러 나라들에서도 발생하였음.

- 하지만 우리나라 주택 가격 상승은 다른 나라들에 비해 상대적으로 완만했던 것으로 평가됨.
  - 외국의 부동산 가격 거품 붕괴 사례에 의하면 가격 상승 기간은 평균 5.4년이 소요되었고 가격은 평균 156% 상승한 것에 비추어볼 때, 우리나라의 2001년 이후 정점인 2003년 말까지 약 4년 간 주택 가격 상승률 36.5%는 이보다 훨씬 양호한 수준임.
  - 또한 지금까지 현상을 보면 부동산시장과 금융시장이 상호 연쇄 반응을 일으키며 급격히 붕괴될 가능성은 작을 것으로 보임.
  
- 금년 들어 주택 가격은 5월까지 전국적으로 1.6% 상승했고, 서울은 2.0%, 강남의 아파트는 5.6% 상승하여 연간 상승률로 환산하면 4~14% 정도임.
  - 지방의 주택 가격은 올 들어  $\pm 1\%$  정도의 가격 변동을 보였음.
  - 토지 가격은 올 들어 전국은 1.3% 올랐고, 서울은 1.5% 올랐음.
  
- 따라서, 심각하게 우려하는 것처럼 우리나라의 전반적인 주택 가격 상승이 상대적으로 온건하며, 거품이 있다 하더라도 매우 작고, 국지적이라고 판단됨.
  - 중앙정부 차원에서의 과도한 규제 정책보다는 시장 기능을 원활히 하여 하부 시장의 복원력을 회복하는 것이 중요하다고 판단됨.

### 최근 상황에 대한 우려의 배경

- 그럼에도 불구하고 부동산 가격 상승이 사회적으로 심각한 문제로 인식되고 있는 것은 다음과 같은 배경이 있는 것으로 판단됨.
  - 실제 거래 가격과 상당한 차이가 나는 매도 희망 가격이 시세인 것처럼 왜곡 전달되면서 시장의 신호 체계가 제대로 작동하지 못하고 있음
  - 서울 강남 등 특정 지역의 가격 상승에 대한 분배적 측면에서의 우려
  - 정부의 고강도 투기 억제 대책에도 불구하고 지속되는 가격 상승이 과연 제어될 수 있을지에 대한 우려

- 금융기관의 경쟁적인 주택담보대출 경쟁과 금리 인하로 인한 금융 부문의 잠재적 위험 증가
  - 장기적인 경기 침체하에서 지속되는 부동산 가격 상승이 버블 붕괴로 이어질 가능성에 대한 우려 등 때문에 문제의 심각성이 민감하게 받아들여지는 것으로 판단됨.
- 우리나라 주택 가격이 많이 올랐다는 근거로 강남을 예로 드는 경우가 많으나, 강남 소재 주택은 전국의 3% 정도 차지할 뿐이며, 그중에서도 재건축 대상 아파트 및 주상복합 아파트 등 일부가 집중 거론되는 실정
- 그러나, 국민의 주거 복지를 염려하는 입장이라면 특정 지역의 일부 아파트 가격 상승이 문제인지, 전국의 주택 가격이 오르는 것이 문제인지는 구별해야 할 것임.
- 실질 가격을 기준으로 강남 지역 아파트가 IMF 외환 위기 이후 금년 4월 까지 60.3% 올랐고, 서울 지역 주택 가격은 평균 5.7% 오른 데 반해, 전국의 주택은 오히려 7.9% 떨어졌음.

### 시장에 대한 신뢰 회복과 관대한 무시

- 특정 지역의 주택 가격 상승이 비이성적인 투기 행위에 의한 가격 상승이라면, 직접규제에 의해 이를 억제하기보다는, 시장의 공급 탄력성을 높여 균형상태를 조속히 회복할 수 있도록 하는 것이 추가적인 투기를 막는 첩경이라고 판단됨.
  - 투기할 수 있는 기회를 규제를 통해 물리적으로 차단하려는 것은 다양한 회피 수단을 강구하게 함으로써 현실적으로 효과가 적은 것으로 판단됨.
  - 합리적 시장에 의해 조속하고 자연스럽게 가격 수준이 균형을 이루도록 하고, 투기 행위에 대해 경제적 손실이 발생하도록 하는 것이 바람직할 것임.
  - 시장 상황에 대한 정확한 분석 자료를 지속적으로 제공하여 잠재적 투기자들이 추가적으로 가세하지 않도록 하는 것은 필요할 것임.

- 그러나, 특정 지역의 주택 가격 상승이 내재 가치의 상승 또는 공급 부족에 의한 것이라면, 인위적으로 통제를 가하는 것은 더 복잡한 문제를 야기할 것이며, 따라서 공급을 확대하든지 대체 지역을 개발하는 것이 필요할 것임.
  - 직접 규제는 단기적으로 가격 상승 억제 효과가 있겠지만, 장기적으로는 공급을 감소시켜 오히려 가격 상승을 초래할 것임.
  - 대부분의 경우 규제는 가격은 올리고, 질은 떨어뜨리고, 지하 경제를 키우는 효과가 있음.
  
- 주택시장의 안정은 신규 주택의 공급과 분양 가격도 중요하지만, 중고 주택시장의 효율적 작동을 위해 보다 많은 노력을 기울여야 할 것임.
  - 정확한 시장 정보를 제공하여 경제 주체들이 합리적 결정을 내릴 수 있도록 신뢰받는 공공 정보 인프라를 구축하는 것이 필요
  - 중고 주택시장의 원활한 기능을 위해서는 수요와 공급을 인위적으로 제한하는 것은 지양해야 할 것임.
  
- 주택거래신고제 등 투기 억제를 위한 거래 규제는 중고 주택의 공급을 축소시켜 가격 상승을 더욱 부추길 수 있음
  - 2000년과 비교하여 2004년 전국의 연간 주택지 거래 규모는 43.5% 증가하고, 서울은 9.8% 증가한 데 반해, 거래 규제가 가장 심한 강남구의 경우는 -11.8%를 기록하면서 추가적 교란 가능성을 축적할 수도 있음.
  
- 따라서, 부동산 가격을 인위적으로 낮추려는 목적에서 직접 규제를 강화하거나 무리하게 수요를 억제하기보다는, 시장 원리에 입각하여 공급 탄력성을 높일 수 있는 대안의 강구가 바람직할 것으로 판단됨.
  - 정부가 하위 시장의 모든 잡음을 제거하려고 노력하기보다는, 부동산시장 전반에 걸쳐 가격 급등락이 이루어져 거시경제 전체를 악화시킬 것이 확실시되는 경우에만 개입하는 ‘관대한 무시(benign neglect)’ 전략도 검토해볼 수 있겠음.
  
- 국지적인 문제를 일반화하여 국가 차원에서의 주택 정책이 혼선을 빚거나, 조세 금융 등 경제 정책의 근간이 흔들리는 것은 바람직하지 않음.

- 특정 지역에서의 주택시장에서의 투기 억제에 치중한 결과, 최저 계층의 주거복지에 대한 정책적 배려가 미흡하지는 않았는지 자성할 필요가 있음.
- 우리 사회가 상대적 박탈감과 자산가치 상승에 대한 도취감, 그리고 잠재적 투기심이 혼재된 아노미 상태에서 벗어나려면, 시장에 대한 신뢰감을 회복하는 것이 첩경임.

권오현(한국건설산업연구원 연구위원, [ohkwon@cerik.re.kr](mailto:ohkwon@cerik.re.kr))

정재호(목원대학교 교수, [chung@mokwon.ac.kr](mailto:chung@mokwon.ac.kr))

안상경(일본 동경대학교 교수, [an@itakura.toyo.ac.jp](mailto:an@itakura.toyo.ac.jp))