

글로벌 부동산가격 하락에 대한 우려

1. 검토배경

- 전세계적인 집값 상승기조는 역사상 유례없는 버블로서 거품 붕괴시 소비지출 감소 및 경기후퇴 등을 우려하는 해외언론 및 전문가의 경고*가 잇따르고 있어 이를 요약 보고드립니다

* The Economist(05.6.16): "The Global Housing Boom: In Come the Waves," "After the Fall"

* Morgan Stanley(05.6.24): "From Bubble to Bubble"(Stephen Roach)

2. The Economist 기사 요약

① 전세계적인 집값 상승은 역사상 유례없는 버블

- 지난 5년간 선진 20여개국 주거용 자산의 총가치는 두배 이상 급성장 (40조→70조달러: 이들 국가의 GDP 합계 만큼 증가)
 - 90년대 전세계 주식시장 버블보다 크고(GDP 합계의 80%만큼 증가)
 - 20년대 후반 공황직전 美 주식시장 버블보다 크며(GDP의 55%만큼 증가)
 - 과거 두 번(70년대, 80년대)의 美 주택시장버블보다 3배이상 큼

② 최근의 주택버블은 투기적 수요에 의해 형성

- 美 연방준비제도이사회(FRB)는 2000년 주식시장 붕괴이후 장기불황 방지를 위해 저금리 기조를 유지하여 집값 상승요인을 제공
 - 투자자들은 주택을 닷컴기업의 불황에 따른 대체투자상품으로 인식
- 집값 과대평가의 증거: 집값과 임대료간의 격차* 확대
 - * 05년 현재 美 주택가격/임대료 비율은 75~00년간 장기추세치를 35% 상회
 - 주거목적이 아닌 투자대상으로서 부동산을 매입하기 때문에 주택가격은 오르나 임대료는 낮은 수준 유지
 - ※ 미국부동산중개인연합회(NAR) 조사결과 04년 거래주택의 23%가 실거주가 수반되지 않는 투자목적이며 거래주택의 13%는 두 번째 주택으로서 매입
 - ※ 한국의 경우도 재건축 아파트의 경우 집주인 거주비율이 10% 내외
 - 강남지역 전세/매매가격 비율: (02년) 50.5 → (05.6) 42.0

- 月 임대료로 주택담보대출의 月 원리금상환을 충당하지 못함에도 불구하고 은행차입을 통해 매입을 지속하는 버블의 전형적인 모습
- ※ 한국의 경우 주택담보대출이 01년말 85.4조원→02년말 131.3조원→03년말 152.4조원→04년말 169.1조원→05.4월말 174.2조원으로 증가
- 05.5월말 현재 전년말 대비 주택담보대출 증가율은 특정 5개지역(강남, 서초, 송파, 분당, 용인)이 9.5%로 이를 제외한 기타지역 3.0%의 3배에 달했음

③ 주택버블은 필연적으로 붕괴

- 주택가격의 하방경직성을 감안하더라도 다음사항 고려시 현재의 버블은 붕괴가능성이 과거에 비해 매우 높은 것으로 분석
 - (i) 현재의 주택가격 상승은 과거의 버블에 비해 특히 과도
 - * 최근 10년간 미·영·호주의 평균 주택가격 상승폭은 버블붕괴 직전 일본의 10년간 주택가격 상승폭을 훨씬 상회(일본은 1991년 이후 주택가격 40% 하락과 장기불황을 이미 경험)
 - (ii) 전반적 물가수준이 낮는데 유독 주택만이 높은 가격을 형성
 - (iii) 실수요가 아닌 투자목적의 주택보유가 많은 만큼 가격하락시 투자자들은 보유보다는 매도로 반응할 가능성이 높음
- ⇒ 가격상승이 멈출 것이라는 기대가 확산되는 순간 대출상환 부담이 큰 투자자들로부터 매각이 시작되어 가격이 하락할 것
 - * 영국과 호주의 경우 각각 04년과 02년의 1.25% 금리상승이 주택가격 하락을 촉발
- ⇒ Economist지는 많은 나라에서 향후 5년간 20% 이상의 주택가격이 하락할 것으로 전망
- 미국도 이러한 버블붕괴 우려에서 예외일 수는 없다는 평가
 - * 한정된 국토, 꾸준한 가구증가 때문에 주택이 장기적으로 부족하다고 믿어온 영국에서도 가격 하락현상이 나타나는데, 가구증가에 비해 주택공급이 훨씬 빠른속도로 증가하는 미국에서 주택가격 하락이 일어나지 않으리라 장담할 수 없다는 주장
 - * 미국의 경우 그간 대부분이 고정금리부 장기대출이었기 때문에 작년 한해 점진적인 2% 금리인상이 영향을 미치지 않았으나 변동금리부 대출이 증가함에 따라 효과를 미칠 것으로 예상
 - 미국부동산중개인연합회(NAR)에 따르면 주택가격상승이 컸던 주요 卅의 경우 주택담보대출중 변동금리부 대출이 이미 50%에 달했다고 분석

- 다만, 버블 붕괴는 필연적인 것이나 구체적으로 언제 버블이 붕괴될 것인지를 예상하는 것은 불가능하다는 것이 문제

* 역사적으로 금융버블은 경제주체들이 합리적으로 예상하는 것보다 오래 지속되는 경향을 보여왔으며 과거 통계를 감안할 때 현재 상황은 버블 붕괴시점이 이미 도래한 것으로 보이지만 집값은 계속 상승하고 있는 상황

4] 버블 붕괴시 심각한 파급효과가 우려

- 버블붕괴시 집값 하락은 전세계 동시다발적으로 일어날 가능성이 크며 경제전반에 미칠 파급효과도 클 것

* IMF는 1970-2001년간 버블붕괴사례 20개를 분석한 보고서에서 대부분의 경우 3년 이내에 GDP가 장기추세선에서 평균 8% 하락하는 불황이 초래된다고 지적

- 01년 이후 미국 전체 일자리의 40%가 부동산 활황과 관련한 건설, 부동산중개업 등인만큼 집값 하락이 미칠 파급효과가 심각할 전망

- 주식투자자와 달리 부동산의 경우 매입을 위해 은행차입에 의존한다는 점도 주식버블 붕괴보다 더 위험한 이유

- 소비도 크게 위축될 가능성: 그동안 집값 상승기대에 따라 지출을 늘렸던 소비자들이 지갑을 닫게 될 것이기 때문

* 네덜란드의 경우 2000년 20%에 달했던 주택가격 상승이 2003년 0%로 안정되었으나 이로 인해 2003년 소비지출이 감소하고 경기침체를 유발

5] 통화당국의 딜레마

- 주택가격 안정을 위한 先制的 금리인상은 경기위축 등 부정적 영향을 더욱 심화시킬 가능성

* 1929년 미 연준 및 1989년 일본은행은 높은 주택가격의 상승에 대응하여 조기에 금리를 인상하였으나 이에 따라 미국과 일본은 장기불황에 직면

- 버블붕괴 후에 事後的 대응을 하기 위한 정책수단 부재

- 3%의 낮은 정책금리와 과도한 재정적자로는 금리인하 및 재정지출 증대 등을 통한 효율적 경기대응에 한계

* 2000년 주식시장 버블 붕괴시 미국은 재정흑자를 누리고 있었으며 美 연준은 5.5%p의 공격적 금리인하가 가능하였으나 현재는 당시에 비해 대응여력이 매우 약화된 상황

3. Morgan Stanley 보고서 "From Bubble to Bubble" 요약

- 현재의 주택가격 버블은 5년전 주식버블의 再版이자 후속편
 - 5년전에도 주식시장의 과대평가에 동의않는 이들이 많았듯이 현재의 상황도 버블이 아닌 실수요에 기인한다고 보는 견해가 있으나
 - ⇒ 과거와 달리 투자목적의 주택보유*와 위험한 주택담보대출 형태**가 크게 늘어났음을 감안시 버블이 분명
 - * 실수요가 아닌 투자목적 주택보유비중: 95년말 2%→ 05년 현재 11.5%
 - ** Interest-only mortgage: 구입후 일정기간동안 원금상환없이 이자만 납입하는 대출상품
Negative amortization mortgage(역상환 모기지): 주택구매자가 이자금액보다 적은 금액을 내고 미납된 원금 및 이자는 대출원금에 가산

- 이러한 주택버블은 주식버블 전후 美 연준의 금리조절 실패에 기인
 - 미 연준은 90년대 후반 주식버블 초기에 금리인상을 통한 선제적 대응에 실패
 - 주식버블 붕괴후에는 불황방지를 위해 2002년부터 3년간 실질 금리를 마이너스로 유지한 결과 채권 및 주택버블 형성
 - 버블에 대응하기 위해 금리인상을 하려해도 크게 늘어난 가계 부채*와 변동금리부 대출**로 인한 충격 가능성이 우려됨
 - * 2000-2004 5년간 GDP 대비 가계부채규모는 70→90%로 20%p 증가 (1985-1999 15년간의 상승 폭에 필적)
 - ** 전체신규 주택담보대출중 변동금리부 대출비중은 최근 40%에 달함
 - 이러한 우려 때문에 연준이 결국 공격적 금리인상을 단행할 수 없을 것이라는 도덕적 해이까지 가세하여 버블이 계속 커지는 상황(미 소비자의 불패신화 “too big to fail”)

4. 기타 언론 및 투자은행들의 버블 붕괴에 관한 견해

- Goldman Sachs: 주택가격이 조금만 하락하여도 가계소비는 크게 둔화될 수 있는 위험한 상황임을 경고(4.15)

- Lehman Brothers: 과열된 주택시장의 붕괴가 많은 투자자들이 몰려 있는 다른 시장에 도미노효과(domino effect)를 미칠 가능성(6.10)

□ **New York Times: 주택가격의 하락에 따른 富의 효과 감소로 가계소비 둔화 등 경제에 미칠 부작용의 가능성을 경고(6.16)**

* 30년 상환 조건의 30만달러 모기지의 경우 고정금리가 적용되는 최초 5년 간은 매월 1,250달러를 납부하나 현재의 금리인상 추세를 감안하면 2010년부터는 최고 2,100달러를 납부할 가능성이 있다는 분석 제시

◇NYT "과도한 모기지대출, 시한폭탄이나 다름없다" (6.16) - 이데일리(6.17)기사중 발췌

뉴욕타임스(NYT)는 부동산 버블의 위험을 거론하며 특히 미국의 과도한 모기지(주택담보대출)를 문제삼았다. 금리 상승 시대를 맞아 금리변동 위험이 큰 변동 모기지를 이용하고 있는 미국 가계가 언젠가 그 댓가를 치를 것이란 우려다.

NYT는 "미국인들이 전후 최저 수준인 모기지 금리를 활용 주택구입에 열을 올리고 있다"며 그러나 "시중금리 상승으로 모기지 금리도 상승하면 주택 구입자들은 큰 타격을 받게 될 것"이라고 강조했다.

30년만기 모기지를 통해 30만달러짜리 주택을 지금 구입할 경우 미국인들은 현재 금리로는 월 1250달러만 내면 된다. 그러나 금리가 오를 경우 2010년 경부터는 지금의 두 배에 가까운 최고 2100달러를 매달 납부해야 한다. 이 경우 상당수 미국인들이 파산에 처할 것이며 미국 경제에 심각한 위협이 된다고 NYT는 경고했다.

NYT는 국제 금융계에서 '닥터 돔(Dr.doom)'이란 별칭으로 유명한 투자전략가 마르크 파버의 발언도 인용했다. 마크 파버는 1987년 블랙먼데이, 1990년대 일본 부동산 버블 붕괴를 예측한 것으로 유명한 인물이다.

파버는 "미국 부동산 시장에 거품이 잔뜩 끼어 있다"며 "미국 부동산 가격 상승은 전국적 현상이 아니라 일부 지역에 국한된 국지적 현상으로 우려할 만한 일이 아니라는 앨런 그린스펀 연방준비제도이사회의장(FRB) 의장의 주장은 완전히 틀렸다"고 강조했다.

□ **Wall Street Journal: 주택가격이 오를 것을 예상하여 주택구입을 서두르는 최근의 행태에 대해 연준이 우려하고 있음을 보도하며 주택가격 하락이 소비둔화로 이어질 것이라고 분석(6.16)**

◇WSJ "집값 하락, 닷컴 붕괴 때보다 더 위협"(6.16) - 이데일리(6.17)기사중 발췌

WSJ는 주택 가격이 급락할 경우 과거 닷컴 버블 붕괴 때와는 비교할 수 없는 사태가 벌어질 것이라고 경고했다. 부동산 시장의 규모가 주식이나 기타 자산 시장 규모보다 훨씬 크기 때문에 파급 효과도 더 크다는 논리다.

3월 말 현재 미국의 전체 주택 가치는 미국 국내총생산(GDP)의 145%에 육박한다. 반면 주식 및 뮤추얼펀드의 가치는 GDP의 82%에 불과하다. 주식 및 뮤추얼펀드 가치는 미국 주식 시장이 최고 정점에 올랐던 2000년에도 GDP의 130%에 그쳤다 .

특히 주택은 주식과는 달리 거래가 쉽지 않아 가격이 붕괴되면 은행이 상당한 충격을 받을 수 있다. 미국의 경우 은행권 자산의 40%가 주택담보대출이어서 집 값이 급락하면 은행 자산의 부실화가 초래된다.

주택가격 급락은 소비심리에도 악영향을 미쳐 경제 전반을 억누를 전망이다. 국제통화기금(IMF)은 보유주식 가치가 1달러 줄면 4센트의 소비 감소가 나타나지만 주택자산 감소에 따른 소비 위축 효과는 1달러당 무려 7센트에 달한다고 분석했다. IMF의 마코 테론 이코노미스트는 "전 세계적으로 집값이 동시 다발적으로 오른 만큼 가격 하락도 동시에 나타날 수 있다"고 경고했다.

WSJ는 예일대 로버트 쉐러 교수의 말을 인용해 "부동산 가격이 하락하기 시작하면 전세계적인 경기침체를 초래할 수도 있다"고 경고했다. 쉐러 교수는 최근 자신의 저서를 통해 "미국을 비롯한 전세계 부동산 시장의 버블 붕괴는 시간 문제"라고 주장한 바 있다.