



KERI Insight

주택시장 전망 및 주택환경 변화에 따른 영향 분석

이승석

한국경제연구원 부연구위원
(seunglee@keri.org)

지난 5년간 기록적인 상승세를 지속해 오던 주택가격은 금리인상이 본격화 된 2022년 하반기를 기점으로 하락세로 전환되어 10% 이상 하락한 상황이다. 거래량 역시 지나치게 오른 주택가격에 지난 정부의 강력한 대출규제로 인하여 2021년 9월 이후 규제지역을 중심으로 감소해 온 것으로 파악되었다. 이에 더해 美연준의 통화긴축에 따른 금리인상이 본격화되면서 주택가격 하락세는 크게 확대되었고 거래절벽 현상마저 나타나게 됨에 따라 주택시장 경착륙에 대한 우려마저 확산되었다. 이에 현정부는 주택시장 연착륙 및 정상화를 위해 광범위하고 신속한 규제완화 대책을 발표·시행해 오고 있다.

보고서에서 분석한 '동태적·확률적 일반균형(DSGE) 모형'의 충격반응함수 결과에 따르면, 주택시장에 금리인상 충격이 발생하면 주택가격은 3% 이상 즉각적으로 하락하고 그 영향은 상당기간 지속되는 것으로 나타났다. 그리고 규제완화 충격이 발생하면 주택가격은 2.3%까지 상승하였다가 그 효과는 점진적으로 소멸하여 원상을 회복하는 것으로 분석되었다. 한편, 주택공급이 증가하는 충격이 발생하는 경우 주택

가격은 0.7% 정도 완만히 하락하였다가 그 효과 역시 완만히 소멸되는 것으로 나타났다.

최근 주택시장의 흐름 및 모형분석의 결과를 감안할 때 2023년 주택시장은 연간 3.3% 수준까지 하락세를 지속하다가 2023년 연말을 경과하면서 소폭 반등하게 될 것으로 전망된다. 금리수준이 정점에 가까워졌다는 시장의 컨센서스(concensus)와 더불어 정부의 규제완화 효과가 주택시장의 연착륙을 안정적으로 유도해 낼 것이라는 인식(belief)이 주택수요를 점진적으로 회복시키고 있는 점이 본 연구의 전망치가 시장의 예상치에 비해 소폭 낮은 이유이다. 대내외적 약재 및 성장모멘텀 약화로 경기불황 국면에 진입하게 된 현 경제적 상황에서 주택시장까지 경착륙하게 될 경우, 미미한 경기반등의 가능성마저 소멸할 수 있는 엄중한 상황임을 감안하여 주택가격 정상화 및 연착륙을 위한 대책을 더욱 과감하고 신속하게 펼쳐나갈 시점이다.

1. 거시경제 동향 및 전망

□ **(한국경제)** 코로나19 및 러-우사태 장기화로 경제의 기초체력이 크게 약화된 가운데 미기준금리 인상의 영향까지 본격화되면서 생산 및 투자활동이 위축되고 소비심리마저 얼어붙는 등 경기침체 국면으로 빠르게 진입

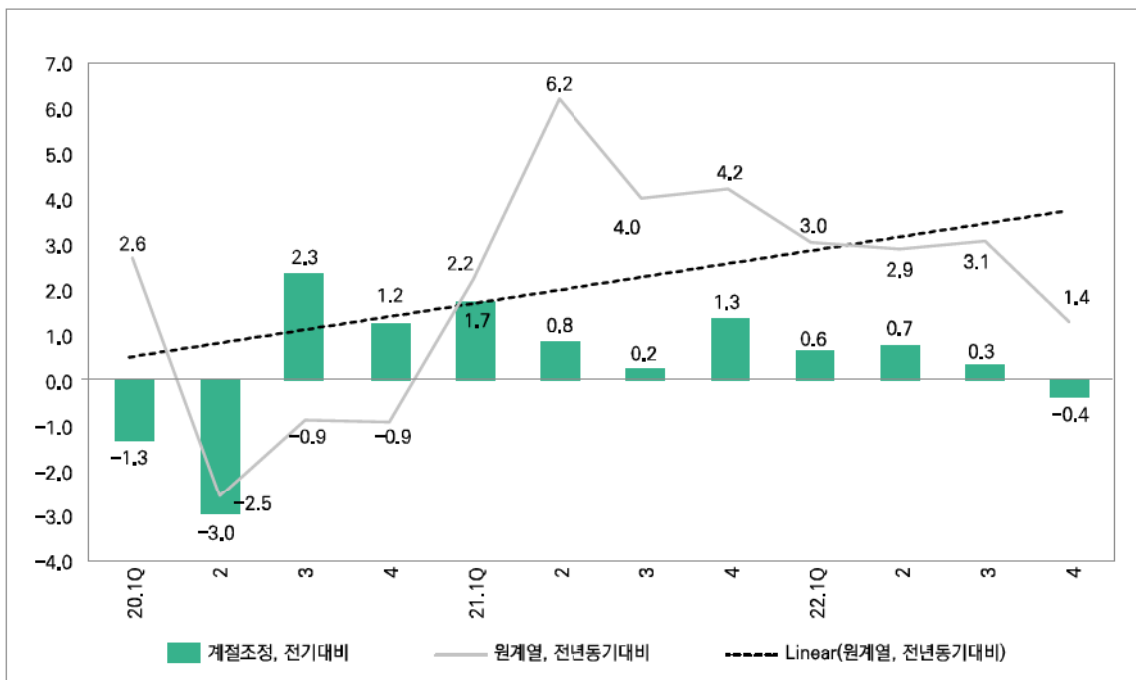
○ 국내총생산(GDP)은 반도체 등 주력산업의 경쟁력 약화, 신성장 산업에 대한 투자부진 그리고 정부의 지원여력 약화에 따른 성장모멘텀 상실의 영향으로 역(逆)성장이 현실화

○ 민간소비는 명목임금 상승률 둔화, 과도한 가계 부채 부담 등 구조적인 요인 위에 자산가격 하락, 고금리-고물가에 따른 부정적인 영향까지 복합적으로 작용하며 소비심리가 극도로 위축

○ 설비투자는 내수 및 글로벌 경기침체의 영향으로 저조한 실적을 기록하고 있으며, 특히, 건설투자는 지난 정부의 부동산 억제정책의 영향으로 수년간 극도의 스트레스가 누중된 가운데 국제원자재 가격의 영향까지 더해지면서 마이너스(-) 성장흐름을 지속

〈그림 1〉 경제성장률

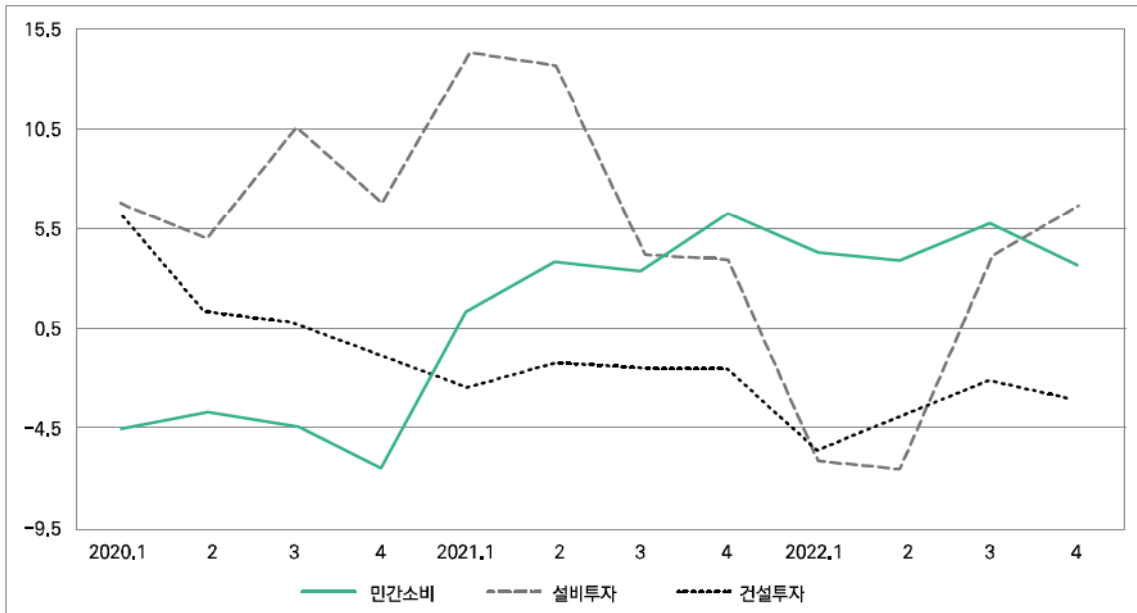
(단위: 퍼센트%)



자료: 한국은행

〈그림 2〉 지출부문별 성장률

(단위: 퍼센트, 전년동기대비)



자료: 한국은행

- **(세계경제)** 무역분쟁의 지속, 러-우사태 장기화, 중국경제 부진으로 위축흐름을 지속해 온 가운데 미국을 중심으로 한 주요국의 금리인상의 영향으로 불확실성까지 확대
 - 세계경제는 장기간 진행되어 온 미·중 무역분쟁에 대한 피로감, 중국의 성장률 둔화, 그리고 러-우사태 장기화로 인한 경제활동 위축이 주요한 하방리스크로 작용하며 저조한 수준인 2.9% 성장률에 머물게 될 전망
 - 특히, 2022년 하반기에 시작된 미중앙은행의 공격적인 통화긴축 기조가 올해 하반기까지도 지속될 것으로 예상됨에 따라 높은 금리에 따른 경기위축 흐름은 상당기간 지속될 전망

- **(경제전망)** 2023년 세계경제 및 한국경제는 국제질서 개편, 공급망 차질, 통화긴축에 기인하여 저조한 성장세를 보이게 될 전망
 - 세계경제는 고물가 흐름속에 자국 우선주의에 따른 무역분쟁과 통화긴축에 따른 수요위축 현상이 지속되면서 큰 폭으로 위축
 - 한국경제는 성장을 견인해 왔던 수출이 심각한 수준의 부진을 겪는 가운데 고물가와 고금리의 영향으로 소비와 투자의 회복세도 크게 약화되면서 경기불황이 본격화

〈표 1〉 경제성장률 전망

	2022년	2023년
세계경제 성장률(IMF)	3.4%	2.9%(p)
한국경제 성장률(한국경제연구원)	2.6%	1.5%(p)

출처: World Economic Outlook Jan 2023(IMF)
KERI 경제동향 및 전망(2023.Q1, 한국경제연구원)

II. 주택시장 흐름 및 최근 동향(과거 정부 ~ 현정부)

1. 2017~2019: 주택시장 가격급등의 환경 조성기

□ 2017년 주택시장은 당해년도 5월에 치러진 조기 대선으로 정치적 불확실성이 해소됨에 따라 인기 지역을 중심으로 가격상승폭이 확대된 데 기인하여 정부는 '8.2 부동산 대책'을 발표하였으나 주택가격은 낮은 수준의 금리와 주택가격 상승에 대한 기대감으로 수도권을 중심으로 상승세 지속

○ 주택가격은 전국 1.2%, 수도권 1.8%(서울 2.6%), 지방 0.2% 상승률을 보이며 연중 상승세가 지속되었으며 수도권과 지방 사이의 양극화 현상이 심화

○ 주택거래량은 132만 건 이상으로 2016년 대비 14% 증가해 오다 8.2 부동산 대책 발표 후 하락세로 전환

○ 종합하면, 2017년 주택시장은 정부의 8.2 부동산 대책 발표 후 주택거래량이 하락세로 전환하였음에도 불구하고 주택가격은 수도권을 중심으로 지속적으로 상승. 수도권 주택가격 상승에 대한 인식과 기대가 강화

○ **(8.2 부동산 대책 주요 내용)** 부동산, 특히, 주택에 대한 투기수요 억제를 통한 주택가격 안정화 대책

- 국지적으로 조정대상지역, 투기과열지구, 투기지역을 신규 지정
- 투기과열지구 내 주택 대출에 대한 담보인정비율(LTV)을 60%에서 40%로 대폭 축소
- 다주택자에 대한 양도세 증과
- 과열지구 내 재건축·재개발에 대한 입주권 전매 금지
- 재건축 초과이익환수제 재시행('18.1월 이후 시행)

- 민간에 의한 재건축·재개발 분양가상한제 재시행 (서울 제외)

□ 2018년 주택시장은 8.2 부동산 대책의 영향이 본격화되면서 상반기에 가격하락 현상이 나타나기도 하였으나 하반기 이후 서울 인기지역을 중심으로 주택가격이 급등. 이로 인하여 정부는 당해년도 9월에 '9.13 부동산 대책'을 전격적으로 발표하여 10월¹⁾ 이후 주택가격은 진정세로 전환

○ 주택 가격은 2018년 연중 전국 1.0%, 수도권 1.2%(서울 6.0%). 특히, 지방은 2017년 10월 이후 마이너스(-)로 전환되어 -1.5% 상승률을 기록하면서 수도권과 지방 사이의 양극화 현상이 심화

○ 주택 거래량은 전국기준 61만 건으로 전년도에 비해 10% 감소. 수도권은 27만건 수준으로 전년에 비해 12% 이상 감소. 서울의 거래량은 2만6천건 수준으로 7% 감소

- 서울 지역의 주택거래량 감소폭이 다른 지역에 비해 낮은 이유로는 8.2 부동산 대책으로 양도세가 증과되자 해당 다주택자들이 증여에 의한 주택 소유권 이전을 증가시켰기 때문

○ 2018 주택시장은 8.2 부동산 대책의 내용들이 순차적으로 시행되면서 지방을 중심으로 주택가격과 거래량이 하락하기도 하였으나 서울 인기 지역의 주택가격은 오히려 급상승

○ 이어서 정부는 9.13 대책을 발표하였으며, 9.13 부동산 대책 발표 이후 서울 지역의 주택가격의 상승세는 다소 진정세를 보였으나 주택가격 상승에 대한 인식과 기대를 꺾지는 못한 채 시장 내 수요압력을 잠재적 수요압력으로 돌린 것에 불과했다는 평가

○ **(9.13 부동산 대책 주요 내용)** 수도권 주택공급 확대²⁾, 주택 수요억제를 위한 부동산 관련 세금

1) 10월 31일 이후 총부채원리금상환비율(DSR) 본격 시행

인상 및 과세범위 확대

- 종합부동산세 인상: 다주택자에 대한 종부세율을 0.1%p~1.2%p 인상하고 세 부담 상한을 기존 150%에서 300%로 상향
- 종합부동산세 부과 기준이 되는 공정시장가액 비율 인상
- 다주택자 규제지역 내 신규 주택 구입을 위한 주택담보대출 금지
- 다주택자 전세자금 대출에 대한 공적보증 금지(갭투자 방지 목적)
- 주택임대사업자에 대한 세제 혜택 조정
- 주택시장 모니터링 강화(세무조사, 자금출처조사 등)

□ 2019년부터 상반기 중 주택시장은 극심한 내수부진과 9.13 부동산 대책의 영향으로 하락세를 보였으나, 2019년 8월을 기점으로 주택가격은 다시 급상승 기조로 전환되어 서울 인기지역³⁾의 경우 기록적인 상승률을 보였으며, 이와 동반하여 안정세를 유지해 오던 5개 광역시의 주택가격도 2016년 이후 가장 큰 폭으로 상승

○ 주택가격상승률

- 전국: -1.8%(19. 1-7월), 0.7%(19. 8-12월)
- 수도권: -1.5%(19. 1-7월), 1.5%(19. 8-12월)
- 지방: -2.0%(19. 1-7월), -0.1%(19. 8-12월)
- 서울(강남): -2.1%(19. 1-7월), 4.8%(19. 8-12월)

○ 전국 및 수도권의 주택거래량 역시도 7월까지의 월평균 4만5천건(전국), 2만1천건(수도권) 수준으로 전년동기에 비해 10% 이상 감소한 수준을 보여오다 8월을 기점으로 급상승

○ 2019년 8월 이후 주택가격이 서울 인기지역을 중심으로 폭발적인 상승세를 보인 것은 역대 최저 수준의 기준금리로 인한 대출금리 하락과 풍부한 유동성, 그리고 무엇보다 주택시장 참여자

들의 정부대책에 대한 불신 확산으로 9.13 부동산 대책의 효과가 소멸하여 지난 1년 가까이 억제되었던 주택수요가 일시에 표출된 것에 기인

○ 위의 정책효과 이외에도 주택공급 부족과 정책적 보완책 미비 그리고 인기지역 내 부동산은 불패라는 인식이 보편화·공고화된 데 따른 결과로 평가

○ 2019년 8월 이후 서울 인기지역 주택가격의 급상승은 당해년도 '12.16 부동산 대책' 발표의 직접적 원인으로 작용하였으며, 12.16 대책 발표 이후 주택시장은 2020년 5월까지 관망세를 유지(다만, 인기지역의 신축아파트 가격은 점진적인 상승기조 유지)

□ 광역시를 제외한 기타 지방의 경우, 2016년 이후 4년 이상 하락세가 지속되어 수도권 지방 사이의 주택가격 격차가 더욱 확대

□ **(12.16 부동산 대책 주요 내용)** 고가주택에 대한 주택담보대출 제한 및 금지, 보유세 강화 및 양도세 중과율 인상을 통한 전방위적 주택수요 억제가 주요한 내용. 주택수요 억제정책이라는 측면에서 질적으로는 정부의 지난 부동산 대책들과 궤를 같이하고 있으나 무주택자의 주택구입에 대해서도 대출규제를 부과하고 1주택 실거주자에 대해서도 보유세 부담을 중과하는 등 그 강도 면에 있어서는 위험적 소지 문제가 제기될 만큼 강력한 것으로 평가

○ 대출규제 강화 및 대출 전면금지

- 시가 9억 초과주택에 대한 LTV 축소(9억 초과분에 대해 기존 40%에서 20%로 축소)
- 시가 15억 원 초과주택에 대한 주택담보대출 전면 금지
- DSR 규제 강화(차주별 40%로 제한)
- 주택보유자 전세대출 보증 제한 및 전세대출 후

2) 수도권 주택공급 확대 대책은 9.13 부동산 대책에 대한 후속 대책인 9.21 대책에서 발표, 30만호 신규주택 공급 및 신혼희망타운 추진 계획 발표

3) 서울 강남4구 및 강북 일부 지역(마포, 용산, 성동)을 포함

주택매입 제한

- 부동산임대업 RTI⁴⁾를 1.5배 이상으로 강화

○ 보유세 인상 및 양도세율 개편

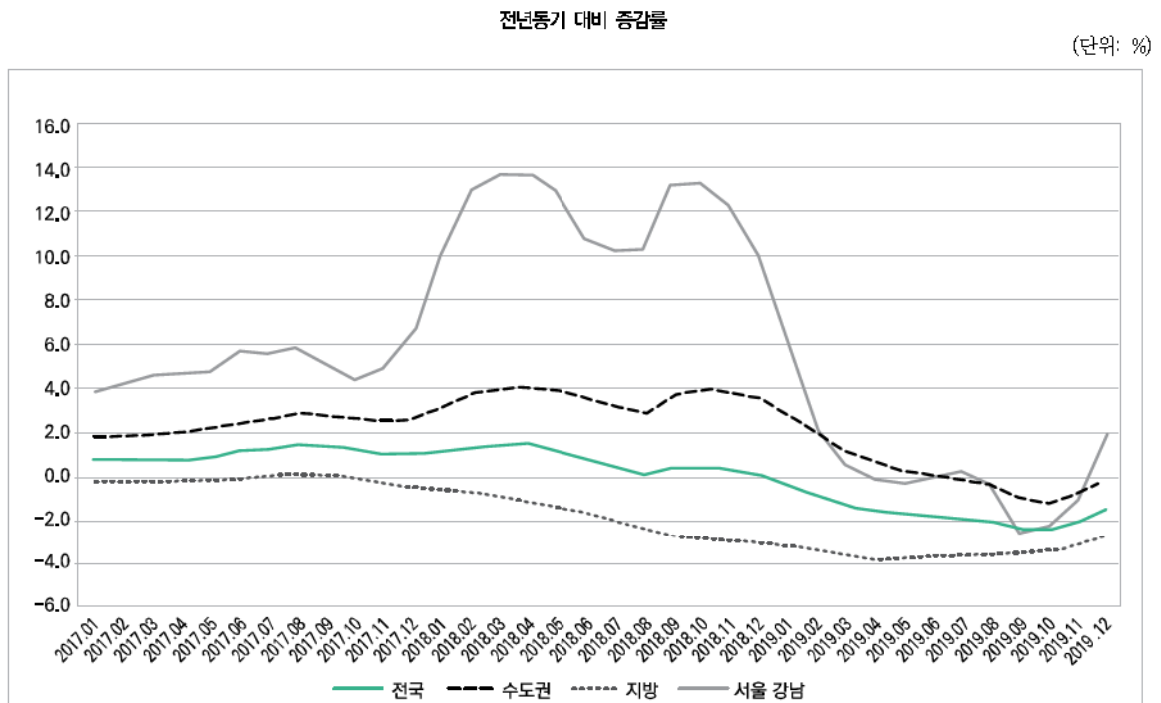
- 공시가격 현실화
- 종합부동산세 세율 상향조정: 과세표준별로 0.1%p~0.3%p 인상하였으며, 3주택 이상보유자와 조정지역 내 2주택 이상보유자에 대해서는 과세표준별로 0.2%p~0.8%p 대폭 인상
- 양도소득세 부과시 적용하는 장기보유특별세액공제 제도를 전면 개편(보유요건 외 거주요건 추가)하여 양도세 증가에 적용하고, 2년 미만 보유 주택에 대해서는 양도소득세율을 40%에서 50%로 인상
- 다주택자 양도세 증가시 분양권을 주택수에 포함

- 분양가 공시항목은 기존 12개에서 62개로 대폭 확대
- 분양가상한제 적용 주택에 대한 전매제한기간을 확대
- 분양가상한제 적용지역 지정요건을 완화하여 지역지정이 용이하도록 개정
- 강남4구(강남.서초.송파.강동), 강북4구(마포.용산.성동.영등포)을 포함한 서울 내 인기지역 뿐만 아니라, 강서.노원 등 서울 준인기 지역 및 광명.하남 등 경기 인기지역을 총망라하여 분양가상한제 적용지역으로 전격 지정

- 주택구입자금에 대한 자금출처조사 강화 및 인기지역 내 상시모니터링 체제 시행·운영(2020년 2월 이후 시행중)

○ 분양가상한제 규제강화 및 적용지역 확대

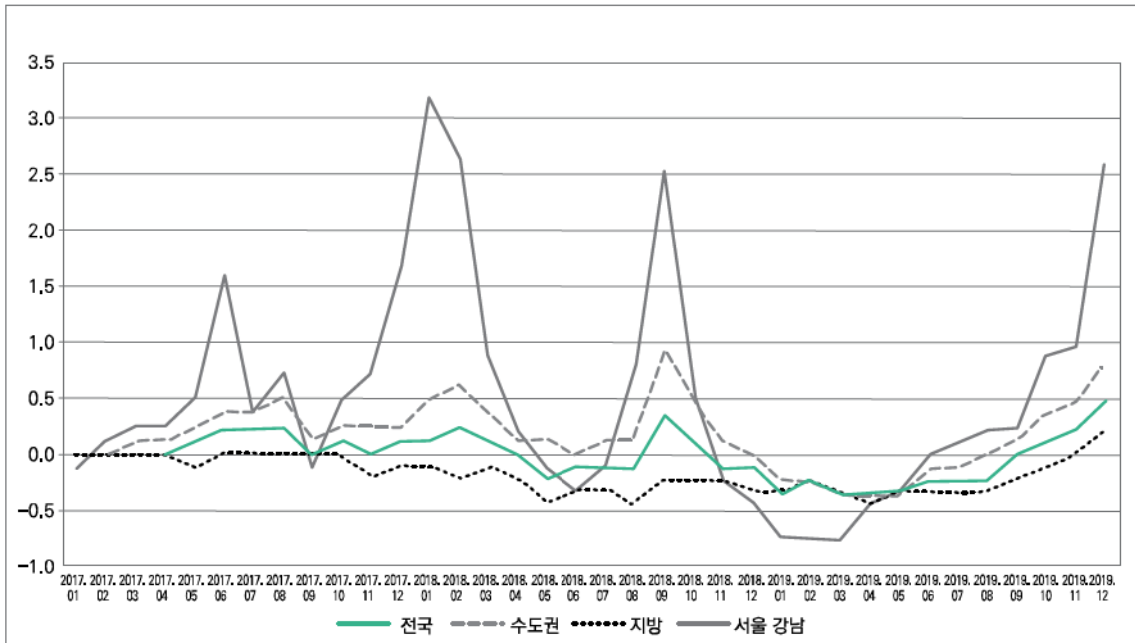
〈그림 3〉 2017~2019 주택 매매가격 증가율



4) RTI(Rent to Interest)=연간임대소득/연간이자비용

전기 대비 증감률

(단위: %)

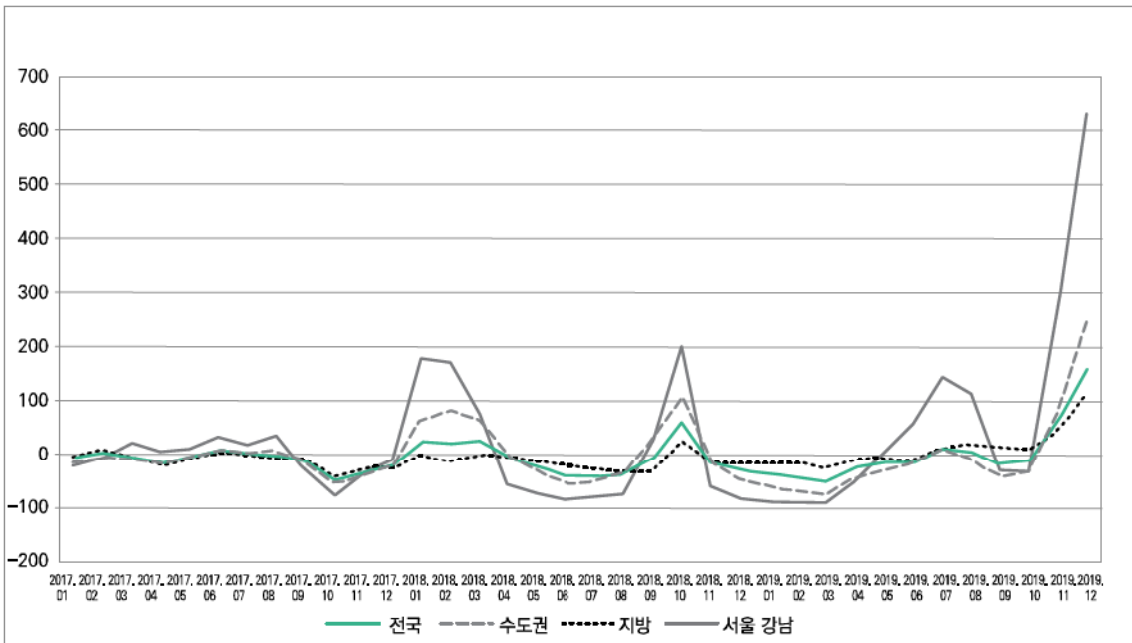


자료: 국토교통부, 한국부동산원

〈그림 4〉 2017~2019 주택 거래량 증가율

전년동기 대비 증감률

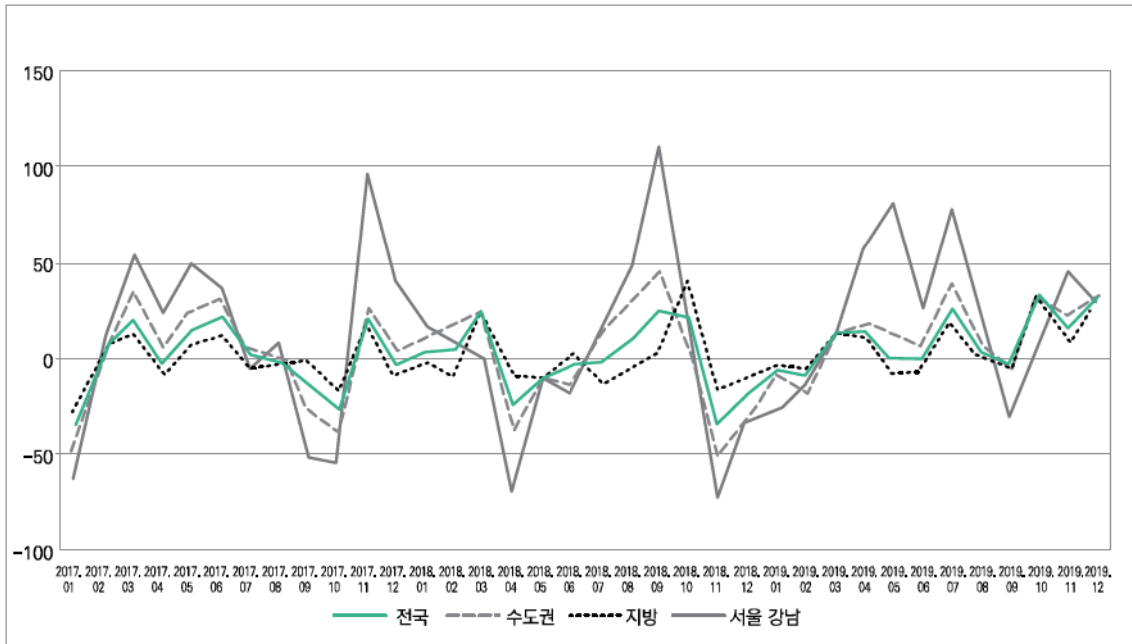
(단위: %)



자료: 국토교통부, 한국부동산원

전기 대비 증감률

(단위: %)



자료: 국토교통부, 한국부동산원

2. 2020~2021: 주택가격 패닉적 급등기

- 12.16 부동산 대책 발표 이후 2020년 5월까지 정부의 규제강화와 코로나19로 인한 물리적 활동 제약의 영향이 동시에 작용하며 매매가격 및 거래량은 다소간 위축. 다만, 수도권은 증가세 지속
- 12.16 대책 발표이후 5월까지 인기지역을 중심으로 주택가격 상승률이 둔화하는 등 대책의 효과가 일부 나타나기도 하였으나, 인천·경기 등 비규제 지역의 주택가격이 풍선효과로 인해 큰 폭으로 상승하고, 대출규제를 받지 않는 9억 이하 주택에 대한 수요증가로 해당 주택의 가격이 큰 폭으로 오르는 등 부작용⁵⁾이 동시에 나타남
- 12.16 부동산 대책에도 불구하고 공황구매 및 풍선효과의 효과는 더욱 확대되며 주택가격은 2020년 5월을 경과하면서 급상승세로 전환. 건국 이래 유례없는 상승세를 기록하면서 주택가격은 최고치를 경신
- 전국적인 주택가격 상승흐름을 차단하기 위해 정부는 2020년 '6.17 부동산 대책'과 후속대책인 '7.10부동산 대책'을 연이어 발표
- (6.17 부동산 대책 주요 내용) 실거주 목적이 아닌 투자목적의 주택수요를 차단하고, 다주택자 등 주택시장에 존재하는 투자목적의 주택보유자의 매도를 유도하기 위한 대책
 - 규제지역 확대
 - 경기, 인천, 대전, 청주 등 주택가격 상승률이 높았던 대부분의 지역을 조정대상지역으로 추가 지정
 - 조정대상지역 중 과열양상을 나타내었던 17개 지역을 투기과열지구로 선정
 - 용산정비창 일대에 이어 송파구, 강남구 등 대규모 사업계획 관련 지역을 토지거래허가구를 추가 지정

5) 9억 이상 주택에 대한 대출규제와 이로 인한 9억 이하 주택의 가격상승으로 인해 주택구매를 포기하게 된 상당한 수준의 수요가 전세수요로 전환하게 된 것이 최근 전세가격 급상승의 원인으로 작용

- 주택취득자금 규제 강화
 - 자금출처조사 강화 및 증빙서류 제출 범위 확대
 - 전세자금대출 보증이용 제한 강화 및 주택담보대출 실행 후 주택처분 및 실거주 요건 강화(갭투자 방지)
- 재건축 규제 강화
 - 재건축 안전진단 절차 강화
 - 재건축 조합원 분양요건 강화
 - 재건축 초과이익환수제 본격 시행
- 세제 규제
 - 법인보유 부동산에 대한 종부세율 인상 및 공제 폐지
 - 법인의 주택양도 시 추가세율 인상
- 대출규제
 - 주택매매, 임대사업자 주택담보대출 금지
- (7.10 부동산 대책 주요 내용) 다주택자에 대한 매도압박 강도를 높이고 실수요자들에 대한 주택 공급을 늘림과 동시에 주택임대사업자에 대한 규제를 강화하기 위한 대책
 - 다주택자 규제강화
 - 다주택자의 종부세, 양도세, 취득세 등 부동산 관련 모든 세금에 대한 세율을 인상
 - 법인사업자에 대해서는 종부세 최고세율을 적용하고 공제를 폐지
 - 실수요자에 대한 주택취득 기회 확대
 - 생애최초 주택구입자에 대한 특별공급을 5~15%까지 확대
 - 신혼부부 특별공급 소득기준을 완화
 - 주택임대사업자 규제강화
 - 다세대·다주택 10년 장기임대를 제외한 모든 유형의 임대를 폐지
 - 정부의 6.17 부동산 대책과 7.10 후속 대책에도 불구하고 주택가격은 서울을 중심으로 상승폭이 확대되었으며 특히, 하락세를 보여오던 강남4구의 주택가격이 빠르게 상승세로 전환
 - 이는 지금까지 정부의 부동산 대책 발표 후 최소 2~3개월 이상 주택시장이 관망기를 가졌던 이전 양상과는 다르게 대책발표에 상관없이 주택가격과 거래량이 동시에 확대되었다는 점에 주목할 필요가 있으며, 이러한 비이상적인 주택가격 상승흐름엔 다음과 같은 특성이 존재
 - 공황구매(Panic Buying): 주택을 빨리 구매하지 않으면 다시는 주택을 보유하지 못하게 될 수도 있다는 절박함과 부동산 정책에 상관없이 주택가격은 상승세를 지속할 것이라는 믿음(Belief)이 복합적으로 작용하여 주택에 대한 추격매수세를 강화
 - 증여를 통한 우회거래 증가: 다주택자에 대한 양도소득세 중과를 회피하기 위해 증여를 통한 소유주 변경 사례가 자산가들이 밀집한 서울의 강남지역을 중심으로 큰 폭 증가
 - 지방자산가들까지 서울시 주요 지역 주택에 대한 투자 증가

6) 6.17대책 발표 후, 7월까지 2개월간 서울(강남)의 주택가격은 1.4% 상승하였고, 주택거래량 역시 6월중 전월에 비해 2배 이상 증가

〈표 2〉 증여를 통한 거래건수

(단위: 호수)

		1월	2월	3월	4월	5월
강 남	전체거래	520	961	345	776	2262
	증 여	169	51	70	139	174
서 초	전체거래	657	473	378	313	590
	증 여	92	230	84	166	260
송 파	전체거래	890	2706	365	222	345
	증 여	238	50	10	38	82

출처: 한국부동산원

〈표 3〉 서울 외 지역에 거주한 투자자의 서울 주요지역 거래

(단위: 호수)

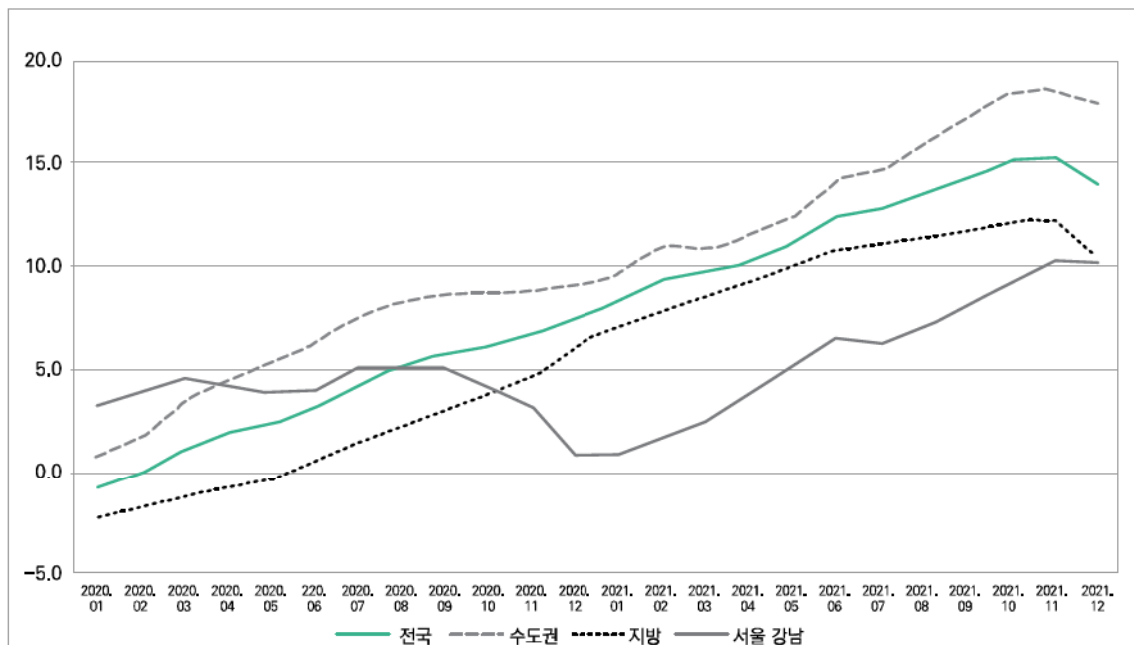
	1월	2월	3월	4월	5월
강 남	135	121	95	87	740

출처: 한국부동산원

〈그림 5〉 2020~2021 주택 매매가격 증가율

전년동기 대비 증감률

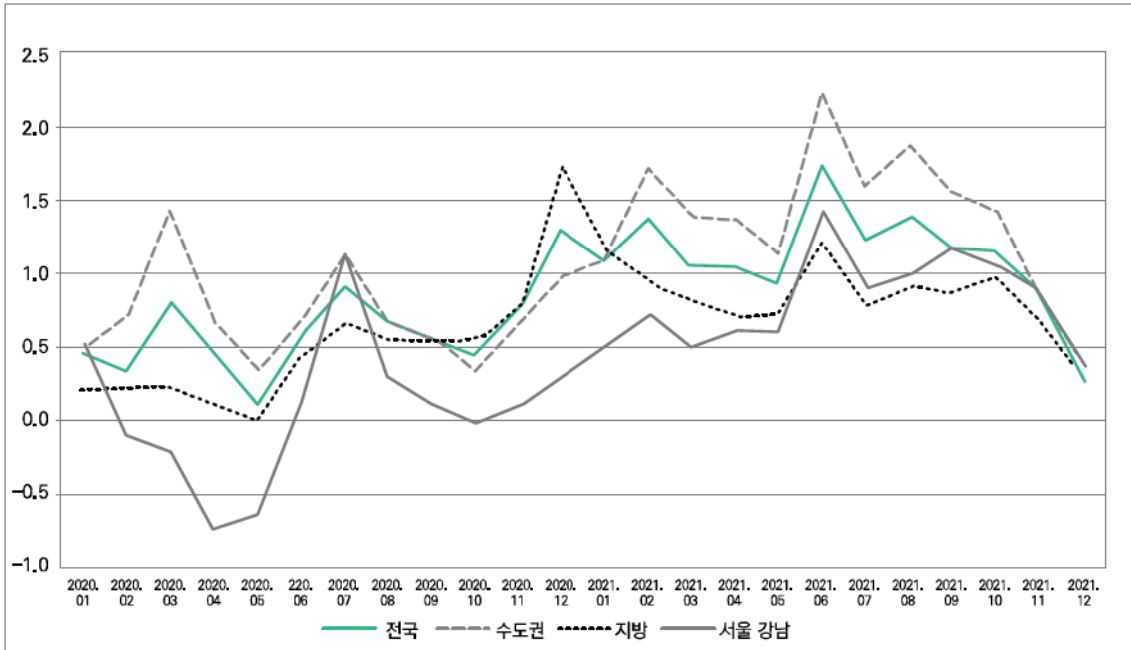
(단위: %)



자료: 국토교통부, 한국부동산원

전기 대비 증감률

(단위: %)

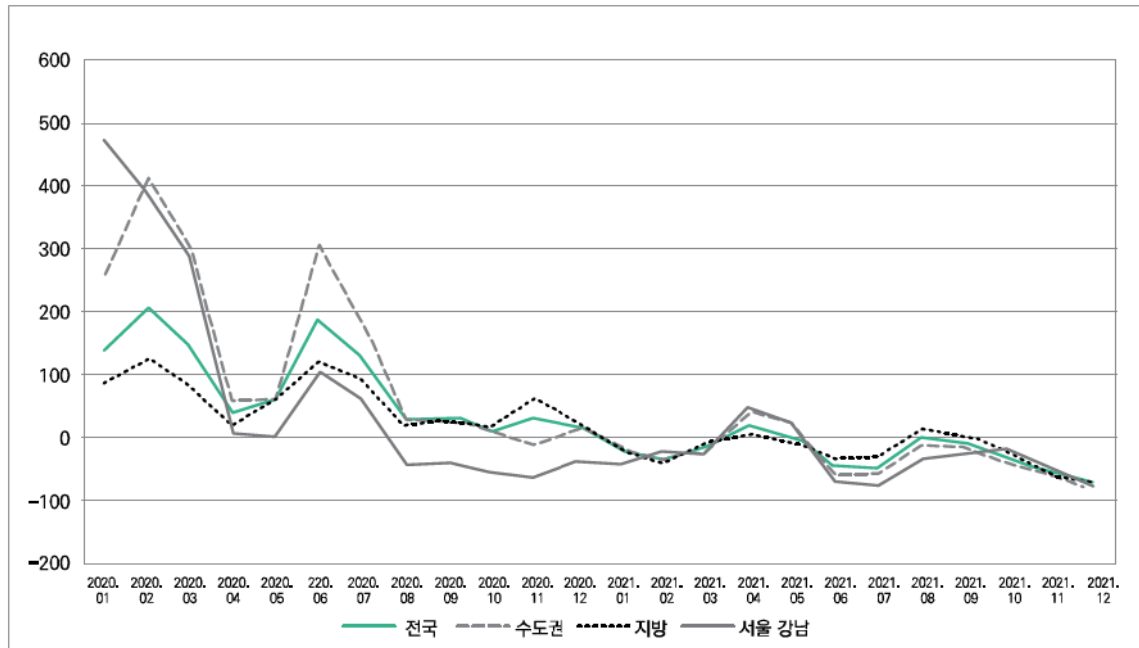


자료: 국토교통부, 한국부동산원

〈그림 6〉 2020~2021 주택 거래량 증감률

전년동기 대비 증감률

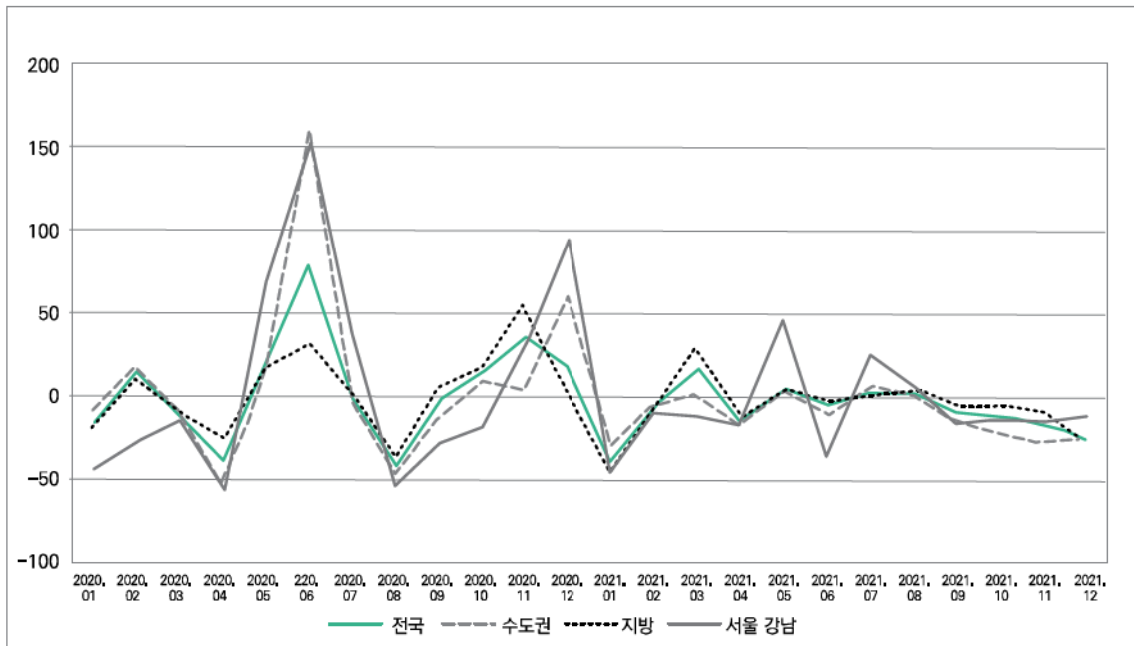
(단위: %)



자료: 국토교통부, 한국부동산원

전기 대비 증감률

(단위: %)



자료: 국토교통부, 한국부동산원

〈참고〉 이전 정부 주요 주택정책 및 특징

〈표 4〉 이전 정부 주요 부동산 대책 일시

		주요내용	정책방향
2017년	6.19	<ul style="list-style-type: none"> 조정대상지역 확대 조정대상지역 내 대출규제 강화 	수요억제
	8.2	<ul style="list-style-type: none"> 투기지역, 투기과열지구 지정 조정지역 다주택자 양도세 종과(*18.04 시행) 재건축, 재개발 규제 강화 	수요억제
	9.5	<ul style="list-style-type: none"> 투기과열지구 확대 	수요억제
	10.24	<ul style="list-style-type: none"> 신 DTI, DSR 도입 	수요억제
	11.29	<ul style="list-style-type: none"> 주거복지로드맵(공공임대85만, 공공분양15만) 	공급확대
	12.13	<ul style="list-style-type: none"> 임대주택등록 활성화 	세제지원
2018년	7.5	<ul style="list-style-type: none"> 신혼부부 청년 주거지원(신혼희망타운10만) 	공급확대
	8.27	<ul style="list-style-type: none"> 수도권 주택공급 확대(공공택지개발로 30만호 공급) 	공급확대
	9.13	<ul style="list-style-type: none"> 조정대상지역 다주택자 종부세율 인상, 종과 세부담 상한 150%에서 300%로 상향 다주택자 대출제한 양도세비과세 기준 강화 주택임대사업자 주택 신규 구입에 혜택 축소 	수요억제
	9.21	<ul style="list-style-type: none"> 3기 신도시 계획발표 	공급확대
	12.19	<ul style="list-style-type: none"> 3기 신도시 지정(과천, 계양, 교산, 왕숙) 	공급확대
2019년	1.9	<ul style="list-style-type: none"> 3기 신도시 추가지정(창릉, 대경) 	공급확대
	4.23	<ul style="list-style-type: none"> 주거종합계획(서민 부동산 금융지원) 	금융지원
	5.7	<ul style="list-style-type: none"> 수도권 주택공급 확대방안 	공급확대
	8.12	<ul style="list-style-type: none"> 민간택지 분양가상한제 시행 	공급억제
	10.1	<ul style="list-style-type: none"> 부동산사업자 대출규제 강화 	수요억제
	11.6	<ul style="list-style-type: none"> 민간택지 분양가상한제 적용 지역 지정(강남4구, 여의도동) 	수요억제
	12.16	<ul style="list-style-type: none"> 9억 이상 고가주택 대출규제 15억 이상 초고가주택 대출금지 DSR 한도 하향 규제지역 처분 및 전입 기한 단축 전세대출 보증 규제강화 보유세 인상 및 양도세 강화 분양가 상한제 적용지역 확대 및 규제 강화 주택구입 자금출처조사 강화 	수요억제
2020년	2.20	<ul style="list-style-type: none"> 12.16 대책 보완(경기도권 규제강화) 	수요억제
	5.6	<ul style="list-style-type: none"> 공공재개발 활성화 	공급확대
	6.17	<ul style="list-style-type: none"> 규제지역 대목 확대 주택취득자금 규제강화 전세자금대출 보증이용 제한 주택자금대출 실행 후 기존주택 처분 및 실거주요건 강화 주택사업자 담보대출 금지 법인보유 부동산에 대한 종부세 양도세 강화 재건축 초과이익환수제 본격시행 	수요억제
	7.10	<ul style="list-style-type: none"> 다주택자 규제강화 주택임대사업자 규제강화 	수요억제
	8.4	<ul style="list-style-type: none"> 유휴지활용 및 공공재건축, 재개발로 서울에 주택 12만3천호 공급 	공급확대
2021년	2.4	<ul style="list-style-type: none"> 대도시권 주택공급 확대방안 발표 	공급확대

출처: 기획재정부, 국토교통부

- 정책목적은 주택수요 억제를 통한 주택가격 안정, 주요 정책수단으로는 대출규제와 부동산 관련 세금에 대한 증세임을 확인할 수 있음
 - 대출규제는 다주택자에 대한 LTV·DSR 규제에서 주택가격대에 따른 적극적 대출규제와 대출금지로까지 강화
 - 부동산 관련 세금규제는 다주택자에 대한 종부세·양도세 증세에서 1주택 보유자에 대한 종부세 증세로까지 확대
- 주택공급대책도 3기신도시·신혼희망타운 등 수차례 발표된 바 있으나 공급효과가 비교적 빠르게 나타나는 재개발·재건축 규제강화를 동시에 진행하여 실질적인 공급효과는 미미한 수준
 - 총 23차례에 이르는 정부의 부동산 대책들 중 수요억제 성격의 대책은 총 12회, 공급확대 성격의 대책은 총 9회, 금융·세제 지원대책 2회에 이르고 있는 상황
 - 위의 대책들 중 2017년 8.2대책, 2018년 9.13대책, 2019년 8·12대책과 12.16대책, 2020년 6.17대책 등이 주택시장에 상당한 영향을 미쳤던 주요 대책으로 평가 받고 있으며, 이들 주요 대책 발표 후 주택시장은 2~4개월 동안 주택가격과 거래량의 증가율이 다소 진정된 후 다시 급상승하게 되는 패턴을 반복
 - 다만, 제한적인 수준에서나마 존재했던 일시적 진정효과는 2020년 6.17, 7.10 대책 이후로는 찾아볼 수 없음

〈표 5〉 주요 부동산 대책 발표 후 주택시장 변화(서울 강남4구)

주요대책	대책효과 지속기간 ⁷⁾	주택가격 상승률 변화 (지속기간 내)	주택거래량 변동률 변화 (지속기간 내)
8.2대책 ('17)	2개월	0.9%p 하락	58%p 하락
9.13대책 ('18)	3개월	2.6%p 하락	183%p 하락
8.12대책 ('19)	2개월	0.01%p하락	56%p 하락
12.16대책 ('19)	2개월	2.0%p 하락	71%p 하락
6.17대책 ('20)	0개월	1% 이상의 상승세 지속	150% 이상 상승

7) 주택가격 상승률과 주택거래량의 상승률이 동시에 하락세를 지속했던 기간으로 정의하였음

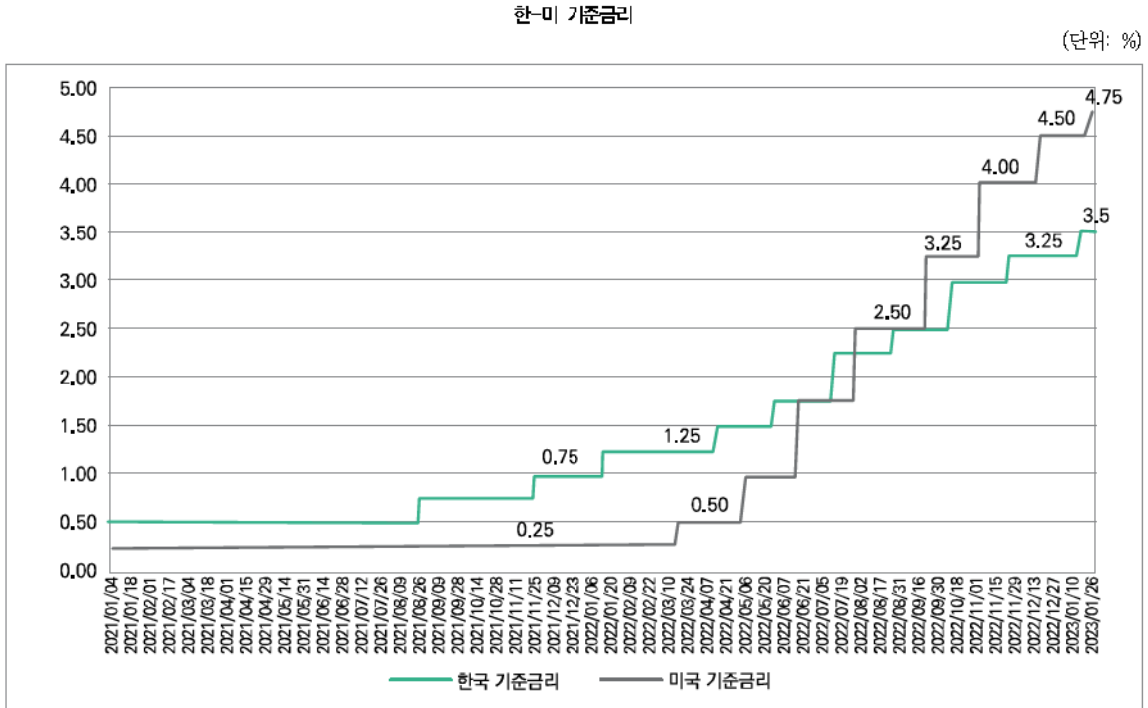
3. 2022~2023: 주택가격 버블붕괴 및 침체기

- 기록적인 상승세를 5년 이상 지속해 오던 주택가격은 금리인상이 본격화 된 2022년 하반기를 기점으로 하락세로 전환
 - 주택가격의 하락은 2022년 7~8월을 기점으로 본격화되었으나, 거래량 감소는 2021년 하반기부터 이미 시작
 - 주택가격이 이미 한계적 상한선까지 오른 가운데 당시 정부의 강력한 대출규제로 인하여 주택거래량은 2021년 9월 이후 규제지역을 중심으로 감소하기 시작
 - 주택시장 내에 주택가격이 과도한 수준까지 상승했다는 인식이 확대되며 주택에 대한 초과수요에서 수요부족 국면으로 전환
- 거래량이 이전에 비해 크게 감소하고 주택가격 상승폭 역시 줄어든 가운데 일부 추격매수를 중심으로 주택가격은 2022년 상반기까지는 상승세를 지속
- 2022년 하반기를 기점으로 美연준의 통화긴축에 따른 금리인상이 본격화되면서 주택가격은 급속도로 하락하고 거래절벽 현상마저 나타나게 됨에 따라 주택시장 경착륙에 대한 우려가 확산
 - 美연준은 2022년 3월부터 금리인상을 시작했으며 초반에는 0.25%p씩 단계적인 인상 기초를 유지
 - 러-우사태로 인한 국제원자재 가격 상승으로 물가가 급등세를 보이자 0.5%p씩 기준금리를 올리는 소위 빅스텝 인상을 단행하여 온 가운데, 美기준금리는 현재 4.75%에 이르고 있는 상황
 - 美기준금리 인상에 따라 한국은행 역시 통화긴축 기조로 전환하게 되면서 한국의 기준금리는 미국에 비해 1.25%p 낮은 3.5% 수준에 도달
 - 기준금리 인상에 따라 2% 중반 수준에 머물던

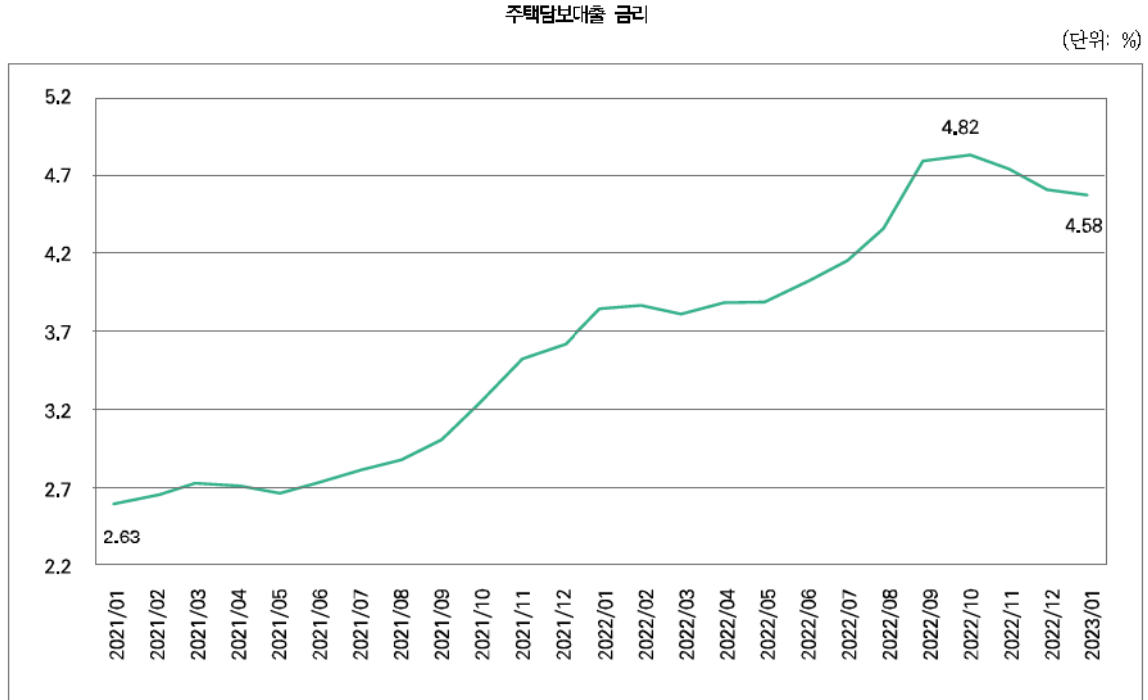
주택담보대출 금리는 현재 4.6% 이상까지 오른 상황이며, 이와 같은 금리인상은 주택수요를 감소시키면서 거래위축을 가속화시키는 주요한 원인으로 작용

- 하락세가 시작된 2022년 9월부터 현재까지 주택가격은 수도권이 10% 하락한 가운데 불패라는 인식까지 팽배한 서울 강남지역도 6.5% 하락한 상황

〈그림 7〉 2021~2023 기준금리 및 주택담보대출 금리 변화



자료: 한국은행

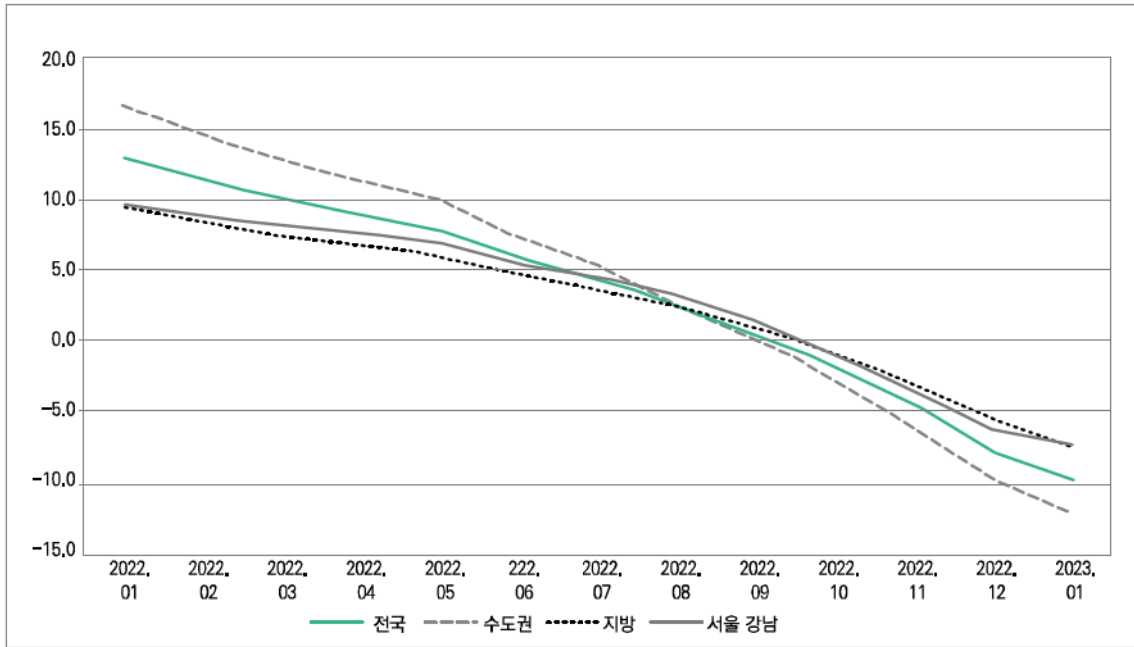


자료: 한국은행

〈그림 8〉 2022-2023 주택 매매가격 증가율

전년동기 대비 증감률

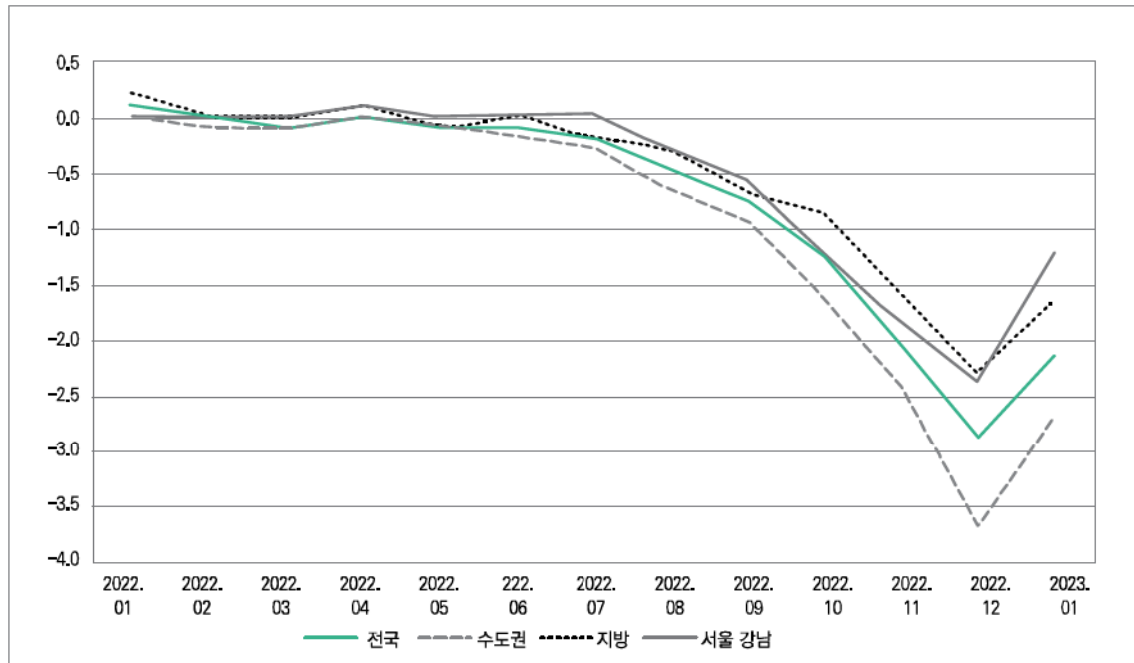
(단위: %)



자료: 국토교통부, 한국부동산원

전기 대비 증감률

(단위: %)

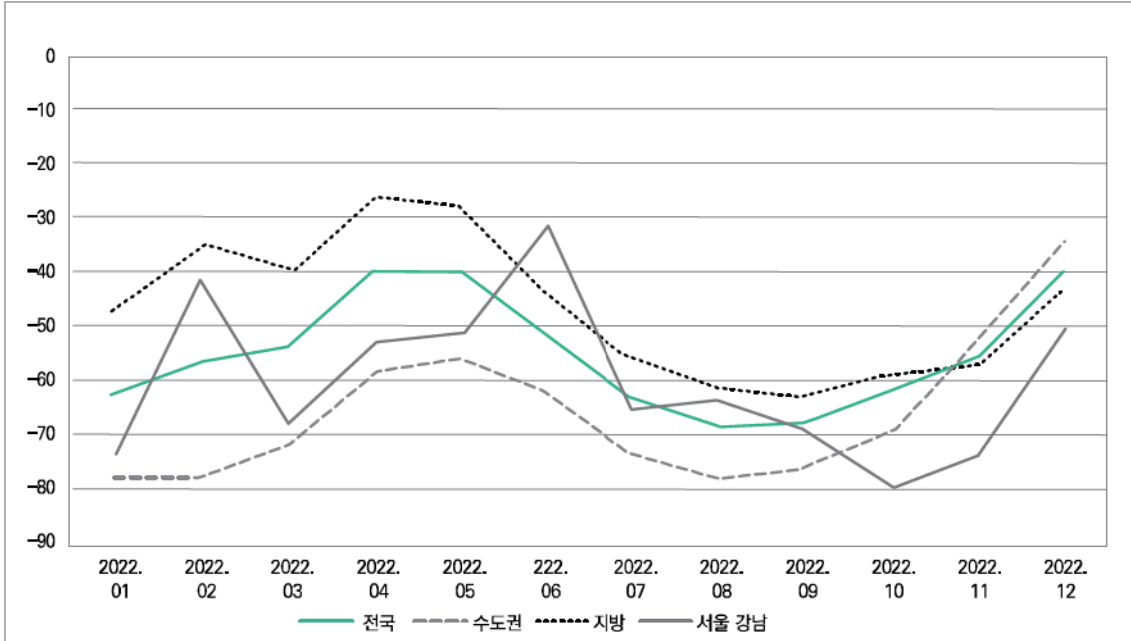


자료: 국토교통부, 한국부동산원

〈그림 9〉 2022-2023 주택 거래량 증감률

전년동기 대비 증감률

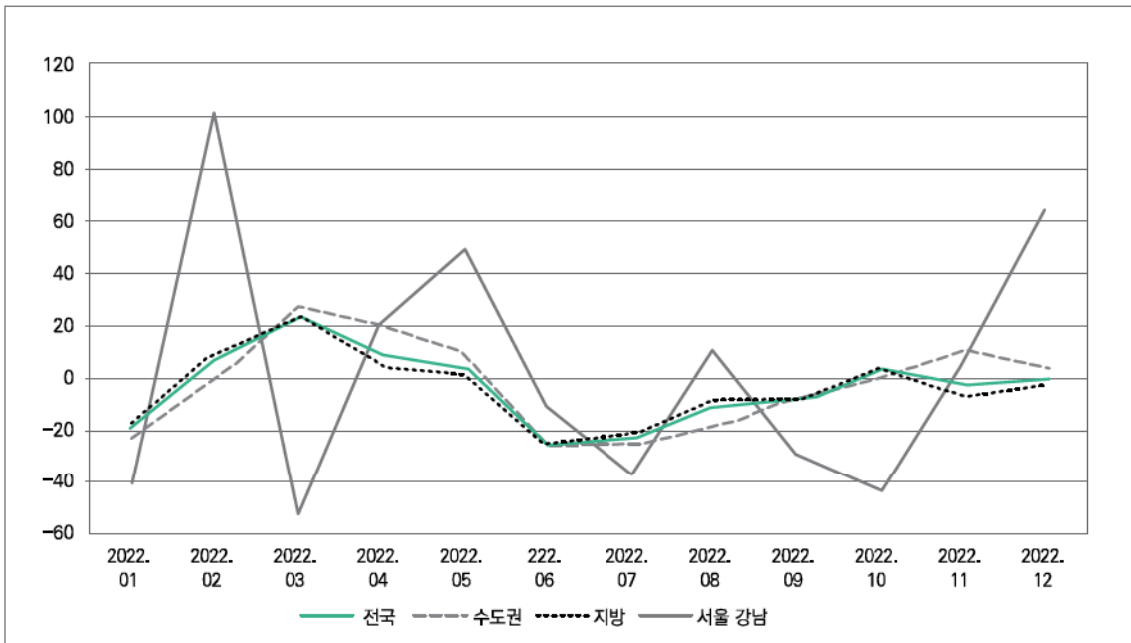
(단위: %)



자료: 국토교통부, 한국부동산원

전기 대비 증감률

(단위: %)



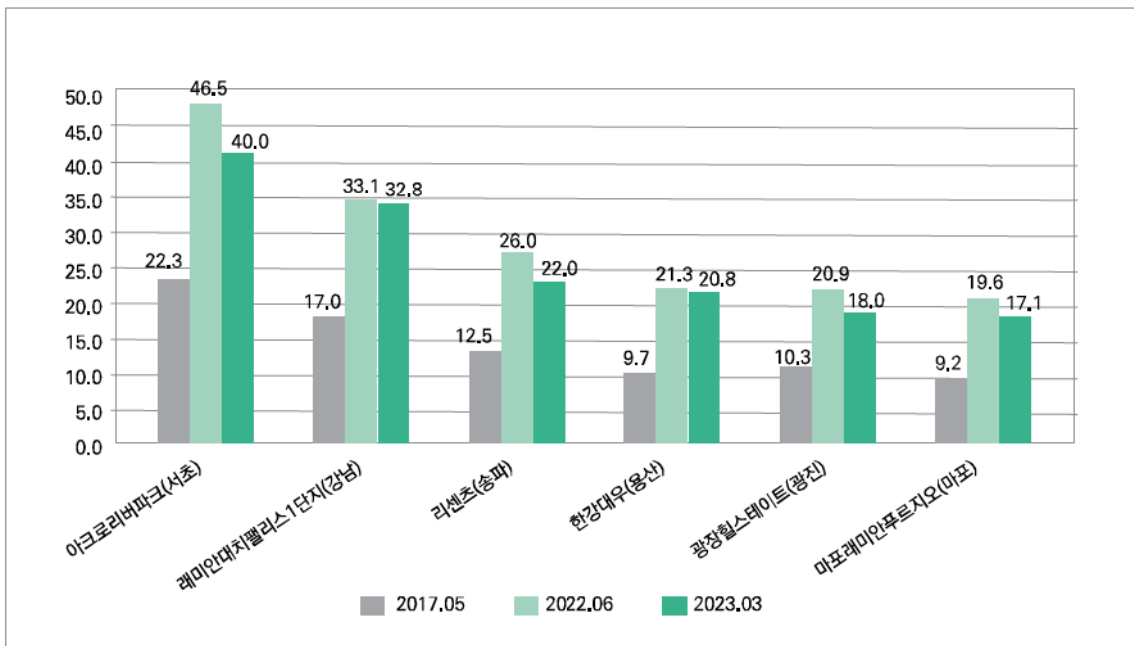
자료: 국토교통부, 한국부동산원

〈표 6〉 시기별 주택가격 증감률

	전 국	수도권	지 방	서울-강남
2017	1.0%	2.7%	-0.4%	6.7%
2018	0.1%	3.6%	-3.1%	9.9%
2019	-1.5%	0.0%	-2.7%	1.9%
2020	7.6%	9.1%	6.2%	0.9%
2021	14.1%	17.9%	10.6%	10.2%
2022	-7.5%	-9.6%	-5.5%	-6.1%
2022.09~2023.01 (주택가격 하락기)	-8.0%	-10.0%	-6.2%	-6.5%
최고점 대비 하락률	-9.6% (22.02 대비)	-12.0% (22.01 대비)	-7.3% (22.04 대비)	-7.2% (22.07 대비)
2017.05~2023.01 (조사대상 전기간)	10.6%	19.7%	2.5%	22.2%

〈그림 10〉 서울시내 주요 30평대 아파트 매매가 변화

(단위: 억 원)



자료: 부동산114, 네이버부동산시세

III. 현정부 주택시장 정책변화 및 최근 이슈

1. 현정부의 주요 주택정책 변화 및 평가

□ **[정책변화]** 현정부 주택정책은 규제완화를 통해 주택시장 위축을 최소화하고 주택시장 내 시장경제 질서를 재건하는데 방향이 설정

○ 현정부는 위헌소지가 제기될 만큼 강도가 높았던 과거 정부의 주택규제 정책 수준을 완화하고 주거취약계층을 중심으로 한 공급계획을 확대하는 등 주택시장 정상화를 위한 광범위한 대책을 수립·발표

○ **[대출규제]** 대출규제 완화를 통해 극도로 위축된 주택시장을 활성화하는 한편, 주택시장 경착륙 리스크 완화

- 사실상 서울시내 중형 이상 아파트 거래를 가로막아 왔던 '15억 원 이상 아파트에 대한 대출금지 규제'를 폐지하여 DSR(총부채원리금 상환비율) 한도 내에서 대출을 허용

- 다주택자에 대한 주택담보대출 금지를 완화하여 다주택자에도 주택담보대출을 일정 한도로(규제지역 40%, 비규제지역 60%) 허용

- 무주택자와 1주택자는 DSR(총부채원리금 상환비율) 범위 내에서 LTV 70%까지 주택담보대출 허용

○ **[세법개정]** 주택보유자들의 최대 부담으로 작용하였음은 물론 과중한 보유세 부담이 입차인의 월세로 전가되는 부작용까지 만들어냈던 부동산 세금이 대폭 완화

- 2주택자부터 최대 6%로 부과되던 중부세 증가를 3주택 이상 보유자에게만 적용하는 동시에 기본 공제액을 6억에서 9억으로 상향하고 최고세율은 5%로 인하

- 2주택 이상 보유부터 적용되던 취득세 증가를 3주택 이상으로 기준 변경

- 다주택자에 최고 75%까지 부과되던 양도소득세 증가에 특례규정을 두어 2024년 5월까지 양도세 증가배제

- 일시적 2주택자의 1년내 기존주택 처분의무를 3년으로 연장

○ **[지역규제]** 투기지구, 투기과열지구, 조정대상지역 등 전국 112곳에 지정되어 풍선효과를 통해 집값상승을 전국으로 확산시켰던 지역규제를 서울 강남3구 및 용산구를 제외하고 전면 해제

○ **[공급확대]** 분양가상한제를 사실상 해제하고 재개발·재건축의 안전진단 요건을 완화하여 주택공급 규제를 완화하는 한편, 현정부 임기 내 신규주택 270만호 공급 등 주택시장에 공급확대 시그널을 전파

- 강남3구 및 용산구를 제외한 전지역에 분양가상한제를 사실상 해제

- 재개발·재건축의 안전진단 요건 중 구조안전성 가중치를 50%에서 30%로 낮추고 안전진단점수 허용폭을 확대

- 2027년까지 270만호(수도권 158만, 서울 50만)에 이르는 신규주택 공급계획

〈표 7〉 현정부 주요 주택정책 변화

규제	현재 → 변경
분양권 전매 제한	<ul style="list-style-type: none"> • 수도권 최대 10년 → 수도권 최대 3년(공공택지 또는 규제지역) • 비수도권 최대 4년 → 비수도권 최대 1년
실거주 의무	<ul style="list-style-type: none"> • 수도권 분양가상한제 주택 최대 5년 → 폐지 • 공공재개발 2년 → 폐지
중도금 대출 제한	<ul style="list-style-type: none"> • HUG 보증 분양가 기준 12억 원 → 폐지 • HUG 대출 보증 인당 5억 원 → 폐지
1주택 청약 당첨자 기존 주택 처분 의무	<ul style="list-style-type: none"> • 입주 가능일로부터 2년 이내 처분 → 폐지
무순위 청약 자격요건	<ul style="list-style-type: none"> • 무주택자만 신청 가능 → 주택 소유자도 무순위 청약 신청 가능
분양가상한제	<ul style="list-style-type: none"> • 서울 18개 구 309개 동, 과천·하남·광명시 13개 동 민간택지 분양가상한제 지역으로 지정 → 서울 강남, 서초, 송파, 용산 제외 전 지역 해제
재개발·재건축 안전진단	<ul style="list-style-type: none"> • 구조안전성 가중치 50% → 구조안전성 가중치 30%로 하향 조정 • 안전진단점수 30 이하만 재건축 만점 → 안전진단점수 30-45도 재건축 만점
재건축 초과 이익 환수	<ul style="list-style-type: none"> • 조합원 평균 3,000만 원 이상 개발이익 시 이익의 최고 50% 환수 → 폐지 입법 진행 중
주택담보대출 제한	<ul style="list-style-type: none"> • 다주택자 규제지역 내 신규 주택 구입 위한 주택담보대출 금지 → 폐지(다주택자도 LTV 30%까지 허용) • 15억 원 초과 아파트 구입 시 금지 → 폐지(무주택자·1주택자 허용) • 주택담보대출 후 6개월 내 기존 주택 처분 의무 → 2년(2022년 5월) → 3년(2023년 1월)으로 완화
부동산 세금 다주택자 종과	<ul style="list-style-type: none"> • 취득세 2주택자부터 종과(최고 세율 12%) → 취득세 3주택자부터 종과(최고세율 6%) • 양도소득세 다주택자 종과(최고 세율 75%) → 양도소득세 종과배제 특례 2024년 5월까지 연장 • 종합부동산세 기본공제 6억 원, 2주택자부터 종과(세율 0.6-6%) → 종합부동산세 기본공제 9억 원, 3주택자부터 종과(세율 0.5-5%) • 1년 내 기존 주택 처분해야 '일시적 2주택자' 인정 → 3년 내 기존 주택 처분하면 '일시적 2주택자' 세제 혜택 부여
규제지역 지정	<ul style="list-style-type: none"> • 112곳 투기지역 투기과열지구 조정대상지역 지정 (정부 출범 시점 기준) → 전면 해제(서울 강남 3구 용산구만 투기과열지구 및 조정대상지역 유지)

출처: 기획재정부, 국토교통부

□ **[정책평가]** 현정부 주택정책의 핵심은 '주택시장 정상화 (Return to Normality in Housing market)'로 볼 수 있으며 주택시장 경착륙 리스크를 줄이고 주택가격 하락폭을 줄이는 데 효과가 있었던 것으로 평가

○ 세제, 금융, 건축에 이르기까지 주택 관련 전 영역에 걸친 超강력 규제를 폐지 또는 완화하여 시장 메커니즘을 정상화

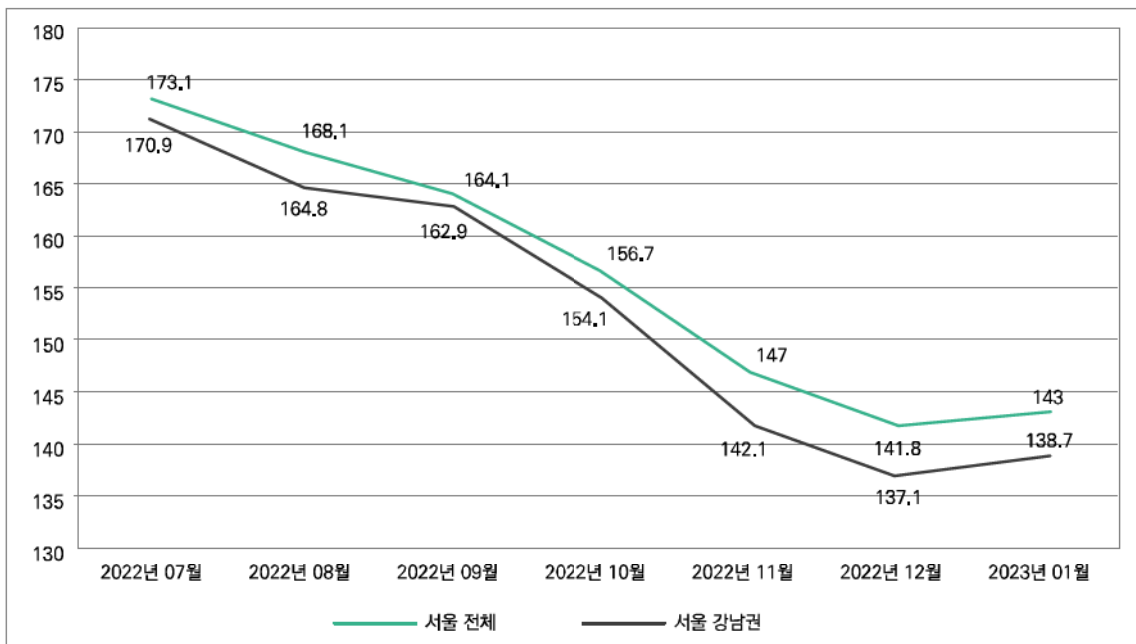
○ 각종 주택 관련 세금을 줄이고 취약계층을 위한 주택공급을 늘림으로써 유주택자, 무주택자 모두에게 주거비용을 경감시키고 보유세의 월세전가 현상과 같은 부작용을 최소화

○ 무엇보다 지나친 규제로 거래절벽 현상이 나타난 가운데 금리마저 급등하게 됨에 따라 주택시장 경착륙이 확실시 되던 상황에서 주택시장 정상화를 위한 광범위한 조치들을 통해 주택시장을 연착륙으로 유도하고 시장참여자들 사이에 주택시장 안정화에 대한 인식이 확산되도록 한 점은 높게 평가할 만

- 규제완화 및 정상화로 인해 적체되어 있던 급매물이 최근 들어 빠르게 소진되고 있고, 이에 따라 주택 실거래가격 지수는 8개월 만에 반등을 시작
- 주택가격 지수의 하락폭 역시 빠르게 줄어들고 있는 모습

〈그림 11〉 주택 실거래가 지수 변화

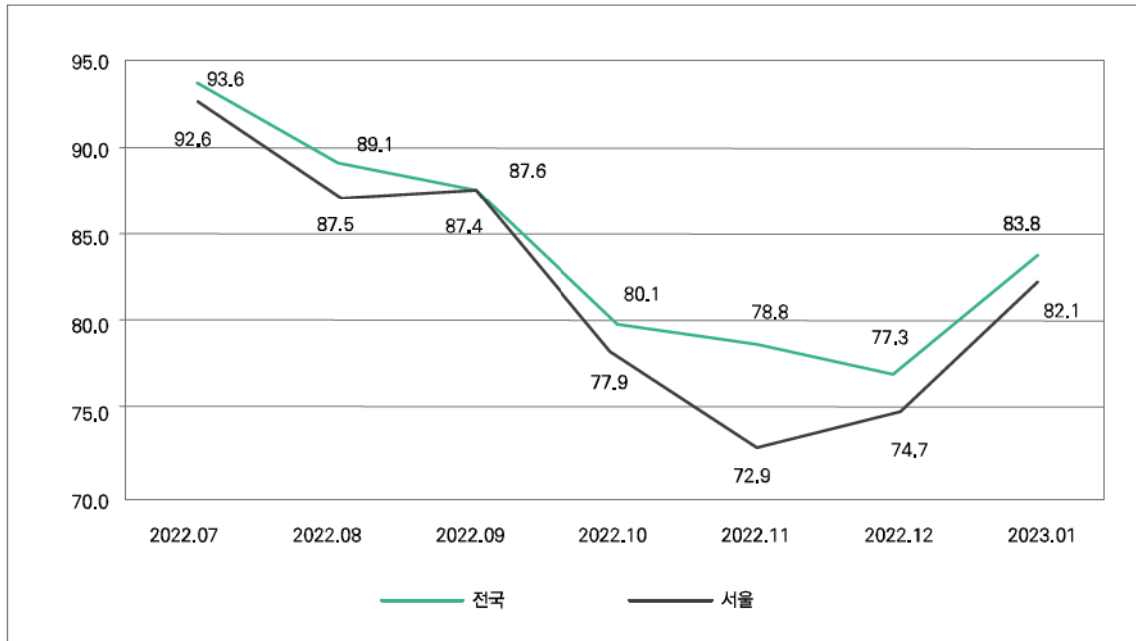
(단위: 지수)



자료: 한국부동산원

〈그림 12〉 주택 소비심리 변화

(단위: 지수)



자료: 한국부동산원

○ 다만, 일부 조치들이 아직 미진하게 이루어진 부분은 아쉬움으로 남는 부분

- 주택가격 결정에 가장 큰 영향을 미치는 지역으로 알려진 강남3구 및 용산이 규제해제 지역에서 빠진 부분은 시급히 시정되어야 할 부분
- 대출규제를 완화에 있어서 DSR(총부채원리금 상환비율) 규제완화를 동반하지 않은 LTV 상한 확대는 사실상 실효성이 없는 조치

□ 주택시장 이슈

○ 금리상승 지속여부

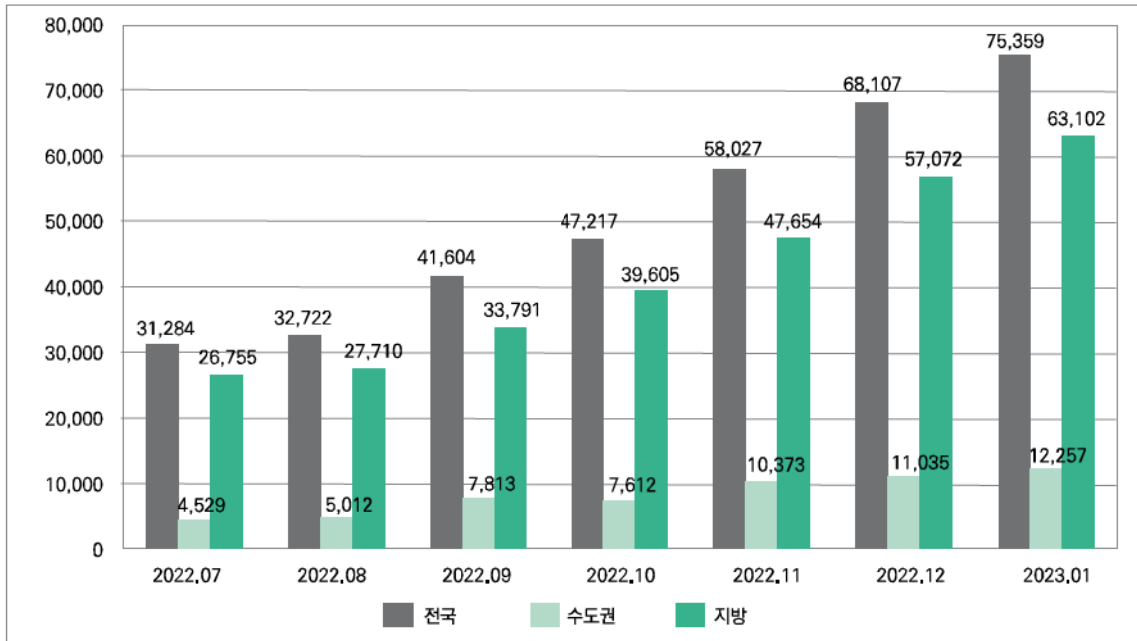
- 美소비자물가가 점진적으로 안정세(현재 6%까지 하락)에 진입하고 있는 가운데 금리급등으로 인한 SVB 파산사태 등으로 美연준의 급진적인 금리인상 폭은 점차 줄어들 것으로 예상
- 韓금융감독위원회가 주택담보대출금리 인상을 강력하게 억제하고 있어 주택 관련 이자부담 증가 폭은 줄어들게 될 전망

○ 미분양 증가

- 월간 7만호 수준까지 증가한 미분양은 과거 주택 시장 사례에 비추어 심각한 수준이라고 볼 수는 없으나 가파른 증가세에 주목할 필요
- 미분양 물량의 대다수가 지방에 몰려있는 상황이므로 미분양으로 인해 수도권-지방 간 가격양극화가 심화될 것으로 예상
- 특히, 미분양의 급증은 부동산PF로 자금난을 겪고 있는 건설사의 어려움을 가중시킬 수 있으므로 신중히 모니터링해 나갈 필요

〈그림 13〉 미분양 물량 추이

(단위: 호)



자료: 한국부동산원

○ 주택시장 경착륙 가능성 여부

- **(공급측면)** 분양가상한제 폐지 및 재건축 요건 완화 등 공급증가 요인 확대에도 불구하고 건설 관련 국제원자재가격 상승 및 보유세 부담 경감에 따른 다주택자 처분압력 감소로 정부가 공급물량 조절에 세심한 주의만 기울인다면 주택공급 급등으로 인한 주택가격의 추가적 급락 가능성은 낮아진 상황
- **(수요측면)** 기준금리가 정점에 도달했다는 시장인식이 점차 확산되는 가운데, 정부의 주택시장 정상화로 주택소비 심리가 완만히 회복되어가고 있어 거래절벽 현상 심화로 인한 주택가격 급락 가능성 역시 낮아지고 있는 상황
- **(종합적 판단)** 시장여건 개선 전망 및 정부의 주택규제 완화에 따른 주택심리 회복에 힘입어 금리급등 등 예상 밖의 부정적인 요인이 발생하지 않는다면 주택시장은 안정적인 연착륙에 이르게 될 것으로 전망

IV. 주택시장 변화에 따른 영향분석

1. 분석모형

□ 동태적·확률적 일반균형(DSGE) 모형 설정 근거

○ 주택시장 연구에 있어서 기존 연구들은 부분균형모형을 통한 분석이 주를 이루어 왔으나 부분균형모형은 조세 및 금융규제를 통한 부동산 정책 변화가 주택시장 및 주요 거시경제변수들의 상호관계에 미치는 영향을 종합적으로 분석하기 어려운 단점을 극복하기 위해 동태적·확률적 일반균형모형(DSGE)을 분석에 사용

○ 본고의 목적은 조세 및 금융규제를 주요 수단으로 하는 부동산 수요억제 정책의 변화가 주택시장 및 거시적 펀더멘탈에 미치는 파급효과를 분석하고 외부충격 발생 시 주요변수가 보일 수 있는 장·단기적 반응을 시뮬레이션을 통해 관찰하고 분석하는데 있으므로 정태적 분석보다는 분석의 실행 및 시뮬레이션의 활용범위가 넓은 동태적·확률적 일반균형(DSGE) 모형이 바람직

□ 사용된 동태적·확률적 일반균형(DSGE) 모형의 특성

○ 모형은 뉴케인지언 DSGE 모형을 바탕으로 Kiyotaki & Moore(1997)의 자산담보모형 그리고 Davis Morris & Jonathan Heathcote(2005)와 Iacoviello & Neri(2010)의 주택가격 결정모형을 근간으로 함

○ 정부의 부동산 관련 조세정책과 금융규제 정책 변화로 인한 효과를 보다 엄밀히 분석하기 위하여 모형을 다음과 같이 변경

- 일반적인 주택가격 결정모형이 LTV만을 분석대상으로 하고 있는 것과는 달리 DTI의 분석을 가능하도록 하기 위해 차입제약식을 변형

- 고소득가구에 대한 주택보유세 부과를 모델에 명

시적으로 고려

- 일반적인 주택가격 결정모형에서 주택의 공급량은 고정된 채 주택수요의 변화에 의해서만 주택가격이 결정되는 것으로 가정한 것과는 달리 주택가격변동이 수요와 공급에 따른 시장메커니즘에 따라 결정될 수 있도록 주택공급 부분을 변형
- 은행의 신용창출 행위에 있어서 자기자본비용 규제와 대출행위에 있어서 이자율 간 스프레드(가산금리)의 중요성을 반영하기 위해 은행부문(Financial Intermediary)를 모형에 명시적으로 고려

□ 모형의 개요

○ 모형은 크게 가계부문, 기업부문, 정부부문, 은행부문 그리고 중앙은행으로 구성

○ 가계는 이질성(Heterogeneity)을 가정하여 A-type 가계(와 B-type 가계로 구성

- A-type 가계는 경제 내에 존재하는 생산수단을 실질적으로 소유하고 금융부문에 재원을 공급하는 한편, 보유주택에 대해 보유세를 납부하고 주택구입에 있어서 차입을 받을 수 없음

- B-type 가계는 주택을 유일한 실물자산으로 보유하는 한편 주택구입에 있어서 LTV·DTI 등 대출에 대한 직접규제를 통해 차입제약을 겪음

- A-type 가계와 B-type 가계는 일반재생산부문과 주택생산부문에 노동력을 공급하고 임금을 소득으로 받음

○ 생산부문은 일반재 생산기업과 주택을 생산하는 기업으로 구성

- 일반재는 가계에 전달되기까지 Calvo-타입의 가격조정마찰을 거치게 되는 것으로 가정

- 주택은 수요와 공급을 통해 주택시장에서 결정된 가격에 따라 가격마찰 없이 거래되는 것으로 가정

○ 정부부문은 가계로부터 징수한 소득세와 보유

세, 그리고 기업으로부터 징수한 법인세 그리고 상품의 거래과정에서 원천징수한 소비세를 재원으로 하여 복지지출을 포함한 정부지출에 소요

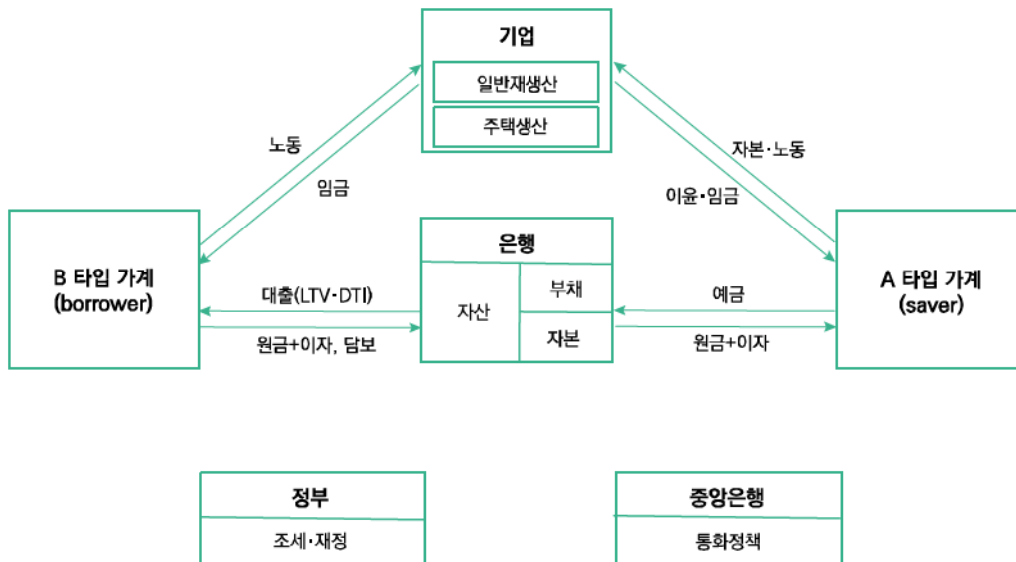
○ 은행부문은 A-type 가계로부터 제공받은 예금과 자신이 보유한 자기자본(bank equity)을 재원으로 B-type 가계에게 대출을 발행하며 대차대조표상 적정 자기자본비율을 유지해야 함

- 적정 자기자본비율은 중앙은행에 의해 외생적으로 부과되는 것으로 가정

- 만약 은행의 자기자본비율이 규제된 적정 자기자본비율로부터 이탈할 경우에는 이탈정도에 비례하여 비용을 지불해야 하는 마찰을 겪게 됨

○ 마지막으로 중앙은행은 전통적인 테일러 준칙과 가계의 부채수준을 함께 고려하는 통화정책을 통해 시장에 개입

〈모형의 개요〉



□ DSGE (Dynamic Stochastic General Equilibrium) 모형

A. 가계부문

A.1. Type A 가계

$$(1) E_0 \sum_{t=0}^{\infty} (\beta_p)^t \left\{ \ln c_{p,t} + j_t \ln h_{p,t} - \frac{1}{1+\eta_p} \left((nc_{p,t})^{1+\xi_p} + (nh_{p,t})^{1+\xi_p} \right)^{\frac{1+\eta_p}{1+\xi_p}} \right\}$$

s.t.

$$(2) (1+\tau_c)c_{p,t} + g_{h,t}h_{p,t} + \tau_{h,t}h_{p,t-1} + d_{p,t} + p_t l_t + \frac{k_{c,t}}{IST_t} + k_{h,t} \leq (1-\tau_{ll}) \frac{wc_{p,t}}{X_{wc_{p,t}}} nc_{p,t} + (1-\tau_{ll}) \frac{wh_{p,t}}{X_{wh_{p,t}}} nh_{p,t} \\ + (1+R_{d,t-1}) \frac{d_{p,t-1}}{\pi_t} + g_{h,t}(1-\delta_h)h_{p,t-1} \\ + (p_t + r_{lt}) l_{t-1} + (1-\tau_j) \Pi_t^f + \Pi_t^h \\ + \left(r_{c,t} + \frac{1-\delta_{kc}}{IST_t} \right) k_{c,t-1} + (r_{h,t} + 1 - \delta_{kh}) k_{h,t-1}$$

where	c_t 소비 h_t 주택소비 nc_t 노동_일반재섶터 nh_t 노동_주택섶터 $k_{c,t}$ 자본_일반재섶터 $k_{h,t}$ 자본_주택섶터 τ_c 소비세율 τ_j 법인세율	$d_{p,t}$ 채권 wc_t 임금_일반재섶터 wh_t 임금_주택섶터 $R_{d,t}$ 예금이자율 q_t 주택가격 π_t 물가상승률 τ_{ll} 소득세율_고소득가계 τ_h 보유세율
-------	--	--

- Type A 가계는 식(1)과 같은 형태(additive separable log utility function)의 효용함수를 가지며 일반재 소비와 주택소비 그리고 노동의 투입이 효용의 크기를 결정
- 노동투입에 따른 임금소득, 전기(t-1)예금, 주택의 처분, 회사들로부터의 이익배당, 그리고 보유자본에 대한 렌트 등을 자원으로 이번기(t)의 소비, 새로운 주택에 구매, 예금 그리고 자본투자 규모를 결정: 예산 제약식 (2)
- Type A 가계는 식(2)를 예산제약으로 하여 식(1)에서 정의된 효용함수를 극대화시키는 최적화문제 (optimization problem)을 풀게 됨

A.2. Type B 가계

$$(3) E_0 \sum_{t=0}^{\infty} (\beta_i)^t \left\{ \ln c_{i,t} + j_t \ln h_{i,t} - \frac{1}{1+\eta_i} \left((nc_{i,t})^{1+\xi_i} + (nh_{i,t})^{1+\xi_i} \right)^{\frac{1+\eta_i}{1+\xi_i}} \right\}$$

s.t.

$$(4) c_{i,t} + q_{h,t} h_{i,t} + (1 + R_{b,t-1}) \frac{b_{i,t-1}}{\pi_t} \leq \frac{w c_{i,t}}{X_{w c_{i,t}}} n c_{i,t} + \frac{w h_{i,t}}{X_{w h_{i,t}}} n h_{i,t} + b_{i,t} + q_{h,t} (1 - \delta_h) h_{i,t-1}$$

$$(5) b_t \leq \hat{m} \left\{ \theta \left(\frac{w c_{i,t}}{X_{w c_{i,t}}} n c_{i,t} + \frac{w h_{i,t}}{X_{w h_{i,t}}} w h_{i,t} \right) + (1 - \theta) q_{h,t+1} \pi_{t+1} h_{i,t} \right\} / (1 + R_t^b) \quad (\text{차입 제약식})$$

where $R_{b,t}$ 대출이자율 b_t 담보대출

- Type B 가계는 Type A 가계와 비슷한 형태의 효용함수를 가지나 그것을 구성하는 파라미터 값에는 차이가 있음
- 특히 할인율에 대한 가정($\beta_i < \beta_p$)은 Type A 가계와 Type B 가계 사이에 소비와 노동에 대한 기간 간 인내심(patience)에 차이가 있음을 반영
- 노동소득과 보유주택처분 그리고 이번기 신규대출을 재원으로 소비와 전기대출의 상환 그리고 새로운 주택에 대한 구매결정을 내림: 예산제약식 (4)
- Type B 가계는 Type A 가계와는 달리 차입에 제약이 있는 것으로 가정되며 노동으로 인한 소득 또는 구입하고자 하는 주택의 시장가치의 일정비율에 따라 차입에 제약을 받게 됨
- 차입제약식에서 θ 는 소득담보와 주택담보 사이에 적용 비중을 나타내는 파라미터이며, 만약 $\theta = 0$ 이면 LTV만 적용하고 만약 $\theta = 1$ 이면 DTI만 적용하여 주택담보대출을 결정하게 됨을 의미함
- Type B 가계는 예산제약식 (4)와 차입제약식 (5)에 종속하여 목적함수인 (3)을 극대화하는 효용극대화 문제를 풀게 됨

B. 기업부문

B.1. 일반재 생산섹터

$$(6) Y_t = \epsilon_{c,t} \left((nc_{p,t})^\alpha (nc_{i,t})^{1-\alpha} \right)^{1-\mu_c} k_{c,t-1}^{\mu_c}$$

B.2. 주택 생산섹터

$$(7) IH_t = \epsilon_{h,t} \left((nh_{p,t})^\alpha (nh_{i,t})^{1-\alpha} \right)^{1-\mu_h - \mu_l} k_{h,t-1}^{\mu_h} l_{t-1}^{\mu_l}$$

$$\text{where} \quad \begin{array}{ll} Y_t & \text{일반재생산} \\ IH_t & \text{주택생산} \end{array}$$

◦ 기업부문은 일반재 생산섹터와 주택 생산섹터로 구성됨

◦ 일반재생산함수와 주택생산함수는 콥-더글라스 형태의 함수를 지니며 주택생산함수의 경우 일반재생산함수에 비해 '토지'를 추가적인 생산요소를 가지는 것으로 가정됨

◦ 이러한 생산함수를 바탕으로 기업은 이윤극대화(profit maximization) 문제를 풀게 됨

C. 은행부문

$$(8) E_0 \sum_{t=0}^{\infty} (\beta_p)^t \lambda_{p,t} \left\{ (1 + R_{b,t})b_t - b_{t-1} + d_{p,t-1} - (1 + R_{d,t})d_{p,t} + \Delta e_{b,t+1} - \frac{\varepsilon_b}{2} \left(\frac{e_{b,t}}{b_t} - \kappa_t^{req, \nu^b} \right)^2 e_{b,t} \right\}$$

s.t.

$$(9) b_t = d_{p,t} + e_{b,t} \quad : \quad \text{bank's balance sheet condition}$$

$$(10) R_{d,t} = R_{b,t} - \varepsilon_b \left(\frac{e_{b,t}}{b_t} - \kappa_t^{req, \nu^b} \right) \left(\frac{e_{b,t}}{b_t} \right)^2$$

$$(11) e_{b,t} = (1 - \delta_b) e_{b,t-1} + \psi^b \Pi_{t-1}^b$$

$$(12) \Pi_t^b = R_{b,t} b_t - R_{d,t} d_t - \frac{\varepsilon_b}{2} \left(\frac{e_{b,t}}{b_t} - \kappa_t^{req, \nu^b} \right)^2 e_{b,t}$$

$$\text{where} \quad \begin{array}{ll} e_{b,t} & \text{은행자본} \end{array}$$

◦ 은행은 식(9)의 정의에서 정의한 바에 따라 Type A 가계로부터 예치한 예금과 자신이 보유한 자본을 재

원(financial resource)으로 하여 Type B 가계에게 대출을 발행

- 은행은 예금과 대출의 거래 과정을 통해 은행자본(bank's equity)을 식(11)과 같이 축적해 나가며 이러한 과정에서 중앙은행으로부터 외생적으로 부과된 자기자본비율(v^b)을 지켜야 함
- 민약 은행의 자기자본비율이 v^b 로부터 벗어날 경우에는 식(12) 우변의 세 번째 부분(term)과 같은 비용을 감수해야 함
- 따라서 은행은 대차대조표 조건(식(9))을 제약으로 '은행현금흐름 합계의 할인된 값 (discounted sum of cash flow: 식(*8))'을 극대화시키는 문제를 풀게 됨
- 은행의 최적화 문제를 풀게 되면 예금이자율과 대출이자율 사이의 차이값 즉 이자율 간 스프레드(가산금리) 결정구조를 구하게 됨: 식(10)

D. 정부부분

$$(13) \quad G_t + R_{d,t-1} \frac{d_{t-1}}{\pi_t} = Tax_t + d_t$$

where G_t 정부지출 Tax_t 조세수입

- 정부는 가계로부터의 소득세와 보유세, 기업으로부터의 법인세, 상품의 거래과정에서 원천징수한 소비세를 재원으로 정부지출에 소요

E. 자원제약

$$(14) \quad Y_t = c_t + i_t + \delta_b e_{b,t-1}$$

$$(15) \quad IH_t = h_t + (1 - \delta_h) h_{t-1}$$

F. 통화정책

$$(16) \quad \log \frac{R_{b,t}}{R} = \rho_i \log \frac{R_{b,t-1}}{R} + \rho_\pi (1 - \rho_i) \log \frac{\pi_t}{\pi} + \rho_y (1 - \rho_i) \log \frac{GDP_t}{GDP} + \rho_b (1 - \rho_i) \frac{b_t}{b} + \epsilon_{mp,t}$$

- 중앙은행의 통화정책은 기준금리를 정책수단으로 하는 전통적인 테일러 준칙을 따르며 가계부채의 수준을 추가적으로 고려함

G. 가격조정마찰·임금조정마찰

○ 가격조정마찰

$$(17) \log \pi_t - \iota_\pi \log \pi_{t-1} = \beta_p (\log \pi_{t+1} - \iota_\pi \log \pi_t) - \varepsilon_\pi \log \frac{X_t}{X}$$

○ 임금조정마찰

$$(18) \log \frac{w_{c,t}^p}{w_{c,t-1}^p} + \log \pi_t - \iota_{wc} \log \pi_{t-1} = \beta^p \left(\log \frac{w_{c,t+1}^p}{w_{c,t}^p} + \log \pi_{t+1} - \iota_{wc} \log \pi_t \right) - \varepsilon_{wc}^p \log \frac{X w_{c,p,t}}{X w_c}$$

$$(19) \log \frac{w_{c,t}^i}{w_{c,t-1}^i} + \log \pi_t - \iota_{wc} \log \pi_{t-1} = \beta^i \left(\log \frac{w_{c,t+1}^i}{w_{c,t}^i} + \log \pi_{t+1} - \iota_{wc} \log \pi_t \right) - \varepsilon_{wc}^i \log \frac{X w_{c,i,t}}{X w_c}$$

$$(20) \log \frac{w_{h,t}^p}{w_{h,t-1}^p} + \log \pi_t - \iota_{wh} \log \pi_{t-1} = \beta^p \left(\log \frac{w_{h,t+1}^p}{w_{h,t}^p} + \log \pi_{t+1} - \iota_{wh} \log \pi_t \right) - \varepsilon_{wh}^p \log \frac{X w_{h,p,t}}{X w_h}$$

$$(21) \log \frac{w_{h,t}^i}{w_{h,t-1}^i} + \log \pi_t - \iota_{wh} \log \pi_{t-1} = \beta^i \left(\log \frac{w_{h,t+1}^i}{w_{h,t}^i} + \log \pi_{t+1} - \iota_{wh} \log \pi_t \right) - \varepsilon_{wh}^i \log \frac{X w_{h,i,t}}{X w_h}$$

H. 변수의 정의

$$(22) GDP_t \equiv Y_t + q_{h,t} \cdot IH_t$$

$$(23) k_t \equiv k_{c,t} + k_{h,t}$$

$$(24) i_t = k_{c,t} + k_{h,t} - (1 - \delta_{k,c}) k_{c,t-1} - (1 - \delta_{k,h}) k_{h,t-1}$$

I. 균형조건과 균형해 (Equilibrium condition & solution)

○ 위에서 기술한 최적화 문제로부터 최적화조건(optimality condition)을 구하게 되며 구해진 최적화조건들로부터 정의된 총 44개의 내생변수에 대하여 해(solution)를 구하게 됨

2. 분석결과

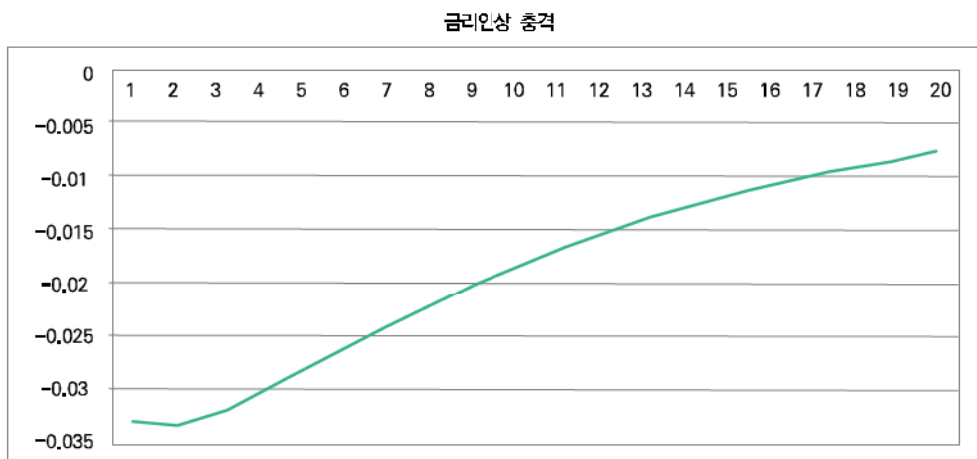
□ 위와 같이 묘사한 모형경제 내에 주택시장에 변동성 확대를 유발하는 경제적 충격이 도래했을 때, 주택가격이 어떠한 반응을 보이는지 충격반응함수(Impulse Response Function) 통하여 분석을 시도

- 주택시장에 금리인상 충격이 발생하면 주택가격은 3% 이상 즉각적으로 하락하고 그 영향은 상당기간 지속되는 것으로 분석됨
- 주택규제 완화 충격이 발생하면 주택가격은 5기에 이르러 2.3%까지 상승하였다가 그 효과는 점진적으로 소멸하여 원상을 회복
- 반면, 주택규제 강화 충격의 경우, 주택가격은 즉각적으로 4%까지 하락하였다가 5기 이내에 영향이 소멸함과 동시에 가격은 오히려 점진적으로 상승하게 되는 것으로 나타남
- 주택공급이 증가하는 충격이 발생하는 경우 주택가격은 0.7% 정도 완만히 하락하였다가 그 효과 역시 완만히 소멸되는 것으로 분석

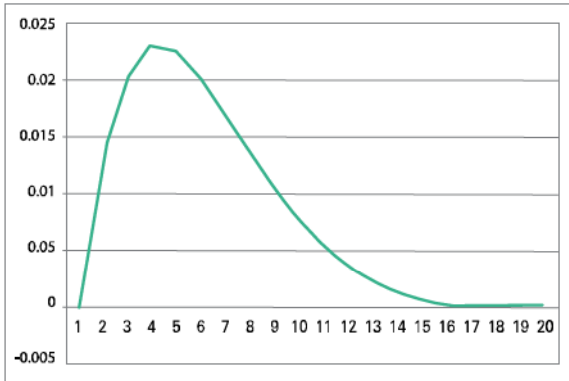
○ 종합하면, 주택가격에 가장 큰 영향을 미치는 변수는 금리인 것으로 파악되었으며, 주택공급이 미치는 효과의 크기는 상대적으로 작은 것으로 파악되었고, 주택규제 완화 및 강화의 효과는 예상대로 각각 주택가격 상승 및 하락으로 나타났으나 효과의 실현 양상은 서로 상당히 다른 것으로 분석되었음

- 금리인상이 주택시장에 미치는 영향은 규모면에서나 지속성 측면에서도 주택규제나 주택공급에 비해 더욱 강력한 것으로 분석됨
- 주택시장 규제완화의 경우 주택가격 상승효과는 2% 중반수준에 그치는 것으로 파악되었으나 그 효과의 지속성은 상대적으로 긴 것으로 나타난 반면, 규제강화의 경우 주택가격 감소효과는 일시에 그치고 시간경과에 따라 주택가격은 오히려 상승하게 되는 예상 밖의 결과를 낳는 것으로 분석됨
- 주택공급 증가의 주택가격 하락 효과는 다른 주택시장 충격에 비해 크지 않으나 그 효과의 지속성은 긴 것으로 분석됨

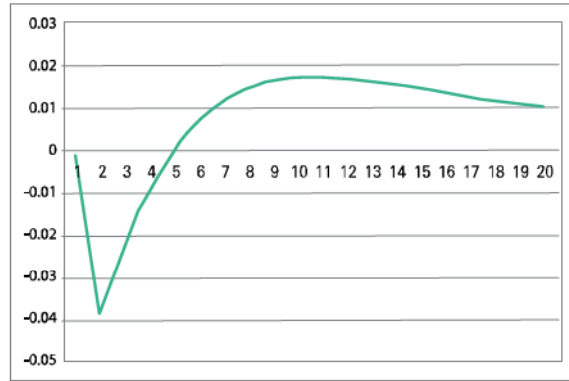
〈그림 14〉 분석결과(Impulse Response Function: IRF): 충격발생에 따른 주택가격의 변화



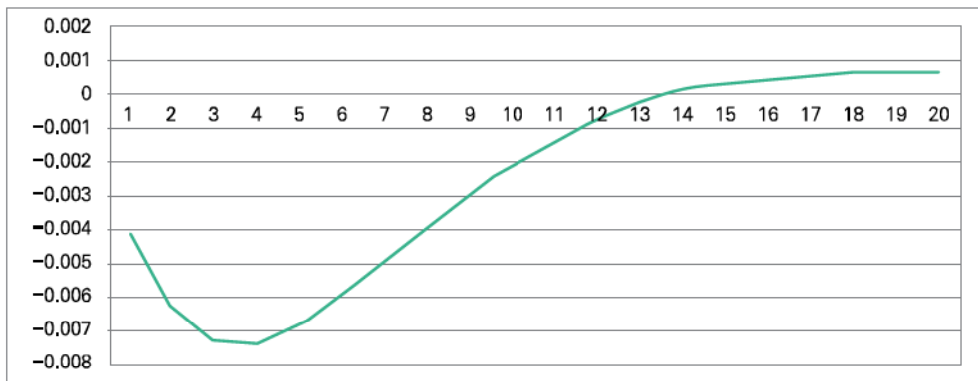
주택규제 완화 충격



주택규제 강화 충격



공급(증가) 충격



□ (분석결과의 해석상 유의점) 분석에 사용된 DSGE 모형은 주택시장 및 금융기관 그리고 정부 규제가 밀접히 연계되어 있는 우리경제 주택시장의 거래행태를 충실히 표현하고 있으나, 모형의 가정과 설정에 있어서 다음과 같은 질적인 특성까지 고려하고 있지는 않음

○고령화나 1인가구 증가 등 인구구조의 변화

○주택담보대출의 원금 및 이자 상환 구조

- 모형에서 가정한 주택담보대출은 '만기일시상환+ 고정금리'의 형태
- 실제 주택담보대출 거래에서는 장기분할상환이나 거치식상환 그리고 변동금리에 따른 이자상환 등의 거래가 혼합적으로 사용되고 있음

○우리나라만의 특이한 주택거래방식인 전세거래

- 전세는 엄밀한 의미에서 주택거래가 아닌 임대차 거래의 일종
- 전체 주택담보대출 중 전세자금대출의 비중은 20%를 상회

V. 주택시장 전망 및 정책제언

□ **(주택시장 전망)** 최근 주택시장의 흐름 및 모험분석의 결과를 감안할 때 2023년 주택시장은 연간 3.3% 수준까지 하락세를 지속하다가 2023년 연말을 경과하면서 소폭 반등하게 될 것으로 전망

○ 금리상승 폭이 점차 줄어들긴 하겠으나 하반기까지 금리인상 흐름은 지속될 것으로 예상됨에 따라 주택가격의 하락은 금년 하반기까지 지속될 것으로 예상

○ 다만, 금리수준이 정점에 가까워졌다는 시장의 컨센서스(concensus)와 더불어 정부의 규제완화 효과가 주택시장의 연착륙을 안정적으로 유도해 낼 것이라는 인식(belief)이 주택수요를 점진적으로 회복시킴에 따라 주택가격의 하락은 시장의 예상치보다 낮은 3.3% 수준을 기록할 전망

○ 2023년 연말을 경과하며 적체된 주택수요가 거래량 증가로 이어지며 소폭 반등하기 시작하여 2024년에는 주택시장이 안정세에 진입하게 될 것으로 예상

○ 다만, 美연준의 예상 밖의 금리인상 폭 증가, 국제원자재 가격 상승세 장기화 및 주택공급 완급조절 실패로 인한 미분양 물량 폭증 등은 주택시장 회복에 대한 하방리스크(Downside Risk)로 동시에 작용

□ **(정책제언)** 대내외 경기흐름 및 주택시장 상황을 감안할 때 다음과 같은 정책적 변화가 이뤄져야 할 것으로 판단

○ 과거 부동산 정책의 사례 그리고 본문의 분석결과에 비추어, 정부는 주택시장 규제완화 속도를 가속화하여 주택시장 정상화를 신속히 진행해 나가는 가운데, 현재 주택시장에 존재하는 주요 리스크가 더 이상 확대되지 않도록 관리하는 데 정책의 역점을 두는 것이 바람직

- 미분양 물량의 급증이 현재 건설사PF 문제로 자금난을 겪고 있는 건설사에 추가적인 부담으로 작용하지 않도록 주택공급의 완급을 조절해 나갈 필요

- 현행 대출규제 완화는 LTV 상한 확대를 중심으로 이루어지고 있으나 대출거래에 있어서 핵심적인 역할은 DSR(총부채원리금상환비율)이 담당하고 있는 점을 감안하여 DSR규제를 완화하여 서민들의 내집마련 기회 확대

- 강남3구 및 용산 등 주택가격 회복에 가장 중요한 역할을 하고 있는 지역에 대한 투기지역지정 해제로 지역별 형평성 제고

- 재건축·재개발 요건, 재건축 초과이익환수제 등 주택공급을 제한하는 제도적 규제완화는 계속해 나가되, 해당 사업이 속도감 있게 추진되어 실효를 거둘 수 있도록 사업 주체인 조합원의 의견 역시 적극적으로 수용할 필요

○ 대내외적 악재 및 성장모멘텀 약화로 경기불황 국면에 진입하게 된 현 경제적 상황에서 주택시장까지 경착륙하게 될 경우, 미미한 경기반등의 가능성마저 소멸할 수 있는 엄중한 상황임을 감안하여 주택가격 정상화 및 연착륙을 위한 대책을 더욱 과감하고 신속하게 펼쳐나갈 것을 제안

〈표 8〉 2023년 주택가격 전망

	전 국	수도권	지 방	서울·강남
2023	-3.3%	-2.9%	-4.5%	-2.7%
2024	2.5%	3.0%	1.6%	3.2%

〈참고문헌〉

- Aoki, Kosuke; Proudman, James and Vlieghe, Jan. 2004. "House Prices, Consumption, and Monetary Policy: A Financial Accelerator Approach." *Journal of Financial Intermediation*, 13(4), pp. 414--35.
- Bernanke, Ben S., Mark Gertler, and Simon Gilchrist. 1999. "The financial accelerator in a quantitative business cycle framework." In *Handbook of Monetary Economics*, Vol.1, Part C, ed. John B. Taylor and Michael Woodford, Chapter 21: 1341 - 1393, Amsterdam: North-Holland.
- Campbell, Jeffrey R., and Zvi Hercowitz. 2005. "The Role of Collateralized Household Debt in Macroeconomic Stabilization." *National Bureau of Economic Research Working Paper* 11330.
- Carlstrom, Charles T., and Timothy S. Fuerst. 1997. "Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations: A Computable General Equilibrium Analysis." *American Economic Review*, 87(5): pp. 893--910.
- Davis, Morris A., and Jonathan Heathcote. 2005. "Housing and the Business Cycle." *International Economic Review*, 46(3): 751--84. 138
- Iacoviello, M., Neri, S., 2010. "Housing market spillovers: evidence from an estimated DSGE model." *American Economic Joournal: Macroeconomics* 2, 125-164.
- Kiyotaki, Nobuhiro and John Moore. 1997. "Credit Cycles", *Journal of Political Economy*, 105, 211-248.
- Smets, Frank, and Rafael Wouters. 2007. "Shocks and Frictions in U.S. Business Cycles: A Bayesian DSGE Approach." *American Economic Review*, 97(3): 586-606.
- Wheaton, William C., and Gleb Nechayev. 2008. "The 1998--2005 Housing 'Bubble' and the Current 'Correction': What's Different This Time?" *Journal of Real Estate Research*, 30(1): 1--26. 140

keri 한국경제연구원

발행일 2023년 4월 20일 | 발행인 김병준 | 발행처 한국경제연구원 | 주소 서울특별시 영등포구 여의대로 24 FKI TOWER 46층

