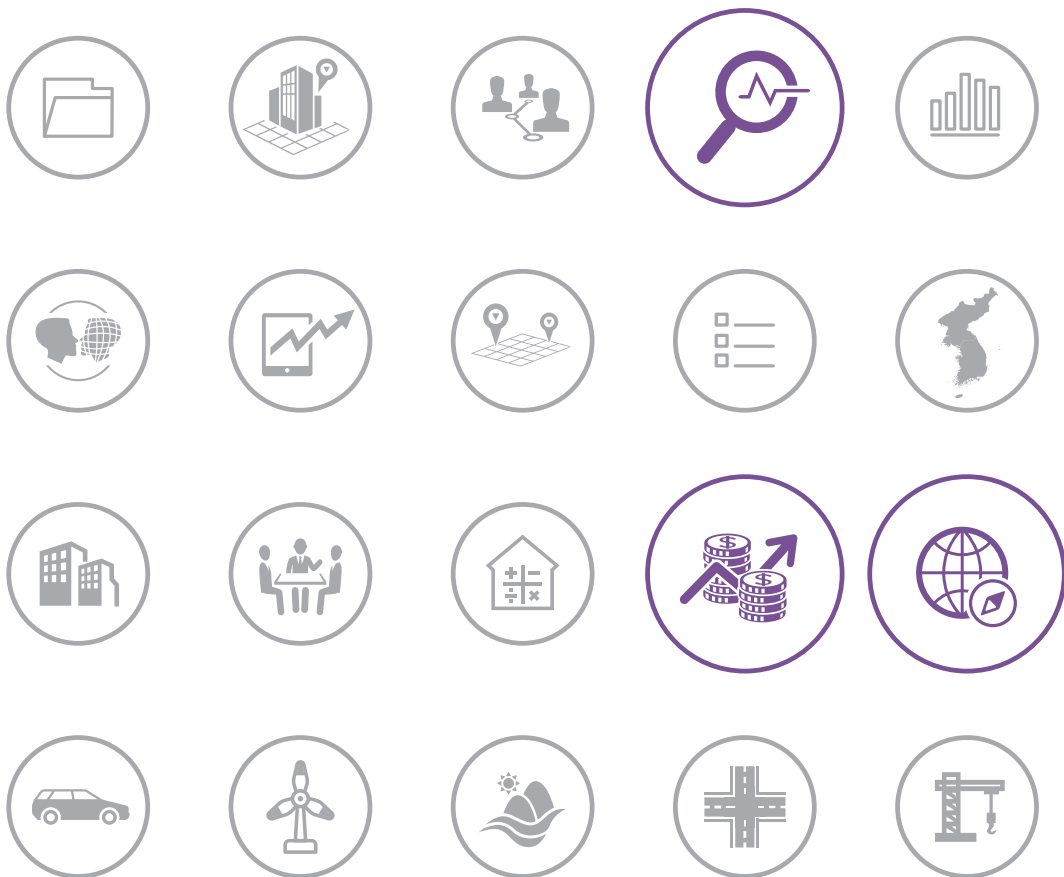




수시 | 22-06

주택시장과 통화금융정책의 영향 관계 연구: 주요국 사례와 연계하여

A Study on the Influence Relationship Between Housing Market and Monetary Policy:
In Connection with Cases in Major Countries

이태리, 박진백, 조윤미, 유승동, 박준, 송정현

수시 22-06

주택시장과 통화금융정책의 영향 관계 연구: 주요국 사례와 연계하여

A Study on the Influence Relationship Between Housing Market and
Monetary Policy: In Connection with Cases in Major Countries

이태리, 박진백, 조윤미, 유승동, 박준, 송정현

■ 저자

이태리, 박진백, 조윤미, 유승동, 박준, 송정현

■ 연구진

이태리 국토연구원 연구위원(연구책임)

박진백 국토연구원 부연구위원

조윤미 국토연구원 주임사무원

유승동 상명대학교 교수

박 준 서울시립대학교 교수

송정현 동국대학교 교수

■ 연구심의위원

박천규 국토연구원 부동산시장연구센터 소장

이수욱 국토연구원 선임연구위원

전성제 국토연구원 연구위원

이형찬 국토연구원 주택·토지연구본부 본부장

주요 내용 및 정책제안

FINDINGS & SUGGESTIONS



본 연구보고서의 주요 내용

- 1 통화금융정책의 변화는 다양한 경로를 통해 주택시장에 영향을 미치게 되며, 상황에 따라 전통적 통화정책 수단과 비전통적 통화정책 수단을 활용하여 주택시장 안정에 기여
- 2 통화정책은 금리경로, 기대경로, 신용경로, 위험선택경로를 통해 주택시장에 영향을 미치며, 정책금리 변화와 주택가격 변동 간에는 역(-)의 관계가 존재
- 3 주요국 사례 검토 시, 기본적으로 전통적인 통화금융정책(기준금리 변동, 공개시장 운영 등)을 활용하여 주택시장 안정화에 주요하게 영향을 미침
- 4 전통적 통화정책과 함께 각 국가별로 해당 국가가 처한 상황과 시기에 따라 비전통적인 통화금융정책(신용규제, LTV규제, 대출총량규제 등)을 병행하여 정책목표를 달성
- 5 기여도분석 결과, 기준금리 변화가 주택시장에 미치는 영향이 가장 강한 것으로 나타남에 따라, 비전통적 통화정책 수단(대출총량규제)은 시장 상황에 따라 전통적 통화정책 수단(정책금리)과 병행·조율하여 활용 가능하다는 시사점 도출

본 연구보고서의 정책제안

- 1 유럽(영국 포함) 대부분의 국가에서는 주택임대료 등 주택관련 변수를 소비자물가지수에 포함함. 통화정책 결정 시 고려하는 소비자 물가지수에 주택구입비 등 관련 지표 포함
- 2 주택 관련 대출 시 보수적인 차입자의 신용평가 제도 활용을 검토하여 과도한 대출을 예방함으로써 가계부채를 안정화할 수 있는 거시금융안정조치 마련
- 3 주요한 통화정책 수단인 정책금리 변화를 정책목표 달성을 위해 주로 활용하되, 시장상황에 따라 대출규제, LTV, DTI, DSR 등 금융정책 수단을 보조적으로 병행하여 활용

차례

CONTENTS

주요 내용 및 정책제안	iii
--------------------	-----

제1장 연구의 개요

1. 연구의 배경 및 목적	3
2. 연구의 범위 및 방법	8
3. 선행연구 검토 및 차별성	10
4. 연구의 기대효과	11

제2장 우리나라 통화금융정책과 주택시장

1. 통화금융정책 운영 개요	15
2. 통화금융정책과 주택시장 관계	20
3. 시사점	27

제3장 주요국의 통화금융정책과 주택시장

1. 미국	33
2. 영국	46
3. 독일	59
4. 일본	73
5. 주요국 사례 시사점	84

제4장 우리나라 통화금융정책의 주택시장 변동 기여도

- 1. 통화금융정책의 주택시장 변동 기여도 분석 89
- 2. 시사점 104

제5장 결론 및 정책방향

- 1. 요약 및 결론 109
- 2. 향후 연구 방향 112

참고문헌 115

SUMMARY 123



CHAPTER 1

연구의 개요

- 1. 연구의 배경 및 목적 3
- 2. 연구의 범위 및 방법 8
- 3. 선행연구 검토 및 차별성 10
- 4. 연구의 기대효과 11

01 연구의 개요

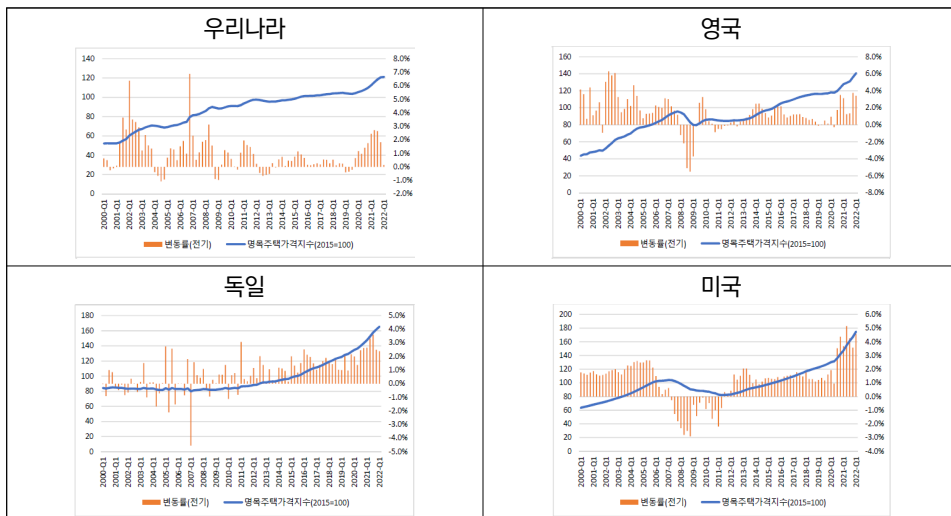
1. 연구의 배경 및 목적

1) 연구 배경

□ 글로벌 금융위기 이후 우리나라를 포함한 전 세계적으로 주택가격 상승이 본격화됨에 따라 주택시장에 위험(Risk) 확대 경향이 나타남(이태리 외, 2021)

- 특히 우리나라는 2019년 하반기 이후 최근까지 주택거래량 증가와 주택가격 상승 등 주택시장이 과열되는 상황이 전개됐으며 변동성(위험, Risk)이 확대

그림 1-1 | 우리나라와 주요국의 주택가격 추이



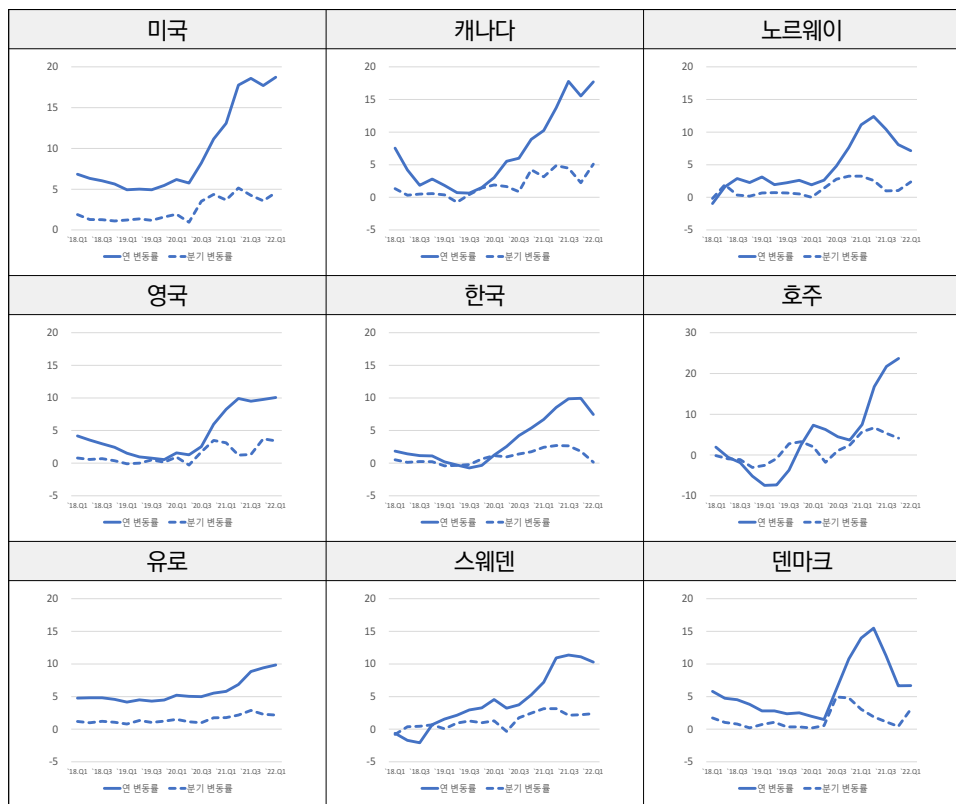
자료: OECD통계(<https://stats.oecd.org>) 자료를 참고하여 연구진 작성

- 주택가격 상승은 저금리 기조, 유동성 증가, 주택 공급 부족, 수급 불일치, 해외 자본의 유입 등 각 국가마다 처한 상황에 따라 다양한 원인이 존재

□ 저금리에 따른 유동성 공급은 주택시장에 유입되어 주택가격 상승의 주요 원인으로 작동하였음(박진백 외, 2021; 박진백, 2022)

그림 1-2 | 2018년 1분기~2022년 1분기 주요국의 주택가격 변동률 추이

(단위: %)



자료: OECD. https://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=HOUSE_PRICES(2022년 8월 8일 검색).

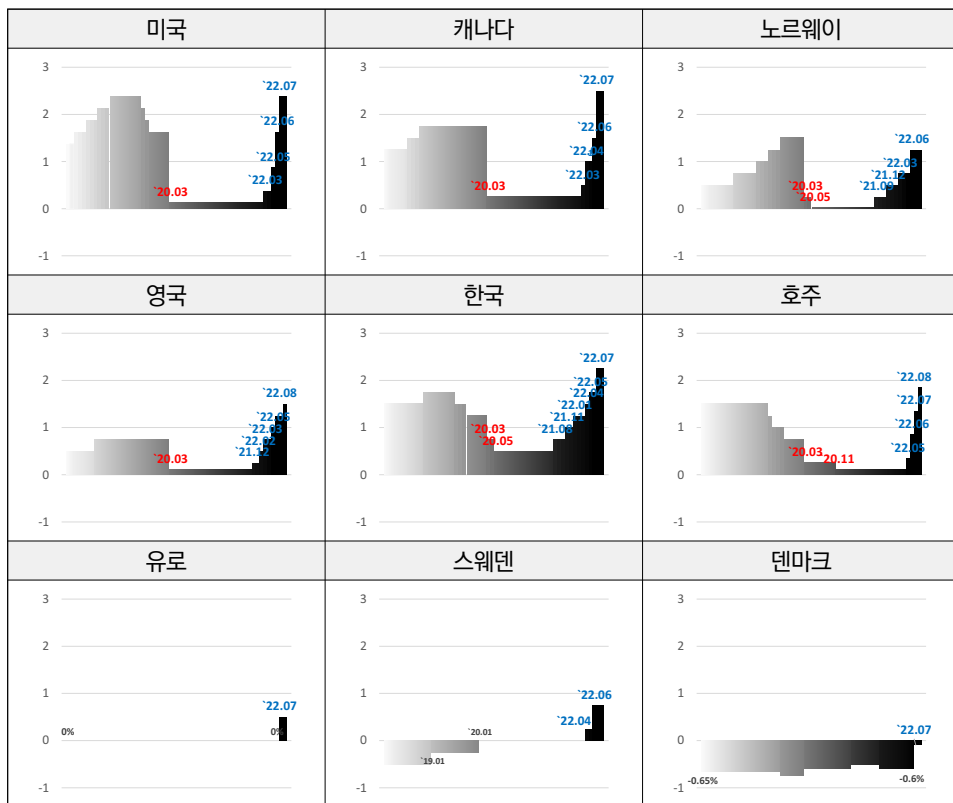
- 주요국은 공통적으로 2020년 이후 저금리 시기 주택가격이 큰 폭으로 상승하였으며, 최근 기준금리 인상에 따라 이와 같은 가격상승 추세가 둔화되는 패턴을 보이고 있음

- 주요국의 주택시장은 기준금리를 인상함에 따라 완화적 통화정책 시기 가파르게 상승한 주택가격은 조정국면에 들어갔으나, 여전히 고물가 상황에서 기준금리 인상이 지속될 것으로 기대됨에 따라 통화정책이 주택가격에 미치는 영향이 지속될 것으로 기대되는 상황

□ 최근 세계 주요국은 코로나19에 대응한 저금리 체계를 채택한 이후 발생한 고물가에 대응하여 급격히 기준금리를 인상하고 있는 상황(박진백, 2022)

그림 1-3 | 2018년 1월~2022년 8월 주요국의 기준금리 추이

(단위: %)



주: 박진백(2022)의 그림1 그래프의 자료를 확장하였음

자료: BIS. <https://www.bis.org/statistics/cbpol.htm>(2022년 8월 8일 검색).

-
- 주요국은 코로나19에 대응하여 초저금리를 통하여 적극적으로 실물경기 부양에 대응하였고, 시장에 공급된 유동성은 수요자의 소비여력을 크게 개선하여 전 세계적인 고물가를 유도하였음
 - 이와 같은 유동성 공급 충격과 더불어 2022년 초 러시아와 우크라이나 전쟁에 따른 글로벌 공급체인 충격 역시 고물가를 유도하였음
 - 고물가 충격이 발생함에 따라 주요국 통화당국은 기준금리를 인상하여 소비수요를 감소시키는 정책을 시행하고 있는 상황임
- 중앙은행이 통화정책 운영 시 금리경로, 자산가격경로, 신용경로 등 다양한 경로를 통해 효과가 파급되어 주택시장을 포함한 실물경제 전반에 영향을 미치게 됨
- 2007년 서브프라임 사태 이후 금융시스템의 불안정성 증가에 대한 관심이 높아지면서 각국 중앙은행은 기준금리 의결 시 거시경제 전반과 함께 금융시장 및 자산시장의 흐름 또한 중요하게 고려(이태리 외, 2021)
- 한국은행 금융통화위원회는 국내경제, 물가, 금융시장 등을 고려하여 기준금리를 결정하며, 부동산시장 상황, 주택가격 흐름을 예의 주시함(이태리 외, 2021)

2) 연구 필요성

- 일반적인 통화정책 수단인 공개시장운영정책, 지급준비율정책, 여수신정책과 선별적 정책 수단인 대출한도제, 이자율 규제 등 다양하게 존재하며, 각 국가마다 활용하는 수단은 여건 변화에 따라 차이가 존재
- 우리나라는 최근 수차례 기준금리 인상을 단행하여 2022년 4월 기준 1.50% 수준이었으며, 이와 함께 과열된 부동산시장을 안정시키기 위해 대출총량규제를 시행

-
- 물가상승 등에 기인하여 한국은행은 빅스텝을 단행하였으며, 2022년 7월 기준 우리나라 기준금리는 2.25%임

□ 우리나라 경제 및 부동산시장 상황과 특성에 부합하여 정책운영 시 어떤 통화정책 수단이 주효하게 부동산시장 안정에 영향을 미쳤는지를 살펴보고, 주요국의 부동산시장 안정을 위한 통화정책 운영 사례를 참고함으로써 효과적인 통화정책 수단에 대한 시사점을 도출할 필요가 있음

3) 연구 목적

□ 이 연구는 시대의 여건 변화에 따라 변화하는 통화정책과 통화정책 수단을 개괄하고 분석하며 주요국의 주택시장 안정화를 위한 통화금융정책과 수단을 검토하여 시사점을 도출함으로써 향후 우리나라 주택시장 안정을 위한 통화금융정책 방향과 수단을 제언하는데 목적이 있음. 이를 위해 세부적으로

- 첫째, 관련 이론 정리와 공개시장운영, 지급준비제도 등 전통적 통화정책 수단과 함께 글로벌 금융위기, 코로나19 사태와 같은 특정 시기 이후 대응을 위한 비전통적 정책 수단 등 과거와 현 통화정책 시행 개괄, 주택시장의 과거 흐름과 현 상황 고찰, 우리나라에서 시행했던 통화정책과 주택시장 간의 연관 관계에 대한 통계적 특성을 도출하고,
- 둘째, 주요국의 통화정책 운영 개괄 및 주택시장 안정을 위한 주요 통화정책 수단과 효과 검토를 통해 시사점을 도출하며,
- 셋째, 우리나라에서 운영하는 통화정책 수단별로 주택시장 변동에 미친 기여도를 분석하고자 함

2. 연구의 범위 및 방법

1) 연구의 범위

(1) 공간적 범위

□ 통화금융정책은 중앙은행이 물가, 금융 등 자국 경제 상황을 고려하여 지속적인 성장을 이루기 위해 수립하여 전국에 동일하게 영향을 미치며, 주택시장 또한 전국에 걸쳐 형성되어 있으므로 이 연구의 공간적 범위는 기본적으로 전국을 대상으로 함

- 다만 이 연구가 우리나라뿐만 아니라 주요국의 통화금융정책과 주택시장을 대상으로 논의가 이루어지기 때문에 일반적인 분석은 우리나라 전국 단위와 주요국(미국, 영국, 독일, 일본)으로 하되 자료 구득의 어려움과 분석의 난이도 조정을 위해 특정 지역으로 한정하여 서술할 수 있음

(2) 시간적 범위

□ 이 연구는 우리나라와 주요국의 통화금융정책과 주택시장이 주된 연구대상이므로 두 대상에 대한 자료가 동시에 존재하는 전 기간을 이 연구의 시간적 범위로 설정함

- 다만 일반적인 분석은 자료 구득이 가능한 전 기간으로 하되 통화금융정책 수단(금리, 대출총량규제 등)을 주요 기간별로 구분하여 파급효과 분석 시에는 결과를 도출하기 위해 설정한 일정 범위 내에서 기간을 선정하여 진행할 수 있음

2) 연구의 방법

(1) 문헌연구를 통한 이론 고찰 및 현황 검토

□ 국내외 통화금융정책의 주택시장 파급효과에 대한 선행연구를 검토하여 관련 연구의 흐름을 정리하며, 관련 이론을 정립하여 분석의 기틀을 다지고 개념과 구조를 명확히

함으로써 향후 관련 정책 방향에 대한 논리적 근거를 마련하고자 함

- 우리나라와 주요국에서 시행되고 있는 통화금융정책과 여건 변화에 따른 주택시장 변화에 대한 선행연구를 검토하고 정리하여 시사점을 도출하고자 함

(2) 통계 및 계량분석 방법론 등을 이용한 정책효과 분석

- 시간의 흐름에 따른 제반 경제 상황과 이에 대응하는 통화정책 기조 변화, 통화금융정책 시행 전·후의 주택시장의 변동 관련 통계자료를 시각화하여 제시하고 해석해보고자 함
 - 경제 상황: GDP, 물가, 고용 등
 - 통화정책: 정책금리(기준금리), 시장금리(코픽스, CD금리, 주택담보대출 금리 등), 대출총량규제(신용대출, 주택담보대출 등 가계 대출) 등
 - 주택시장: 주택가격, 주택거래량 등
- 우리나라에서 최근 주택시장 안정에 주요한 영향을 미쳤다고 거론되고 있는 전통적 통화정책 수단인 금리와 비전통적 통화정책 수단인 대출총량규제를 대상으로 어떤 수단이 유효하게 주택시장에 영향을 미쳤는지를 계량분석을 통해 판별해보고자 함
 - Forward Expanding Shapley Decomposition 기법을 이용하여 정책변수의 기여도를 분해하고 시기별 기여도의 흐름을 도출해보고자 함

(3) 통화금융정책 해외사례를 검토하여 시사점 도출

- 미국, 영국, 유럽(독일), 일본 등 주요국에서 운영하는 통화금융정책과 주로 활용하는 통화금융정책 수단, 통화금융정책의 주택시장 파급효과 등을 검토하여 시사점을 도출하고자 함

(4) 전문가 자문 및 업무협의회

- 국토교통부, 금융위 등 관련 중앙부처와 한국은행 등 관련 기관의 담당자, 시중은행 및 시장참여자들과 업무협의를 진행하고자 함
- 관련 부처와 공공기관의 담당 공무원 및 업무 담당자와 함께 대학 교수, 한국은행 경제연구원, 금융연구원 등 관련 연구기관의 연구원 등 학계의 전문가로 구성된 전문가자문회의를 실시하고자 함

3. 선행연구 검토 및 차별성

1) 선행연구 현황

구 분		선행연구와의 차별성		
		연구목적	연구방법	주요연구내용
주요 선행 연구	1	■ 통화정책의 주택시장 파급경로 연구(이태리, 2014): 통화정책이 주택시장에 미치는 거시적 영향관계와 주택시장을 지역별, 주택유형별로 구분하여 미시적 파급효과를 추정	■ 문헌조사 ■ 정책분석 ■ 통계분석 ■ 계량분석	■ 우리나라 주택정책 변화 특성 ■ 우리나라의 통화정책과 주택시장 ■ 통화정책과 주택시장간의 장기 균형관계 ■ 통화정책의 주택시장 파급경로
	2	■ 한국의 통화정책(한국은행, 2017): 통화정책의 개요, 주요국 중앙은행의 정책운영 사례, 우리나라의 통화정책 운영 방식 등을 정리	■ 문헌조사 ■ 통계분석 ■ 제도조사 ■ 해외사례	■ 통화정책 목표, 운영 등 개괄 ■ 통화정책 수단: 전통적 통화정책, 비전통적 통화정책 ■ 한국의 통화정책 수단의 변천 과정 ■ 주요국 중앙은행의 통화정책 운영체제 ■ 통화정책 효과의 파급
	3	■ 금리의 주택가격 상승 기여도 추정(박진백 외, 2021): 주택가격 상승 원인을 설정하고 원인별 기여도 추정	■ 문헌조사 ■ 통계분석 ■ 계량분석	■ 금융시장 구조전환 시기 분석 ■ 주택가격변동률 영향요인 회귀분석 ■ 주택가격 변동 요인별 기여도 분석 ■ 금리의 주택가격 상승 기여 시기 전망
본 연구		■ 주요국의 통화금융정책과 주택시장 영향관계 비교 연구: 우리나라와 주요국의 통화정책과 주택시장 간의 관계를 검토하고 우리나라 통화정책 수단별 주택시장 변동 기여도를 분석함으로써 향후 주택시장에 유호한 통화정책 방향을 연구	■ 문헌조사 ■ 제도분석 ■ 해외사례 ■ 통계분석 ■ 계량분석	■ 우리나라 통화정책과 주택시장 관계 ■ 주요국의 통화정책 수단과 주택시장에 대한 효과 ■ 우리나라 통화정책 수단별 주택시장 변동 기여도 분석

자료: 연구진 작성

2) 본 연구의 차별성

- 이 연구는 통화정책 수단을 전통적 통화정책 수단과 비전통적 통화정책 수단으로 구분하여 우리나라 주택시장 변동에 미친 기여도를 분석하기 위해 Forward Expanding Shapley Decomposition이라는 새로운 계량방법론을 활용하였으며, 해외의 운영사례로부터 도출한 시사점을 참고하여 향후 고려할 수 있는 정책 방향을 제언한다는 점에서 차별점이 있음
- 통화정책과 주택시장 간의 관계에 대한 기존의 선행연구는 금리를 중심으로 파급경로를 밝히고 효과를 추정하는 연구가 주를 이루고 있음
- 통화정책과 주택시장 관련 기존의 선행연구는 실증분석 시 VAR계열의 계량모형을 이용하여 분석을 진행한 연구가 대부분이었음
- 주요국의 통화정책 운영에 대해 소개한 문헌은 존재하나 주택시장에 미치는 영향에 대한 연구는 국가별로 연구결과가 미미함

4. 연구의 기대효과

1) 정책적 기대효과

- 경제의 지속가능한 성장을 위해 상황에 대응하여 시행하는 통화금융정책의 방향을 고려하여 주택시장 안정화를 위해 주택정책의 방향 또한 궤를 같이할 수 있도록 기초 정보를 제공함으로써 정책 혼선이 발생하지 않도록 사전에 대비할 수 있다는 측면에서 도움을 줄 수 있을 것으로 기대함
- 과거 중앙은행은 통화량이나 금리에 영향을 미치는 통화정책을 통해 물가안정과 금융안정 등을 달성하여 경제성장을 이루고자 하는 목표를 추구

-
- 최근 경제 여건 변화와 함께 부동산시장과 같은 자산시장의 변동 또한 예의주시하며 통화정책 입안 시 참고하기 때문에, 기초가 될 수 있는 정확한 정보와 다양한 연구가 필요함

2) 경제적·사회적 기대효과

- 주택시장에 주효하게 영향을 미치는 통화금융정책 수단과 파급효과를 검토하여 이를 기반으로 정책 방향을 제시함으로써 향후 주택시장 안정화를 통해 점진적인 경제회복과 민생안정을 위한 기반 유지에 기여할 수 있을것으로 기대함
- 적절한 통화금융정책 수단을 활용하여 주택가격 변동성(위험)을 줄임으로써 주택시장 실수요자들의 주거안정이 확보되어 국민경제를 견고히 하고 민생경제 안정 도모에 기여



CHAPTER 2

우리나라 통화금융정책과 주택시장

- 1. 통화금융정책 운영 개요 15
- 2. 통화금융정책과 주택시장 관계 20
- 3. 시사점 27

02 우리나라 통화금융정책과 주택시장

- 우리나라에서 운영하는 통화금융정책을 검토한 후 주택시장에 영향을 미치는 통화금융 정책 수단을 살펴봄으로써 통화금융정책과 주택시장 간의 관계를 고찰하고 시사점을 도출하고자 함

1. 통화금융정책 운영 개요

1) 통화정책 개념

- 통화정책이란 한 나라에서 화폐(법정화폐 및 본원통화)의 독점적 발행권을 지닌 중앙은행이 경제 내에 유통되는 화폐(통화, 본원통화 및 파생통화)의 양이나 가격(금리)에 영향을 미치고 이를 통해 화폐의 가치, 즉 물가를 안정시키고 지속가능한 경제성장을 이루어 나가려는 일련의 정책을 말함(한국은행, 2017)
 - 초창기 중앙은행은 정부자금 관리(정부의 은행)나 은행제도 보호(은행의 은행) 등의 역할을 주로 하였으나, 경제상황 변화(대공황, 석유파동, 글로벌 금융위기 등)에 대응하기 위해 적정 수준의 통화공급을 통해 거시경제 안정을 도모

2) 통화정책 목표 및 운영

□ 통화정책이 지향하는 목표는 시대에 따라, 그리고 나라마다 처한 경제상황에 따라 조금씩 차이가 존재함(한국은행, 2012)

- 중앙은행은 물가안정을 위해 물가와 관련이 깊은 명목변수를 선택하여 이를 중점 관리하는 방식으로 통화정책을 수행하게 되는데 이러한 명목변수를 명목기준지표(nominal anchor)라고 하며, 명목기준지표에 목표치를 부여하고 이에 맞추어 통화정책을 수행
- 명목기준지표로는 환율, 통화량, 인플레이션 등이 주로 활용되고, 명목기준지표는 경제구조와 금융시장 발달 정도를 감안하여 선택하며 그에 따라 통화정책의 운영체제(monetary policy regime)도 환율목표제, 통화량목표제, 물가안정목표제로 구분(한국은행, 2012)

□ 한국은행이 채택하고 있는 통화정책 운영체제는 통화량 등의 중간목표를 두지 않고 정책의 최종 목표인 “물가상승률” 자체를 목표로 설정¹⁾

- 「한국은행법」 제1조 제1항은 "한국은행을 설립하고 효율적인 통화신용정책의 수립과 집행을 통하여 물가안정을 도모함으로써 국민경제의 건전한 발전에 이바지함" 을 동 법의 목적으로 규정하고 있으며, 따라서 한국은행의 통화정책이 추구하는 최우선 목표는 물가를 안정시키는 데 있음
- 한국은행은 「한국은행법」 제6조 제1항에 의거 정부와 협의하여 물가안정목표를 설정하고 있으며, 2019년 이후 물가안정목표는 소비자물가 상승률(전년동기 대비) 기준 2%임
- 국민경제가 안정적 성장을 이루기 위해서는 물가안정뿐 아니라 금융안정도 확보되어야 한다고 보고 있으며, 이와 관련하여 「한국은행법」 제1조 제2항은

1) 통화정책 목표는 한국은행 홈페이지(<http://www.bok.or.kr/portal/main/contents.do?menuNo=200288>, 2022년 7월 12일 14:15 검색) 내용을 참고하여 정리하였음

“한국은행은 통화신용정책을 수행할 때에는 금융안정에 유의하여야 한다.”고 규정함에 따라 한국은행은 통화신용정책 수행을 통해 물가안정을 도모하는 가운데 금융안정을 위한 정책적 노력도 기울이고 있음

3) 통화정책 수단

□ 전통적인 통화정책 수단으로는 지급준비제도, 공개시장운영, 중앙은행 여수신제도가 있음(한국은행, 2017)

- 지급준비제도는 중앙은행이 금융기관으로 하여금 예금 등과 같은 채무의 일정 비율에 해당하는 금액을 중앙은행에 예치하도록 하는 제도
- 공개시장운영(open market operations)은 중앙은행이 단기금융시장이나 채권시장과 같은 공개시장에서 금융기관을 상대로 국공채 등 유가증권의 매매 등을 통해 이들 기관의 유동성 규모를 변화시킴으로써 본원통화량이나 초단기 금리를 조절하는 정책수단(한국은행, 2017, p. 100)
- 중앙은행의 여수신제도는 중앙은행이 금융기관을 대상으로 대출 및 예금을 통해 자금의 수급을 조절하는 정책

□ 비전통적인 통화정책 수단은 통상적인 전통적 통화정책 수단(금리 조정)으로는 효과를 거둘 수 없게 되는 상황(2008년 글로벌 금융위기 등)에서 기존의 통화정책 수단을 예외적으로 운용하는 것은 물론 전례 없는 조치를 취하는 등 다양한 대응책을 고안하여 도입(한국은행, 2017)

- 비전통적 통화정책수단은 지원방식에 따라 금융기관에 대한 유동성 공급, 신용시장(credit market) 지원, 국채 매입 등으로 구분
- 수단별로 서로 다른 파급경로를 통해 상이한 효과가 나타남

□ 정부는 전통적인 통화정책 이외 자산시장에 과도한 유동성 공급을 억제하기 위해 LTV, DTI, DSR, 대출총량규제 등의 정책 수단을 활용하고 있음

- LTV는 주택을 담보로 돈을 빌릴 때 인정되는 자산가치의 비율을 통해 대출규제를 하며, DTI는 주택을 담보로 대출을 받을 경우 상환능력을 소득으로 따져 대출한도를 정하는 비율이고, DSR은 대출자의 소득 대비 전체 금융부채 원리금 상환액 비율로 대출을 규제하는 정책임
- 대출총량규제는 대출을 실행하는 은행에 대출가능한 자금의 상한을 두는 공급량 규제정책으로 노무현 정부 시기에는 월 대출가능금액 상한을 설정하였으며, 박근혜 정부는 가처분소득 대비 총가계부채 비율을 기준으로 설정, 문재인 정부는 가계대출 증가율을 관리대상 지표로 설정하였음

4) 통화정책 효과의 실물경제 파급경로²⁾

□ 금리경로

- 기준금리 변경은 단기시장금리, 장기시장금리, 은행 예금 및 대출금리 등 금융시장의 금리 전반에 영향을 미침
- 한국은행이 기준금리를 인상하면 콜금리 등 단기시장금리는 즉시 상승하고 은행 예금 및 대출금리도 대체로 상승하며 장기시장금리도 상승압력을 받게 되고, 이와 같은 각종 금리의 움직임은 소비, 투자 등 총수요에 영향을 미침
- 금리 상승은 차입을 억제하고 저축을 늘리는 한편 예금이자 수입 증가와 대출이자 지급 증가를 통해 가계의 소비를 감소시키게 되고, 기업의 경우에도 다른 조건이 동일할 경우 금리 상승은 금융비용 상승으로 이어져 투자를 축소시킴

2) 통화정책 효과의 실물경제 파급경로는 한국은행 홈페이지

(<http://www.bok.or.kr/portal/main/contents.do?menuNo=200289>, 2022년 7월 12일 14:20 검색) 내용을 참고하여 정리함

□ 자산가격경로

- 기준금리 변경은 주식, 채권, 부동산 등 자산가격에도 영향을 미침
- 금리가 상승하면 주식, 채권, 부동산 등 자산을 통해 얻을 수 있는 미래 수익의 현재가치가 낮아지게 되어 자산가격이 하락하게 되며, 이는 가계의 자산, 즉 부(wealth)의 감소로 이어져 가계소비의 감소 요인으로 작용

□ 신용경로

- 기준금리 변경은 은행의 대출태도에 영향을 미침
- 금리가 상승할 경우 은행은 차주의 상환능력에 대한 우려 등으로 이전보다 대출에 더 신중해질 수 있으며, 이는 은행대출을 통해 자금을 조달하는 기업의 투자는 물론 대출자금을 활용한 가계의 소비도 위축시키게 됨

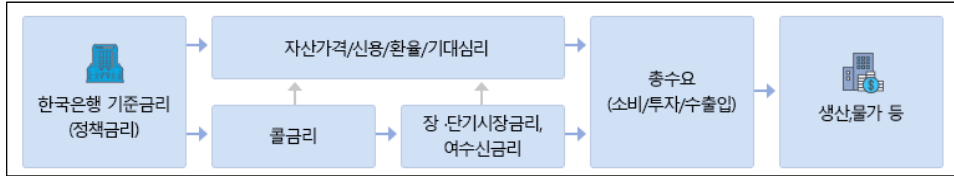
□ 환율경로

- 기준금리 변경은 환율에도 영향을 미치게 됨
- 여타국의 금리가 변하지 않은 상태에서 우리나라의 금리가 상승하면 국내 원화 표시 자산의 수익률이 상대적으로 높아져 해외자본이 유입되며, 이는 원화를 사려고 하는 사람들이 많아진다는 의미이므로 원화 가치의 상승으로 이어짐
- 원화 가치 상승은 원화표시 수입품 가격을 하락시켜 수입품에 대한 수요를 증가시키고 외화표시 수출품 가격을 상승시켜 우리나라 제품 및 서비스에 대한 해외수요를 감소시킴

□ 기대경로

- 기준금리 변경은 기대인플레이션 변화를 통해서도 물가에 영향을 미침
- 기준금리 인상은 한국은행이 물가상승률을 낮추기 위한 조치를 취한다는 의미로 해석되어 기대인플레이션을 하락시키며, 기대인플레이션은 기업의 제품가격및 임금 근로자의 임금 결정에 영향을 미치기 때문에 결국 실제 물가상승률을 하락시키게 됨

그림 2-1 | 통화정책 효과의 파급경로



자료: 한국은행 홈페이지(<http://www.bok.or.kr/portal/main/contents.do?menuNo=200289>, 2022년 8월5일, 11:20 검색)

2. 통화금융정책과 주택시장 관계

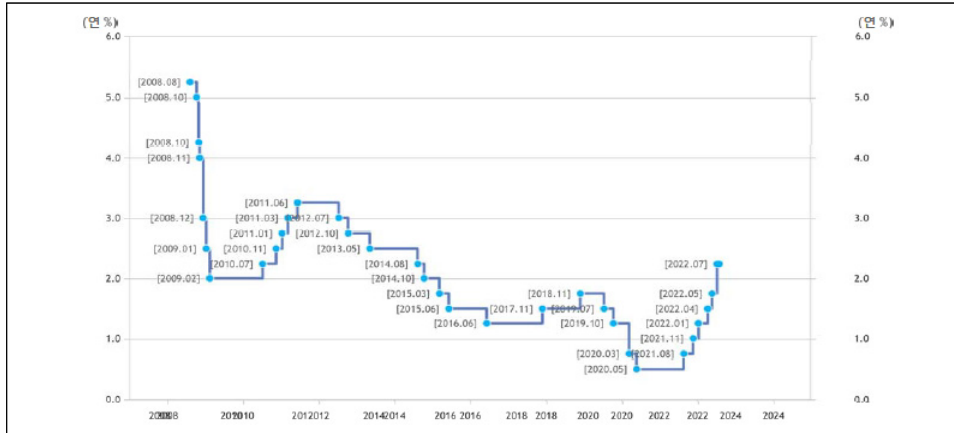
1) 기준금리 변동

□ 우리나라의 기준금리는 2019년 7월 국내경제 성장세 둔화와 주택가격 하락 등의 원인으로 기준금리 인하를 단행하여 완화적 통화정책을 시행하였고, 2020년 코로나 19 확산으로 경제가 위축됨에 따라 대응과정에서 급격한 인하를 추가적으로 단행(이태리 외, 2021)

- 통화당국은 실물경기 대응을 위해 기준금리를 2019년 7월 1.75%에서 1.5%로 인하하였고, 2019년 10월 1.25%로 추가 인하하였음
- 이후 통화당국은 코로나19로 발생할 수 있는 실물경기 침체에 선제적으로 대응하기 위해 기준금리를 2020년 2월 0.75%로 인하하였고, 5월에는 0.5%로 인하하여 과거에 시행한 적 없는 초저금리 정책을 실시하였음
- 부동산시장의 과열, 코로나19 사태 회복세와 물가의 급격한 상승에 따라 2020.05에 0.5%였던 기준금리는 2021.08, 2021.11, 2022.01, 2022.04, 2022.05, 2022.07, 6회에 걸쳐 1.75%가 상승하여 현재 2.25%임(<그림 2-2> 참조)

- 기준금리 인상과 연동하여 주택시장과 연관된 시장금리인 코픽스 금리, CD금리, 주택담보대출금리도 상승하여 높은 수준에서 형성됨(그림 2-3) 참조)

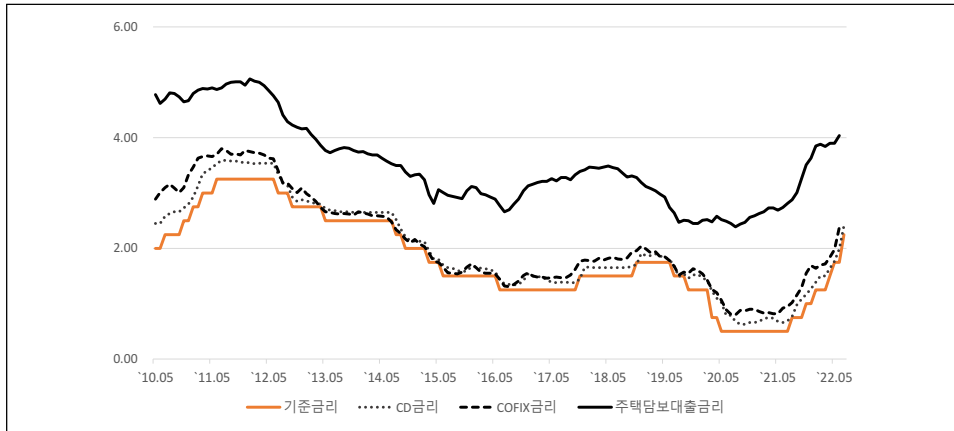
그림 2-2 | 한국은행 기준금리 변동추이



자료: 한국은행 홈페이지(<http://www.bok.or.kr/portal/singl/baseRate/progress.do?dataSeCd=01&menuNo=200656>, 2022년 8월5일. 11:20 검색)

그림 2-3 | 주요 금리 추이

(단위: %)



자료: 한국은행(기준금리, CD금리, 주택담보대출금리: www.bok.or.kr, 2022년 4월 18일 14:20 검색), 은행연합회(COFIX금리: <https://portal.kfb.or.kr/fingoods/cofix.php>, 2022년 4월 13일 11:20 검색)

-
- 2022년 7월 기준 물가상승률은 6.3%로 높은 수준이고, 미국 등 주요국이 기준금리를 지속적으로 인상하는 상황을 고려할 때 우리나라 역시 향후 일정 기간 기준금리를 인상할 가능성이 높음

2) 대출총량규제 연혁³⁾

- 2006년 11. 15 부동산대책에서 LTV, DTI를 통한 대출수요 억제 정책을 실시하면서, 금융감독원은 시중 6대 은행의 은행장에게 대출 증가 자제를 지도하고, 월별 대출 한도액을 제시하였음
- 2014년 박근혜 정부 가계부채 비율 관리를 발표하였으나 사실상 관리는 하지 못하였음
 - 2017년 10월 가계대출 종합대책에서 일방적인 총량관리는 대출경색 등의 부작용이 발생할 수 있어 지양. 정책방향을 가계부채 증가율 관리로 전환하고 장기적인 하향 안정화를 정책의 목표로 삼았음
 - 2019년 7월 이후 통화정책 방향을 완화적으로 전환하여 2차례 기준금리 인하, 2020년에는 코로나19 대응을 위해 2차례 기준금리를 인하하였고, 대출총량 관리를 하지 않았음

3) 대출총량규제 연혁은 다음의 자료에 기초하여 작성하였음

- 재정경제부, 건설교통부, 환경부, 금융감독위원회, 국세청. 2006. 부동산시장 안정화 방안. http://www.molit.go.kr/USR/NEWS/m_71/dtl.jsp?lcmspage=1&id=155151168
- 관계부처합동. 2014. 「경제혁신 3개년 계획」 추진방향. <https://www.korea.kr/archive/expDocView.do?docId=34834>
- 관계부처합동. 2014. 새 경제팀의 경제정책방향 참고자료. https://www.moef.go.kr/com/synap/synapView.do?atchFileId=ATCH_OLD_00004091257&fileSn=454718
- 관계부처합동. 2014. 규제합리화를 통한 주택시장 활력회복 및 서민 주거안정 강화방안. http://www.molit.go.kr/USR/NEWS/m_71/dtl.jsp?lcmspage=1&id=95074431
- 더불어민주당. 2017. 제19대 대통령선거 더불어민주당 정책공약집. <https://theminjoo.kr/board/view/policyreference/90440>
- 관계부처합동. 2017. 가계부채 종합대책. http://www.molit.go.kr/USR/NEWS/m_71/dtl.jsp?lcmspage=1&id=95079827
- 금융위원회, 금융감독원. 2021. 가계부채 관리방안. <https://www.fsc.go.kr/no010101/75831>
- 금융위원회, 금융감독원. 2021. 가계부채 관리 강화방안. <https://www.fsc.go.kr/no010101/76740>

표 2-1 | 대출총량규제 관련 주요 정책 연혁

시기	관련 정책	가계부채 총량관리 내용	성격
2006. 11. 15	11.15 부동산대책	- LTV, DTI 규제 강화 - 금융감독원이 6대 시중은행장에게 월 대출 목표액을 지도 · 빅3은행(국민,우리,신한) 월 5~6000억원 · 그 외 은행 월 3000억원	가계대출 관리 강화
2014. 2. 25	경제혁신 3개년 계획	- 박근혜 정부 임기말까지 가처분소득 대비 가계대출비율 5%p 감소	가계대출 관리 강화
2014. 7. 17.~	7·24 부동산 대책 9·1 부동산 대책	- 금리인하 및 대출 활성화	가계대출 관리 완화
2017. 3.~5.	문재인 후보 대선공약	- 가처분소득 대비 가계소득 비율 150%	가계대출 관리 강화
2017. 10. 24	가계대출 종합대책	- 가계부채 증가율을 추세치보다 0.5~1%p 하향 관리 - 2017년은 8%대 증가 수준으로 관리	가계대출 관리 강화
2021. 4. 29	가계부채 관리방안 -2021~2023년 중기관리계획	- '22년까지 가계부채 증가율을 코로나19 이전 수준(4%대)으로 복원 - '21년에는 코로나19 상황을 감안하여 "5~6% 내외"로 관리	가계대출 관리 강화 (가계부채 증가율 목표 관리 재개)
2021. 10. 26	가계부채 관리 강화방안	- 4.29 가계부채 관리방안 기조 유지 - '21년 전세보증금 총량한도에서 제외 - '21년 집단대출 원활한 공급	가계대출 관리 강화 및 서민·실수요층에 대한 유연한 적용

자료: 각 정부정책 발표자료 및 대선공약집 자료에 기초하여 연구진이 작성

- 2020년 유동성 완화정책으로 가계대출이 큰 폭으로 확대되자 정부는 2021년 4월 2022년까지 가계부채 증가율을 코로나19 이전 수준(4%대)으로 복원하고, 2021년은 5~6% 내외로 관리하겠다고 발표

3) 가계대출 증가율 추이

- 2006년은 금융기관에 대한 요청을 통한 총량규제, 2014년은 가계부채 관리 목표 제시 이후 부동산 규제완화로 총량규제는 잘 작동하지 않았음

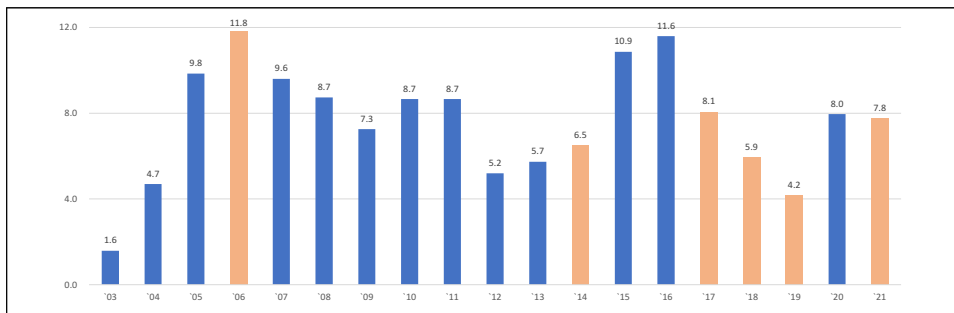
- 2006년은 가계대출 증가율이 전년대비 11.8%로 가계대출이 급격히 증가함에 따라 정부는 11.15 부동산대책 발표 직후 시중 6대 은행에 월별 대출 한도액을 제시하며 대출총량 규제를 요청하였음
- 2014년에는 경제혁신 3개년 계획에서 가처분소득 대비 가계부채 비율을 관리하겠다고 발표하였으나 연이은 부동산 완화정책으로 2015~2016년의 가계대출 증가율은 전년 대비 10%를 넘어섰음

□ 2017년 가계대출 총량규제 방식을 가계대출 증가율로 전환한 이후 목표대로 안정화로 이어졌으나, 코로나19 대응과정에서 가계대출 관리 부족으로 큰 폭으로 증가, 2021년 가계대출 관리 재개 발표 이후 소폭 하락

- 2017년 10월 가계대출 종합대책에서 대출총량관리 지표로 가계부채 증가율로 전환하고 장기적인 하향 안정화를 정책의 목표로 삼았음
- 2017~2019년까지 가계대출 증가율은 8.1%에서 4.2%로 지속적으로 감소하여 대출의 과도한 확대가 잘 관리된 것으로 평가됨
- 이후 코로나19 대응 과정에서 정부는 대출총량관리를 적극적으로 하지 않음에 따라 가계대출 증가율은 8.0%를 기록함에 따라 2021년에는 가계부채 증가율 관리를 재개하여 7.8%로 소폭 하향되었음

그림 2-4 | 가계대출 증가율 추이

(단위: %)



주: 그래프에서 붉은 막대그래프는 정부가 가계대출 총량규제 정책을 실시한 시점을 나타냄

자료: 한국은행(가계대출: www.bok.or.kr, 2022년 4월 18일 14:20 검색) 자료를 바탕으로 연구진이 재작성

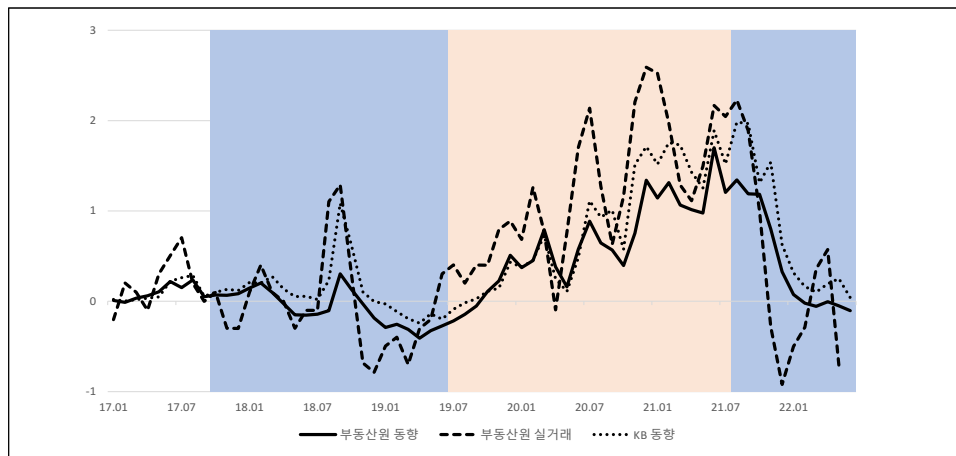
4) 주택매매가격 변동률 추이

□ 대출총량규제를 실시한 시기는 대출총량규제를 실시하지 않은 시기에 비해 상대적으로 주택가격이 안정적인 것으로 분석됨

- 2017년 10월부터 2019년 6월까지 기준금리 변화 없이 가계대출 증가율 관리를 통한 대출총량규제를 실시하였던 시기는 상대적으로 주택가격 변동률이 안정적인 흐름을 보이고 있음
- 통화당국은 2019년 7월 기준금리를 인하하면서 통화를 완화적으로 운용하였고, 2020년 코로나19 대응 과정에서 기준금리를 추가적으로 인하하고 대출총량규제를 실시하지 않았던 시기 주택가격이 큰 폭으로 상승하였음
- 2021년 8월 기준금리 인상 및 이후 가계대출 증가율 관리를 실시한 시기에는 앞선 시기와 달리 주택가격 상승률이 하향 안정세로 전환되었음

그림 2-5 | 주택매매가격지수 변동률 추이

(단위: %)



주: 그래프에서 첫 번째 파란색 배경은 기준금리를 유지하며 대출총량규제를 시행한 시기, 빨간색 배경은 저금리 및 대출총량규제 미시행 시기, 두 번째 파란색 배경 시기는 기준금리 인상 및 대출총량규제를 시행한 시기

자료: 한국부동산원(실거래가격지수, 전국주택가격동향조사: <https://www.reb.or.kr/r-one/main.do>, 2022년 4월 13일 11:20 검색), KB(주택가격동향조사: <https://kbland.kr>, 2022년 4월 13일 14:30 검색) 자료를 바탕으로 연구진이 재작성

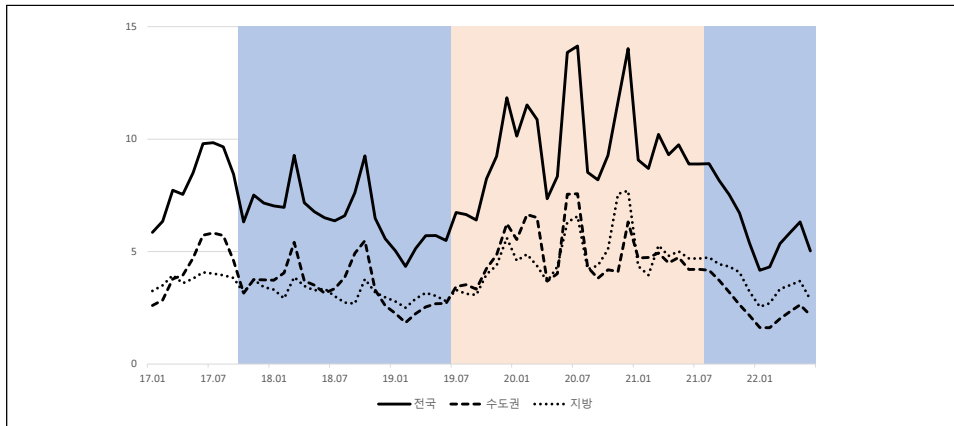
5) 주택매매거래량 추이

□ 완화적 통화정책을 운용하며 대출총량규제를 실시하지 않은 시기는 대출총량규제를 한 시기에 비해 주택매매거래량이 많은 것으로 분석됨

- 2017년 10월부터 2019년 6월까지 시기는 전국 월평균 6.6만 호가 거래되었으며, 수도권은 월평균 3.4만 호, 지방은 3.1만 호 수준으로 분석됨
- 2019년 7월부터 2021년 7월까지 시기는 전국 월평균 9.7만 호가 거래되어 앞선 시기에 비해 월평균 3.1만 호가 더 거래되었으며, 수도권은 월평균 4.9만 호, 지방은 월평균 4.8만 호가 거래되어 지방의 매매거래량이 큰 폭으로 증가함
- 기준금리를 인상한 2021년 8월부터 전국적으로 매매거래량이 크게 감소하여 전국 월평균 6.2만 호로 앞선 대출총량규제 시기와 유사한 수준으로 거래되었으나 수도권이 월평균 2.6만 호로 거래가 크게 감소하였고, 지방은 3.6만 호 수준으로 분석됨

그림 2-6 | 주택매매거래량 추이

(단위: 만호)



주: 그래프에서 첫 번째 파란색 배경은 기준금리를 유지하며 대출총량규제를 시행한 시기, 빨간색 배경은 저금리 및 대출총량규제 미시행 시기, 두 번째 파란색 배경 시기는 기준금리 인상 및 대출총량규제를 시행한 시기

자료: 한국부동산원(주택매매거래량: <https://www.reb.or.kr/r-one/main.do>, 2022년 4월 13일 11:20 검색) 자료를 바탕으로 연구진이 재작성

3. 시사점

□ 통화정책의 파급경로 중 주택시장에 영향을 미치는 경로로 금리경로, 기대경로, 신용 경로, 위험선호경로를 검토해 볼 수 있음⁴⁾

- 금리경로 측면에서 보면, 통화정책이 금융시장 내에서 파급되는 과정과 주택 시장 관련 금리 변화가 주택시장에 영향을 주는 과정으로 두 단계로 구분하여 설명할 수 있음. 한국은행이 정책금리를 조정(인하)하면 CD금리, 주택담보대출금리, COFIX 금리 등 주택시장 관련 금리가 비슷한 궤적을 그리며 움직이고(하락), 금리 변동(인하)으로 인한 주택 구매 비용 변화(감소)와 주택 투자가 변화(증가)함에 따라 주택수요는 변화(증가)하게 되고 결국 주택가격 변화(상승)에 영향을 주게 됨

- 통화정책의 주택시장 금리경로 -

정책금리(↓)→주택시장 관련 금리(↓) ⇒ 주택수요(↑)→주택가격(↑)
└ <1단계: 금융시장> ─┘ └ <2단계: 주택시장> ─┘

- 기대경로 측면에서 보면, 주택시장 참여자들의 미래 통화정책에 대한 기대를 변화시킴으로써 주택 구매 및 투자에 영향을 주게 됨. 한국은행이 향후 상당 기간 정책금리를 낮은 수준으로 유지할 것이라고 시장에 신호를 보내게 되면, 장기적으로 저금리를 예상하게 된 시장참여자의 주택 수요가 증가하게 되어 주택가격이 상승하는데 영향을 주게 됨

- 통화정책의 주택시장 기대경로 -

저금리 유지 신호 ⇒ 주택수요(↑)→주택가격(↑)

4) 한국의 통화정책(한국은행, 2017)에서 제시한 통화정책이 실물경제에 파급되는 6가지 경로를 참고하여 주택시장에 적용하여 검토하였음

- 신용경로 측면에서 보면, 통화정책이 은행대출에 영향을 미쳐 주택시장에 파급되는 과정임. 신용경로 중 은행대출경로는 통화정책이 은행 대출공급의 변동을 통해 은행 의존도가 높은 가계의 경제활동에 영향을 주는 경로이며, 한국 은행이 정책금리를 조정(인하)하면 경제주체의 대출수요가 변화(증가)하고 시중자금 가용량이 변화(증가)하여 금융기관의 대출여력에 영향(증가)을 미침. 은행대출규모가 증가하면 주택 구매 비용 변화(감소)와 주택 투자가 변화(증가)함에 따라 주택수요는 변화(증가)하게 되고 결국 주택가격 변화(상승)에 영향을 주게 됨. 한편, 대차대조표경로는 통화정책이 가계의 순자산과 현금흐름 등에 영향을 미치는 외부자금 프리미엄⁵⁾ 변화를 통한 신용수요 측면을 강조하는데, 정책금리를 인하하는 경우 자산가격 상승, 이자비용 감소 등으로 가계 순자산이 증가하고 현금흐름이 개선되면서 외부자금 프리미엄이 낮아지게 되어 주택수요 증가가 주택가격 상승으로 이어지게 됨

– 통화정책의 주택시장 신용경로 –

: 은행대출경로

정책금리(↓)→은행대출수요(↑), 시중자금 가용량(↑)→ 은행대출(↑)

└ <1단계: 금융시장> ─

⇒주택수요(↑)→주택가격(↑)

└ <2단계: 주택시장> ─

: 대차대조표경로

정책금리(↓)→가계 순자산(↑)→ 외부자금 프리미엄(↓)

└ <1단계: 금융시장> ─

⇒주택수요(↑)→주택가격(↑)

└ <2단계: 주택시장> ─

5) 순자산 규모가 커지면 경제주체는 경제활동에 필요한 자금을 내부자금으로 조달할 수 있는 여력이 늘어나고 금융 기관 차입 시 제공할 수 있는 담보의 가치도 커지므로 외부자금 프리미엄이 낮아지게 됨(한국은행, 2017, p.163)

- 위험선호경로 측면에서 보면, 통화정책이 금융기관의 위험선호도를 변화시켜 주택시장에 영향을 미치는 과정임. 장기간 저금리 기조가 지속되면 금융기관은 위험을 과소평가하게 되어 과도한 위험추구와 신용공급 확대로 대출확대로 이어지며, 주택수요 증가와 주택가격 상승 야기 가능

- 통화정책의 주택시장 위험선호경로 -

정책금리(↓)→금융기관의 위험선호도(↑), 고위험·고수익 대출(↑)

↳ <1단계: 금융시장> ↳

⇒주택수요(↑)→주택가격(↑)

↳ <2단계: 주택시장> ↳

□ 통화정책 변화는 다양한 경로를 통해 주택시장에 영향을 미치게 되며, 상황에 따라 전통적 통화정책 수단과 비전통적 통화정책 수단을 적용하여 주택시장 안정화에 기여함

- 저금리 기조에서 상승했던 주택가격은 물가상승 압박에 따른 기준금리 인상에 기인한 시장금리 상승으로 인해 최근 하향 조정 국면으로 전환되는 양상을 보이고 있음
- 최근 주택가격 급등 시기에 시행된 대출총량규제는 가계대출 하락에 기여를 하였으며, 통화정책의 파급경로 중 신용경로에 속하는 은행대출경로 측면에서 은행 대출공급을 규제함으로써 대출수요 감소를 유발
- 통계적인 측면의 결과를 보았을 때, 전통적 통화정책 수단인 금리인상과 비전통적 통화정책 수단인 대출총량규제 이후 주택거래량과 주택가격은 점차 안정적인 흐름을 보임

□ 해외 주요국의 통화금융정책이 주택시장에 어떤 영향을 미치는지와 통화정책 수단을 어떻게 활용하는지를 검토하여 시사점을 도출하고, 우리나라 주택시장에는 어떤 통화금융정책 수단이 주택시장 안정에 기여하였는지를 검토할 필요가 있음

CHAPTER 3

주요국의
통화금융정책과
주택시장

1. 미국	33
2. 영국	46
3. 독일	59
4. 일본	73
5. 주요국 사례 시사점	84

03 주요국의 통화금융정책과 주택시장

- 주요국(미국, 영국, 독일, 일본)이 시행하는 통화금융정책과 주택시장의 특징을 검토한 후, 주택시장에 주요하게 영향을 미친 통화금융정책 수단을 살펴보고 시사점을 도출하고자 함

1. 미국

1) 미국의 통화금융정책

(1) 미국의 통화정책 개괄

- 연방준비(Federal Reserve) 제도는 1913년 제정된 연방준비법(Federal Reserve Act)에 기반을 두고 있으며, 미국에서 연방준비제도는 중앙은행의 역할을 수행⁶⁾
 - 연방준비제도의 자체정보 공개에 근거하면 연방준비이사회(Federal Reserve Board)가 관련 다양한 연방준비제도와 관련된 사항 그리고 12개의 연방준비은행(federal reserve bank)에 대한 전반적 운영과 관리를 담당하고 있으며, 이와 관련하여 미국 의회에 직접적으로 보고함

6) Who owns the Federal Reserve?, https://www.federalreserve.gov/faqs/about_14986.htm(2022년 5월 6일 14:12 접근)

-
- 통화정책 목표의 경우 미국 의회에서 제시하지만, 목표를 달성하고 이와 관련된 이슈를 대응하기 위하여 연방준비이사회에서는 다양한 주요 의사결정을 진행함

□ 연방준비이사회에서 통화정책과 관련한 의사결정은 대통령 혹은 미국 정부의 어떤 정부 조직에도 영향도 받지 않고 독립적으로 진행함

- 연방준비제도와 관련된 이사회 그리고 연방준비은행의 경우 수익을 추구하는 어떠한 영리행위도 하고 있지 않음
- 주식을 통하여 소유하는 일반 민간 기관의 구조와는 다른 구조를 연방준비제도는 보이고 있음. 시장에서는 종종 민간조직과 유사하다고 잘못된 인식을 갖는 경우가 있지만, 일반 수익을 추구하는 금융기관의 운영과는 기본적으로 다르며 독립적임
- 만약 연방준비은행에서 수익이 발생하는 경우 관련 법에 근거하여 이를 미국 재무부(U. S. Treasury)에 동 수익을 이전(transfer)함

(2) 미국의 통화정책 수단

□ 통화정책의 목표는 최대 고용, 물가안정, 장기이자율의 적정성을 촉진하는 것임⁷⁾

- 정책수단은 크게 공개시장운영(open market operations), 할인율, 그리고 지급준비금으로 구분
- 공개시장운영 정책수단은 정부 증권을 유연하게 매입 및 매각을 진행함을 의미하며, 이와 같은 거래는 공개적 시장에서(즉 이와 같은 시장에서는 다양한 거래당사자가 가격결정과 관련하여 경쟁을 할 수 있는 상황에서) 진행됨

7) An Act for the Ages: Ther Federal Reserve Act, https://www.kansascityfed.org/Education/documents/8190/An_Act_for_the_Ages_Lesson_FINAL.pdf(2022년 8월 30일 11:02 접근)

- 할인율 정책수단의 경우 예금취급기관에게 부과하는 단기 이자율을 조정
- 지급준비금 정책수단은 은행들이 적절한 준비금을 보유하고 있을 수 있게 하거나 연방준비은행에 일정한 준비금을 유지하도록 함
- 그 외 현재 활용하고 있는 통화정책 수단과 더불어 과거에는 활용했지만 현재에는 활용되고 있지 않은 정책수단도 연방정부 홈페이지(<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/policytools.htm>)에서 확인할 수 있음

□ 금융정책당국에서 주택시장을 집중적으로 주목하는 이유는 주택시장은 고용상황에 영향을 미치며, 주택시장을 통하여 물가안정을 달성할 수 있다고 보고 있기 때문임⁸⁾

- 주택시장에서 공급은 고용시장에 중대한 영향을 주고 있고, 또한 소비측면에서 주거서비스를 제공하기 위하여 많은 인력을 고용함
- 소비측면에서는 임대차 시장 뿐만 아니라 자가 주택 시장에서도 주거와 관련 서비스 제공하게 되어 인력고용이 필수적임
- 소비자 물가의 구성에서 주거비용이 차지하는 비중이 높고, 금융안정의 관점에서 주택은 자산으로 중요한 역할을 수행하고 있으므로 물가안정 측면에서도 금융정책당국에서 주택시장을 반드시 고려할 필요가 있음
- 임차가구의 경우는 전체 소비 중 임대료가 차지하는 비중이 적지 않으며, 특히 저소득층의 경우 임대료가 차지하는 비중이 다른 계층과 비교하여 상대적으로 높은 상황임
- 결국 임대료 상승에 기인한 물가상승의 압력에 대한 실질적 부담은 상대적으로 저소득 층에게 높은 영향을 미치게 되어, 물가안정을 목표로 설정하고 있는 금융정책당국의 입장에서는 주택시장의 고려가 불가피한 상황임

8) The Red Hot Housing Market: the Role of Policy and Implications for Housing Affordability, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/waller20220324a.htm>(2022년 5월 10일 15:30 접근)

(3) 미국의 통화정책 흐름

□ 최근에 발생한 코로나19는 미국 경제에 심대한 영향을 미쳤으며, 이에 대응하여 다양한 정부의 정책이 필요한 상황에 직면하였고, 이에 대응한 정책도 발표됨

- 미국연방준비제도의 Federal Reserve Board(2022)를 보면, 2020년 초반 팬데믹으로 인하여 실업률이 급격하게 상승하였으며, 일시적으로 과거 경제위기 수준에 육박하는 상황까지 도달하였음. 특히 히스패닉 및 라티노에 대한 실업률이 2020년 초반 급격히 상승하는 것을 확인할 수 있음
- 과거의 경제위기 상황과 다르게 일시적으로 실업률이 급격하게 상승하였지만, 2022년 초반 이후 노동시장이 정상적 상황으로 빠르게 복귀하였음
- 노동시장에서는 노동에 대한 수요가 감소하였고 동시에 격리정책 등으로 인하여 노동공급도 감소하는 모습을 보였음. 이로 인하여 2021년 하반기에는 임금이 5.2%가 상승하였으며, 1년 기준으로 평균 4.4%가 상승함(Federal Reserve Board, 2022: 7)
- 개인소비지출(Personal Consumption Expenditure: PCE)의 물가상승률의 경우에도 팬데믹으로 2021년 5.8%가 상승하였음(Federal Reserve Board, 2022: 15)
- 2022년 PCE 물가상승률에 대한 예측치의 경우 FRB에서 예상하는 중앙값은 4.3%이지만, 장기적으로 2%로 수렴할 것으로 나타남

□ 2020년에 미국 의회에서 통과된 구제정책으로 소상공업자에게 임금을 제공하고, 실업수당을 제공하는 등 다양한 경제 부양정책을 통해 실업상황에 노동자들이 임대료 혹은 대출에 대한 상환이 가능한 자금을 제공하도록 조치하였음

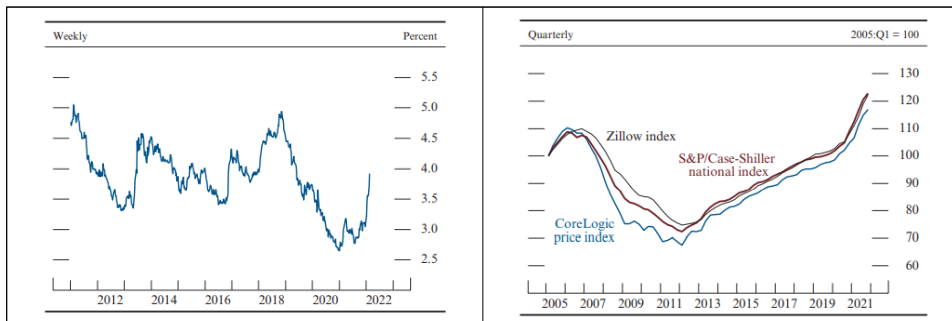
- 코로나19 초기에는 대출에 대한 부실이 증가하였지만, 이와 같은 부실대출의 증가 추세는 빠르게 안정을 회복하고 있는 모습을 보였음

- 결국 최근의 경우 과거 대공황 시절에 부실대출의 수준보다 상대적으로 낮은 수준을 유지할 수 있었음⁹⁾

□ 주택담보대출 금리가 최근에 다소 상승하는 모습을 보이고 있지만, 사실 팬데믹 초기에 적극적 금융정책의 영향으로 주택담보대출 금리의 절대적인 수준이 하락할 수 있었음

- 팬데믹 초기에 사람들의 기대와 다르게, 미국 전역의 주택가격은 빠르게 상승하는 모습을 보였음
- 가계신용에 대한 접근성이 상대적으로 어렵지 않은 상황에서 팬데믹 초기 주택에 대한 공급부족과 함께 사람들의 직주여건의 인식과 상황 변화로 인하여 주택가격이 급격하게 상승하였음

그림 3-1 | 주택담보대출 금리와 주택가격 추세



주: 30년 고정금리 주택담보대출 금리 및 기준 재고 단독 주택의 가격지수

자료: Federal Reserve Board(2022), Monetary Policy Report(2022년 2월 25일)

□ 연방준비제도의 경우 2022년 실질 GDP의 성장률 예측치의 중앙값은 2.8%로 예상하고 있으며, 장기적으로 1.8%로 1.6%에서 2.2% 사이가 될 것으로 예측

- 최근 유럽의 사태 및 중국에서의 공급망 변화 등의 불확실성이 상존하고 있는 상황이지만, 중장기적으로 예년 수준을 유지할 수 있을 것으로 예측

9) The Red Hot Housing Market: the Role of Policy and Implications for Housing Affordability, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/waller20220324a.htm>(2022년 5월 10일 15:30 접근)

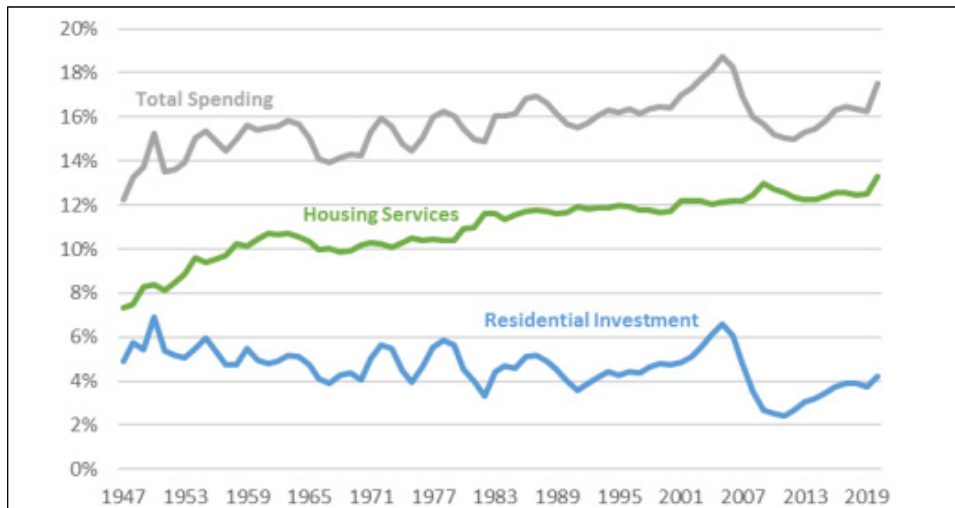
2) 미국의 주택시장

(1) 주택시장 동향

□ 주거용 주택시장에 대한 투자가 차지하는 비중은 2020년 현재 약 4.4%임
(Congressional Research Service, 2021:1)

- 세계 경제위기로 인하여 주택건설시장의 인력고용은 2011년 5월 기준으로 약 56만 명 까지 하락하였음
- 하지만 이후 주택시장의 회복으로 2021년 3월에는 약 87만 명에 이르고 있어 통화정책의 목표인 고용촉진의 관점에서 주택시장은 정책적 관심이 필요한 중요한 시장임(Congressional Research Service, 2021)

그림 3-2 | GDP에서 주택시장이 차지하는 비중



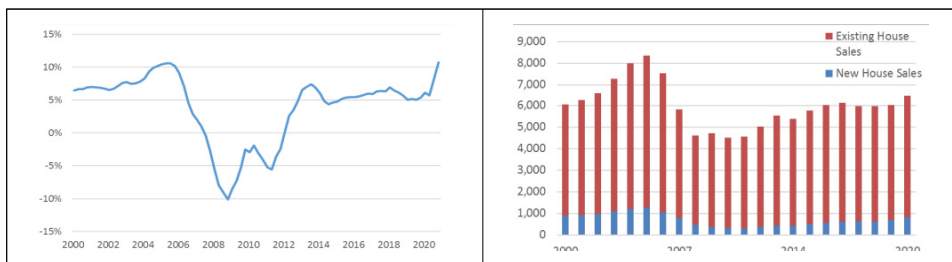
주: GDP를 기준으로 계산

자료: Congressional Research Service(May 5, 2021)

□ 앞에서 언급한 것처럼 팬데믹 초기에는 주택시장이 다소 침체되는 모습을 보였지만, 이후 초기 기대와 다르게 주택시장은 빠르게 회복하였음

- 2000년 중반 이전에는 주택가격의 연간 명목 상승률이 5%를 초과하였지만 세계 경제 위기 이후에 급락하였으며, 2010년대 초반 이후 회복하는 추세를 보였음
- 2020년 4사분기에 전국의 주택가격지수는 10.8% 상승하였음(Congressional Research Service, 2021: 2)
- 그리고 2020년의 주택판매는 재고주택의 경우 전년 대비 5.6% 그리고 신규 주택은 19.3%가 증가하였음

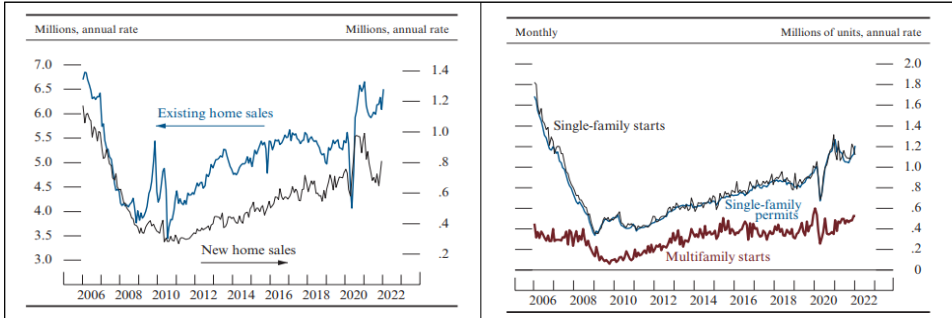
그림 3-3 | 주택가격의 변화(좌) 및 주택의 연간판매량(우)



자료: Congressional Research Service(May 5, 2021)

- 2020년 상반기 팬데믹으로 신규주택과 재고주택의 판매가 일시적으로 감소하였지만, 하반기부터 주택시장에 빠르게 회복하는 모습을 보였고, 결국 상승하는 추세로 반전됨. 미국에서 팬데믹으로 인한 주택시장의 부정적 영향은 초기에 일시적이었음
- 단독주택의 착공과 허가가 2020년 초반 다소 주춤한 모습을 보이고 있지만, 2010년대 이후로 상승하는 추세가 지속되고 있음

그림 3-4 | 재고 및 신규 주택의 판매 및 민간주택의 허가와 착공



주: 월간 데이터

자료: Federal Reserve Board(2022), Monetary Policy Report(2022년 2월 25일)

(2) 주택시장 주요 이슈

□ 최근 시장에서는 주택투자가 더욱 확대되어야 한다는 주장이 조명을 받고있는 상황임

- 기존 주택에서 거주하는 거주민들이 다양한 노후화 문제에 직면하고 있음. 예를 들어 2007년 재고주택의 평균 경과연수는 34년이었지만, 2019년에는 41년으로 확대되었음(Joint Center For Housing Studies of Havard University, 2021)

□ 주택가격의 상승과 더불어 상대적으로 소득계층이 낮은 사람들이 자가 주택시장을 이탈하고 있는 것으로 보이며, 다양한 자료에서 저소득층의 경우 상대적으로 높은 경제적 어려움을 겪고 있어 주거상황이 악화 정도가 심화된 것으로 알려져 있음

- Joint Center For Housing Studies of Harvard University(2021)는 유색인종과 저소득층을 대상으로 주택정책에 대한 관심을 가져야 한다고 강조

3) 미국의 통화금융정책이 주택시장에 미치는 영향

(1) 이론 및 실증 연구

- 이론모형을 통하여 Cesa-Bianchi and Rebucci(2016)는 현재와 같이 독점적인 금융시스템(monopolistic banking system)을 유지하는 경우 경제가 성장하는 시기와 경제가 수축하는 시기에 그 영향이 서로 비대칭성일 가능성이 있다고 주장함
 - 이론적인 관점에서 분석하는 경우 경기가 축소되는 경우 경직적인 이자율 정책은 위기를 확장하며, 경기가 확장되는 경우 자동적인 거시건전성 안정장치(macro-prudential stabilizers)의 역할을 수행하는 것이라고 이론모형을 통하여 주장
 - 즉 독점적 금융시스템하에서는 경제가 팽창하는 경우보다는 수축하는 상황에서 위기에 직면할 가능성이 높다고 주장
 - 동시에 이자율 정책수단에만 의존하는 경우 민간의 경제주체가 자원배분의 효율화 달성이 어려운 상황에 직면하므로, 통화정책은 제약에 노출될 수 있다고 주장
 - 통화정책이 경제와 더불어 주택시장에 미치는 영향은 경제충격의 유형과 더불어 크기에 있어서 그 효과가 변화할 수 있음
- 최근 발간된 Drechsler et al.(2021)의 연구에서는 연방정부에서 2003년부터 2006년까지 연방준비위원회에서 이자율을 4.25%를 올렸지만, 시장에서는 이와 같은 자금의 축소에 대응하여 민간의 유동화자금(private-level securitization)이 활성화되어 금리상승의 정책효과를 무력화하였다고 주장
 - 기존 주택금융을 주도하던 은행이 취급하는 주택담보대출의 규모는 급격하게 감소하였지만, 민간의 유동화자금을 통한 주택담보대출이 증가
 - 정책적으로 예상하던 전체 대출규모의 감소를 유발하지 못하였으며, 시장에서 관련 포트폴리오의 구조변화를 유발

- 따라서 민간 도매금융을 통한 주택자금의 공급증가로 인하여 2000년대 초중반 주택시장의 상승을 통제하려는 통화금융정책의 효과가 무력화되었음

□ Sumner and Erdmann(2020)는 세계 경제위기에 직면한 상황에서 통화정책이 주택시장의 변화를 가속화하는 영향을 미쳤다고 함

- 무엇보다 통화정책에서 오류의 발생으로 세계경제위기의 부정적 영향을 증폭했다고 주장하였으며, 또한 2008년과 2009년의 침체기에는 통화정책으로 결국에 부동산 시장이 더욱 침체되는 상황에 직면하였다고 주장
- 연방준비제도에서는 2004년 중반을 시작으로 이자율을 점차로 높이는 정책을 추진하였지만, 침체기 초기인 2006년과 2007년 통화정책의 경제에 대한 영향은 상당히 미미했음
- 미국의 회계감사원(Government Accountability Office)에서는, 미국에서 금융위기는 서브프라임 분야에서 촉발된 것이 아니라 상업용 부동산 시장에 대한 대출에서 발생하였다고 밝히고 있음
- 연방예금보험공사(Federal Deposit Insurance Corporation)의 연구결과도 2008년~2011년의 은행부실의 원인은 상업용 부동산 시장에 대한 대출에서 촉발되었다고 보고함(Sumner and Erdmann, 2020: 41)

□ 세계경제위기 시 발생한 오류는 경제위기에 직면하여 통화를 과도하게 축소하였기 때문으로, 경제의 침체에서 인플레이션을 유발하였다고 Sumner and Erdmann(2020)은 강조

- 2008년 9월 중반 리만브라더스는 파산에 직면하였지만, 연방준비위원회에서는 즉시 목표 이자율을 낮추지 않았음
- 금융시장의 영향으로 목표 이자율을 1.5%로 조정하였지만, 이와 동시에 이와 같은 효과를 중립화하는 연방준비위원회의 95년 역사에서 처음으로 은행준비금에 대한 이자를 지급하는 정책을 실시하였으며, 결국 연방준비위원회는 실수로 인정을 하였음

-
- S&P 지수는 2008년 리만브라더스가 파산한 금요일에서 당시 10월 1일까지 8%가 하락하였으며, 10월 초반에만 10일 동안 24%가 하락하였다고 주장함 (Sumner and Erdmann, 2020: 43)

- 따라서 실물시장에서 위험이 발생하고 이는 금융시장으로 전이가 되었지만, 갑작스러운 위기에 통화정책이 제대로 대응하지 못하였다고 볼 수 있음

□ Drechsler et al.(2017)는 연방준비제도가 금리를 높이는 경우 은행들은 부과하는 이자율 스프레드를 확대하여, 은행에서 자금이 이탈하는 현상을 목격할 수 있다고 언급

- 이로 인하여 은행은 대출을 조정하게 되며, 이는 은행들이 집중된 시장과 그렇지 않은 시장에 서로 다른 영향을 미칠 수 있음
- 즉 기존의 통화정책이 시장에 직접적 영향을 미치는 것과 더불어 은행을 통하여 간접적으로 영향을 미칠 수 있으며, 동시에 은행의 시장구조에 따라 그 영향이 변화할 수 있다는 것을 보임
- 금융정책의 효과는 주택시장을 통하여 그 효과가 발현될 수 있다는 것을 보여주고 있음. 이는 금리의 인상으로 주택 사용자 비용이 증가하게 되면, 다른 것이 동일하다는 조건을 고려했을 때 자산가격의 하락을 촉발하는 등 금융정책을 통하여 자산시장에 영향을 미친다는 것을 보여줌(Williams, 2016)

(2) 통화정책에서 주택시장의 중요성

□ 미국에서는 지역적으로 통화정책의 효과는 서로 다를 수 있다고 Fratantoni and Schuh(2003)는 강조

- 미국에서 주택시장과 지역적 경제상황은 매우 이질적인 특성을 보이고 있으므로, 통화정책을 통하여 지역적 효과는 미국 전역에 걸쳐 서로 동일하지 않다는 사실을 확인

-
- 연방준비위원회에서 통화정책을 추진하는 시점에 각 지역에 따라 주택시장의 여건이 서로 동질적이지 않은 이질적인 상황이라는 것을 고려할 필요가 있음

□ Luciani(2015)는 1982년부터 2010년까지의 분기 데이터를 활용하여 연방준비제도의 정책의 효과가 주택시장에 미치는 영향을 실증적으로 분석

- 2000년대 초반의 주택가격 상승이 기존에 시장에서 이야기하는 것처럼 통화정책으로 유발되었을 가능성은 거의 없다고 분석하였음
- 그리고 만일 통화정책이 기존에 진행된 것 보다 더욱 긴축정책을 강화하였다고 하더라도 주택시장의 불황을 통화정책으로 방지할 수 없었다고 분석함
- 하지만 이에 대한 반론으로 전반적인 경제상황에 따라 통화정책이 주택시장에 미치는 영향이 변화할 수 있다는 의견도 있음

4) 시사점

□ 최근 Koeniger et al.(2022)은 독일, 이탈리아, 그리고 스위스의 데이터를 활용한 분석을 통하여 통화정책의 주택시장에 대한 효과는 서로 동일하지 않다고 주장

- 동시에 신규 대출을 통한 영향과 기존의 대출을 통한 효과도 서로 동일하지 않을 수 있다고 강조

□ 미국에서 연방준비제도의 전국을 대상으로 한 통화정책과 지역별로 경제적 상황 그리고 주택시장의 상황이 다른 상황에 통화정책의 효과도 지역별로 차등이 있을 수 있음 (Fratantoni and Schuh, 2003)

- 미국의 주택금융시장에서 촉발된 최근의 세계 금융위기는 주택시장의 변동이 전반적인 경제체계에 영향을 준다는 것을 인식하게 되었음

□ 통화정책의 주택시장에 미치는 효과에 대한 연구는 긍정적으로 정책목표를 달성할 수 있다는 관점의 연구와 그 실제적 효과가 높지 않다는 연구가 상존

-
- 통화정책은 금융의 안정측면에서 주택가격에 영향을 미치는 동시에 다양한 방식으로 정책적 영향을 발휘(Williams, 2016)
 - 하지만 금융시장이 다변화되고, 자금조달 방식이 다양화됨에 따라 통화정책의 주택시장에 대한 효과는 기존과 다르게 다양한 행태로 발현
 - 특히 민간부분의 자금공급의 증가는 통화정책에 다양한 요인을 고려해야 하는 상황에 직면
 - 전통적으로 통화정책으로 실물시장에 영향을 미칠 수 있다는 의견도 설득력을 가지고 있지만, 통화정책으로 인한 전반적 시장의 조정으로 발생하는 지역적, 시기적 부작용에 대한 지적도 고려해야 함
- 정부의 통화정책이 효과를 발휘하기 위해 새로운 민간 부분의 유동화 자금을 주택담보 대출의 자본으로 적극적으로 활용하기보다는 기존의 정부보증을 받고 있는 저축예금을 활용하는 것이 효과적이라고 Drechsler et al.(2021)는 평가
- 통화정책은 민간 등 다양한 채널을 통한 자금의 공급증가로 유효성이 급격하게 하락하였다고 주장
 - 기존 정부의 다양한 지원과 더불어 효율적 보증이 있는 저축자금을 통하여 주택담보대출에 대한 자금을 지원하는 것보다 민간부문 도매시장에서 주택담보 대출의 자금을 마련하여 대출을 취급하던 비중이 확대됨
 - 민간부분에서 자금 확보의 가능성 증대는 주택시장을 효율적으로 관리하려는 통화정책의 유효성을 축소하는 경향이 있음
- 코로나19에 따라 모기지 유예제도를 통해 정부에서 보증한 채권에 기초자산으로 포함된 대출을 가지고 있거나 혹은 연방정부에서 보증한 대출의 경우 최대 18개월까지 원리금 납부가 유예가 되었으며, 민간 금융기관에서도 이와 같은 조치를 병행한 경우도 있음¹⁰⁾

10) The Red Hot Housing Market: the Role of Policy and Implications for Housing Affordability, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/waller20220324a.htm>(2022년 5월 10일 15:30 접근)

-
- 2021년에는 많은 차입자들이 정상적으로 대출을 상환할 수 있는 상황으로 회귀하였음
 - 유동화된 자산의 경우 기초자산의 관리자(servicer)가 투자자에게 지속적으로 자금을 제공하게 되었고 이를 연방준비제도와 Federal Home Loan Bank가 동시에 역할을 수행
 - 일반 금융기관과 달리 비은행대출기관(non-bank)들이 Ginnie Mae를 통하여 유동성을 융통할 수 있는 기반을 마련
 - 즉 위기에 직면한 상황에서 위기를 극복할 수 있는 대안으로 민간 금융기관 보다는 정책적 금융기관의 활용이 불가피하며, 동시에 정책수단을 동원하기 용이할 수 있음을 시사

2. 영국

1) 영국의 통화금융정책¹¹⁾

(1) 영국의 통화정책 개괄

□ 영국 통화정책 운영주체

- 영국의 통화정책 운영주체는 중앙은행(central bank)인 영란은행임(Bank of England, www.bankofengland.co.uk)
- 영란은행의 mission은 통화안정 및 금융안정을 통해 영국민들의 행복을 제고하는 것이며 이는 영국 국회에서 정한 법적 근거(Bank of England Act 1988)에 따른 것임

11) 영란은행(Bank of England) 홈페이지 www.bankofengland.co.uk 내용 참고

□ 영국 통화정책 목표

- 통화정책의 첫 번째 목표는 영국 경제의 가격안정성을 유지하는 것임 이를 중심으로 영국 정부의 경제성장 및 고용제고 등의 목표를 지원함
- 영국 정부의 물가상승률 목표는 연간 2% 수준임
- 통화정책은 현재 재화 및 용역의 가격수준 및 신용범위 등을 참고하여 기준금리(Bank Rate)를 조정하거나 채권을 포함한 자산 매매를 통한 통화량 조정(예컨대 Quantitative Easing)으로 수행함
- 통화정책의 두 번째 목표는 금융안정성을 유지하는 것임
- 영국 경제의 금융체계를 보호하고 리질리언스(resilience)를 강화하는 것이 금융안정성 제고의 구체적 목표임
- 이를 위해 영국내 일반 은행과 보험사를 감독하며 기업들이 안정적으로 금융조달을 할 수 있는 여건을 조성함

□ 통화정책위원회

- 통화정책위원회(Monetary Policy Committee)는 통화안정성 목표를 위해 시점별로 적절한 정책수단을 결정하며, 영국 통화정책위원회는 영란은행과 함께 영국통화체계의 근간을 이룸
- 통화정책위원회는 총 9명으로 구성되며 통화정책의 최종 승인을 담당함
- 통화정책위원회 회의는 보통 6주에 한 번씩 개최되며 2022년의 경우 총 8회 개최 예정임
- 통화정책위원회에서 결정된 기준금리는 다음 회차 통화정책위원회 회의 전까지 유지됨

□ 금융정책위원회

- 금융정책위원회(Financial Policy Committee)는 금융안정성 목표를 위해 영국 금융체계에 존재하는 구조적 위험요소를 찾아내고 줄이거나 없애기 위한 역할을 담당하며 이를 중심으로 영국 정부의 경제성장 및 고용 등 경제목표를 지원함

□ 건전성감독기구

- 건전성감독기구(The Prudential Regulation Authority)는 금융안정성 목표를 위해 개별 금융사들에 대한 건전성감독의 의무를 지님
- 충분한 금융재원 및 적절한 위험관리수단 등 건전성 기준을 가지고 은행 및 보험사들을 감독하며 필요할 경우 적극적으로 개입하여 위험확산을 최소화함

(2) 영국의 통화정책 수단

□ 기준금리 조정

- 영란은행은 기준금리를 조정함으로써 이를 이용하는 일반은행들의 이자율과 일반기업 및 가계에 적용받는 이자율에 영향을 미침
- 기준금리의 변동은 장기적으로 채권 등 여러 금융자산의 가격에 영향을 미치며 또한 기준금리변동으로 인한 시장이자율 변동은 외환시장에도 영향을 미쳐 환율 변동에도 영향을 줌
- 이자율 변동은 가계 및 기업의 저축, 소비, 투자 등에 영향을 미치며 이는 총수요의 변동으로 이어져 물가수준, 고용수준, 경제성장 등 다양한 거시경제 지표에 영향을 미침

□ 자산매매 조정

- 영란은행의 통화정책위원회는 2009년 이후부터 목표 물가지수를 위해 자산매입을 추진해왔으며 이는 채권(국채 및 회사채) 등 금융자산의 매매를 통해 파운드(영국 통화, Sterling)의 공급량을 조정하는 한 방법임

(3) 영국의 통화정책 흐름

- 2009년 이후 추진된 소위 양적완화(Quantitative Easing)은 영란은행에서 금융자산을 대거 매입함으로써 파운드가 시장에 풀리도록 하여 저금리와 함께 대출을 더욱 손쉽게 하고 민간소비를 촉진하는 효과를 기대. 결과적으로 총수요의 상승과 이를 통한 경제성장 및 실업축소의 효과와 동시에 물가하락을 방지하는 효과를 냄
- 2000년대 후반부터 진행된 저성장 기조 속에서 기준금리를 이미 많이 낮춘 상황에서 소위 유동성함정(Liquidity trap)으로 더 이상 기준금리를 낮출 수 없게 되자 통화량 자체를 늘려 확장적 통화정책을 뒷받침하려는 시도가 추진되었음
- 2020년 코로나19 확산으로 이와 같은 확장적 통화정책은 더욱 강화되었으며, 2022년 들어 물가상승률이 목표치보다 상회하며 경제성장을 압박하자 기조가 전환됨
- 통화당국은 2022년 들어 자산매입을 축소함으로써 통화량을 줄이고 금리를 점차적으로 올리는 방향으로 전환하여 물가상승 압력을 줄이고자 노력하고 있음
- 영국 중앙은행(BOE)은 경기침체를 예고하면서도 높은 물가 급등세를 잡기 위해 27년 만에 금리 빅스텝을 단행하여 1.25%에서 0.5%포인트를 올림으로써 2022년 8월 현재 기준금리는 1.75%임

2) 영국의 주택시장¹²⁾

(1) 주택시장 동향

□ 주택가격 동향

- 영국 통계청과 토지청(HM Land Registry)의 자료에 따르면 영국 평균 주택 가격은 2005년 15만 파운드에서 2021년 25.6만 파운드로 16년간 약 71% 상승했으며 이는 연평균 약 4.4% 수준의 상승폭임
- 양적완화정책이 본격적으로 적용되기 시작한 2009년부터 2021년 기간에는 하락없이 지속적으로 주택가격이 상승했는데, 2009년 15.5만 파운드에서 2021년 25.6만 파운드로 12년간 65% 상승했으며 이는 연평균 약 5.4%의 상승폭임
- 코로나 팬데믹 이후 확장적 통화정책이 강화되었던 2020년부터 2021년 기간 동안 평균 주택가격은 23만 파운드에서 25.6만 파운드로 약 10.2% 수준으로 상승하여 지난 14년 중 가장 가파른 상승세를 보임

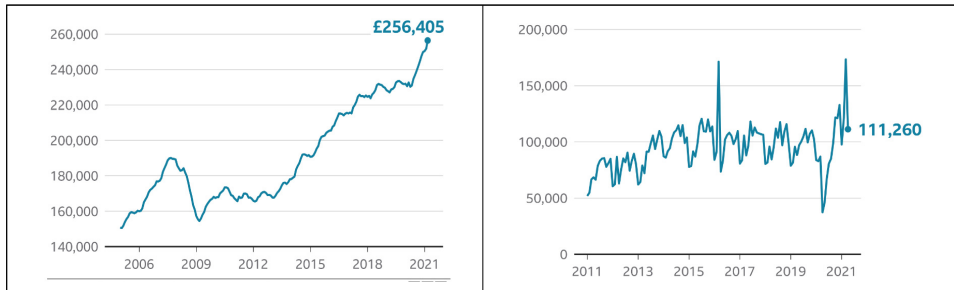
□ 주택거래량 동향

- 영국 통계청과 토지청(HM Land Registry)의 자료에 따르면 2011년부터 2021년 10년간 월간 거래량은 월 5만 건에서 월 11만 건으로 약 두배 가량 증가했는데, 2016년과 2021년 초의 고점 및 2020년 초의 저점을 제외하고는 비교적 꾸준하게 증가하는 경향을 보임
- 2021년 3월에는 월 17만 건까지 올라가 정점을 이뤘음

12) BBC News. Why house prices are rising so fast in a pandemic(2021. 6. 2) 참고

그림 3-5 | 영국 평균 주택가격(좌)과 주택거래량(우) 변동

(기간: 2005년~2021년(좌), 기간: 2011년~2021년(우), 단위: 파운드(좌), 건(우))



자료: BBC News. Why house prices are rising so fast in a pandemic(2021. 6. 2.)

(2) 주택시장 주요 이슈

□ 공급부족

- 영국의 주택가격 상승을 영국의 planning permission 체계와 연결하여 주택공급이 부족하다는 주장이 있음
- 이는 과거부터 주택가격 상승 및 하락과 상관없이 planning permission을 받기 위한 절차가 복잡하고 기간이 오래 걸린다는 비판과 연결되어 있음
- 최근 코로나 팬데믹 이후 주택가격이 대폭 상승하면서 이러한 공급부족론이 다시 대두했으나, 코로나 팬데믹 이후 주택가격상승을 주도한 지역은 주로 대도시 외곽으로 이는 코로나 팬데믹을 거치면서 온라인 업무 및 회의 등으로 외곽의 보다 넓은 면적의 주택에 대한 수요 증가와 더불어 유동성 증가와 연결하여 설명하는 것이 더욱 합리적임

□ 사회주택 공급 정체

- 1980년대 대처 정부 이후 진행된 사회주택소유권이전(Stock Transfer)와 사회주택운영권 민영화(Privatisation)로 인해 공공주택인 사회주택의 공급과 관리에 대한 지자체 등 공공의 역할과 책임이 줄어들고 민간의 역할이 커졌음

- 이러한 맥락에서 정부의 사회주택에 대한 정책도 직접 공급보다는 주거급여 (Housing Allowance/Benefit) 제도를 도입하여 지급하는 방향으로 선회했음
- 당시에는 민간주택 임대료 수준이 높지 않아 정부의 주거급여 부담이 적었으나 점차 대도시를 중심으로 민간주택 임대료가 높아지면서 주거급여에 대한 정부의 지출규모도 증가하여 현재 주거 관련 지출 중 가장 큰 비중을 차지하고 있음
- 이는 주택소유자 임대인을 지원하는 정책이며 이것이 결국 주택가격을 떠받쳐 올리는 원인이 된다는 비판이 크며 결론적으로 공공의 사회주택을 더 공급하고 재고를 직접 관리했을 경우 정부와 임차인의 부담이 줄었을 것이라는 공감대가 있음

□ 자가소유촉진정책

- 2010년 보수당 집권 이후 자가소유촉진 맥락의 help to buy 정책 기조가 강화되고 있는데 이는 소위 자산기반복지(asset based welfare)라는 보수당 특유의 주택정책 철학에 기초한 정책들임¹³⁾
- 이 정책들은 주택소유 촉진을 통해 적은 초기 자본으로도 주택구매를 지원함으로써 주거안정과 더불어 자산가격 상승을 통한 자본이득 혜택을 주겠다는 정책 의도가 포함됨
- 하지만 이는 주택가격상승을 전제로 하고 있어 가격하락이나 기회비용 차원의 리스크에도 불구하고 상대적으로 대응력이 취약한 계층까지 주택을 소유하게 유도하는 문제 존재함
- 실제로 영국의 자가소유율은 보수당이 집권했던 2010년 70%에서 2018년 65.2%로 오히려 하락했음¹⁴⁾

13) 영국 정부의 주택정책 관련 홈페이지(<https://www.ownyourhome.gov.uk>)에는 80년대부터 추진되어왔던 Right to Buy, Shared Ownership, First Homes, Equity Loan, Stamp Duty Land Tax Relief 등 자가소유촉진 정책이 소개되고 있음

14) <https://www.statista.com/statistics/543443/house-owners-among-population-uk/>(2022년 5월

- 한편 Shared Ownership에서 매입 주택가격의 80분의 1의 적은 자본¹⁵⁾으로 주택구매를 지원하여 결과적으로 주택수요를 자극했고 이것이 주택가격 상승으로 이어졌다는 비판이 있음¹⁶⁾
- 향후 주택가격 조정 및 하락장에서 기준금리까지 올라갈 경우 지원한 정부와 매입한 개인 모두 손실을 보는 구조가 이중의 충격을 줄 수 있는 문제 존재함

3) 영국의 통화금융정책이 주택시장에 미치는 영향

(1) 이론 및 실증 연구

① 통화정책이 주택가격에 미치는 효과

□ 이론적으로 통화정책은 주택의 공급과 수요에 모두 영향을 미침

- Malpezzi and Maclennan(2001)은 영국과 미국의 주택공급의 가격탄력성을 검토한 결과 영국의 경우 0에 가까울 정도로 매우 비탄력적임을 밝힌바 있는데, 이 경우 영국의 주택시장에서는 수요가 주택가격에 미치는 영향이 매우 큼을 의미함

□ Elbourne, A(2008)는 통화정책이 주택수요에 미치는 영향에 대한 이론을 다음과 같이 설명하고 있음.

- 주택에 대한 투자 역시 채권 등과 같은 투자 상품으로서의 수익에 민감하므로 금리상승으로 인해 채권 수익률이 높아질 경우 주택자산 포트폴리오를 조정하여 채권 투자를 늘리게 되어 주택수요가 낮아지고 주택가격 역시 하락하게 됨

22일 14:00 검색)

15) 최소 지분 25% 기준. 2022년부터 적용되는 10% 최소지분으로 계산하면 주택가격의 200분의 1에 해당하는 자금만으로도 주택구매 가능

16) Financial Times. 2015. 9. 20. 'Help to Buy has pushed up house prices, says study.' <https://www.ft.com/content/fdbb8a00-5dfe-11e5-9846-de406ccb37f2>(2022년 5월 21일 14:00 검색)

- 주택구매는 보통 모기지(Mortgage) 이자 등 부담과 연계되므로 금리변동은 주택수요와 역의 관계에 있음
- 주택구매 의사결정 단계에서 초기 이자 납부액이 구매자의 지불가능성에 영향을 미치므로 금리가 주택수요에 영향을 미침

② 통화정책과금경로와 주택시장을 연계한 설명

□ MacLennan et al.(1998)과 Elbourne(2008)의 연구에서는 금리변동으로 인한 소비영향의 통화정책파급과정(monetary transmission mechanism)을 주택시장과 연계하여 크게 두 가지로 구분하여 설명하고 있음

- 첫 번째는, 소득 또는 현금흐름 효과에 따른 직접적 효과로서 금리가 오르게 되면 주택구매 모기지 등 부채에 대한 이자부담이 높아져 주거비용을 제외한 가처분소득이 줄어들어서 소비가 줄어드는 효과임
- 실질적 효과는 금리조정 속도나 정도, 그리고 모기지 상품에서 변동금리 비중을 얼마나 했는지 등에 따라 달라지며, 또한 전체 소득에서 모기지 이자 지출 비중 및 한계소비성향에 따라 소비에 미치는 영향 정도도 달라짐
- 두 번째는, 자산효과와 신용경로효과로 인한 간접적 효과로서 금리가 오르게 되면 자산가격이 떨어져 신용접근성이 낮아지게 되며 이 경우 부(-)의 자산효과로 인해 소비도 줄게 됨
- 가계는 기업에 비해 금리변동으로 인한 간접적 소비감소 효과가 큰데 이는 기업에 비해 금융조달 수단이 많지 않기 때문임
- 정리하자면, 금리변동의 소비 및 총수요 파급경로에서 주택시장은 중요한 역할을 하는데 이때의 공통적 가정은 금리인상이 주택가격을 낮추는 효과를 내며 이러한 주택가격 하락이 소비를 위축시킨다는 것임

③ 실증 연구

□ 영국의 금리변동과 주택시장 간의 관계에 주목한 기존 실증 연구로는 Aoki et al. (2002), Iacoviello(2002), Giuliadori(2005), Iacoviello and Minetti(2008) 등이 있음

- Aoki et al. (2002)는 VAR-Choleski를 활용하여 50 basis points 단기금리 상승충격에 주택가격이 0.8% 하락함을 실증연구 결과로 제시
- Iacoviello(2002)는 VAR-KPSW를 이용하여 50 basis points 단기금리 상승충격에 주택가격이 1.5% 하락함을 실증연구 결과로 제시
- Giuliadori(2005)는 VAR-Choleski를 활용하여 100 basis points 자본시장 상승충격에 주택가격이 0.7~1.8% 하락함을 실증연구 결과로 제시
- Iacoviello and Minetti(2008)에서는 VAR-KPSW에서 70 basis points 시장금리 상승충격에 주택가격이 0.7~1% 하락함을 실증연구 결과로 제시
- Elbourne(2008)는 SVAR를 활용하여 100 basis points 단기금리 상승충격에 주택가격이 0.75% 하락함을 밝힌 바 있음

□ 저금리로 인한 영국 주택가격 상승

- 코로나 직전 시점까지 영국 주택가격의 상승을 금리변동과 연결하여 설명하는 연구에서 Miles and Monro(2020)은 1985년부터 2018년까지 약 23년 기간의 분석을 통해 영국 주택가격상승률이 소득증가율보다 약 1.5배 높았음을 지적하면서 그 이면에 저금리 영향이 있다고 주장함
- 그 이유로 저금리로 인한 실질 무위험금리의 하락이 주택소유비용을 낮춤으로써 주택가격상승을 견인했다고 밝혔는데, 이 연구에서 고려한 주택소유비용은 (i)타 자산에 대한 투자에 대비한 기회비용, (ii)취득세, 등록세, 카운슬(Council)세 등의 비용, (iii)유지관리비용이며 이는 주택자산 가격 상승에 따른 양도소득에 대한 기대로 상쇄될 수 있다고 함

(2) 통화정책에서 주택시장의 중요성

□ OECD 보고서에서 Gnan(2021)은 통화정책이 각 분야에 넓게 영향을 미치는 다소 투박한 거시경제정책임을 인정하면서 가계 경제에서 특히 중요한 주택시장 등 특정 분야에 초점을 맞춘 세심한 정책이 필요함을 지적함

- 2009년 미국 주택시장 서브프라임 모기지에서 촉발된 세계금융위기(Global Financial Crisis) 이후 금융건전성을 중심으로 주택시장을 감독하는 장치들이 고안되기도 했음
- 주택시장이 특별히 통화정책에서 중요하게 여겨져야 하는 이유로 금리와 모기지 이자율의 관계를 들었으며, 금리가 변동할 경우 모기지 이자율이 동일한 방향으로 움직이면서 주택수요에 영향을 미치는 것을 들(예컨대 유로존에서 가계 부채의 77%가 모기지 대출임)
- 또한 공급과 관련된 건설 부문에서도 대부분 대출을 통해 사업을 진행하기 때문에 금리변동이 사업확장이 축소에 영향을 미침

□ 주택가격을 구성하는 요소가 미래 임대료 수익의 현재가치 또는 자가점유의 경우 간주 임대료의 현재가치로 구성되므로 금리변동에 따른 할인율이 같은 방향으로 변동하면 주택가격은 반대 방향으로 조정된다고 주장

- 이 경우 금리가 낮아지면 할인율이 내려가 주택가격이 오르고 반대로 금리가 높아지면 할인율이 높아져 주택가격이 낮아짐
- 주택가격이 오르게 되면 자산보유자 중심의 자산효과와 임차인 중심의 부(-)의 소득효과가 동시에 발생하는데, 소비에 미치는 영향은 이들의 비중에 따라 영향을 받게 됨
- 그러나 대부분 중저소득층의 한계소비성향이 자산보유자보다 크기 때문에 이 경우 대개 소비가 줄어 들 수 있음

-
- 또한 이러한 자산효과와 부의 소득효과는 임대인과 임차인 간의 격차를 더 벌리게 되어 부의 재분배 효과로 이어짐

□ 주택시장이 특별히 통화정책에서 중요하게 여겨져야 하는 또 다른 이유로는 주택시장에서의 거품이 경제과열로 이어질 가능성도 존재하기 때문임

- 확장적 통화정책이 저금리를 통한 부채부담 감소 및 신용확대를 통해 주택수요와 주택가격 상승 및 주택시장 과열을 촉진하고 이는 조건이 바뀌었을 때 주택시장에의 과잉투자와 가격거품의 붕괴를 통해 전체 경제가 불황국면으로 이어질 가능성이 있다는 위험이 존재함
- 따라서 통화정책에 변화가 필요한 시기에는 사전적으로 주택시장에 대해 면밀하게 관찰할 필요가 있음
- 이러한 주택시장의 중요성을 감안하여 중앙은행의 통화정책 결정 시 고려하는 소비자물가지수(Consumer Price Index)에 주택구입비를 포함해야 함(유럽 대부분 국가에서는 이미 주택임대료는 소비자물가지수에 포함되어 있음)

4) 시사점

□ 통화정책과 주택가격 간 관계에 대한 이론적 실증적 증거

- 경제학에서 통화정책을 통한 금리변동이 주택가격과 역(-)의 관계를 가지는 것에 대한 다양한 이론적 근거와 실증분석 근거가 존재함
- 특히 영국의 경우 주택공급의 가격탄력성이 비탄력적이어서 주택가격은 주로 주택수요의 변화에 영향을 받는 구조임
- 금리변동 시 채권 수익률과의 비교를 통한 주택자산 포트폴리오 조정, 모기지 이자 부담과의 직접적 연계, 구입 초기 금리의 구매에 미치는 영향, 금리변동과 연계된 할인율 변화에 따른 임대수익의 현재가치 변동 등 다양한 이론적 설명이 일관되게 금리변동과 주택가격 간의 역의 관계를 밝히고 있으며, 이는 다

수의 실증분석 연구로 뒷받침되어왔음

□ 코로나19 팬데믹 시기 주택가격 급등에 대한 원인

- 영국의 경우 지속적으로 제기되어온 공급부족 비판이 코로나19 팬데믹 시기 주택가격 급등 시기에도 그 주요 원인으로 주장되기도 함
- 하지만 영국의 경우 주택공급의 가격탄력성이 전통적으로 매우 낮았기 때문에 주택가격의 급격한 상승은 주택수요의 급격한 상승으로 설명하는 것이 보다 합리적임
- 코로나19 팬데믹 시기에 강화된 확장적 통화정책이 다양한 경로로 주택수요를 자극했으며, 상승하는 주택가격을 보며 미래의 자본이득을 위한 추가적 주택 수요가 뒤따름으로 인해 주택가격이 급등했던 것으로 설명하는 것이 합리적임
- 또한 주택정책에서도 Shared Ownership이나 First Homes와 같이 초기에 적은 자본으로도 주택구매를 할 수 있도록 지원하는 프로그램의 확장, LTV 완화, 사회주택(Social Housing) 및 저렴한주택(Affordable Housing)의 공급정책 등도 민간주택시장에서 주택가격이 급등하는 원인이 됨

□ 통화정책에서의 함의

- 영국의 중앙은행인 영란은행은 이러한 통화정책이 주택시장에 미치는 영향에 대해 인지하여 통화정책 결정에 반영하려고 노력 중임
- 예컨대 CPIH(Consumer Price Index including House Prices)는 자가점유자의 주거비용을 포함한 소비자물가지수로서 2022년 4월 기준 연 7.8% 상승한 것으로 나타났으며, 또한 임차인의 임대료 수준 변동을 파악하기 위해 Index of Housing Rental Prices를 실험적으로 운영하고 있는데, 2022년 4월 기준 연간 임대료는 2.7% 상승한 것으로 나타남

- 영국의 사례를 검토해 보았을 때, 통화정책 중 금리변동은 각 분야를 세심히 고려할 수 없는 특성이 있음에도 불구하고 주택시장이 전체 경제에 미치는 영향을 고려하여 다음과 같은 조치가 필요할 것으로 판단 됨
- i) 소비자물가지수에 주택가격(거주자 주거비용)이나 임차인 임대료 부담 등 주택가격과 관련된 지표를 포함하여 참고
- ii) 확장적 통화정책 시에는 주택수요 자극으로 인한 주택가격급등 문제 완화를 위해 LTV를 강화 또는 유지
- iii) 민간임대시장에의 충격으로 인한 주거안정 영향을 최소화하기 위해 공공주택의 충분한 확보

3. 독일

1) 유럽의 통화금융정책

(1) 유럽의 통화정책 개괄

- 유럽중앙은행제도(European System of Central Banks: ESCB)는 유럽중앙은행(European Central Bank: ECB)와 NCBs(National Central Banks)로 구성
- 유럽중앙은행제도(ESCB)와 유럽중앙은행(ECB)은 EU의 중앙은행 기능을 담당하는 주체로서 유럽통화기구(EMI)를 승계하여 1998년 6월에 설립
- 1992년에 제정된 <마스트리히트조약> 및 해당조약에 부속된 <유럽중앙은행제도 및 유럽중앙은행법>이 그 근거규정이며, 현재 EU 조약 및 EU 기능조약과 이에 부속하는 제4의정서(유럽중앙은행제도와 유럽중앙은행법)에 해당 법률이 규정됨

-
- EU 중앙은행제도의 특징은 (i)유럽중앙은행제도(ESCB)와 단일통화인 유로(Euro) 참가국들의 중앙은행제도인 유로시스템(Euro system)이라는 경제정책 결정체계라는 2 단계 구조로 되어 있다는 점과 (ii)유럽중앙은행 및 EU 회원국의 중앙은행으로 구성된 분산형제도로 되어 있다는 점임
- 유럽중앙은행제도(ESCB) 중 유럽중앙은행(ECB)과 EU 회원국의 중앙은행으로 구성된 부분을 유로시스템이라 칭함
- EU의 재정은 통일되지 않았고, EU 회원국이 협조하면서 각국 정부의 책임으로 재정 정책을 운영하는 반면, 통화정책은 EU 역내에서 통일되었고, 유럽중앙은행(ECB)이 해당 정책에 관한 의사결정을 실시하며, EU 회원국의 중앙은행이 이에 근거하여 업무를 실시함
- 독일과 같은 회원국은 독자적인 금융정책을 포기하고, EU의 통화금융정책은 유로시스템을 통하여 단일한 통화금융정책으로 이루어짐
- 유럽중앙은행(ECB)의 정책결정기구인 i)정책이사회(governing council), ii)집행위원회(executive board), iii)일반이사회(general council)로 구성
- 최고의사결정기관인 정책이사회(EU 기능조약 제129조 제1항)는 집행위원회의 6명 위원들(회원국의 만장일치로 지명된 총재, 부총재, 그리고 4명의 회원들)과 NCBs의 총재들(15명)로 이루어지며, 정책이사회는 21명의 다수결 방식에 의하여 주요 금융정책이 결정됨
 - 정책이사의 결정에 따라 금융정책의 업무를 실질적으로 수행하는 것은 EU 회원국의 중앙은행으로서 현재 EU는 분산형제도를 채택하고 있음
 - 집행위원회는 정책이사회가 수립한 통화정책을 이행할 책임이 있으며, 일반이사회는 아직 유로화를 채택하지 않은 회원국들을 위한 것으로 ECB의 총재, 부총재, NCBs의 총재로 구성됨

- ECB의 통화정책은 6명의 집행위원회 위원들과 NCBs의 총재로 구성된 정책 이사회에 의해 결정되며, 다수투표제를 원칙으로 채택함. 각 위원은 한 장의 투표권을 가진 반면 ECB 총재는 2장의 투표권을 보유함
- 정책이사회가 각국에 부여한 투표권은 국가의 경제적 가중치가 아닌 정치적 가중치에 근거함

□ 유로시스템의 책무는 물가안정의 유지임(EU기능조약 제127조 제1항)

- 미국의 연방준비제도이사회(FRB)도 물가안정과 고용 극대화를 법적인 책무로 인정하고 있음
- 이러한 물가안정의 목표를 저해하지 않는 범위에서 EU의 일반적인 경제정책을 지원 (EU기능조약 제129조 제1항)하는 것으로 되어 있으며, 주체는 유로시스템이 아니라 유럽중앙은행제도(ESCB)임
- 이는 모든 EU 회원국이 최종적으로 유로(Euro)를 도입하는 것을 전제로 하고 있기 때문이며, 현재 물가안정의 목표로서 EU 소비자물가지수(HICP)의 전년 대비 장기적으로 2% 미만 또는 그 정도를 유지하는 것을 주장

(2) 유럽의 통화정책 흐름

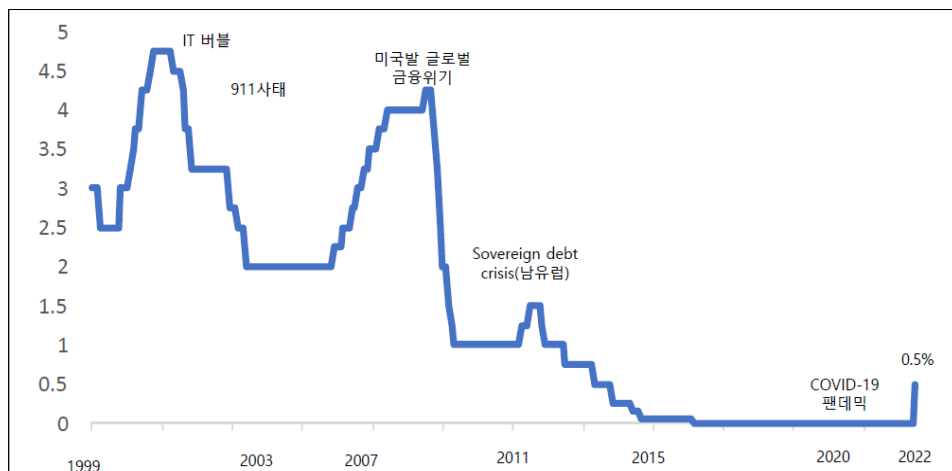
□ 코로나19 이전에 ECB는 2008년 글로벌 금융 위기, 2009년 남유럽 국가채무 위기가 발생 이후 저금리 정책(마이너스 금리정책 포함), 확장적 통화정책을 시행하여 그 결과 금리 하락(대출 증가, 자산가격 증가), 환율의 금리 민감도 하락

- 하지만 저금리정책은 경기 침체 시 도입이 가능한 정책이며, 지속적으로 NIRP를 유지 시 은행들의 순마진 감소, 은행수익성 하락과 같은 문제점 발생

□ ECB(Europe Central Bank)의 6월 통화정책회의가 강경 대책으로 끝나 2022년 7월 1일부터 순자산매입 프로그램(APP: Asset Purchase Program)을 중단하고 2022년 7월부터 금리 인상 개시¹⁷⁾

- ECB는 2% 인플레이션 목표 달성을 목표로 하고 있으나, 당분간 높은 수준의 인플레이션이 지속되고 경제성장이 저조할 것으로 전망
- ECB는 7월 27일 11년 만에 기준금리를 -0.5%에서 0%로 인상했으며, 9월에 한 차례 더 금리인상을 예고
- 인플레이션과 통화정책 변화 전망에 따라 시장금리가 상승하고 있고, 은행 자금조달 비용이 증가하여 가계의 은행 대출금리가 상승했지만, 가계대출도 증가해 주택담보대출에 대한 수요가 증가
- 독일은 유로를 사용하고 있어서 ECB의 통화 정책을 따름

그림 3-6 | ECB의 정책금리 추이



주: 유로존 정책금리(%), 자료: 한국은행 경제통계시스템(<https://ecos.bok.or.kr/#/SearchStat>)

17) 박미정, 김성택(2022). ECB의 6월 통화정책회의의 결과 및 평가. 국제금융센터 Brief.

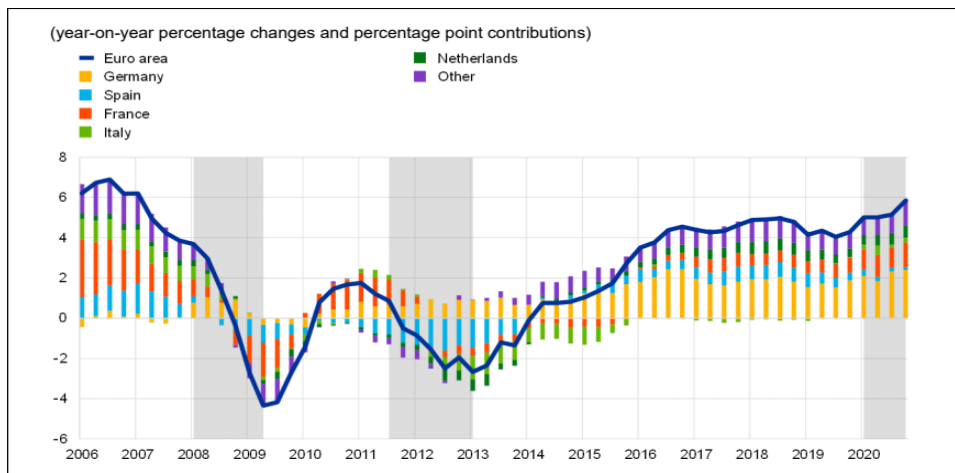
2) 유럽의 주택시장

(1) 유럽의 주택시장 동향¹⁸⁾

□ 코로나19 팬데믹 기간 동안 유럽의 주택가격 변화는 2013년 이후의 상승 추세와 일관된 모습을 유지

- <그림 3-7>은 유럽 전체의 주택가격 증가율과 유럽의 국가들의 주택가격 증가율이 전체 유럽 주택가격 증가율에 기여한 정도 그리고 경제위기에 유럽의 주택가격 변화를 보여줌

그림 3-7 | 유럽 주택가격 변동과 유럽국가들의 기여도



주: 회색 음영구간은 유로지역의 경기침체를 의미

자료: ECB 통계(<https://www.ecb.europa.eu/stats/html/index.en.html>)(2022년 7월 25일 13:15 검색)

- 유럽의 주택가격 증가율은 2019년 말 4.3%에서 2020년 4분기에 2007년 중반 이래 가장 높은 증가율인 5.8%를 기록

18) ECB의 Economic Bulletin(2021), Issue4의 일부를 참조하여 작성

- 음영처리된 부분인 2008년 미국의 주택시장에서 시작한 글로벌금융위기와 2010년에 시작한 국가부채 위기는 유럽 국가들의 금융상황에 부정적인 영향을 미쳤고, 동시기에 유럽의 주택가격은 급격히 하락
- 이에 비해, 2020년 이후인 코로나19 팬데믹 시기는 경제적인 면에서 소득과 고용이 상대적으로 안정적인 시기이고, 경제의 상대적인 안정성으로 인해 경제성장율이 급격히 위축됐음에도 불구하고 유럽의 주택가격은 유지되거나 혹은 지속적으로 상승

□ 코로나19 팬데믹 이후 유럽 주택가격의 지속적인 상승과 회복은 모든 유럽국가에서 관찰됨

- 위 시기에 유럽 대부분 국가들의 주택가격 상승은 유럽 전체 주택가격 상승에 기여하였으며, 특히 독일, 프랑스, 네덜란드는 2020년 4분기 유럽 주택가격 상승의 73%를 차지하고 있으며, 전반적인 주택가격 지수에 대한 해당 국가들의 가중치는 더 높음

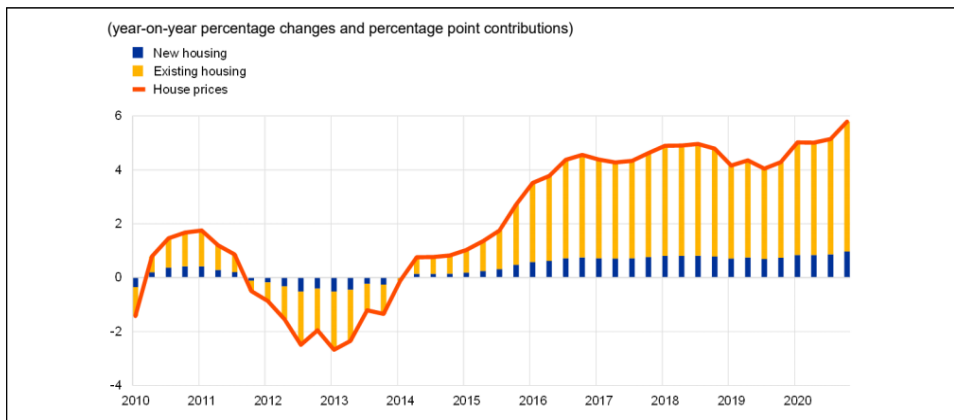
□ 유럽지역의 주택가격 상승 요인은 다음과 같이 설명할 수 있음

- 코로나와 관련한 부정적인 영향은 2020년 2분기에 주택거래량의 급격한 하락을 야기 하였으며, 이러한 주택거래량의 감소는 2020년 3분기까지 지속됨. 즉 코로나의 부정적인 영향은 주택가격 보다는 주택거래량 감소라는 조정이 수반된 것으로 판단
- 대출상환 지불유예와 고용유지계획은 어느 정도 가정의 임금 감소와 실업 증가를 막을 수 있었음
- 2020년 말에 주택구입을 위한 대출이자 1.3%로 매우 낮았으며, 유동성제약이 완화되는 기회가 발생
- 경제적 불확실성과 낮은 수익률 상황에서 개인 또는 민간 투자자들이 투자기회로써 주택을 구매

□ 코로나19 팬데믹 이후 유럽 주택가격의 상승은 아래 <그림 3-8>에서 기존주택과 신규 주택의 차별적인 가격흐름의 차이로 분해해 살펴볼 수 있음

- 활황인 주택시장에서 신규주택의 공급은 한정적이기 때문에 이러한 주택의 수요가 기존주택으로 옮겨질 것이고 이로 인해 기존주택의 가격은 신규주택보다 더 크게 상승할 것으로 예상해 볼 수 있음

그림 3-8 | 주택형태에 따른 유럽 주택가격 변동 기여도



주: 신규주택과 기존주택의 가중치는 유로 국가의 GDP 가중치에 기반을 둔 각 국 평균가중치임

자료: ECB 통계(<https://www.ecb.europa.eu/stats/html/index.en.html>)

(2) 독일의 주택시장 동향¹⁹⁾

□ 독일 주택시장의 주요 특징 세 가지는 다음과 같음

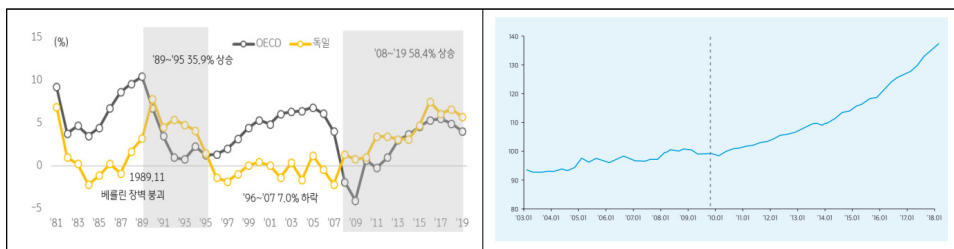
- 첫째, 독일의 오랜 지방자치 역사를 통해 주택시장이 균형적으로 발전. 중앙정부와 지방정부 간의 분권화된 주택시장을 유지하고 있으며, 독일은 주택가격의 지역편차가 비교적 작고, 주택관련 세금, 임차에 관한 법률, 공공주택, 주택임차보조금 관련 제도 등 주택정책의 운영도 지역별로 다양(최영상·백인걸, 2020)

19) 독일 주택시장 현황과 주요이슈에 대한 정보는 최영상, 백인걸(2020), KB금융지주경영연구소(2021), 주프랑크푸르트 총영사관(2019) 자료를 참조하여 정리

- 둘째, 장기적으로 강력한 임대주택정책의 실행으로 민간임대주택시장이 양과 질적 측면에서 발달하여 자가와 비슷한 수준의 주거서비스가 전국적으로 균형적으로 제공
- 셋째, 임대주택정책과 더불어 보수적인 주택금융 정책으로 인해 낮은 자가점유 비중(2017년 약 52%)을 유지하고 있음. 독일은 주택을 통한 자본이득에 대한 높은 과세비율, 주택거래 세율의 통제²⁰⁾ 등을 통해 다른 나라 대비 보수적으로 자가보유 정책²¹⁾을 운용(최영상·백인걸, 2020)

□ 장기간 안정세를 유지하던 독일 주택가격은 2010년 이후 가파른 상승세를 이어가고 있으며, 코로나19 팬데믹에도 상승 추세를 유지하고 있음

그림 3-9 | 독일 주택가격 증가율과 추이



자료: KB금융지주경영연구소(2021)

자료: 최영상·백인걸(2020)

- 통일 직후의 건설붐 이후 1995~2009년간 주택가격 증가율은 0.5%에 불과한 반면, 2010~2022년에는 30% 이상을 유지하고 있음

20) 독일 부동산세제의 경우 양도세 비과세 원칙을 적용하여 보유세 부담은 적으나 취득세 부담은 상당히 높은 구조를 가지고 있음. 취득세를 포함해 거래 관련 세금은 주별로 다소 상이하나 약 14% 내외이며, 독일의 부동산 보유세는 지방정부세인 부동산세, 그리고 제2주택세가 있음. 부동산세는 부동산의 보유 그 자체에 과세되는 세금으로 연방법인 부동산세법에 근거하여 부과 및 징수하며, 제2주택세는 거주주택 등을 제외한 주택을 보유한 납세자를 대상으로 한 세목이며, 부동산 부가세는 부동산 매매시 발생한 수익에 대해 부과되는 세금임. 이밖에 주택임대소득세와 부동산양도세가 존재

21) 자가보유 촉진을 위한 지원책으로는 독일 재건은행의 자녀 지원(KFW424), 구매지원(KFW124), 에너지 지원(KFW153) 등이 있음(허윤경, 2020)

- 이는 OECD의 평균 상승률을 지속적으로 상회하였으며, 특히 가장 안정적인 국가로 분류되었던 독일은 서부유럽에서 가장 높은 상승률을 보임(KB금융지주경영연구소, 2021)
- 독일 7개 주요도시의 주택가격 상승은 타 지역에 비해 매우 높은 것으로 나타났으며, 7개 주요도시를 제외한 127개 도시의 주택가격 상승은 7대 주요도시에 비해서는 낮으나 가파른 상승률을 보이고 있음

(3) 주택시장 주요 이슈

□ 독일의 주택시장은 장기간 안정적이었기 때문에 주택정책이 성공적으로 시행되고 있다고 평가받았으나, 2010년 이후 주택가격이 급등

- 주택가격 급등 원인으로는 첫째, 임대가격이 지속적으로 상승하며 임대수익이 증가하였고 이는 주택매수 수요로 전환되었기 때문이며, 사회주택 수가 감소
- 둘째, 2010년 이후 독일 주택시장 호황은 경기호황으로 인한 소득증대와 더불어 저금리가 유지되어 가계의 차입금 상환부담이 크게 완화됨으로써 주택수요가 급증
- 셋째, 택지 부족과 건축비 상승 등으로 주택공급이 수요 증가에 충분히 대응하지 못하였기 때문에 주택가격이 상승
- 넷째, 독일 국내 이민에 따른 인구증가에 기인하여 주택수요 증가. 2000년대 이후 지속적으로 증가한 경제이민과 더불어 2015~2016년간 독일에 유입된 난민은 총 117만 명에 달하며, 이로 인해 독일 인구는 2011년 약 8,000만 명에서 2018년 약 8,300만 명으로 증가(최영상·백인걸, 2020)
- 다섯째, 복지정책이 보수적으로 운용됨에 따라 주택수요가 증가. 복지정책의 기조 변화로 연금수급연령이 늦어지고, 연금의 소득대체율이 하락함으로써 이에 대한 대체수단으로 주택수요가 증가하였으며, 이에 따라 주택에 투자하는 인구가 점점 증가하고 구매자의 연령대 또한 젊어짐

□ 최근 지속적으로 상승하는 주택가격으로 인해 공급확대에 주력하고 있음

- 이를 위해 토지공급 확대, 규제완화(도시계획(고밀 개발), 주차장 기준 완화 등)를 통해 공급 확대를 모색(KB금융지주경영연구소, 2021)
- 기존 임대주택이 감소하면서 임대주택 공급 확대를 위한 인센티브를 실시함으로써 임대료 상승으로 인한 임대시장 불안정을 완화하기 위해 노력하고 있음
- 서민임대주택 건설을 확대하기 위해 연방정부는 10만 호 이상 서민임대주택 건설을 위해 지방정부에 재정지원을 하며, 기존 건물의 확대 증축을 포함하여 임대주택 신축에 대해 특별공제를 통해 세제지원하고 건축비용 상한을 설정하여 고급주택 지원 방지

□ 독일 정부는 주택시장 불안의 지속으로 다양한 정책방안을 발표함으로써 주택시장 안정화를 지원하고자 하였으며, 특히 지속적으로 상승하고 있는 임차료 문제 해결 등 임대시장 안정에 정책 집중

- 베를린의 경우 2015년 10% 인상 제한에도 불구하고 임대료 상승이 지속되자 2020년 2월부터 2022년까지 임대료를 동결(KB금융지주경영연구소, 2021)
- 이로 인해 베를린 월세 물량이 급감하고, 베를린 외곽지역의 월세가 급등하는 풍선효과가 발생하는 등 부작용이 발생
- 주택시장 과열지역에 대해 기존주택의 신규계약 시 임차료 인상률을 주변 지역 시세의 10% 이내로 제한하되, 주택공급 확대에 부정적 영향을 방지하기 위해 신규건설 주택이나 개보수공사 시 예외 적용
- 주택소유주는 연간주택보수 비용의 8%까지 최대 5년까지 임차인에게 요구할 수 있고, 개보수 후 월임차료 인상도 6년간 최대 3유로/m²로 제한
- 베를린 임대료 규제정책 강화 기조로 임대료 관련 논란이 증폭되었으며, 임대차 계약 갱신 시 임대료를 지역별 임대료 기준표를 통해 규제

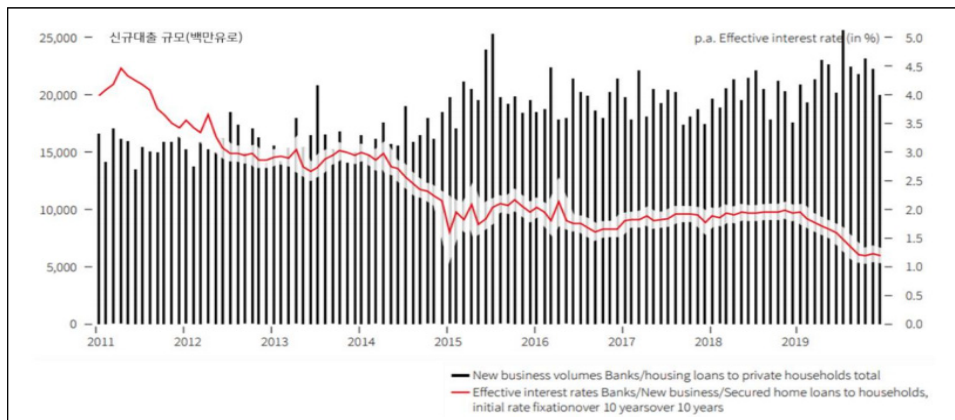
-
- 이와 함께, 평균 임대료 기준 기간 연장, 임대료 상한 등 임차법과 임대법의 개정을 통해 임대차시장 안정을 위해 노력

3) 독일의 통화금융정책이 주택시장에 미치는 영향

- 유럽중앙은행이 금융위기 이후 저금리 정책을 계속 유지하면서 대출이자 하락하고 가계의 주택마련을 위한 차입금 상환부담이 감소하였으며, 전세계적인 저금리 현상으로 많은 해외자본이 안정적인 독일 부동산시장으로 유입
- 유럽중앙은행의 낮은 기준금리의 영향으로 독일의 주택구입 관련 시장이자율도 2008년 이후 지속적으로 하락하여 낮은 수준을 유지하고 있으며, 코로나19 팬데믹 시기에도 일정한 낮은 수준을 유지하고 있음
 - 독일 주택가격 급등세 지속은 경기호황과 저금리의 영향으로 주택수요가 급증한 데에 기인하며, 코로나19 팬데믹 시기에도 이러한 추세는 유지되고 있음
- 독일의 주택금융은 보수적으로 운영되어 2000년대 미국이나 영국 등과 다르게 모기지 대출시장이 성장하지 못함(고제현, 2015)
 - 독일의 주택 구입자들은 장기 주택담보대출보다 자체 자금에 더 크게 의존하며 주택담보대출 규제가 엄격하여 주택을 구입하고자 하는 가계는 주택가격의 30~50% 정도의 자기자금을 활용하는 것이 보편적. 독일의 모기지론은 장기 고정금리이며, 대출한도도 주택가격의 60~80% 수준으로 타 유럽국가에 비해 낮음(최영상·백인걸, 2020)
 - 독일은 금융위기 이전부터 모기지 대출에 대한 엄격한 규제를 실시하였으며, LTV를 60% 미만으로 제한하고, 모기지 대출이자에 대한 세제혜택을 폐지. 1986년까지 존재했던 모기지 대출이자 소득공제 조항은 생애 최초 주택구입자에 한해 8년간 소득공제 혜택으로 축소된 후 2006년 이후 폐지(최영상·백인걸, 2020)

- 모기지 대출시 담보주택의 가치를 통상 시세보다 10~15% 낮게 평가하고 차입자의 신용평가 기준도 종합적이고 보수적으로 판단하여 독일의 최초 주택구입 연령은 다른 유럽국가에 비해 낮은 편임
- 독일에서 주택구입자들은 구입을 위한 예산을 장기적으로 계획하여 구입하는 경향이 있는데, 이는 대출금의 조기상환수수료가 높기 때문임

그림 3-10 | 독일의 이자율 및 주택담보 신규대출 규모



자료: KB금융지주경영연구소(2021)

- 2018년 독일의 대출조기상환수수료는 약 7~8%로 우리나라(1.5%)와 비교하여 매우 높음. 또한, 신규모기지 대출의 대부분(70% 이상)이 5년 이상 만기의 고정금리 대출이며, 5~10년 고정금리 대출비중이 가장 높음
- 독일은 주택구입 의향은 있지만 주택담보대출을 사용할 수 없는 소득 및 자산 계층을 위한 일종의 계약저축을 의미하며, 일정기간 약속한 만큼의 저축이 진행되면 대출이 가능한 특수 대출인 저축연계 모기지대출²²⁾ (Bauspar)이라는

22) 저축연계 모기지 대출은 2차 세계대전 이후 주택공급과 대출재원이 절대 부족한 상황에서 대출재원을 마련함과 동시에 자가보유를 촉진할 수 있는 면이 있어 동독 및 동유럽권을 중심으로 활용되었으며, 저축계약자가 저축계약액의 40~50%를 적립한 시점에 저축계약의 50~60%에 해당하는 대출이 가능하고, 조기상환수수료는 없음., 저축 시에 확정된 장기 고정금리 저축액을 기반으로 장기 고정금리 대출을 시행하여 금융시장의 변동에도 안정적으로 대응할 수 있는 장점이 있음. 또한, 저축연계 모기지대출은 저축자가 주택을 신축하는 경우에만 가능하고,

독특한 제도를 운영함(최영상·백인걸, 2020)

- 독일에서 주택구입을 위한 대출이 반영된 가계부채증가율은 2010년 이후 지속적으로 증가하고 있으며, 코로나19 팬데믹이 시작된 2019년 이후 증가율은 높은 수준을 유지
- 가계부채가 증가함에 따라 금융건전성을 위한 대출규제 강화
 - 시세보다 저렴한 공공임대주택 등은 저소득층에 집중하고 소득 수준이 뒷받침 될 때는 주택구입을 지원(KB금융지주경영연구소, 2021)
 - 독일 주택담보대출은 25년에서 30년 만기가 보편적이고 주택담보대출비율(LTV)도 100%까지 가능하지만, 월 원리금 상환액이 월 소득의 40%를 초과 하지 않도록 총부채원리금상환비율을 규제(KB금융지주경영연구소, 2021)
 - 최근 주택가격이 상승하면서 주택대출규제에 대한 논의가 시작되었고 2017년 3월 시행안을 최종결정하였으며, 시행안은 금융감독청이 금융기관의 주택대출을 제어할 수 있는 규제 수단을 도입함(KB금융지주경영연구소, 2021)
- 최근 전세계적인 인플레이션 기조 때문에, 물가안정을 위해 대응한 ECB의 기준금리 인상이라는 통화정책 변화는 시장금리의 상향 조정으로 이어져 자금조달 비용 증가에 직면한 주택시장의 반응은 추후 지켜보아야 할 과제임

4) 시사점

- 최근 상승하고 있는 독일의 주택가격은 장기적 관점에서 인구 및 경제 펀더멘탈을 반영하는 수준을 넘어선 것으로 평가되고 있음
 - 도시지역의 주택가격이 약 15~30% 정도 고평가된 것으로 분석되고 있으며, 연간임차료 대비 주택가격 비율도 2010년 이후 큰 폭의 상승세를 지속하고,

기존 주택의 매입이나 주택건설업자들의 사용은 제한됨으로써 투기수요가 억제되는 측면이 있어 주택가격 안정화에 기여한 것으로 평가됨. 저축연계 모기지대출기관은 정부 소유의 경우 10개, 민간 소유의 경우 13개가 존재하고 있으며, 모기지공급 금융기관 중 시장점유율은 보통 약 15% 내외를 차지함(최영상·백인걸, 2020)

가계 가처분소득 대비 주택가격 비율도 2011년 이후 상승을 지속하고 있음

□ 하지만, 주택가격 상승 정도, 가계부채 비율, 주택대출 증가세 등을 종합적으로 감안할 때, 독일 경제는 부동산 버블 붕괴에 따른 금융시장 불안 위험은 크지 않은 것으로 평가되고 있음

- 최근 독일 주택가격 상승세는 금융위기 직전의 타국가에 비해 높지 않고 임차료 및 소득 대비 주택가격 비율도 독일 내 장기 평균보다도 여전히 낮은 수준임
- 가계의 부채감당 능력을 보여주는 GDP 대비 가계부채 비율도 코로나 펜데믹 시기에 급격히 상승하는 모습을 보여주고 있지만, 여전히 주요국 대비 낮은 수준에 머물러 있음
- 가계 주택관련 대출 중 10년 이상 장기 고정금리 대출이 차지하는 비중이 지속적으로 증가하였기 때문에 가계의 금리변동 리스크는 낮은 수준임
- 독일 경제에서 건설부문이 차지하는 비중이 최근에 상승했지만, 여전히 낮은 수준에 머물고 있기 때문에 부동산 가격하락 등으로 불황이 발생하더라도 전체 경제에 미치는 영향은 크지 않을 것으로 전망

□ 정책적으로 금융위기 이후 리스크 관리 차원에서 은행의 자본축적 요구가 강화되어 왔고, 과도한 대출을 예방하기 위해 ‘거시금융안정조치’를 마련함

- 금융시장이 불안정해질 경우 금융감독관청은 부동산가격 대비 대출액의 상한을 정하는 등 필요한 조치를 할 수 있도록 법률로 규정하였으며, 2017년 법률에 처음 규정된 이해 아직까지 위 조치가 취해진 적은 없음

4. 일본

1) 일본의 통화금융정책

(1) 일본의 통화정책 개괄

☐ 통화정책 운영주체

- 일본의 통화정책 운영주체는 중앙은행(central bank)인 일본은행임(Bank of Japan, www.boj.or.jp)
- 일본은행은 법인(Juridical Person)으로 일본은행법(Bank of Japan Act)에 법적 근거를 두고 있음

☐ 통화정책 목표

- 일본은행의 첫 번째 통화정책 목표는 금융시스템의 안정성 유지임
- 이와 함께 일본은행이 운영하는 통화정책의 목표는 물가안정을 통해 건전한 국가 경제 발전에 기여하는데 있음

(2) 일본의 통화정책 수단

☐ 대출제도로 대기성 여수신제도와 일중당좌대출제도 이용

- 일본은행은 전통적 통화정책 수단으로 금융기관을 대상으로 대출 및 예금을 통해 자금의 수급을 조절하는 여수신제도(재할인율 제도) 운영(한국은행, 2017)
- 금리 중심 통화정책 운영방식 하에서 단기시장금리의 시장성을 제고하는 가운데 단기시장금리의 과도한 변동을 억제하기 위한 정책수단으로 현재 대기성 여수신제도를 도입하여 운영하고 있음(한국은행, 2017)

-
- 금융기관에 대해 국채 등을 담보로 일중 결제유동성을 무이자로 지원하는 형태로 운용

□ 마이너스 정책금리 운용

- 일본은행은 금융기관 등과의 거래에 적용하는 금리를 음(-)의 영역까지 인하는 정책을 통화정책의 완화정도를 확대하는 과정에서 도입(한국은행, 2017)
- 정책금리를 제로 수준으로 인하한 이후에도 경기회복이 지연되고 디플레이션 우려가 심화되자 정책금리를 마이너스 수준으로 인하(한국은행, 2017)

(3) 일본의 통화정책 흐름

□ 일본의 통화금융정책은 1980년대 버블 붕괴 이후 저금리 기조를 유지하고 있음

- 대일 무역수지적자의 지속적인 확대에 의해 미국은 1985년 플라자합의를 통해 일본에 엔화절상을 요구하였고, 일본은 이를 수용하였음(플라자합의 3개월 후 환율은 260엔에서 120엔대까지 하락)
- 엔화의 가치 상승에 따라 일본 내 수출기업의 소득이 크게 감소하였고, 이로 인해 일본 정부는 공정금리 인하(1986년 5%에서 1987년 2.5%로 인하) 및 공공투자 증대를 통해 기업의 수익 증대 및 설비투자 증가를 유도하였지만, 시장에 유입된 자본이 부동산 및 주식에 몰려 버블을 형성하였음
- 1980년대 말 부동산 및 주식시장의 버블이 심각한 수준이라고 판단되자 일본 정부는 1990년 금리 인상(6%까지 단계적 인상), 부동산 대출총량규제 등 다양한 규제를 시행하였음
- 규제금융정책을 통해 과열된 지가 및 주가를 하락시키는 데는 성공하였으나 내수시장이 침체되는 결과를 초래하였으며, 이는 ‘기업 이익 감소 → 기업 투자 위축 → 가계 소득 감소 → 기업 이익 再감소’의 악순환 구조를 형성함

- 그 후 일본은 경기 부양을 위해 지속적인 저금리 정책을 시행하고 있으나 30년 이 지난 현재도 그 성과는 미미함

□ 일본 전 총리 아베 신조(安倍晋三)는 2013년부터 2020년 9월까지 약 7년간 아베노믹스(アベノミクス, Abenomics) 경제정책을 시행하였음

- 아베 내각은 부동산 버블 붕괴 이후 20년 이상 지속된 만성적인 디플레이션에서 탈출하기 위해 흔히 ‘3가지 화살(3本の矢)’로 불리는 ‘대담한 금융정책(大胆な金融政策)’, ‘기민한 재정정책(機動的な財政政策)’, ‘장기적 경제성장정책(成長戦略)’을 시행하였음
- 이 중 ‘대담한 금융정책(大胆な金融政策)’은 일본 정부가 발행한 국채나 민간 채권을 매입하여 민간시장에 자금을 유입시키는 양적완화 통화금융정책이며, 이를 통해 엔저(수출기업의 수입 증대), 인플레이션(임금 및 물가 상승) 등을 유도하고자 하였음
- 2016년 7월 일본의 본원통화량은 403조엔을 달성, 이는 2013년 4월 양적완화 개시 이후 약 2.7배에 이르는 규모²³⁾임

□ 現일본은행 총재 구로다 하루히코(黒田東彦)는 2013년 취임 이후 양적완화정책의 기초를 유지해왔음

- 2013년 4월 취임 당시 대규모 국채 매입을 통해 양적·질적 금융완화를 시행할 것을 공언하였으며, 목표로 2%의 물가상승을 제시하였음
- 2016년 1월 양적완화에도 불구하고 환율이 감소하자 마이너스 금리(예금 일부에 대해 -0.1%의 금리를 부리) 및 일드커브 컨트롤(イールドカーブ・コントロール, Yield Curve Control) 정책을 도입, 목표로는 단기금리를 0.1%, 장기금리를 0%를 제시하였음

23) 매일경제(2016. 07. 05.) 日 본원통화 400조엔 첫 돌파... 아무리 돈 풀어도 디플레 요지부동.

〈출처: [https://www.mk.co.kr/news/world/view/2016/07/482464/\(2022년 8월 1일 15:00 검색.\)](https://www.mk.co.kr/news/world/view/2016/07/482464/(2022년 8월 1일 15:00 검색.))〉

- 2020년 4월 코로나 대응을 위해 CP(기업어음) 및 사채의 매입을 증액하였음

표 3-1 | 2013~2021 일본은행의 정책 추이

시기	주요 내용
2013년 4월	■ 대규모 국채 매입을 중심으로 관리 기반의 확대를 도모하는 양적, 질적 금융완화 도입 ■ 2% 물가안정 목표
2014년 10월	■ QQE를 확대. ■ 국채 보유 연간 증가 속도를 종전 50조엔에서 80조엔으로 증액
2016년 1월	■ 마이너스 금리 정책 도입 ■ 금융기관이 보유한 일본은행 당좌예금의 일부에 마이너스 0.1%의 금리를 부리
2016년 7월	■ ETF 매입액을 이전까지의 연간 약 3조엔에서 약 6조엔으로 2배 증가
2016년 9월	■ 일드커브 컨트롤(イールドカーブ・コントロール, Yield Curve Control) 정책 도입 ■ 단기금리를 0.1%, 장기금리를 '0% 정도'로 유도 ■ 목표가 양에서 제로 금리로 전환
2018년 7월	■ 금융완화의 지속성 강화책 결정. ■ 국채나 ETF등의 매입을 유연화, 정책 금리의 포워드 가이드를 도입
2020년 3월	■ 신종 코로나 대응을 결정. 자금 조달 지원을 위한 새로운 운영 및 기업어음(CP)·사채를 증액 매입. ETF 구매 상한선을 12조엔으로 결정
2020년 4월	■ 코로나 대응, CP·사채 매입 증액. ■ 국채 매입 80조엔 목표 철폐
2021년 3월	■ 금융완화의 지속성 강화책 결정, 장기금리의 변동폭을 상하 0.25% 정도로 명확화. ■ ETF는 연간 12조엔 상한선 '필요시' 매입
2021년 6월	■ 금융기관의 기후변화 문제에 대응하는 투융자를 지원하기 위한 새로운 운영체제를 도입하기로 결정, 실시는 연내 목표

자료: Min Jeong Lee&Toru Fujioka (2022. 04. 08.) E T Fで身動きとれない日銀の姿, 世界で最も大胆な政策実験の末路か. Bloomberg. <<https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2022-04-07/R9ZRCPDWLU6J01> (2022년 8월 1일 14:15 검색)>

- 일본은행은 2021년 3월 금융정책회의에서 자산매입 축소를 예고, 2021년 5월 상장지수펀드(ETF)를 이용한 자산매입을 대폭 축소²⁴⁾(2020년 7.1조엔 ▶ 2021년 8,734억엔) 출구전략을 모색²⁵⁾하는 듯했으나, 2022년 2월 무제한 국채매입을 발표함으로써,²⁶⁾ 양적완화의 기조를 유지할 것으로 예상됨

24) Min Jeong Lee&Toru Fujioka(2022. 04. 08.) A \$430 Billion Cautionary Tale Inside Japan's Central Bank. Bloomberg. <출처: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-04-07/a-430-billion-habit-got-japan-s-central-bank-hooked-on-etfs>(2022년 8월 1일 14:20 검색)>

25) Min Jeong Lee&Toru Fujioka(2022. 04. 08.) E T Fで身動きとれない日銀の姿, 世界で最も大胆な政策実験の末路か. Bloomberg. <출처: <https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2022-04-07/R9ZRCPDWLU6J01>(2022년 8월 1일 14:15 검색)>

-
- 2022년 6월 일본의 국채 매입액은 16조 2,038억 엔을 기록하였으며, 이는 2016년 4월(11조 5,771억 엔) 이후 최대 금액²⁷⁾임

2) 일본의 주택시장

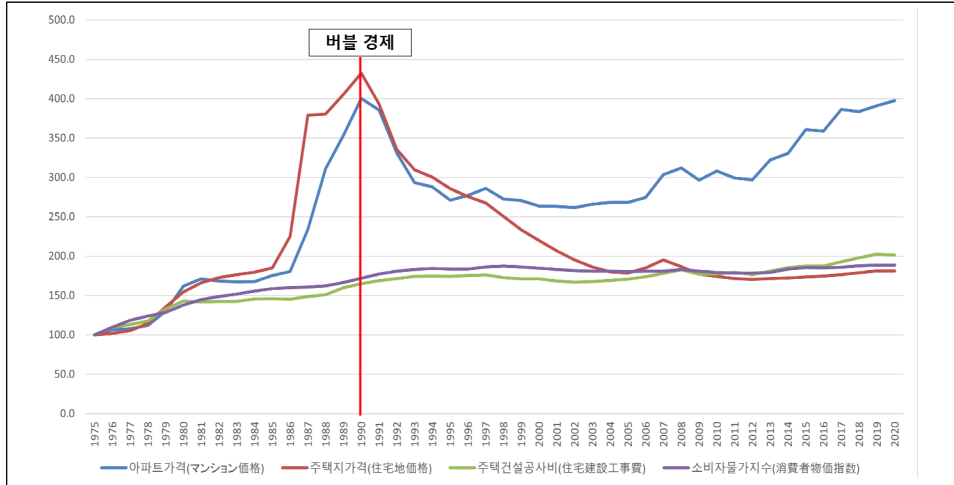
(1) 주택시장 동향

- 일본의 맨션(マンション)²⁸⁾ 가격은 버블 붕괴 이후 크게 감소하였다가 2000년대 초반 상승추세를 보이며 2020년을 기준으로 버블경제 당시의 가격을 회복하였음
 - 2000년대 초반 이후 상승추세를 보인 맨션가격과는 다르게 주택지가격은 버블 붕괴 이후 지속적으로 감소하는 모습을 보였음
 - 1990년 맨션의 부동산가격지수는 400.2에서 2001년 263.1까지 감소하였으나, 이후 증가하여 2020년 397.6을 기록하였으며, 이는 거의 변화를 보이지 않았던 소비자물가지수(1990년 171.8 ▶ 2020년 188.7)와 비교하였을 때 일본 맨션의 가격이 20년간 크게 상승했음을 알 수 있음

26) 아주경제(2022. 02. 11.), 일본은행, 결국 무제한 국채매입... “시장에 금리통제 메시지”. <출처: <https://www.ajunews.com/view/20220211094540222> (2022년 8월 1일 15:30 검색)>

27) 日本經濟新聞 (2022. 07. 07.), 日銀、6月の国債購入額16兆円超に 月間で過去最高. 日本經濟新聞 <출처: [28\) 일본의 맨션\(マンション\)은 한국의 아파트와 비슷한 개념으로, 상대적으로 고가격의 공동주택을 의미함](https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUB073DIOX00C22A7000000/(2022년 8월 1일 16:05 검색)></p></div><div data-bbox=)

그림 3-11 | 일본의 주택 관련 정보 추이



주: 1975=100

자료: 國土交通省(국토교통성) 令和3年度 住宅経済関連データ <3> 建築費及び地価の現状 1. 住宅建設に関するコストの概況 (1) 首都圏のマンション価格、住宅地価格、住宅建設工事費、消費者物価指数の累積変動率の推移 (https://www.mlit.go.jp/statistics/details/t-jutaku-2_tk_000002.html(2022년 8월 1일 14:25 검색))

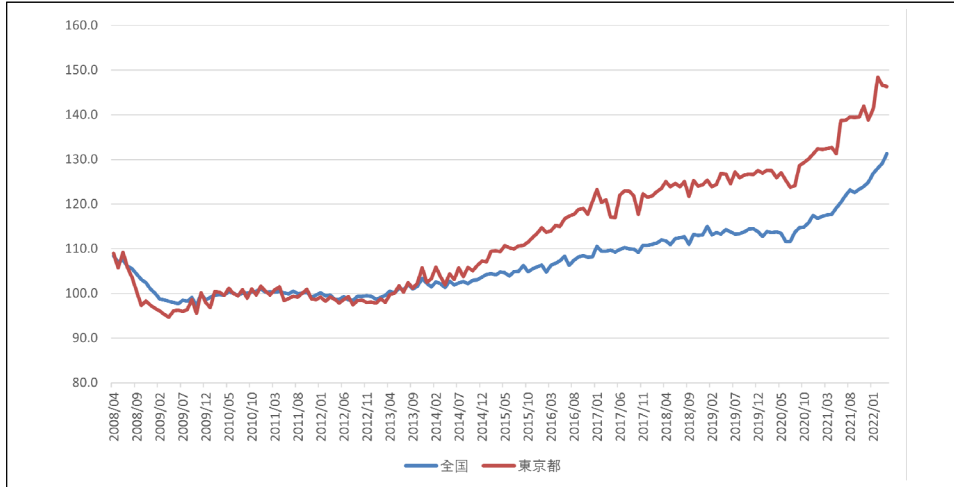
□ 주거용 부동산가격지수의 경우 도쿄(2022년: 146.4)가 일본 전체(2022년: 121.3)에 비해 높은 증가세를 보이고 있음

- 2008~2014년까지는 일본 전체의 주거용 부동산가격지수가 도쿄를 상회하는 경우도 있었으나 2015년 이후로는 도쿄와 일본 전체 간 주거용 부동산가격지수 격차가 심화되는 추세를 보임
- 도쿄를 중심으로 수도권 맨션 거래 건수가 급증²⁹⁾하고 있으며 비수도권 대도시³⁰⁾의 부동산 가격 역시 지속적으로 상승하고 있음

29) 김현희(2021. 11. 01) 최근 일본 부동산 시장 동향. KOTRA. <출처: https://dream.kotra.or.kr/kotranews/cms/news/actionKotraBoardDetail.do?SITE_NO=3&MENU_ID=410&CONTENTS_NO=1&bbsGbn=242&bbsSn=242&pNttSn=191580 (2022년 8월 1일 14:00 검색)>

30) 國土交通省 土地総合情報システム(국토교통성 토지종합정보시스템) 참조 <<https://www.land.mlit.go.jp/webland/>>(2022년 7월 13일 13:15 검색)

그림 3-12 | 부동산가격지수(주거) 전국-도쿄(2008-2020)



자료: 国土交通省(국토교통성) 不動産価格指数(住宅) (https://www.mlit.go.jp/totikensangyo/totikensangyo_tk5_000085.html(2022년 8월 1일 11:05 검색))

□ 집세의 경우 1998~2013년의 기간 동안 감소하는 추세를 보였으나 2010년대 중반 이후 상승추세로 전환됨

- 1998년 이후 1다다미 당 집세는 지역과 관계없이 하락하는 추세를 보였음
- 다만 2018년 최신건물 집세의 경우, 2013년에 비해 전국, 관동대도시권, 긴키대도시권이 모두 약 10% 상승하였음

(2) 주택시장 주요 이슈

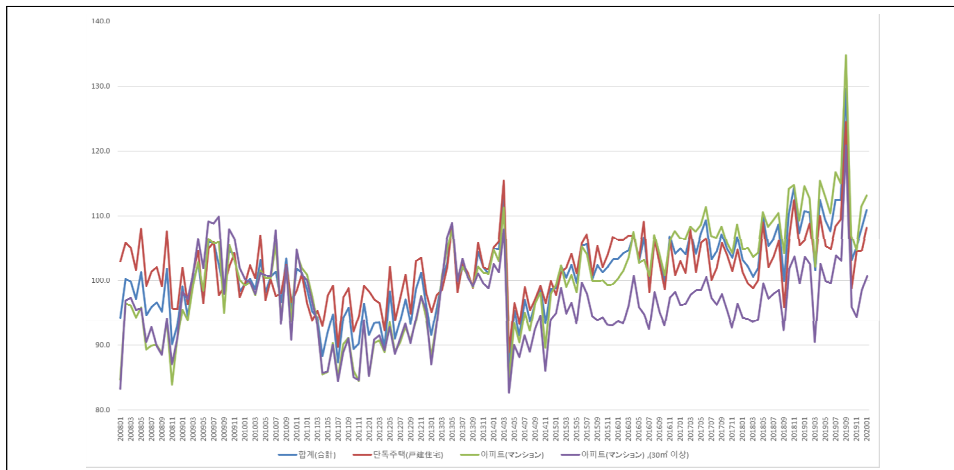
□ 1992년 생산녹지로 지정된 토지가 2022년 일괄 해제(의무 영농 기간 종료)되며, 이로 인해 주택시장에 토지 공급이 증가할 예정

- 생산녹지란 1992년 생산 녹지법으로 정해졌으며 ‘최소 30년은 농지·녹지로서 토지를 유지하는 대신 세제 우대를 받을 수 있는 지역’을 뜻함

- 생산녹지를 인정받기 위한 면적 기준은 500㎡ 이상(2017년 개정으로 300㎡)이며, 2020년 기준으로 생산 녹지 지구는 일본에 12,310ha가 있으며, 관동 지역에 절반 이상(7,077ha)이 집중³¹⁾되어 있음
- 생산녹지의 지정이 해제될 시 고정자산세의 감면이 사라지게 되는데, 이로 인해 토지 보유자의 세금 부담이 가중되어 많은 양의 토지매물이 주택시장에 나올 가능성이 있음

□ 30㎡ 이하의 소형 맨션의 거래³²⁾가 크게 증가하고 있음

그림 3-13 | 단독주택, 맨션, 맨션(30㎡ 이상)의 기존 주택 판매량 지수(2008-2020)



자료: 国土交通省(국토교통성) <https://www.mlit.go.jp/report/press/totikensangyo05_hh_000209.html(2022년 8월 1일 17:05 검색)> 기존주택 판매량지수(既存住宅販売量指数)

- 30㎡ 이상의 맨션 기존 주택판매량 지수는 2010년(100)과 2020년(100.6) 간 큰 차이를 보이지 않았으나 전체 맨션의 기존 주택판매량 지수는 2010년 100.9, 2020년 113.1로 상대적으로 큰 차이를 보이고 있음

31) 国土交通省. 2020. 令和2年都市計画現況調査. (24) 生産緑地地区 <출처: https://www.mlit.go.jp/toshi/tosiko/toshi_tosiko_tk_000057.html(2022년 8월 1일 14:00 검색)>

32) 국토교통성은 30㎡ 이하의 소형 맨션의 거래가 증가하고 있는 추세를 반영하여 통계데이터를 30㎡ 이하의 맨션 거래를 포함한 것과 포함하지 않은 것으로 나누어 제공하고 있음

- 이는 1인 가구의 증가(일본은 2020년을 기준으로 독신가구가 가구 전체의 38.0%를 차지³³⁾하고 있음)로 인해 소형 맨션의 수요가 증대되었기 때문으로 예상됨

□ 1인 가구의 증가로 인해 인구가 감소함에도 불구하고 세대 수는 지속적으로 증가하고 있음

표 3-2 | 일본의 인구 수, 세대 수, 1세대 당 인구 수

	인구 수	세대 수	1세대 당 인구 수
1970	104,665,171	30,374,298	3.45
1975	111,939,643	33,728,859	3.32
1980	117,060,396	36,015,026	3.25
1985	121,048,923	38,133,297	3.17
1990	123,611,167	41,035,777	3.01
1995	125,570,246	44,107,856	2.85
2000	126,925,843	47,062,743	2.70
2005	127,767,994	49,566,305	2.58
2010	128,057,352	51,950,504	2.46
2015	127,094,745	53,448,685	2.38
2020	126,146,099	55,830,154	2.26

자료: 일본 e-Stats 시계열표, 총 인구, 세대수

〈<https://dashboard.e-stat.go.jp/timeSeriesResult?indicatorCode=0201010000000010000>(인구 수),
<https://dashboard.e-stat.go.jp/timeSeriesResult?indicatorCode=0202000000000010000>(세대 수)
(2022년 8월 1일 15:30 검색.)〉

- 1세대 당 인구 수는 1970년 3.45명에서 2020년 2.26명까지 하락하였음
- 세대 수의 증가로 인해 주택 수요가 증가한 것도 주택 가격에 영향을 끼쳤을 것으로 예상됨

33) 総務省(총무성). 2021. 令和2年国勢調査. 〈출처: https://www.stat.go.jp/data/kokusei/2020/kekka/pdf/outline_01.pdf(2022년 8월 1일 14:00 검색)〉

3) 일본의 통화금융정책이 주택시장에 미치는 영향

□ 정부의 통화금융정책 시행은 주택가격 및 주택거래량의 변화에 영향을 끼침

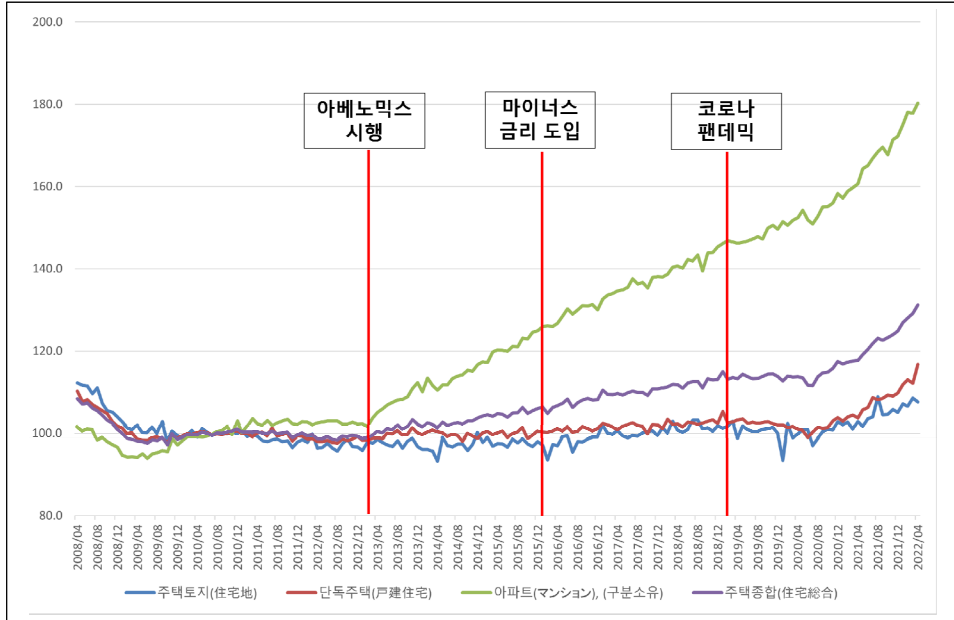
- Williams(2016)의 연구에 따르면 통화정책 시행은 선진국 주택가격에 영향을 끼치며, 금리 상승은 실질 주택가격을 낮추는 경향이 있음
- Ito(2021)의 연구에 따르면 일본의 주택가격은 2008년 4월부터 2013년 3월까지의 기간에서 금리의 영향을 받지 않았지만, 2013년 4월부터 2019년 8월까지의 기간에서는 금리의 영향을 받는 것으로 드러났으며 특히 도쿄가 가장 큰 영향을 받는 것으로 드러났음
- Chen and Lin(2022)의 연구에 따르면 양적완화는 실질 주택가격의 상승을 초래함

□ 일본의 경우 양적완화 정책을 시행하였던 2013~2022년의 기간 동안 주택가격의 상승이 발생했으며, 특히 수도권 맨션을 중심으로 가파른 가격 상승을 보였음

- 코로나 팬데믹 이후에도 양적완화를 지속하고 있는 일본은 지가가 지속적으로 상승하고 있음
- 특히, 수도권 맨션의 경우 30년 간 지속되어 온 저금리 기조로 인해 버블 붕괴 이전의 수준까지 가격지수가 상승했으며, 가격 상승 추세가 현재에도 이어지고 있음
- 다만 투기 과열로 인해 주택가격이 상승하였던 1980년대와는 달리 2000년 대 이후의 주택가격 상승은 실수요에 기반한 가격 상승으로 보는 견해³⁴⁾도 존재
- 주거 부동산 중 단독주택, 주택토지의 가격도 상승하였으나 맨션에 비하면 소폭 상승하였음

34) 김현희(2021. 11. 01.) 최근 일본 부동산 시장 동향. KOTRA. <출처: https://dream.kotra.or.kr/kotranews/cms/news/actionKotraBoardDetail.do?SITE_NO=3&MENU_ID=410&CONTENTS_NO=1&bbsGbn=242&bbsSn=242&pNttSn=191580(2022년 8월 1일 14:00 검색)>

그림 3-14 | 부동산가격지수(주거) (2008~2022)



자료: 国土交通省(국토교통성) <https://www.mlit.go.jp/totikensangyo/totikensangyo_tk5_000085.html. 2022년 8월 1일 16:05 검색>

4) 시사점

- 일본은 고령화 및 1인 가구의 증가, 수도권 중심의 높은 인구·주택밀도, 수도권 아파트를 중심으로 한 가파른 가격 상승 등 주택시장에 있어 많은 유사점을 지닌 국가로, 일본의 금융정책이 주택가격에 영향을 끼치고 있다는 점은 한국에 있어서도 시사하는 바가 큼
 - 일본은 버블 붕괴 이후부터 현재까지 약 30년간 저금리 기조를 유지하였음
 - 특히 2013년 대규모 양적완화정책인 아베노믹스 시행을 기점으로 주택가격지수 및 기존 주택 거래지수가 상승추세를 보였으며, 현재도 상승추세가 이어지고 있음

- 양국 모두 가계대출 중 주택관련 대출이 차지하는 비중이 절반 이상(2021년 9월 기준 일본 62%³⁵⁾, 한국 52%³⁶⁾)이며, 금융정책의 기조 변화로 인해 금리가 변동될 시 가계에 영향을 끼칠 가능성이 높음

□ 금융정책을 수립할 때 주택시장에의 파급효과까지 고려하여 신중을 기할 필요가 있음

- 일본 정부는 과열된 지가 상승을 막기 위해 규제금융정책을 시행하였으며, 이는 지가 하락을 유도하는 자체는 성공하였으나 만성적인 디플레이션 경제 구조를 초래하게 됨
- 한국의 경우 최근 수도권을 중심으로 한 급격한 주택시장의 가격 상승이 발생하였고, 이로 인해 가계부채, 그중에서도 주택관련 가계부채의 비중이 증가하였음
- 급격한 금리 인상은 주택가격 및 가계부채 상황에 악영향을 끼칠 수 있으며, 주택가격 감소 및 가계부채의 악화는 소비를 위축시키는 결과를 초래할 수 있음

5. 주요국 사례 시사점

- 기본적으로 중앙은행의 전통적인 통화금융정책(기준금리 변동, 공개시장운영 등) 활용이 주택시장에 영향을 미치고 있으며, 각 국가별로 해당 국가가 처한 상황과 시기에 따라 비 전통적인 통화금융정책(신용규제, LTV규제 등)을 병행하여 정책목표를 달성하고자 함

35) 日本經濟新聞(2022. 02. 13) 家計債務とは・住宅ローン中心に増加. 日本經濟新聞. <출처: [>](https://www.nikkei.com/article/DGXZQOCA105XD0Q2A210C2000000/(2022년 8월 1일 15:20 검색))

36) 이투데이(2021. 09. 09) 부동산 거품 꺼지면 '가계부채폭 경제쇼크' 온다. <출처: [>](https://www.etoday.co.kr/news/view/2060776(2022년 8월 1일 15:30 검색.))

표 3-3 | 주요국 통화금융정책의 주택시장 파급효과 시사점

국가	주요국 통화금융정책 시사점
미국	■ 미국 연방준비제도는 공개시장운영, 할인율, 지급준비금과 같은 전통적 통화정책 수단을 활용하며, 지역 별로 주택시장 상황이 다른 만큼 통화금융정책의 효과가 다르게 나타남 ■ 통화금융정책 효과가 정책목표를 긍정적으로 달성할 수 있는 측면도 있지만 실제로는 효과가 높지 않다는 연구결과가 상존 ■ 주택시장이 불안정할 때 민간 금융기관의 활용보다는 정책적 금융기관이 정책수단을 동원하기가 용이
영국	■ 정책금리에 변화(확장적 통화정책)를 주면 모기지 이자율이 동일한 방향으로 움직여 주택수요에 영향을 미침 ■ 코로나19 팬데믹 이후 완화적 통화정책으로 인해 주택가격이 급격하게 상승하였으며, 최근 기준금리 인상 ■ 소비자물가지수에 주택시장 관련 지표 포함 필요, 확장적 통화정책 시 LTV 강화 혹은 유지하는 등 전통적 통화정책과 비전통적 통화정책을 조화롭게 운영
유럽 (독일)	■ 독일의 주택금융은 보수적으로 운영되어 모기지 대출시장이 타 유럽국가에 비해 성장하지 못함 ■ 모기지 대출 시 담보주택 가치를 낮게 평가하고 차입자의 신용평가 기준도 보수적으로 평가하는 등 모기지 대출 조건이 까다로움 ■ 2010년 이후 주택가격이 급등하고 있으며, 주택구입을 위한 가계부채증가율이 증가하고 있음. 최근 ECB는 빅스텝을 단행하여 기준금리를 인상하였으며, 독일은 총부채원리금상환비율 규제를 통해 금융건 전성을 위한 대출규제 강화 ■ 과도한 대출을 예방하기 위해 금융시장 불안정 시 부동산가격 대비 매출액의 상한을 정하는 등 거시금융 안정조치 마련
일본	■ 일본의 양적완화 정책 시행 시기 실질주택가격 상승이 발생하여 통화금융정책의 주택시장 파급효과가 유효하게 나타남 ■ 주요 통화정책 수단은 대기성 여수신제도와 일중당좌대출제도임. 단기시장금리의 과도한 변동을 억제하고 일중 결제유동성을 무이자 지원 ■ 일본은행은 통화정책의 완화정도를 확대하는 과정에서 정책금리를 마이너스 수준으로 인하여 운용 ■ 일본은행은 여전히 기준금리를 동결하고 양적완화 정책을 고수하고 있으며 1990년 버블경제 시기의 주택가격으로 회귀

자료: 연구진 작성

- 우리나라는 전통적 통화정책 수단으로 대변되는 기준금리 인상과 비전통적 통화정책 수단이라고 할 수 있는 대출총량규제를 시행했으며, 주택가격에 영향을 미치게 됨
- 우리나라에서 시행한 전통적 통화정책 수단과 비전통적 통화정책 수단이 주택가격을 낮추는데 기여한 비중을 비교 검토해 봄으로써 주택시장에 미치는 정책효과를 파악해 볼 필요가 있음



CHAPTER 4

우리나라 통화금융정책의 주택시장 변동 기여도

- 1. 통화금융정책의 주택시장 변동 기여도 분석 89
- 2. 시사점 104

04 우리나라 통화금융정책의 주택시장 변동 기여도

- 2장에서 검토한 우리나라 통화정책 수단과 3장에서 도출한 주요국 통화정책 시사점을 반영하여 통화정책 수단별로 주택가격 변동률에 대한 기여도를 분석하고자 함

1. 통화금융정책의 주택시장 변동 기여도 분석

1) 분석모형

- (회귀분석 모형 개요) 주택매매가격 변동을 결정요인 회귀분석 모형에 기초하여 주택 가격과 통화정책 수단의 관계를 추정
- 분석목적: 주택매매가격 변동을 결정요인 분석
 - 공간적 범위: 전국(대출태도지수 자료가 전국단위로 제공되고 있어 분석의 공간적 범위는 전국으로 설정함)
 - 시간적 범위: 2011년 1월~2021년 12월(준공통계 2010년 7월부터 제공, 주민등록세대수 통계 2011년 1월부터 제공되어 분석 시계열을 2011년 1월부터로 설정함)
- (회귀모형의 변수설정) 주택매매가격 변동을 종속변수로 설정하고, 주요 결정요인과의 관계를 분석하는 회귀모형을 적용하고자 함

- 종속변수: 주택매매가격 월변동률(한국부동산원 전국주택가격동향조사 및 실거래가격지수와 KB 국민은행 주택가격동향조사로 발표되고 있는 아파트매매가격지수의 월변동률로 설정)

- 설명변수: ① r_{it} 기준금리, ② R_t 대출태도지수³⁷⁾의 장기추세, ③ D_t 전월대비 세대수 변동의 로그값, ④ S_t 해당월 준공물량 로그값, ⑤ B_t 경기종합지수 순환변동분

$$\Delta P_t = \beta_0 + \beta_1 r_t + \beta_2 R_t + \beta_3 D_t + \beta_4 S_t + \beta_5 B_t + \epsilon_t \dots \dots \dots (1)$$

□ (데이터) 한국은행 경제통계시스템 기준금리 및 대출태도지수, 행정안전부 주민등록 인구통계의 세대수, 국토교통부 통계누리의 주택 준공실적, 통계청 경기종합지수의 동행경기지수를 활용

- 주택매매가격 월변동률: 한국부동산원 전국주택가격동향조사 및 실거래가격지수와 KB 국민은행 주택가격동향조사 아파트매매가격지수 자료를 활용하였으며, 전월 대비 변동률(%)로 계산하여 사용하였음

- 기준금리: 한국은행 경제통계시스템에서 제공하는 기준금리를 활용하였으며, 분석자료의 단위는 수준값(%)임. 이 연구에서 이 변수는 정부의 통화정책 대리변수로 사용하였음

- 대출태도지수의 장기추세: 한국은행 경제통계시스템에서 제공하는 대출행태 서베이 통계 중 가계의 주택에 대한 대출태도에 대한 지수를 활용함. 자료값은 0을 기준으로 -100과 100 사이의 값을 가지며, 자료값이 증가하는 것은 대출태도의 완화, 자료값이 감소하는 것은 대출태도의 강화를 의미함. 이 자료는 분기별로 조사하여 공표되기 때문에 보간법(interpolation)으로 월별 자료화하였으며, 이 자료가 음(-)의 값을 갖고 있어 로그화할 수 없기 때문에 100을 더하여 100을 기준으로 대출태도의 변화를 살펴보고자 하였음. 대출 수요자들이

37) 대출태도는 금융기관의 대출 확대 또는 축소 의지를 의미하는 것으로, 대출태도의 강화는 대출기준을 엄격히 운용하거나 대출조건(이자율, 만기, 상환방식 등)을 채무자에게 불리하게 하여 대출을 억제하는 것이며, 완화는 그 반대를 의미함. 대출태도지수는 이와 같은 금융기관의 대출행태를 나타내는 지수임

은행의 단기적인 대출태도가 아닌 장기적인 대출태도에 영향을 받을 것으로 판단하여 HP필터링을 이용하여 장기추세를 추정하여 분석자료로 활용하였음. 이 연구에서 이 변수는 정부의 대출총량규제의 대리변수로 사용하였음

- 전월대비 세대수 변동의 로그값: 행정안전부 주민등록 인구통계에서 제공하는 세대수 통계를 활용하였으며, 전월 대비 세대수 변동분에 로그를 취한 값을 분석에 활용하였음. 이 연구에서 이 변수는 주택 수요의 대리변수로 사용함
- 해당월 준공물량 로그값: 국토교통부 통계누리 주택건설실적통계에서 제공하는 준공실적 통계를 활용하였으며, 해당월에 준공하는 주택수의 값에 로그값을 취한 값을 분석에 활용하였음. 이 연구에서 이 변수는 주택공급의 대리변수로 사용하였음
- 경기종합지수 순환변동분: 통계청 경기종합지수에서 제공하는 경기종합지수 동행종합지수를 활용하였음. 이 연구에서는 단기적인 경기변동 충격이 주택수요자의 의사결정에 영향을 미칠 것으로 가정하여 HP필터링으로 순환변동분을 추출하여 분석에 활용하였음. 이 연구에서 이 변수는 실물경기 충격의 대리변수로 사용하였음

□ (기여도 분석개요) 샤플리 분해를 통해 주택매매가격 변동률에 대한 결정요인의 시간가변적인 기여도를 추정

- 분석목적: 주택매매가격 변동률 결정요인의 시간가변적인 기여도 분석
- 공간적 범위: 전국
- 전체 시간적 범위: 2011년 1월~2021년 12월
- 표본확장 시작 시점: 2019년 1월~2021년 12월(36개월)
- 표본확장 시계열 단위: 1개월단위로 표본확장

- 해석: 이 연구에서는 표본 확장에 따라 변동되는 기여도는 확장된 표본의 영향으로 보고자 함. 이에 이 연구에서는 확장된 표본의 해당월의 개별 변수들의 기여도로 해석하고자 함

□ (샤플리 분해 모형) 종속변수에 대한 주요 결정요인들의 공통 기여분을 제거하여 각 결정요인의 독립적인 기여도를 추정할 수 있는 샤플리 분해를 활용하고자 함³⁸⁾

- 설명변수 집합 $K = \{x_1, \dots, x_j, \dots, x_k\}$ 에 대해 j번째 변수 x_j 의 순열을 θ 라고 정의하고, 변수 x_j 의 순열 θ 집합을 $P(\theta, x_j) := \{x_p \in K \mid \theta(p) < \theta(j)\}$ 로 정의하면, x_j 의 한계효과는 다음과 같이 정의할 수 있음

$$C(x_j, \theta) := f(P(\theta, x_j) \cup \{x_j\}) - f(P(\theta, x_j)) \dots \dots \dots (2)$$

- j개의 변수에 대해 개별 기여도를 추정하기 위해 고려해야 하는 경우의 수는 $j!$ 이므로 경우의 수의 평균을 개별변수의 기여도로 정의하면 다음과 같음

$$Sh(x_j) = \frac{1}{j!} \sum_{\theta \in \Theta(K)} C(x_j, \theta) \dots \dots \dots (3)$$

- 이 연구는 이수욱 외(2022)가 제안한 분석샘플을 1개월씩 늘려가는 샘플확장 샤플리 분해분석(Forward Expanding Window Shapley Decomposition)을 적용하여 결정요인의 기여도 변화 추이를 확인하고자 함
- 표본의 설정하는 방식으로 이동표본(Rolling Window) 방식과 표본확장(Foward Expanding Window) 방식이 존재함. 이수욱 외(2022)에서는 임대차2법의 효과를 시간가변적인 영향력을 추정하기 위해 표본확장 방식을 통한 샤플리분해를 제안하였음. 이동표본 방식의 경우는 단기적인 변동을 잘 포착할 수 있는 장점이 있으나 표본의 크기(Windows Size)에 대한 연구자의 자의성이 반영될 수 있으므로 표본의 크기에 대한 설득력있는 근거제시가 필요함. 이에 이 연구에서는 이수욱 외(2022)에서와 마찬가지로 표본확장 방식을 채택하여 샤플리 분해를 시도하였음

38) 샤플리 분해에 대한 이론적 설명은 박진백(2021) 13쪽 내용을 인용함

2) 회귀분석 결과

□ 주택매매가격 월변동률과 기준금리, 대출태도지수 장기추세의 로그값의 관계를 분석한 결과, 기준금리의 인하와 대출태도지수의 완화는 주택가격 상승과 관계있는 것으로 분석되었음

- 회귀분석 결과 모든 회귀분석 결과에서 기준금리는 주택매매가격 월변동률과 음(-)의 관계로 분석되어 기준금리 인하는 주택매매가격 월변동률의 상승과 관계있음을 확인하였음
- 기준금리의 변화에 대해 실거래가격지수의 탄력성이 가장 큰 것으로 분석되었으며, KB 주택가격동향조사의 아파트 매매가격 월변동률과는 탄력성이 상대적으로 낮은 것으로 분석되었음
- 대출태도지수 장기추세는 주택매매가격 월변동률과 양(+)의 관계로 분석되어 은행이 대출태도를 완화하는 것은 주택매매가격 월변동률의 상승과 관계있음을 확인하였음
- 기준금리 분석과 유사하게 대출태도지수 장기추세는 실거래가격지수와 탄력성이 가장 컸고, KB 주택가격동향조사의 아파트 매매가격 월변동률과는 탄력성이 상대적으로 낮은 것으로 분석되었음

표 4-1 | 주택매매가격 변동률과 기준금리 및 대출태도 장기추세의 관계

종속변수 자료 출처	(1) 한국부동산원 전국주택가격동향조사	(2) 한국부동산원 실거래가격지수	(3) KB 주택가격동향조사
기준금리	-0.420*** (0.086)	-0.821*** (0.134)	-0.374*** (0.100)
대출태도지수 장기추세 로그값	2.225*** (0.478)	3.990*** (0.893)	1.249** (0.579)
Constant	-8.981*** (2.027)	-16.039*** (3.818)	-4.573* (2.467)
Observations	130	130	130
R-squared	0.192	0.278	0.172

주: Robust standard errors in parentheses, *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

자료: 연구진 작성

□ 공급, 수요, 실물경기에 대한 대리변수를 추가한 회귀분석 결과, 기준금리 및 대출태도 지수 장기추세의 계수값을 일부 조정이 있었으나, 회귀계수의 방향과 유의성은 유지되었음

- 회귀분석 결과 모든 회귀분석 결과에서 기준금리는 주택매매가격 월변동률과 음(-)의 관계로 분석되어 기준금리 인하는 주택매매가격 월변동률의 상승과 관계있음을 확인하였음
- 다만, 기준금리와 대출태도지수 장기추세의 계수값이 [표 1-7]의 계수값과 차이가 있는 것으로 분석되었음. 이는 기준금리와 대출태도지수 장기추세 로그값이 [표 4-1] 분석에서 추가한 통제변수인 준공 로그값, 전월대비 세대수 변동의 로그값, 경기종합지수 순환변동분 로그값과 내생적인 관계에 기인하는 것으로 추정됨. 향후 연구에서는 각 변수들간의 내생성을 통제하는 모형 구축이 필요하다고 판단함.

표 4-2 | 주택매매가격 변동률과 기준금리 및 대출태도 장기추세의 관계

종속변수 자료 출처	(1) 한국부동산원 전국주택가격동향조사	(2) 한국부동산원 실거래가격지수	(3) KB 주택가격동향조사
기준금리	-0.503*** (0.088)	-0.739*** (0.141)	-0.463*** (0.103)
대출태도지수 장기추세 로그값	2.682*** (0.755)	2.644* (1.369)	1.588* (0.855)
준공 로그값	-0.592*** (0.141)	-1.119*** (0.209)	-0.774*** (0.166)
전월대비 세대수 변동의 로그값	0.181 (0.146)	0.235 (0.257)	0.206 (0.149)
경기종합지수 순환변동분 로그값	0.118** (0.049)	0.008 (0.091)	0.132** (0.059)
Constant	-6.495 (4.751)	-0.741 (8.350)	0.116 (5.107)
Observations	130	130	130
R-squared	0.336	0.431	0.339

주: Robust standard errors in parentheses, *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

자료: 연구진 작성

- 모든 회귀분석 결과에서 준공 로그값은 회귀계수의 차이는 있으나 주택매매가격 변동률과 음(-)의 관계인 것으로 분석되었음. 이는 준공의 감소는 주택시장의 수급 불일치로 이어져 주택가격이 상승할 수 있음을 시사하는 것임. 준공 로그값은 실거래가격지수의 변동률과 가장 탄력적인 반면, 한국부동산원 전국 주택가격동향조사의 월변동률과는 탄력성이 상대적으로 낮은 것으로 분석되었음. 즉, 주택의 준공물량이 감소하게 되면, 실거래가격지수는 다른 지수들에 비해 빠르게 상승하는 반면, 다른 지수들은 상대적으로 느리게 상승할 수 있음을 의미함
- 전월대비 세대수 변동의 로그값은 모든 회귀분석 결과에서 종속변수와 양(+)의 관계를 갖는 것으로 분석되었지만, 통계적인 유의성이 발견되지 않았음. 이와 같은 분석결과를, 주택소비의 단위를 세대의 증가로 가정할 경우, 세대수의 증가는 모두 매매시장으로 진입하는 것이 아니라 임대차시장과 매매시장에 양분하여 진입하여 수요가 분산되기 때문으로 이해할 수 있음

- 경기종합지수 순환변동분 로그값은 한국부동산원 전국주택가격동향조사의 월변동률과 KB 주택가격동향조사의 월변동률과는 양(+)의 관계로 통계적으로 유의한 것으로 분석된 반면, 한국부동산원 실거래가격지수의 월변동률과는 양(+)의 관계이지만, 통계적으로 유의하지 않은 것으로 분석되었음. 이 분석결과는 실물경기가 회복될 경우, 주택수요가 증가하여 주택가격이 상승할 수 있으나, 이와 같은 현상은 실거래가격으로는 포착이 쉽게 되지 않고, 동향조사의 지수로는 포착이 잘 되는 것으로 이해할 수 있음

3) 기여도 분석 결과

□ 전체 분석기간을 대상으로 개별 변수의 샐플리 분해를 한 결과, 모든 분석결과에서 기준금리를 통한 통화정책이 주택매매가격에 미치는 영향이 가장 강한 것으로 분석됨

- 모든 분석결과에서 기준금리의 기여도가 가장크며, 동향조사의 경우 대출태도 지수 장기추세 로그값이 그 다음으로 분석되었음
- 기준금리의 기여도가 가장 큰 이유는 권현진·유정석(2014), 이영수(2019), 박진백(2022) 등 주요 연구들이 지적한 바와 같이 글로벌 금융위기 이후 주택 시장에 대한 금리의 영향이 확대되었기 때문으로, 이 연구가 분석의 표본을 글로벌 금융위기 이후인 2011년으로 설정하고 있기 때문으로 이해됨
- 금융기관의 대출태도지수 장기추세 로그값의 기여도는 기준금리에 비해 상대적으로 크지 않은 것으로 분석되었음. (1)열과 (3)열의 동향조사 자료 기준으로는 주택매매가격 변동률에 대한 기여도가 2번째로 분석되지만, (2)열의 실거래가격지수 변동률은 준공 로그값이 2번째로 높은 기여를 하는 것으로 분석되었고, 대출태도지수는 3번째로 기여를 하는 것으로 분석되었음

표 4-3 | 주택매매가격 변동률에 대한 결정요인의 기여도 분석 결과

종속변수 자료 출처	(1) 한국부동산원 전국주택가격동향조사	(2) 한국부동산원 실거래가격지수	(3) KB 주택가격동향조사
기준금리	60.7	45.7	56.1
대출태도지수 장기추세 로그값	17.9	13.4	19.3
준공 로그값	8.5	18.4	11.9
전월대비 세대수 변동의 로그값	8.5	11.0	10.3
경기종합지수 순환변동분 로그값	4.4	11.5	2.5

주: 표의 수치 단위는 %이며, 각 열의 합계는 100%임

자료: 연구진 작성

□ 표본확장 샵플리 분해를 적용하여 주택매매가격 변동률에 대해 각 결정요인들의 기여도가 시간의 흐름에 따라 달라지는지를 추정하였음

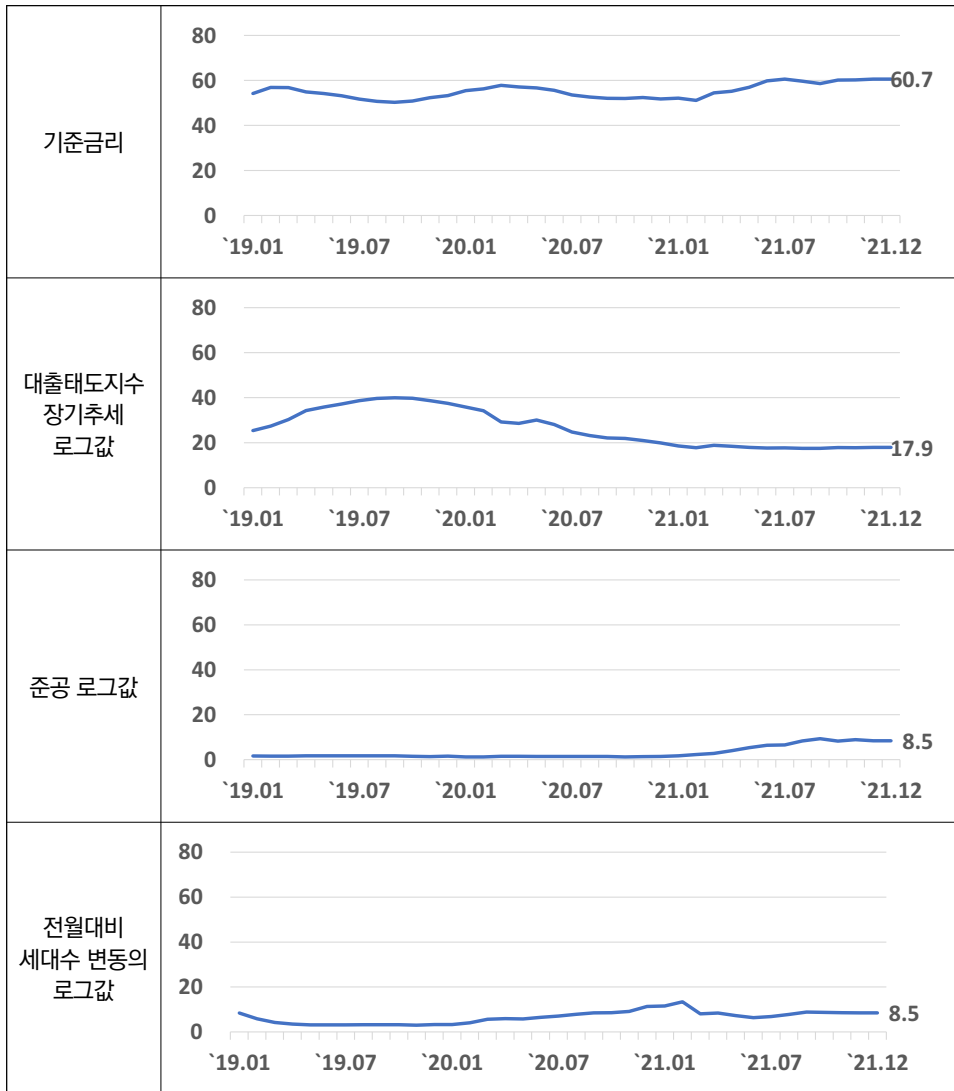
- [표 4-3]의 분석결과는 전체 분석표본을 대상으로 종속변수에 대한 설명변수의 독립적인 변동 기여도를 추정한 것으로 모든 시기에 적용할 수 있는 확정적인 기여도는 아님
- 이 연구에서는 이수욱 외(2022)가 제안한 표본확장 샵플리 분해를 적용하여 분석자료의 표본의 끝을 2019년 1월부터 2021년 12월로 설정하여 분석 표본을 36번 확장하여 각 시기별 기여도를 추정하고자 함. 이 연구에서는 표본이 확장됨에 따라 개별 변수의 기여도가 변하는 것은 확장된 표본의 영향으로 설정하고, 해당월의 개별 변수의 기여도로 해석하고자 함

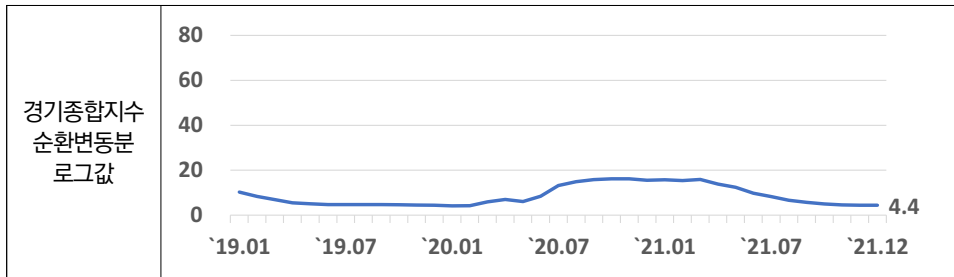
□ 한국부동산원 아파트매매가격지수 월변동률에 대한 주요 결정요인의 기여도를 추정한 결과, 전통적인 통화정책의 대리변수인 기준금리가 대체로 모든 시기 50~60%로 높은 기여를 하는 것으로 분석되었고, 비전통적인 통화정책의 대리변수인 대출태도지수 장기추세 로그값은 2019년 40%까지 증가하였으나, 코로나19로 대출총량규제 유예를 했던 2020년 전후로 시기 감소하여 대체로 18%대 기여를 하는 것으로 분석되었음

- 기준금리는 대체로 모든 시기 50~60% 수준을 차지하는 것으로 분석되었음. 즉, 정부의 통화정책은 주택매매가격의 변동에 핵심적인 영향을 미치는 것으로 이해할 수 있으며, 시기에 따라 소폭 하락하더라도 다른 변수들에 비해 상대적으로 높은 기여를 하는 것을 알 수 있음
- 대출태도지수 장기추세 로그값은 2019년 중순까지 꾸준히 상승하여 40% 수준에 도달하였으나, 2020년 초 기여도가 감소하여 2021년에는 20% 미만의 수준을 기록하였음. 이는 통정부가 대출총량규제를 강화했던 2019년에는 은행의 대출태도지수의 기여도가 강화되었으나, 이후 정부는 미중무역 갈등에 따른 실물경기 침체에 대응하여 기준금리를 낮추며 통화를 완화적으로 운영하였고, 코로나19에 따른 경기침체 가능성에 대응하여 기준금리를 낮추며, 대출총량규제를 실시하지 않았음. 이와 같이 통화정책이 완화적으로 운영되고 대출총량규제를 유예하였던 시기 대출태도지수 장기추세의 주택가격에 대한 기여도는 감소하였고, 2021년 말에는 17.9%로 2019년 중반에 비해 크게 감소한 상황임
- 준공 로그값은 2020년말까지 대체로 1%대의 낮은 수준을 유지하였고, 2021년부터 기여도가 확대되어 2021년 말에는 8.5% 수준까지 증가하였음. 이는 한국부동산원 주택매매가격 기준으로 판단할 경우 주택공급은 주택가격 변동에 미치는 기여도가 낮다고 해석할 수 있음
- 전월대비 세대수 변동의 로그값은 2019년대 8%대에서 감소하여 3%대를 유지하였으며, 2020년대는 연초 3%대에서 연말 11%대로 증가하였음. 2021년대는 연초 13%대까지 상승하였으나, 이후 감소하여 대체로 8%대 수준을 유지하는 것으로 분석되었음. 이는 주택 수요에 해당하는 세대수가 증가하는 것이 주택매매가격에 일정 수준은 영향을 미치지만, 매매가격에 압도적으로 영향을 미치지 않는음을 의미함. 이는 주택수요인 세대수의 증가는 매매수요로도 작동하지만 임차수요로도 작동하기 때문으로 이해할 수 있음
- 경기종합지수 순환변동분 로그값은 실물경기의 대리변수이며, 2019년부터 2020년 중순까지 대체로 4~6% 기여를 한 것으로 분석되었음. 이후 2021년

초까지 15%대로 증가한 이후 다시 감소하여 2021년 말 기준으로 4.4% 수준으로 추정되었음. 주택시장의 수요는 실물경기가 좋은 경우 증가할 수 있고, 실물경기가 좋지 않을 경우 감소할 수 있으며, 저금리 시기 주택가격이 크게 상승했던 2020~2021년에 실물경기의 기여도가 확대된 것을 확인할 수 있음

그림 4-1 | 한국부동산원 아파트매매가격지수 기준 표본확장 사플리분해 결과





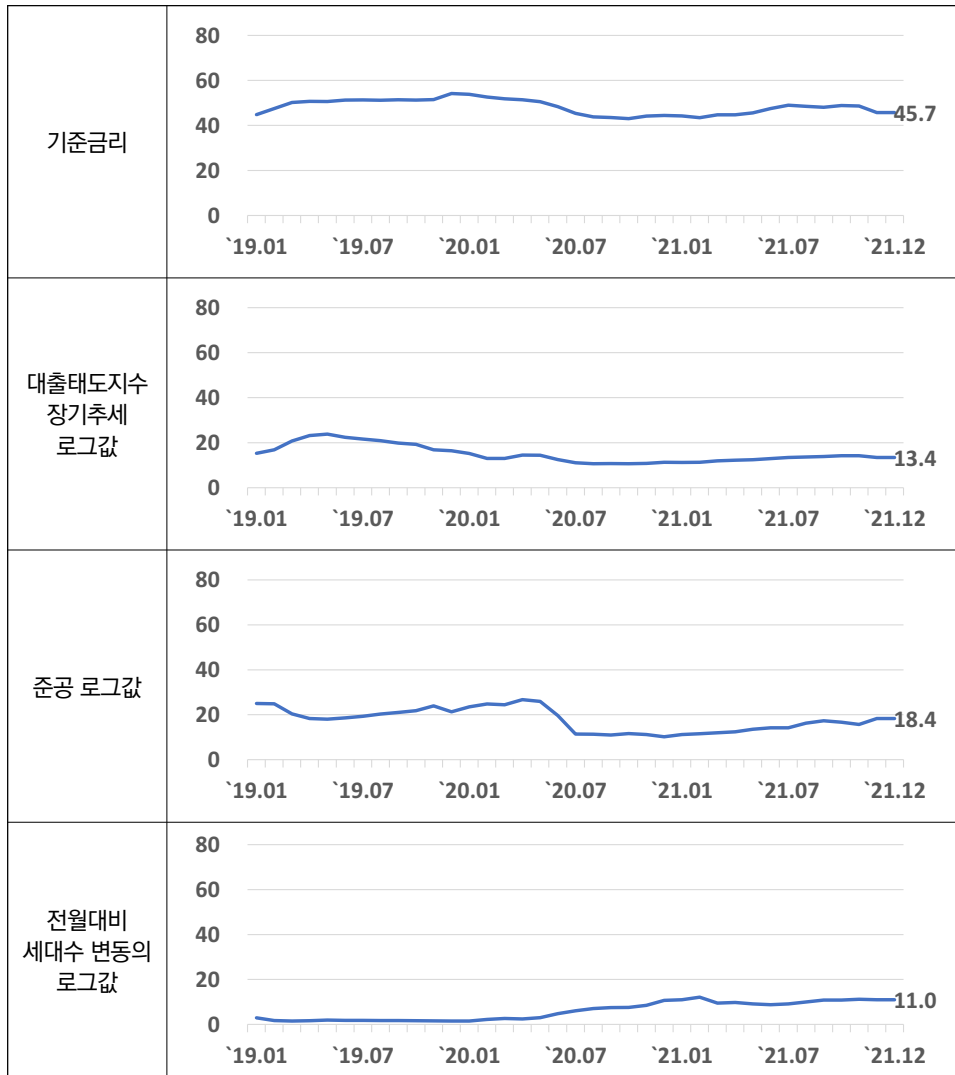
자료: 연구진 작성

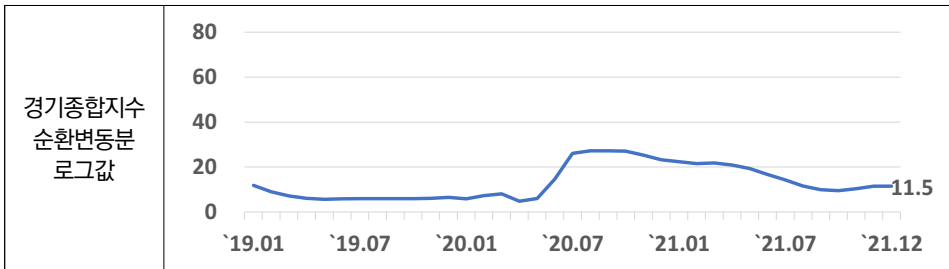
□ 한국부동산원 실거래가격지수 월변동률에 대한 주요 결정요인의 기여도를 추정한 결과, 기준금리가 대체로 모든 시기 40~50%로 높은 기여를 하는 것으로 분석되었고, 비 전통적인 통화정책의 대리변수인 대출태도지수 장기추세 로그값은 10%대 초반으로 주택준공 로그값에 비해 낮은 수준의 기여를 하는 것으로 분석되었음

- 기준금리는 대체로 모든 시기 40~50% 수준을 차지하는 것으로 분석되어 통화정책이 주택매매가격에 미치는 기여도가 다른 변수들에 비해 높은 것을 확인하였음
- 대출태도지수 장기추세 로그값은 2019년 초 20%를 기록한 이후 감소하여 대체로 10%대 기여를 한 것으로 분석되었음. 이 분석결과는 한국부동산원 아파트매매가격지수 월변동률이나 KB 아파트매매가격지수 월변동률을 종속변수로 설정한 분석에 비해 상대적으로 낮은 수준임
- 준공 로그값은 2020년중순까지 대체로 20%대를 넘는 수준을 기록하였고, 2020년 7월 11.4%로 감소한 이후 꾸준히 증가하여 2021년 말은 18.4%로 추정되었음. 실거래가격지수 기준으로 주택매매가격 월변동률은 다른 동향지수자료에 비해 주택의 공급의 영향을 많이 받는 것을 알 수 있음
- 전월대비 세대수 변동의 로그값은 2019년초 1%대에서 꾸준히 증가하여 2021년에는 11% 수준으로 추정되었음

- 경기종합지수 순환변동분 로그값은 2020년 초까지 상대적으로 5~6%의 낮은 수준을 기록하다가 2020년 중반 20%대로 증가한 이후 지속 감소세를 보였음. 실물경기의 기여도는 모든 주택매매가격 월변동률이 기여도의 차이는 있지만, 2020년대 중반에 증가하는 패턴은 유사하였음

그림 4-2 | 한국부동산원 실거래가격지수 기준 표본확장 사플리분해 결과





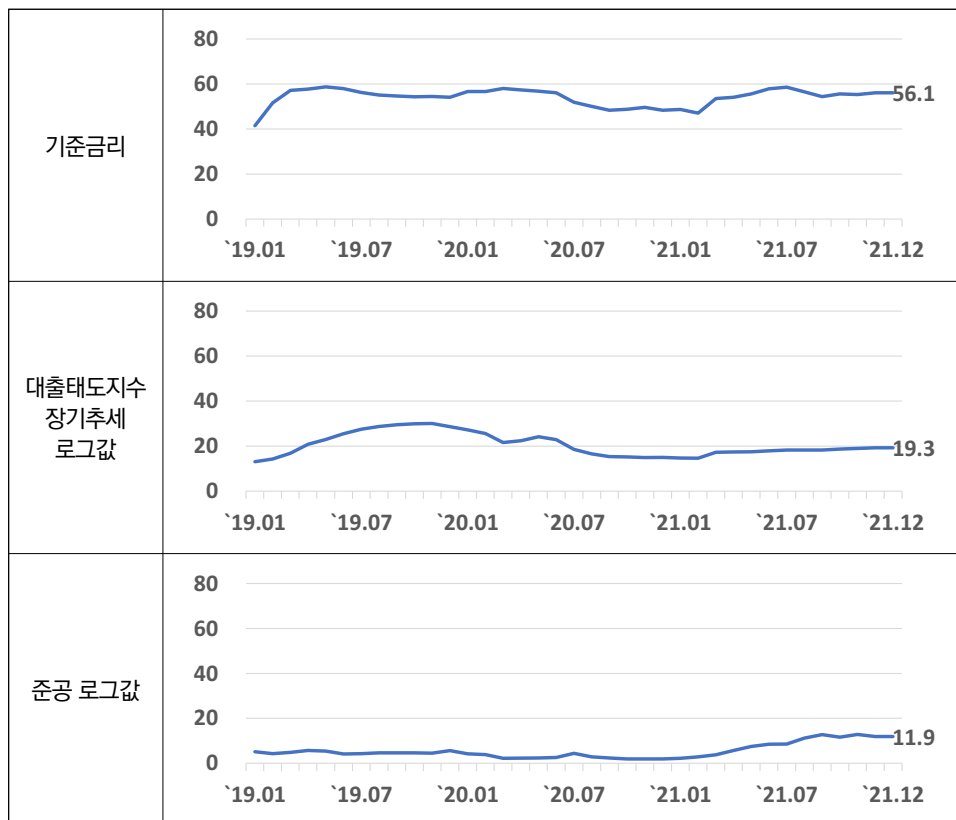
자료: 연구진 작성

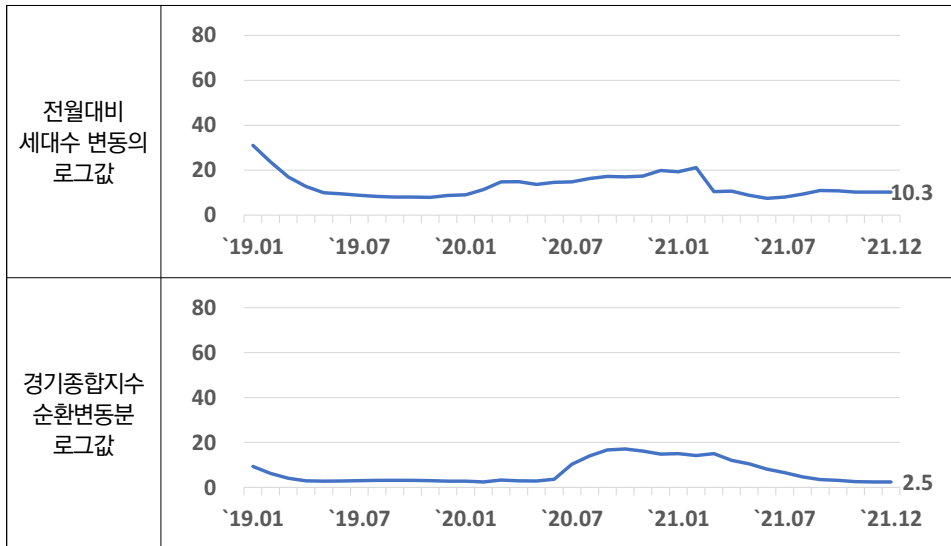
- KB 아파트매매가격지수 월변동률에 대한 주요 결정요인의 기여도를 추정한 결과, 기준금리가 대체로 모든 시기 50~60%로 높은 기여를 하는 것으로 분석되었고, 비전통적인 통화정책의 대리변수인 대출태도지수 장기추세 로그값은 20%대 전후 수준으로 한국부동산원 아파트매매가격지수 월변동률 보다 소폭 높은 수준으로 추정되었음
- 기준금리는 대체로 모든 시기 50~60% 수준을 차지하는 것으로 분석되었음. 이 분석 결과는 한국부동산원 아파트매매가격지수 월변동률과 유사한 수준이며, 기여율이 40~50%대 수준으로 추정된 실거래가격지수에 비해서는 약 10%p 이상 높은 것으로 분석되었음
 - 대출태도지수 장기추세 로그값은 2019년 중반 30%대로 증가한 이후 코로나 19 시기 감소한 이후 대체로 20%대 전후의 수준을 유지하는 것으로 분석되었음. 대출태도지수 장기추세 로그값의 기여율은 2021년말 기준으로 KB 아파트매매가격지수 월변동률이 가장 높았고, 실거래가격지수가 가장 낮은 것으로 분석되어 차이가 있음
 - 준공 로그값의 기여율은 2021년초까지 대체로 2~3%대를 유지하는 것으로 분석되었고, 이후 증가하여 2021년 말 11.9%로 분석되었음. 이 분석 결과는 한국부동산원 아파트매매가격지수 월변동률의 경우처럼 주택매매가격 월변동률에 미치는 기여가 크지 않은 것으로 분석되었음
 - 전월대비 세대수 변동의 로그값은 2019년초 31%에서 감소하여 8%대를 기록한 이후 2021년초까지 꾸준히 상승하였고, 이후 감소하여 10%대 수준을 유지

하였음. 3개의 지수분석에서 공통적으로 주택수요에 해당하는 전월대비 세대 수 변동의 로그값은 주택매매가격 변동에 대한 기여율이 크지는 않았음

- 경기종합지수 순환변동분 로그값은 2020년 초까지 상대적으로 2~3%의 낮은 수준을 기록하다가 2020년 중반 15%대로 증가한 이후 지속 감소세를 보였고, 2021년말에는 2.5%로 추정되어 주요 결정요인 중 주택매매가격 변동의 기여율이 가장 낮은 것으로 분석되었음

그림 4-3 | KB 아파트매매가격지수 기준 표본확장 사플리분해 결과





자료: 연구진 작성

2. 시사점

- 전통적인 통화정책인 기준금리 정책은 대출에 따른 비용을 결정짓기 때문에 주택가격에 영향을 미치는 핵심 요인으로 이해됨
 - 기준금리는 수요자들의 대출에 따른 자금조달 비용을 결정짓기 때문에 낮은 금리는 대출을 늘리고, 높은 금리는 대출을 줄이는데 직접적인 영향을 미침
 - 따라서 기준금리를 통한 통화정책은 대출수요를 결정짓는 핵심 요인으로 이해할 수 있음
- 비전통적인 통화정책(대출총량규제)은 주로 은행의 대출공급에 영향을 미치는 요인이며, 대출수요는 전통적인 통화정책(기준금리 변동)에 의해 직간접적으로 결정지어지기 때문에 비전통적인 통화정책은 주택시장에 미치는 영향은 일부 제한적인 것으로 이해됨

-
- 정부가 대출총량에 대한 규제 등을 통해 은행의 대출태도가 변화하면 시중에 공급되는 대출규모가 줄어드는 것임
 - 그러나 비전통적인 통화정책을 통해 유동성 공급을 제한하더라도 해당 시기가 대출금리가 낮은 상황이라면, 대출에 대한 수요가 많을 수 있고, 해당 시장은 고신용자를 중심으로 대출이 실행되며, 이들에 의해 주택 등 자산에 대한 수요는 계속 유지될 것임
 - 따라서 대출총량규제와 같은 비전통적인 통화정책은 대출수요를 통제하는 주요 수단이라고만 할 수는 없기 때문에 주택가격을 억제하는데 제한적인 역할을 할 수 있을것으로 이해됨
- 이와 같은 관점에서, 이 연구의 분석 결과는 주택시장의 안정을 위해 전통적인 통화정책인 기준금리 정책을 중심으로 과도한 유동성이 주택시장에 유출입이 되지 않도록 하는 것이 핵심 과제이며, 비전통적인 통화정책은 시장 상황에 따라 일시적이고 보조적인 수단으로 활용할 수 있음을 시사함



CHAPTER 5

결론 및 정책방향

- 1. 요약 및 결론 109
- 2. 향후 연구 방향 112

05 결론 및 정책방향

1. 요약 및 결론

□ 이 연구에서는 우리나라 주택시장 상황에 따른 전통적 통화정책 수단과 비전통적 통화정책 수단의 역할과 영향력 검토 결과로부터 향후 우리나라 경제적 여건변화와 주택시장 상황에 따라 유효하게 영향을 미칠 수 있는 통화정책 방향과 통화정책 수단을 제언하고자 함

- 이를 위해, 먼저 우리나라와 주요국의 통화금융정책과 주택시장 간의 관계를 고찰하고, 효과적으로 활용하는 통화정책 수단을 검토 후 시사점을 도출하며, 이어서 우리나라의 전통적 통화정책 수단과 비전통적 통화정책 수단이 주택시장 변화에 미친 기여도를 분석함

□ 2장에서는 우리나라의 통화정책과 주택시장을 개괄하고 영향 관계를 설명함

- 통화정책 수단은 전통적인 통화정책 수단(지급준비제도, 공개시장운영, 중앙은행 여수신제도 등)과 비전통적 통화정책 수단(유동성 공급, 신용시장 지원 국채 매입 등)이 있음
- 우리나라의 중앙은행인 한국은행의 통화정책 목표는 물가안정이며, 이를 위해 주로 기준금리 변동, LTV, DTI, DSR, 대출총량규제 등의 정책 수단을 활용
- 우리나라는 국내경제 성장세 둔화와 주택가격 하락 등의 원인으로 기준금리를 인하하고 저금리 기조를 유지하였으나, 물가의 급격한 상승으로 6회에 걸쳐 인상하며 2022. 7월 기준 2.25%임

- 기준금리가 인상됨에 따라 코픽스 금리, CD금리, 주택담보대출금리 등 주택 시장 관련 금리도 상승
- 통화정책의 주택시장 파급경로는 금리경로, 기대경로, 신용경로, 위험선호경로를 검토해 볼 수 있으며, 금리의 인상은 주택수요를 감소시키고 이에 따라 주택가격은 하락함
- 통계 결과를 보았을 때, 전통적 통화정책 수단인 기준금리 인상과 비전통적 통화정책 수단인 대출총량규제 시행 이후 주택거래량은 감소하고 주택가격은 하락하는 흐름을 보임

□ 3장에서는 주요국(미국, 영국, 독일, 일본)의 통화정책과 주택시장을 개괄하고 영향 관계를 설명함

- 미국 연방준비제도는 공개시장운영, 할인율, 지급준비금과 같은 전통적 통화정책 수단을 활용하며, 지역별 주택시장이 상이하기 때문에 효과도 다르게 나타남. 최근 급격한 기준금리 인상을 단행하였으며, 주택시장이 불안정할 때 정책 금융기관의 정책수단을 동원
- 영국 영란은행은 최근 기준금리를 인상하여 기존의 완화적 통화정책으로 인해 급격하게 상승한 주택시장 안정화 노력. 금리조정과 함께 LTV 등을 활용하여 전통적·비전통적 통화정책을 조율하여 운영
- 최근 급격히 기준금리를 인상한 유럽중앙은행의 통화정책을 준용하는 독일은 2010년 이후 주택가격이 급등하고 있으며, 주택구입을 위한 가계부채증가율이 증가하고 있음. 모기지 대출 시 담보주택 가치를 낮게 평가하고 차입자의 신용평가 기준도 보수적으로 평가하는 등 모기지 대출 조건이 까다로우며, 총부채원리금상환비율 규제, 거시금융안정조치 마련
- 일본은행은 주택가격이 예전 수준으로 회복되어가고 있지만 경제상황 상 여전히 기준금리를 동결하고 양적완화 정책을 고수. 통화정책 수단은 금리(현재 마이너스(-)금리), 대기성 여수신제도, 일중당좌대출제도 활용

- 기본적으로 중앙은행의 전통적인 통화금융정책 수단을 활용하여 주택시장에 영향을 미치고 있으며, 해당 국가가 처한 상황과 시기에 따라 비전통적인 통화금융정책을 병행하여 정책목표를 달성

□ 4장에서는 우리나라의 전통적 통화정책 수단인 기준금리 변경과 비전통적 통화정책 수단인 대출총량규제가 정책 수단별로 주택시장 변동에 어느 정도 기여하는지를 분석

- 주택(매매)가격, 기준금리, 대출태도지수(대출규제) 변수 간의 관계 검토 결과, 기준금리는 주택가격과 음(-)의 관계로 나타나 기준금리 상승 시 주택가격은 하락 반응이 나타남. 대출태도지수와 주택가격은 양(+)의 관계로 나타나 은행이 대출태도 완화 시 주택가격은 상승 반응함
- 기준금리, 대출태도지수, 준공, 세대수, 경기종합지수 변수에 대해 샤플리 분해를 이용하여 주택가격 변동에 대한 기여도 분석 시, 기준금리를 통한 통화정책이 주택가격 변동에 미치는 영향이 가장 강한 것으로 나타남. 이어서 대출규제가 주택가격 변동에 영향을 미치는 요인임

□ 우리나라와 주요국의 통화금융정책과 주택시장 간의 관계에 대한 사례와 관련 이론 및 실증분석 결과를 검토했을 때, 통화금융정책 변화는 주택시장에 지대한 영향을 미치는 것으로 나타남

- 통화정책의 목표가 되는 물가상승률과 같이 중기(1~3년)적으로 주택가격이 관리될 수 있도록 소비자물가지수에 주택가격 정보를 포함하는 것을 검토하고, (이태리 외, 2021) 자가주거비를 포함한 소비자물가지수 개발이 필요
- 자가주거비 측정방법에는 자가주택 임대 시 획득 가능한 임대료 수익을 자가거주비로 추정하는 임대료 상당액 접근법(미국, 일본, 스위스, 영국 등)과 주택 소유에 수반되는 제반 비용을 측정하는 사용자비용 접근법(스웨덴, 캐나다, 영국 등)을 활용하여 자가주거비를 물가 지표에 반영(한국은행, 2021)

- 본문에서 언급한 미국, 영국, 일본과 함께 호주, 캐나다 등은 소비자물가지수에 자가주거비를 포함하고 있으며, 유럽중앙은행 또한 유로지역의 소비자물가지수에 2026년부터 자가주거비를 반영할 예정(한국은행, 2021)

□ 통화정책 수단별 주택가격 변화에 대한 기여도 분석 결과에서 전통적 통화정책 수단인 기준금리의 변화가 비전통적 통화정책 수단인 대출총량규제보다 영향력이 큰 것으로 나타남

- 기준금리 변화와 같은 전통적 통화정책 수단은 주택시장에 효과가 반영되는데 일정한 시차가 발생하나 비교적 긴 지속성이 있는 반면, 대출총량규제와 같은 비전통적 통화정책 수단은 주택시장에 비교적 단시간에 효과를 나타내며 일시적인 특성이 있음
- 전통적 통화정책 수단은 정책목표 달성을 위해 주로 이용을 하고, 비전통적 통화정책 수단은 정책효과 가중을 위해 처한 상황에 따라 보조적인 역할을 수행할 수 있을 것으로 판단됨
- 독일 사례의 모기지 대출 시 보수적인 차입자의 신용평가 제도 활용을 검토하여 과도한 대출을 예방함으로써 가계부채를 안정화할 수 있는 거시금융안정조치를 마련할 필요

2. 향후 연구 방향

□ 통화정책 수단은 전통적 통화정책 수단과 함께 각 국가별 상황에 적합한 비전통적 통화정책 수단을 병행 활용할 수 있으므로 향후 비전통적 통화정책 수단의 효과에 대한 연구가 진행되어야 함

- 본문에서 독일은 차입자의 신용평가 기준을 엄정하게 적용하여 가계부채 증가를 막고 주택가격 안정화에 기여하는 수단으로 활용하여 긍정적인 정책효과를 도출하였다고 평가받고 있음

- 차입자의 신용평가 제도를 우리나라에 적용 시 주택시장 안정에 긍정적인 효과를 얻을 수 있을지를 향후 연구에서 검토해 볼 수 있음
- 또한 전통적 통화정책 수단과 비전통적 통화정책 수단은 정책효과를 얻는데 시차가 상이하며 방향(인상/확대, 인하/축소 등)에 따른 효과의 크기는 동일하지 않을 것으로 기대되므로 정책효과 극대화를 위한 시차와 비대칭적 효과(asymmetric effect)에 대한 추가적인 연구가 필요함

□ 통화정책의 변화가 주택시장에 미치는 영향은 지대하므로 다양한 방향에서 다양한 연구방법론을 활용하여 심도 깊은 연구가 진행되어야 함

- 이 연구에서는 우리나라에서 최근 주택시장 안정에 주요한 영향을 미쳤다고 거론되고 있는 전통적 통화정책 수단인 정책금리와 비전통적 통화정책 수단인 대출총량규제를 대상으로 통화금융정책 수단별로 어느 정도로 주택시장에 영향을 미쳤는지를 계량분석 방법론 중 Forward Expanding Shapley Decomposition 기법을 통해 기여도 분석을 수행했음
- 이외에도 향후에는 동일한 통화정책 충격이 시기에 따라 주택시장에 차별적인 영향을 추정하고, 장기적인 관점에서 통화정책의 구조전환 특징을 파악·비교하는 연구가 수행될 수 있음. 이를 위해 연구방법론으로는 시간가변모수 VAR 모형(Time-Varying Parameter Bayesian VAR Model)이 고려 될 수 있음
- 또한 통화정책기조(긴축/완화), 물가, 거시경제, 대출수준 등 다양한 조건 하에서 통화정책 충격의 비대칭 조건부 영향을 추정해 볼 수 있음. 이를 위해 조건부 국소투영법(Conditional Local Projection Method) 기법 활용을 고려해 볼 수 있음

참고문헌

REFERENCE



【인용문헌】

- 고제현. 2015. 우리는 왜 독일 주택금융시장에 주목하는가? . 주택금융월보. 부산: 주택금융연구원.
- 관계부처합동. 2014. 「경제혁신 3개년 계획」 추진방향. <https://www.korea.kr/archive/expDocView.do?docId=34834>
- 관계부처합동. 2014. 새 경제팀의 경제정책방향 참고자료. https://www.moef.go.kr/com/synap/synapView.do?atchFileId=ATCH_OLD_00004091257&fileSn=454718
- 관계부처합동. 2014. 규제합리화를 통한 주택시장 활력회복 및 서민 주거안정 강화방안. http://www.molit.go.kr/USR/NEWS/m_71/dtl.jsp?lcmspage=1&id=95074431
- 관계부처합동. 2017. 가계부채 종합대책. http://www.molit.go.kr/USR/NEWS/m_71/dtl.jsp?lcmspage=1&id=95079827
- 권현진·유정석. 2014. 국제금융위기 전·후 가계부채와 수도권 주택매매시장의 구조적 변화. 국토연구 81권. 105-119.
- 금융위원회, 금융감독원. 2021. 가계부채 관리방안. <https://www.fsc.go.kr/no010101/75831>
- 금융위원회, 금융감독원. 2021. 가계부채 관리 강화방안. <https://www.fsc.go.kr/no010101/76740>
- 김현희(2021. 11. 01). 최근 일본 부동산 시장 동향. KOTRA. https://dream.kotra.or.kr/kotranews/cms/news/actionKotraBoardDetail.do?SITE_NO=3&MENU_ID=410&CONTENTS_NO=1&bbsGbn=242&bbsSn=242&pNttSn=191580. (2022년 8월 1일 14:00 검색)

-
- 더불어민주당. 2017. 제19대 대통령선거 더불어민주당 정책공약집. <https://theminjoo.kr/board/view/policyreference/90440>
- 매일경제(2016. 07. 05). 日 본원통화 400조엔 첫 돌파… 아무리 돈 풀어도 디플레 요지부동. <https://www.mk.co.kr/news/world/view/2016/07/482464/>. (2022년 8월 1일 15:00 검색)
- 박미정·김성택. 2022. ECB의 6월 통화정책회의 결과 및 평가. 국제금융센터 Brief.
- 박진백·이태리·오민준. 2021. 금리의 주택가격 상승 기여도 추정. 주택연구. 제29권 4호 75~100.
- 박진백. 2021. 완화적 통화정책 전환 전후 금리의 주택가격 상승 기여도 추정 연구. 국토연구원 워킹페이퍼 WP 21-21. 세종: 국토연구원.
- 박진백. 2022. 주택가격에 대한 금리의 시간가변적인 영향 연구 - 금리상승기와 금리하락기 영향 비교를 중심으로. 국토연구원 워킹페이퍼 WP 22-09. 세종: 국토연구원.
- 아주경제(2022. 02. 11.). 일본은행, 결국 무제한 국채매입… “시장에 금리통제 메시지”. <<https://www.ajunews.com/view/20220211094540222>>. (2022년 8월 1일 15:30 검색)
- 이수욱·박천규·오동욱·박진백·황관석·김지혜·전성제·조윤미. 2022. 부동산시장 안정을 위한 정책과제와 대응 방안. 국토연구원 수시연구보고서. 수시 22-02. 세종: 국토연구원.
- 이영수. 2019. 통화정책과 주택시장: 부호제약을 이용한 베이지안 VAR 분석. 주택연구 27권, 1호, 113-136.
- 이태리. 2014. 통화정책의 주택시장 파급경로 연구. 국토연구원 수시연구보고서. 2014-32. 세종: 국토연구원.
- 이태리·이수욱·박천규·김지혜·권건우. 2021. 글로벌 주택가격 상승기의 금리정책과 주택금융시장 체질개선 방향. 국토이슈리포트 제34호. 세종: 국토연구원.
- 이투데이(2021. 09. 09). 부동산 거품 꺼지면 ‘가계부채발 경제쇼크’ 온다. <https://www.etoday.co.kr/news/view/2060776>. (2022년 8월 1일 15:30 검색)

-
- 재정경제부·건설교통부·환경부·금융감독위원회·국세청. 2006. 부동산시장 안정화 방안.
http://www.molit.go.kr/USR/NEWS/m_71/dtl.jsp?lcmspage=1&id=155151
 168
- 주프랑크푸르트 총영사관. 2019. 독일 주택시장 호황 배경 및 평가.
- 최영상·백인걸. 2020. 독일 주택시장 및 주택금융정책의 특징. 주택금융리서치. 3분기
 통권 11호. 20-30.
- 한국은행. 2012. 한국의 통화정책.
- 한국은행. 2017. 한국의 통화정책.
- 한국은행. 2021. 자가주거비와 소비자물가. BOK 이슈노트. 제2021-25호.
- 허운경. 2020. 독일 주택시장과 정책 대응. 한국주택학회·한국건설산업연구원 공동세미나 발표자료.
- KB금융지주경영연구소, 2021. 주택시장 안정화를 위한 정책 제언.
- Aoki, K., Proudman, J. and Vlieghe, G. W. 2002. Houses as Collateral: Has the Link between House Prices and Consumption in the UK changed? . *Economic Policy Review*, 8(1). 163-177
- Cesa-Bianchi, A., and Rebucci, A. 2016. Does easing monetary policy increase financial instability? . *National Bureau of Economic Research*. No. w22283.
- Chen, S. S., Lin, T. Y. 2022. Revisiting the Link between House Prices and Monetary Policy. *The BE Journal of Macroeconomics*, 22(2), 481-515.
- Congressional Research Service. 2021. Introduction to U.S. Economy: Housing Market.
- Drechsler, Itamar, Alexi Savov, and Philipp Schnabl. . 2017. The deposits channel of monetary policy. *The Quarterly Journal of Economics*. 132(4). 1819-1876.
- Drechsler, I., Savov, A., & Schnabl, P. 2021. How monetary policy shaped the housing boom. *Journal of Financial Economics*. 144(3). 992-1021.

-
- ECB. 2021. Economic Bulletin.
- Elbourne, A. 2008. The UK housing market and the monetary policy transmission mechanism: An SVAR approach. *Journal of Housing Economics*, 17(1), 65–87.
- Federal Reserve Board. 2022. Monetary Policy Report (Feb, 25, 2022).
- Financial Times(2015.9.20). Help to Buy has pushed up house prices, says study. <https://www.ft.com/content/fdbb8a00-5dfe-11e5-9846-de406ccb37f2>. (2022년 5월 21일 14:10 검색).
- Fratantoni, M., and Schuh, S. 2003. Monetary policy, housing, and heterogeneous regional markets. *Journal of Money, Credit and Banking* 35(4). 557–589.
- Giuliodori, M. 2005. Monetary Policy Shocks and the Role of House Prices Across European Countries, *Scot. J. Polit. Economy*, 52(4). 519–543.
- Gnan, E. 2021. Monetary policy and housing markets: interactions and side effects. OECD report.
- Iacoviello, M. 2002. House Prices and Business Cycles in Europe: a VAR Analysis. Boston College Working Paper 540.
- Iacoviello, M. and Minetti, R. 2008. The credit channel of monetary policy: Evidence from the housing market. *Journal of Macroeconomics*. 30(1), 69–96.
- Ito, T. 2021. The determinants of residential property prices in Japan Analyses of different monetary policy regimes. *Journal of Corporate Accounting & Finance*. 32(1), 90–95.
- Joint Center For Housing Studies of Harvard University. 2021, The State of The Nation's Housing 2021.
- Koeniger, W., Lennartz, B., & Ramelet, M. A. 2022. On the transmission of monetary policy to the housing market. *European Economic Review*. 145. 104107.
- Luciani, Matteo. 2015. Monetary policy and the housing market: A structural factor

-
- analysis. *Journal of applied econometrics*. 30(2). 199–218.
- Maclennan, D., Muellbauer, J. and Stephens, M. 1998. Asymmetries in housing and financial market institutions and EMU. *Oxford review of economic policy*. 14(3) 54–80.
- Malpezzi, S., Maclennan D. 2001. The long-run price elasticity of supply of new residential construction in the United States and the United Kingdom, *J. Housing Econ.* 10. 278–306.
- Miles, D., Monro, V. 2020. What’s been driving long-run house price growth in the UK? , Bank Underground.
- Min Jeong Lee & Toru Fujioka A(2022. 04. 08). \$430 Billion Cautionary Tale Inside Japan’s Central Bank. Bloomberg. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-04-07/a-430-billion-habit-got-japan-s-central-bank-hooked-on-etfs>. (2022년 8월 1일 14:20 검색)
- Min Jeong Lee & Toru Fujioka(2022. 04. 08). ETFで身動きとれない日銀の姿、世界で最も大胆な政策実験の末路か. Bloomberg. <https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2022-04-07/R9ZRCPDWLU6J01>. (2022년 8월 1일 14:15 검색)
- Sumner, Scott and Kevin Erdmann. 2020. Housing Policy, Monetary Policy, and the Great Recession. George Mason University.
- Williams, J. C. 2016. Measuring the effects of monetary policy on house prices and the economy. BIS Paper(88b).
- 日本経済新聞(2022. 07. 07). 日銀、6月の国債購入額16兆円超に 月間で過去最高. 日本経済新聞 <https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUB073DI0X00C22A7000000/>. (2022년 8월 1일 16:05 검색)
- 日本経済新聞 (2022. 02. 13) 家計債務とは 住宅ローン中心に増加 . 日本経済新聞. <출처: <https://www.nikkei.com/article/DGXZQOCA105XD0Q2A210C2000000/> (2022년 8월 1일 15:20 검색)>

【참고사이트】

국토교통부 통계누리. <https://stat.molit.go.kr/portal/cate/partStts.do?stts=0120000>(2022년 4월 13일 11:20 검색)

미국연방준비제도시사회 홈페이지: <https://www.federalreserve.gov/>(2022년 5월 13일 11:20 검색)

영란은행(Bank of England) 홈페이지: www.bankofengland.co.uk, 2022년 4월 16일 11:00 검색)

은행연합회. COFIX금리. <https://portal.kfb.or.kr/fingoods/cofix.php>(2022년 4월 13일 11:20 검색)

일본 e-Stats 시계열표, 총 인구, 세대수 <https://dashboard.e-stat.go.jp/timeSeriesResult?indicatorCode=0201010000000010000>(인구 수), <https://dashboard.e-stat.go.jp/timeSeriesResult?indicatorCode=0202000000000010000>(세대 수) (2022년 8월 1일 15:30 검색)>

통계청. 경기종합지수. http://kostat.go.kr/understand/info/info_kost/1/index.action?bmode=read&cd=S010001&tt=cate (2022년 4월 13일 11:20 검색)

한국부동산원. 실거래가격지수. <https://www.reb.or.kr/r-one/main.do>(2022년 4월 13일 11:20 검색)

한국부동산원. 전국주택가격동향조사. <https://www.reb.or.kr/r-one/main.do>(2022년 4월 13일 11:20 검색)

한국부동산원. 주택매매거래량. <https://www.reb.or.kr/r-one/main.do>(2022년 4월 13일 11:20 검색)

한국은행 경제통계시스템. <https://ecos.bok.or.kr>(2022년 4월 13일 11:20 검색)

한국은행. 통화정책 효과의 실물경제 파급경로. <http://www.bok.or.kr/portal/main/contents.do?menuNo=200289>(2022년 4월 18일 14:20 접속)

행정안전부 주민등록 인구통계 <https://jumin.mois.go.kr/>(2022년 4월 13일 11:20 검색)

한국은행법. 시행 2018. 3. 13. 법률 제15427호(2018. 3. 13. 일부개정). 제1조 제1항, 제6조 제1항, 제1조 제2항/BIS 홈페이지: www.bis.org

BBC News. (2021. 06. 02). Why house prices are rising so fast in a pandemic ECB 통계. https://www.ecb.europa.eu/stats/html/index_en.html(2022년 7월 25일 13:15 검색)

OECD 홈페이지: www.oecd.org

OECD 통계: <https://stats.oecd.org>

KB. 주택가격동향조사 <https://kbland.kr>(2022년 4월 13일 14:30 검색)

国土交通省(국토교통성) 不動産価格指数(住宅 https://www.mlit.go.jp/totikensangyo/totikensangyo_tk5_000085.html(2022년 8월 1일 11:05 검색)

国土交通省(국토교통성) 土地総合情報システム(국토교통성 토지종합정보시스템) <http://www.land.mlit.go.jp/webland/>(2022년 7월 13일 13:15 검색)

国土交通省(국토교통성) 令和3年度 住宅経済関連データ <3> 建築費及び地価の現状 1. 住宅建設に関するコストの概況 (1) 首都圏のマンション価格、住宅地価格、住宅建設工事費、消費者物価指数の累積変動率の推移 <출처: https://www.mlit.go.jp/statistics/details/t-jutaku-2_tk_000002.html(2022년 8월 1일 14:25 검색)>

国土交通省(국토교통성). 2020. 令和2年都市計画現況調査. (24) 生産緑地地区 https://www.mlit.go.jp/toshi/tosiko/toshi_tosiko_tk_000057.html(2022년 8월 1일 14:00 검색)

国土交通省(국토교통성) https://www.mlit.go.jp/report/press/totikensangyo05_hh_000209.html(2022년 8월 1일 17:05 검색) 기존주택 판매량지수(既存住宅販売量指数)

国土交通省(국토교통성) <출처: https://www.mlit.go.jp/totikensangyo/totikensangyo_tk5_000085.html. (2022년 8월 1일 16:05 검색)>

総務省(총무성). 2021. 令和2年国勢調査. https://www.stat.go.jp/data/kokusei/2020/kekka/pdf/outline_01.pdf(2022년 8월 1일 14:00 검색)

<https://www.bis.org/statistics/cbpol.htm>(2022년 8월 8일 15:32 검색)

<http://www.bok.or.kr/portal/main/contents.do?menuNo=200289>(2022년 7월 12일. 14:20 검색)

<http://www.bok.or.kr/portal/main/contents.do?menuNo=200288>(2022년 7월 12일. 14:15 검색)

<http://www.bok.or.kr/portal/singl/baseRate/progress.do?dataSeCd=01&menuNo=200656>, 2022.08.05. 11:20 검색)

https://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=HOUSE_PRICES(2022년 8월 8일 15:33 검색)

<https://www.ownyourhome.gov.uk>

https://www.federalreserve.gov/faqs/about_14986.htm(Who owns the Federal Reserve? , 2022년 5월 6일 14:12 접근)

https://www.kansascityfed.org/Education/documents/8190/An_Act_for_the_Ages_Lesson_FINAL.pdf(An Act for the Ages: The Federal Reserve Act, 2022년 8월 30일 11:02 접근)

<https://www.federalreserveeducation.org/about-the-fed/structure-and-functions/monetary-policy>(2022년 5월 10일 11:02 접근)

<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/waller20220324a.htm>(The Red Hot Housing Market: the Role of Policy and Implications for Housing Affordability, 2022년 5월 10일 15:30 접근)

<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/policytools.htm>

<https://www.statista.com/statistics/543443/house-owners-among-population-uk/>(2022년 5월 22일 14:00 검색)

<https://oecdecoscope.blog/2021/06/25/monetary-policy-and-housing-markets-interactions-and-side-effects/>(2022년 6월 1일 13:55 검색)

SUMMARY



A Study on the Influence Relationship Between Housing Market and Monetary Policy: in Connection with Cases in Major Countries

Italy, Park Jinbaek, Jo Yunmi, Yu Seungdong, Park Jun, Song Jeonghyun

Key words: Monetary Policy, Housing Market, Major Countries

- ☐ This study aims to provide monetary policy directions and tools that could be effectively applied to varying economic situations and housing market conditions by exploring the roles and influences of traditional and non-traditional monetary policies to address housing markets in South Korea.
- ☐ Chapter 2 explores South Korea's monetary policies and housing markets and their relationship.
 - Monetary policy consists of traditional (reserve requirement policies, open market operations, central bank's lending and deposit facilities, etc.) and non-traditional monetary policies (liquidity provisions, credit market supports, government bond purchases, etc.).
 - The Bank of Korea's monetary policy goal is price stability that can be achieved through various policies, such as base rate changes, LTV, DTI,

DSR, or regulations on total real estate loans.

- South Korea has sustained the low-interest rate trends due to a growth slowdown and a decline in housing prices, but the interest rate recently reached 2.25% because of a sharp price increase. Interest rates in housing markets followed suit.
- The way monetary policy affects the housing market can be explored through diverse interest rates, expectations, credits, and risk-taking mechanisms. The increase in interest rates lowers the demand for housing and the housing price decreases.
- Based on statistics, we can see that housing transactions and housing prices tend to decline after the increase of base interest rate (a traditional monetary tool) and the enforcement of regulation on total real estate loans.

□ Chapter 3 examines monetary policies, housing markets, and their relationships in the United States, Britain, Germany, and Japan.

- The US Federal Reserve System utilizes traditional monetary policy tools, such as open market operations, discount rates, or payment reserves, which have varying effects as housing market situations vary across regions. There was a recent rapid increase in base rates, and as housing markets became unstable, policy financial institutions applied some policies.
- In Britain, the Bank of England recently raised the base rates to stabilize the housing market bubbles. The government utilizes traditional and non-traditional monetary policies such as interest rate adjustment, LTV, etc.

-
- In Germany, which applies European Central Banks' monetary policies to have a rapid increase in base rates, the housing prices are soaring, and the rate of household debt to purchase houses is increasing. The mortgage loan requirements for buying a home are strict because the appraisal values are typically undervalued, and the credit evaluation process is conservative. The government regulates the total debt service ratio and sets macro-policies for financial stability.
 - Although housing prices are recovering in Japan, the Bank of Japan still freezes the base rates and sustains quantitative easing policies to address the current economic conditions. As for the monetary policies, the bank utilizes interest rates (currently negative interest rates), standing facilities, and intraday overdraft credit.
 - In general, the central banks utilize traditional monetary policies to influence housing markets while applying non-traditional policies to achieve policy goals depending on each country's special circumstances.
- ☐ Chapter 4 analyzes how South Korea's traditional (changes in base rates) and non-traditional monetary policy tools (regulations on total real estate loans) affect housing market fluctuations.
- In analyzing the contribution rates on housing prices through the Shapley decomposition on base rates, loan attitude index, construction completion, the number of households, and composite economic index, the effect of monetary policy of changing base rates on housing prices is the biggest. The regulations on loans have the second biggest influence on housing prices.
- ☐ Changes in monetary policies project significant influences on housing market fluctuations.

-
- As the inflation rates are one of the major monetary policy goals, there needs to consider including housing price information in the consumer price index so that housing prices can be controlled in the medium term (1 to 3 years). There needs to develop a consumer price index by including home ownership costs.
- The contribution analysis of respective monetary policies on housing prices reveals that the traditional monetary policy, the base rate changes, has a bigger influence than the non-traditional policy tool, the regulations on total real estate loans.
- Traditional monetary policy tools, such as base rate changes, have time lags influencing housing markets, but their effects are long-lasting. On the other hand, non-traditional monetary policy tools, such as the regulations on total real estate loans, have a short-term influence on the housing market with a temporary impact.
 - Accordingly, traditional monetary policies should be used to accomplish the policy goal, while non-traditional policies should take an ancillary role to support the policy effects depending on the circumstances.

수시 22-06

**주택시장과 통화금융정책의 영향 관계 연구:
주요국 사례와 연계하여**

저 자 이태리, 박진백, 조윤미, 유승동, 박준, 송정현

발 행 인 강현수

발 행 처 국토연구원

출판등록 제2017-9호

발 행 2022년 8월 31일

주 소 세종특별자치시 국책연구원로 5

전 화 044-960-0114

팩 스 044-211-4760

가 격 비매품

I S B N 979-11-5898-763-3

홈페이지 <http://www.krihs.re.kr>

© 2022, 국토연구원

이 연구보고서를 인용하실 때는 다음과 같은 사항을 기재해주십시오.

이태리, 박진백, 조윤미, 유승동, 박준, 정용훈, 송정현. 2022. 주택시장과 통화금융정책의 영향 관계
연구: 주요국 사례와 연계하여

세종: 국토연구원.

이 연구보고서의 내용은 국토연구원의 자체 연구물로서 정부의 정책이나 견해와는 상관없습니다.

이 연구보고서는 한국출판인협회에서 제공한 KoPub 서체와 대한인쇄문화협회가 제공한 바른바탕체
등이 적용되어 있습니다.

주택시장과 통화금융정책의 영향 관계 연구: 주요국 사례와 연계하여

A Study on the Influence Relationship Between Housing Market and Monetary Policy:
In Connection with Cases in Major Countries



제1장 연구의 개요

제2장 우리나라 통화금융정책과 주택시장

제3장 주요국의 통화금융정책과 주택시장

제4장 우리나라 통화금융정책의 주택시장 변동 기여도

제5장 결론 및 정책방향



KRIHS 국토연구원

(30147) 세종특별자치시 국책연구원로 5 (반곡동)

TEL (044) 960-0114 FAX (044) 211-4760

OPEN

공공누리



공공 저작물 자유이용허락



9 791158 987633

ISBN 979-11-5898-763-3

비매물/무료

93800