

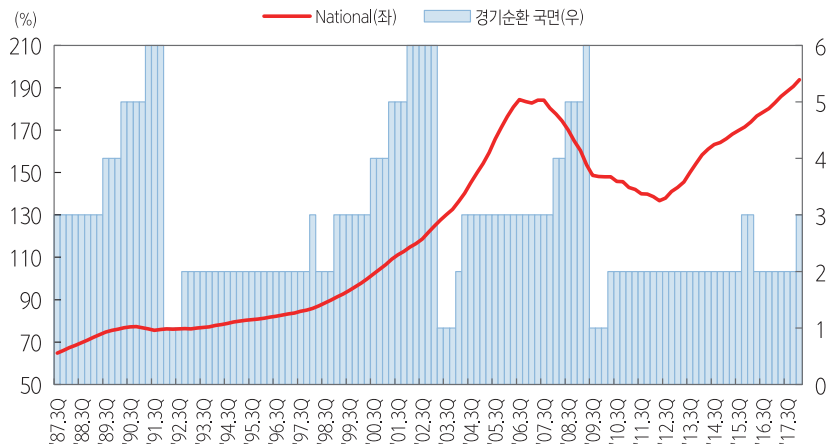
4. 부동산시장 전망

가. 경기 국면과 주택시장

1) 미국

- 주택은 가계의 자산(household asset) 중 가장 큰 비중을 차지하고 금융권 가계대출의 중요한 담보(collateral)의 역할을 하고 있기 때문에, 주택가격은 가계과 은행의 대차대조표(balance sheet)에 결정적 요소
- 미국 Case-Shiller 전국주택가격지수는 글로벌금융위기와 1991년 3분기동안의 가격 하락을 제외하면 경기국면에 상관없이 양(+)의 수익률을 기록
 - 침체국면인 1991년 1분기부터 3분기까지 수익률이 1.5%(연률) 하락하였으며, 1991년 3분기부터 2006년 4분기까지 21년간 142% 상승
 - 글로벌금융위기 직전인 2006년 4분기부터 하락이 시작되어, 2012년 2분기까지 약 6년동안 주택가격지수는 2004년 가격 수준까지 25% 하락하였으며, 2017년 2분기에 과거 최고점 수준으로 회복, 2018년 3분기에 역대 최고가 경신
 - 미국의 주택가격은 확장국면에서 정점국면으로 접어들면서 가격상승률이 둔화되기 시작

〈그림 Ⅲ-90〉 경기순환 국면¹⁾과 미국 Case-Shiller 전국주택가격지수



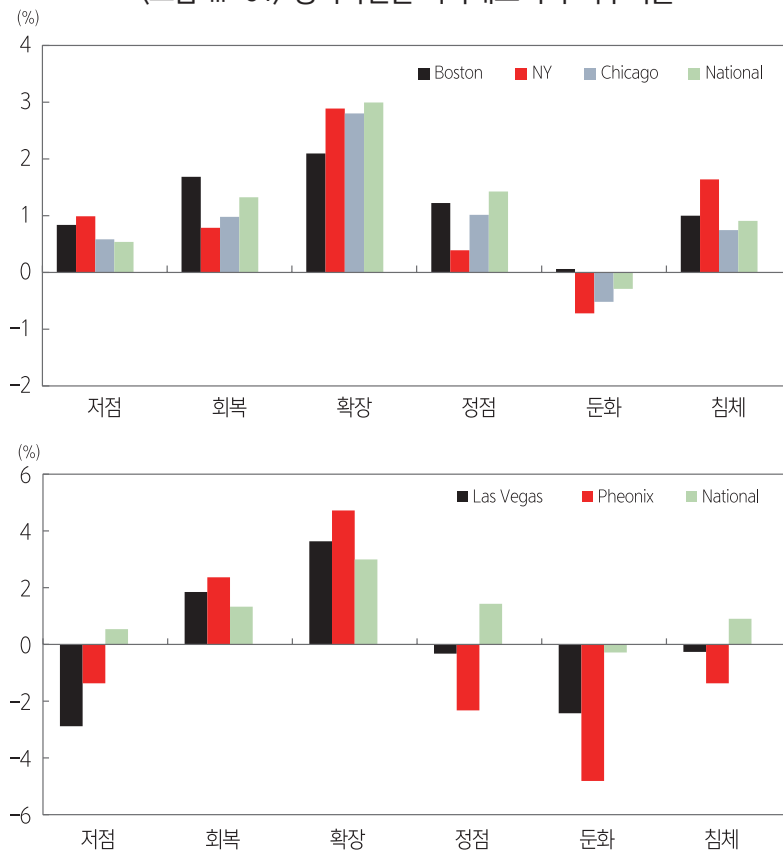
주 : 1) 저점부터 침체까지 1~6으로 표시

자료: Federal Reserve Bank of St. Louis, 자본시장연구원

□ 미국의 주택시장은 도시내 주택공급탄력성(local housing supply elasticities)에 따라 위험자산 혹은 안전자산의 특징을 보유

- 미국의 전국주택가격지수, Boston, New York, Chicago의 경우 저점에서 확장 국면까지 수익률의 상승세가 지속, 둔화국면을 제외하고는 모두 평균적으로 양 (+)의 수익률을 나타내며 이는 안전자산과 유사
- 반면, Las Vegas와 Pheonix와 같이 도시 주변 주택공급탄력성이 높은 곳은 주택수익률의 변동성이 크고, 경기순응적 특징을 나타내며 위험자산과 유사

〈그림 III-91〉 경기국면별 미국대도시 주택수익률



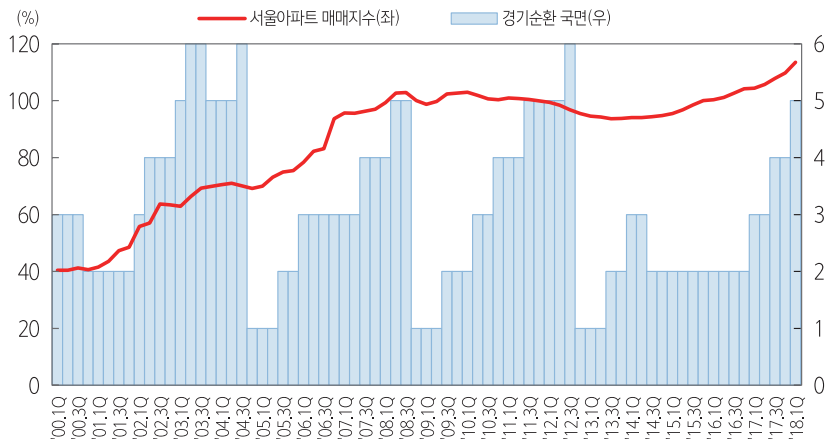
주 : 1987Q1~2018Q3, 국면별 평균수익률을 연율화
 자료: Federal Reserve Bank of St. Louis, 자본시장연구원,

2) 한국

□ 서울의 아파트 매매지수는 2000년 1분기부터 2008년 3분기까지 154% 상승하였다가 글로벌 금융위기 이후 2013년 3분기까지 5년간 9% 하락하여 2006년 4분기 수준에 도달

— 그 이후 5년간 상승세를 이어가 2016년 3분기에 전 고점을 갱신하고 2018년 3분기 현재 역대 최고가

〈그림 Ⅲ-92〉 경기순환 국면¹⁾과 서울아파트 매매가격지수

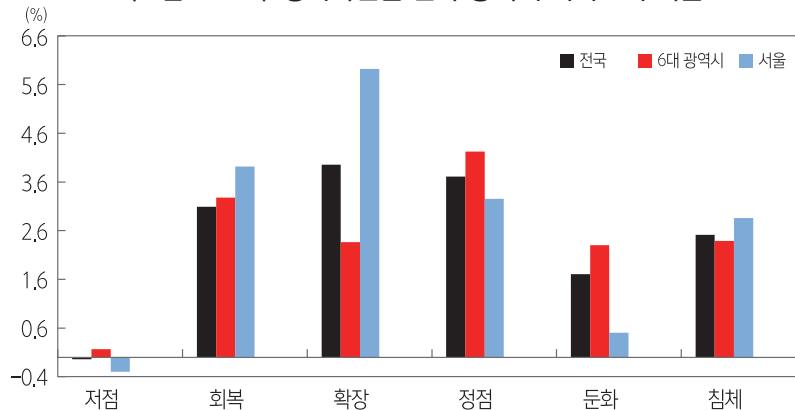


주 : 1) 저점부터 침체까지 1~6으로 표시

자료: KB주택가격동향, 자본시장연구원

□ 2000년 1분기부터 2018년 3분기까지 전국, 6대광역시, 서울 아파트는 저점을 제외하고 국면에 상관없이 양(+)의 수익률을 기록

〈그림 Ⅲ-93〉 경기국면별 전국 광역시 아파트 수익률

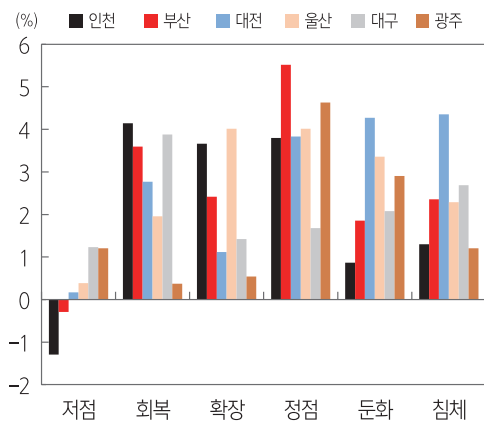


자료: KB주택가격동향, 자본시장연구원

- 6대광역시 아파트 매매지수 수익률을 살펴보면 인천을 제외한 광역시의 경우 주변 행정구역의 거점도시로 충분한 배후수요가 존재하기 때문에 안전자산과 같이 행동
 - 인천과 부산을 제외한 대전, 울산, 대구, 광주는 국면과 상관없이 항상 양(+)의 수익률을 나타내며, 침체기까지 안전자산의 역할

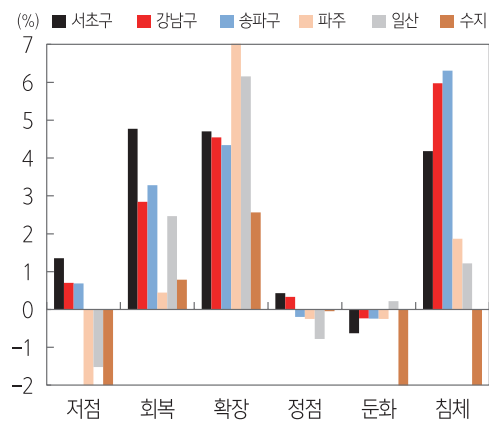
- 행정구역인 구단위로 수익률을 비교해보았을 때, 미국의 주택시장과 마찬가지로 주택공급탄력성(local housing supply elasticities)에 따라 위험자산 혹은 안전자산의 특징을 보유했다.
 - 공급이 제한적인 서초·강남·송파의 경우 미국의 Boston·New York·Chicago 와 같이 둔화국면 제외하고 양(+)의 수익률을 보이며, 특히 침체국면의 높은 수익률이 특징
 - 파주, 일산, 수지와 같이 주택공급이 탄력적일 수 있는 지역의 경우 미국의 Las Vegas나 Pheonix와 같이 회복과 확장국면에서 양(+)의 수익률을 보이며 주택가격이 경기순응적

〈그림 III-94〉 경기국면별 6대 광역시 아파트 수익률



자료: KB주택가격동향, 자본시장연구원

〈그림 III-95〉 공급탄력성에 따른 지역별 아파트 수익률



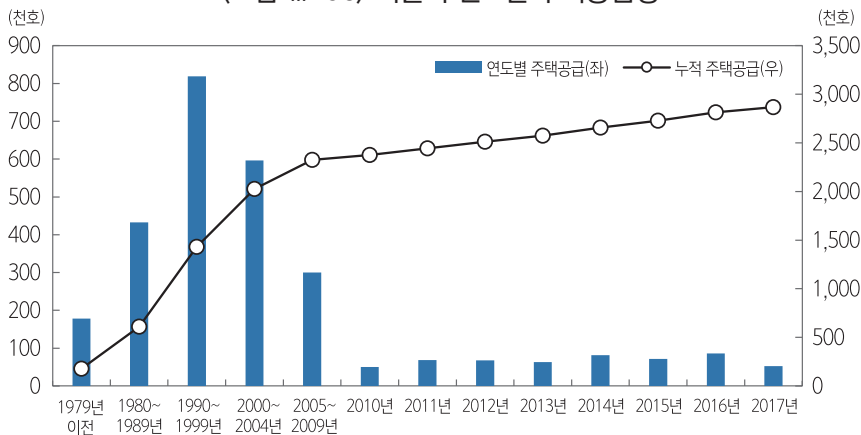
자료: KB주택가격동향, 자본시장연구원

- 종합적으로 국면별 아파트 평균 수익률 분석을 통해 서울·광역시 아파트는 국면에 상관없이 안정적인 수익률을 나타내며 위험-수익률(risk-return)의 trade-off가 나타나지 않는 안전자산이라는 인식을 실제로 검증
 - 주식과 같은 위험자산은 둔화·침체국면에서 음(-)의 수익률을 나타내며 변동성이 확대되는 반면, 서울·광역시 아파트의 경우 안정적인 양(+)의 수익률이 특징
 - 현재와 같은 위험-수익률 프로파일(risk-return profile)에서 서울·광역시 아파트에 투자하는 것이 다른 자산에 투자하는 것에 비해 우월전략

나. 서울시 주택 공급

- 서울시 2017년말 총 주택재고량 287만채. 이는 아파트(58%), 다세대주택(25%), 단독주택(12%), 연립주택(4%), 비주거용 건물내 주택(1%)로 구성
 - 전체 주택재고량의 50%는 1999년 이전에 공급되어 연식이 20년 이상으로 노후주택 정비방안이 시급
 - 특히 단독주택의 90.7%, 연립주택의 82.2%, 비주거용 건물내 주택은 78.4%가 1999년 이전에 공급. 다세대주택의 경우만 2000년 이후에 공급된 비율이 70.6%

〈그림 Ⅲ-96〉 서울시 연도별 주택공급량



자료: 서울시

〈표 III-6〉 서울 주택종류별 공급년도 구성비

(단위: %)

	1979년 이전	1980~ 1989년	1990~ 1999년	2000 ~2004년	2005 ~2009년	2010 ~2017년
서울시 합계	6.2	15.1	28.6	20.8	10.5	18.9
아파트	1.9	9.2	16.7	13.0	8.3	9.0
다세대	0.3	1.8	5.3	6.8	1.8	9.2
단독주택	3.7	2.4	4.4	0.5	0.2	0.4
연립주택	0.2	1.3	1.8	0.4	0.1	0.2
비주거용	0.2	0.3	0.4	0.1	0.0	0.0

자료: 서울시

□ 서울시 총 아파트는 2018년(올해 입주물량 포함) 162만채, 강남·서초·송파구의 아파트는 33만채로 이는 서울시 총 아파트의 약 20%를 차지

- 2008년 이후에 준공된 서울의 아파트는 35만채로 전체 서울시 총 아파트의 21%를 차지하며, 이 중 강남·서초·송파구에 공급된 비율은 26%, 서울의 나머지 지역에 공급된 비율은 74%
- 특히, 2008년 이후에 준공된 강남·서초·송파구의 아파트는 9만채로 서울시 총 아파트의 5.6%이며 서울시 총 주택재고량의 3%에 불과하여 선호입지의 양질의 주택은 극히 일부

〈표 III-7〉 서울 10년 이내(2008~2018년) 준공 아파트 비율

(단위: 천 호, %)

	10년 이내 건축아파트(A)	총 아파트(B)	10년 이내 아파트 비율(A/B)
서울	345	1,621	21
강남구	23	123	19
송파구	37	95	32
서초구	30	116	32
나머지	254	1,287	20

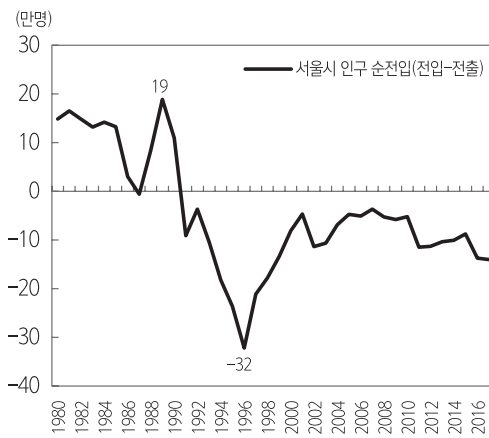
자료: 부동산 114

다. 부동산 전망과 정책제언

□ 서울의 아파트 매매지수는 ① 외부충격(external shock), ② 경기국면상 둔화·침체 국면, ③ 신도시 건설등으로 인한 공급확충의 세가지 혹은 복합적인 경우 음(-)의 연간변동률을 나타내는 것으로 관찰

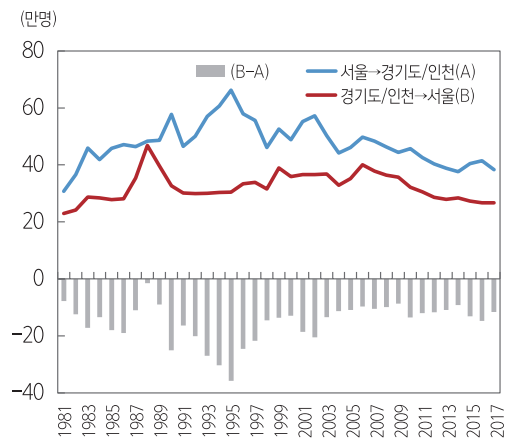
- 신도시 건설등으로 인한 공급확충: 1991년~1999년중 집값 하락은 1기 신도시로 인한 아파트 대량 공급에 기인하며, 서울에서 경기도·인천으로의 인구순유출이 1990년부터이후 급증한 데 기인

〈그림 Ⅲ-97〉 서울시 인구 순전입



자료: 통계청

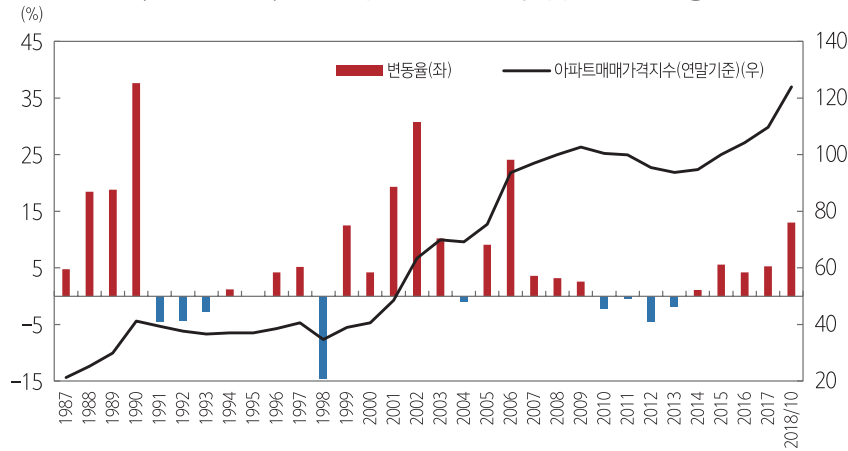
〈그림 Ⅲ-98〉 서울시/수도권 인구 전출입



자료: 통계청

- 외부충격: IMF경제위기 직후인 1998년의 -14%는 데이터 집계 이래 최대 하락
- 경기국면상 둔화·침체국면: 2004년의 경우 경기국면이 둔화·침체·저점을 지났으며 -1%의 변동률을 기록
- 외부충격과 경기국면상 하강국면, 미분양 누적의 혼합(2010년~2013년 하락기): 2008년 글로벌금융위기 이후 서울아파트 매매지수상승률은 감소하였고, 누적된 미분양의 여파로 2010년부터 서울 아파트 매매지수가 하락하기 시작하여 2010년부터 2013년까지 가격이 하락

〈그림 III-99〉 서울 아파트 매매가격지수와 연간변동률



자료: KB주택가격동향, 자본시장연구원

□ 다음의 요인들로 인해 내년도 서울 아파트 매매가는 외부충격이 없는 경우 보합을 나타낼 것으로 전망

- 과거 5년간 지속적인 가격상승(2013년부터 2018년 10월 현재 서울 아파트 매매 지수 상승률은 32%, 올 한해 상승률은 13%)
- 정부의 강력한 수요억제정책(LTV·DTI 강화, 종합 부동산세·양도세·임대소득세 강화, 다주택자규제 강화, 임대사업자 세제혜택 제한과 대출규제 강화, 투기과열지구 및 투기지역 지정)
- 내년도 하반기에 경기국면이 둔화에서 침체국면으로 전환

□ 다만, 서울시의 경우 양질의 주택이 만성적으로 공급부족상태이기 때문에 서울시 아파트 매매가가 보합을 넘어서는 하락세로 전환하기 어려운 상태로 예상

- 현 상태는 다음과 같은 요인들로 인해 주택매도와 주택매수를 억제하여 주택가격이 안정화된 상태
 - 양도세 강화로 인한 매도자의 주택매도 유인 감소
 - 투기지역 및 투기과열지구의 주택담보대출규제 강화로 실수요자의 경우에도 금융제약으로 인한 주택매수 수요 감소

- 임대사업자 세제혜택 제한과 임대사업자 대출규제 강화로 인한 투자수요 감소
- 단기적 주택가격 상승을 피하기 위한 재개발·재건축 억제, HUG의 분양가 억제로 인한 민간분양연기 등은 장기적인 주택공급부족을 야기하여 가격상승을 야기할 가능성
 - 입지가 양호한 지역의 재개발·재건축을 억제하는 정책은 해당지역의 공급을 제한함으로써 기존 주택 소유자들의 자본이득을 강화, 분양가 억제 정책은 청약당첨자들의 자본이득을 강화하는 부작용이 존재
 - 9.21 발표된 ‘수도권 주택공급확대방안’에 따르면 1차로 서울내에서는 1만호, 경기 1.7만호, 인천 7천8백호 선정하고, 향후 26.5만호 택지확보 계획을 발표하였으나 실제 주택공급이 언제 이루어질지는 불확실

□ Hsieh and Moretti(2018)에 따르면 생산성이 높은 도시의 주택공급제한을 완화할 경우, 미국 전체의 총생산과 후생이 증가

- San Francisco의 경우 기존 주택 소유자들의 주택공급확대에 대한 반대와 지방 정부의 토지사용제한정책으로 인해 도심이 과소사용중
- 생산성이 높은 도시의 주택공급제한은 미국 전역에 부정적 외부효과(negative externalities)를 유발
 - 노동력과 공간의 비효율적인 배분 및 생산성 향상으로 인한 경제적 이득이 주택가격상승으로 희석되기 때문
- 생산성이 높은 도시의 주택공급제한을 완화할 경우 미국의 총생산과 전체 근로자들의 사회적 후생까지도 증가함을 이론적으로 설명하며, 주요 도시의 주택공급제한 정책을 완화하고, 광역교통망을 확충할 것을 정책적으로 권고

- 결론적으로 공급이 제한적인 지역의 주택공급을 확대시키는 것이 금융불균형을 해결하는 시장친화적인 해결책
 - 서울·광역시 아파트의 경우 경기국면에 상관없이 안정적인 수익률을 보이는 안전자산 성격을 보유함으로써, 개인은 주요 지역의 아파트에 투자하는 것이 우월한 투자전략
 - 이러한 상황에서 주택담보대출규제 혹은 금리인상 등으로 금융불균형을 완전히 해소하기 어려움
 - 주택공급이 탄력적인 지역의 아파트의 경우 위험자산의 성격을 보유하고 있음에 비추어, 공급이 제한적인 지역의 주택공급을 확대하는 것이 장기적으로 금융불균형을 해소하는데 기여할 것으로 예상