



단기금리와 주택가격

송윤아 연구위원

국제결제은행(이하 'BIS')의 보고서에 따르면, 단기금리 100bp 하락 시 3년 후 주택가격은 미국 5%p, 선진국 약 2%p, 신흥국 약 1.5%p 상승함. 은행의 자금조달수단에 제약이 있는 선진국(미국 제외)과 신흥국에서는 통화정책의 은행대출경로가 원활히 작동하여 장기금리보다는 단기금리가 주택가격에 더 중요한 영향을 미침. 이 보고서는 단기금리 인상만으로 주택수요가 단기간에 급격히 감소하지는 않겠지만, 적어도 주택가격 상승을 억제함으로써 정책당국이 금융시스템을 강화하기 위한 조치를 충분히 검토한 후 취할 수 있다고 강조함

■ 최근 국제결제은행(이하 'BIS')은 47개국 자료를 이용하여 단기금리가 주택가격에 미치는 영향, 미국금리의 스피로버(spillover) 효과, 그리고 주택가격 변화의 관성을 연구한 보고서를 발표함¹⁾

- 이 보고서가 분석한 대상 국가는 미국 등 선진국 20개국과 신흥국 27개국이며, 분석기간은 선진국 평균 47년, 신흥국 평균 17년임
 - 선진국에는 스페인, 영국, 뉴질랜드, 이탈리아, 아일랜드, 호주, 노르웨이, 스웨덴, 캐나다, 일본, 프랑스, 핀란드, 덴마크, 미국, 벨기에, 오스트리아, 네덜란드, 포르투갈, 스위스, 독일 등이 포함됨
 - 신흥국에는 한국을 비롯한 에스토니아, 남아프리카, 리투아니아, 홍콩, 헝가리, 불가리아, 페루, 폴란드, 슬로바키아, 필리핀, 말레이시아, 이스라엘, 멕시코, 체코, 인도네시아, 슬로베니아, 태국, 중국, 싱가포르, 크로아티아, 루마니아 등이 포함됨
- 분석기간 동안 실질주택가격은 선진국이 연평균 2.25%, 신흥국이 연평균 3.1% 상승하였으며, 신흥국으로 분류된 우리나라의 경우 30년의 분석기간 동안 실질주택가격이 0.3% 하락함(〈표 1〉 참조)

1) Sutton, G., Mihajjek, D., and Agne, S.(2017), "Interest Rate and House Prices in the United States Around the World", BIS Working Papers, No. 665

〈표 1〉 주택가격 증가율

(단위: %, 년)

구분	명목주택가격 연평균증가율			실질주택가격 연평균증가율			누적증가율		분석 기간
	평균	최대	최소	평균	최대	최소	명목	실질	
미국	6.0	18	-14	1.8	12	-17	1,332	110	47
선진국	6.8	51	-19	2.2	31	-19	2,124	173	47
신흥국	6.9	87	-39	3.1	83	-41	131	38	17
한국	3.6	17	-9	-0.3	14	-16	177	-13	30

주: 1) 선진국 20개국: 스페인, 영국, 뉴질랜드, 이탈리아, 아일랜드, 호주, 노르웨이, 스웨덴, 캐나다, 일본, 프랑스, 핀란드, 덴마크, 미국, 벨기에, 오스트리아, 네덜란드, 포르투갈, 스위스, 독일

2) 신흥국 27개국: 라트비아, 러시아, 브라질, 에스토니아, 남아프리카, 리투아니아, 홍콩, 헝가리, 불가리아, 페루, 폴란드, 슬로바키아, 필리핀, 말레이시아, 이스라엘, 멕시코, 체코, 인도네시아, 슬로베니아, 태국, 한국, 중국, 싱가포르, 크로아티아, 루마니아

자료: BIS Residential Property Price Statistics; Sutton, G., Mihaljek, D., and Agne, S.(2017), "Interest Rate and House Prices in the United States Around the World", BIS Working Papers, No. 665

■ 분석 결과를 살펴보면, 먼저 단기금리 인하는 주택가격의 점진적 상승을 초래하고, 이러한 단기금리 효과는 미국에서 상대적으로 큰 것으로 나타남

- 미국의 경우 단기금리 100bp 하락 시 주택가격 상승률은 초기에는 미미하지만 이는 점진적으로 확대되어 3년 후 주택가격이 8%p 상승함²⁾
 - 부동산 버블이 있었던 2000~2015년을 분석에서 제외할 경우 단기금리 100bp 하락 시 3년 후 주택가격이 5%p 상승함
- 자국 단기금리 100bp 하락 시 3년 후 주택가격은 선진국이 약 2%p, 신흥국이 약 1.5%p 하락하는 등 선진국과 신흥국의 주택가격은 미국에 비해 단기금리 변화에 덜 민감함³⁾

■ 둘째, 미국을 제외한 선진국과 신흥국에서는 장기금리보다는 단기금리가 주택가격에 더 중요한 영향을 미치는데, 이는 통화정책의 은행대출경로가 은행의 자금조달수단이 제약되어 있는 국가에서 보다 뚜렷하게 나타나기 때문으로 풀이됨

- 미국의 경우 장기금리 하락 시 주택가격의 상승률은 초기에는 단기금리 하락 시보다 높지만, 이는 느리게 상승하여 3년 후에 단기금리의 효과와 유사해짐
 - 미국을 제외한 선진국의 경우 장기금리의 효과가 단기금리의 1/3 수준이며, 신흥국에서는 주택

2) 미국의 경우 3개월 만기 달러화 리보 금리를 사용함

3) Shutton(2002)에 따르면 금리는 주택수요와 주택공급 모두에 영향을 미쳐 주택가격을 변화시킨다. 즉, 금리가 상승하면 주택의 임대료가치와 자산가치가 하락하여 주택보유에서 기대되는 수익률이 낮아지므로 주택수요 및 주택가격을 하락시킬 수 있으며, 다른 한편으로는 주택 생산비용을 상승시켜 주택공급을 줄이고 공급가격을 상승시킬 수 있음

가격이 장기금리에 거의 영향을 받지 않는 것으로 나타남

- 대출채권의 증권화 등 대출재원을 확보할 수 있는 방안이 상대적으로 적은 신흥국의 경우 긴축적 통화정책 실행 시 자금조달이 어려워진 은행이 부동산대출을 줄임으로써 주택수요도 감소함
 - 반면 미국과 같이 대출채권의 유동화가 가능한 경우 통화정책의 은행대출경로가 원활하게 작동하지 않아 긴축적 통화정책을 실행하더라도 은행이 부동산대출을 줄일 가능성이 타국에 비해 낮음

■ 셋째, 미국의 단기금리, 즉 글로벌 유동성은 선진국과 신흥국의 주택가격에 유의미한 영향을 미침

- 미국과 자국 단기금리가 100bp 하락하면 3년 후 주택가격은 선진국과 신흥국 모두 3.5%p 상승하며, 5년 후 주택가격은 선진국에서 5%p, 신흥국에서 5.75%p 상승함
 - 반면, 미국의 장기금리 100bp 하락 시 5년 후 주택가격은 선진국에서 6%p, 신흥국에서 3%p 상승함

■ 넷째, 주택가격은 관성이 있어 교란요인이 있더라도 약 1년 동안 같은 방향으로 지속되다가 이후 완만하게 변하는 경향을 보이는데, 이는 주거용 부동산 매매 시 발생하는 높은 거래비용 때문으로 풀이됨

- 주택과 같은 비유동 자산의 경우 주거용 부동산 매매에서 발생하는 높은 거래비용으로 인해 기초경제여건에 대한 새로운 정보가 주택가격에 신속히 반영되기 어려움
 - 과거 최대 5년 전 단기금리 변화가 현재 주택가격에 유의미한 영향을 미치기도 함⁴⁾
- 주택가격 변화에 관성이 있다는 점은 기준금리의 완만한 인하가 급속한 주택가격 상승을 초래할 가능성은 낮다는 것을 시사함

■ 미국과 한국의 연내 기준금리 인상 가능성이 높아지고 있으나, 이 보고서의 분석결과에 따르면 금리인상만으로는 주택가격이 단기간에 급격히 하락하지는 않을 것임⁵⁾

- 이 보고서는 단기금리 인상만으로 주택수요가 단기간에 급격히 감소하지는 않겠지만, 적어도 주택가격 상승을 억제함으로써 정책당국이 금융시스템을 강화하기 위한 조치를 충분히 검토한 후 취할 수 있다고 강조함

4) 이 보고서에서는 주택가격 변화에는 관성이 있다는 현실을 반영하기 위해 실질주택가격 변화율의 전기 값도 추정식에 포함하였으며, 그 결과 주택가격 변화율이 Crowel et al.(2011)보다는 2~5배 높게 나타남. Crowel et al.(2011)은 22개국을 대상으로 정책금리 100bp 인상 시 주택가격이 1%p 하락함을 보임

5) 삼성증권은 한국은행이 11월 금융통화위원회 회의에서 기준금리를 인상할 가능성을 기존 50%에서 70%로 상향조정하였음

- 주택산업연구원은 미국 기준금리가 2017년 말까지 1%p 인상되면 국내 주택담보대출금리는 4.09%로 상승하고 전국 아파트매매가격은 1.83% 하락할 것으로 예상한 바 있음⁶⁾
- 미국 3개월 이하 국고채금리는 미국 기준금리 인상 3개월 전부터 상승하는 경향이 있으며, 국내 91물 CD금리와 미국 3개월 이하 국고채금리는 2000년 이후 0.77의 높은 상관관계를 보이며 연동함 **kiri**

참고문헌



노희순 · 황은정(2017. 4), 『미국기준금리변화가 주택가격에 미치는 영향』, 주택산업연구원

Crowe, C., Dell' Ariccia, G., Igan D., and Rabanal, P.(2011), "How to deal with real estate booms: lessons from country experiences", IMF Working Papers, No. 11/91

Sutton, G.(2002), "Explaining Changes in Housing Price", Bank for International Settlements (BIS), Quarterly Review, pp. 46~55

Sutton, G., Mihaljek, D., and Agne, S.(2017), "Interest Rate and House Prices in the United States Around the World", BIS Working Papers, No. 665

6) 노희순 · 황은정(2017. 4), 『미국기준금리변화가 주택가격에 미치는 영향』, 주택산업연구원