

碩士學位論文
指導教授 이 용 만

金融自律化에 따른 住宅價格의
變化에 관한 研究

A Study on Changes of Housing Prices due to
Financial Autonomy

2002年 12月

漢城大學校 行政大學院

不動產學 專攻

李 仁 析

碩士學位論文
指導教授 이 용 만

金融自律化에 따른 住宅價格의
變化에 관한 研究

A Study on Changes of Housing Prices due to
Financial Autonomy

위 論文을 不動產學 碩士學位論文으로 提出함

2002年 12月

漢城大學校 行政大學院

不動產學 專攻

李 仁 析

李仁析의 不動産學 碩士學位 論文을 認定함

2002年 12月

審査 委員長 印

審査 委員 印

審査 委員 印

목 차

제 1 장 서론	1
제 1 절 연구의 목적	1
제 2 절 연구의 범위 및 방법	4
제 2 장 주택시장과 주택가격의 본질에 대한 고찰	5
제 1 절 주택과 주택시장의 기초개념	5
1. 주택의 특성	5
2. 주택시장 분석의 기초개념	7
제 2 절 주택가격이론	10
1. 수요공급이론	10
2. 자산가격이론	18
제 3 장 금융자율화와 주택금융시장	21
제 1 절 금융자율화	21
1. 금융자율화의 필요성과 내용	21
2. 금융자율화에 따른 금융시장의 변화	29
제 2 절 주택금융시장	38
1. 주택금융시장의 규모현황	38
2. 주택금융시장의 형태와 구조	40
3. 금융환경변화에 따른 주택금융시장의 변화	53
제 4 장 금융자율화에 따른 주택가격변화	65
제 1 절 금리와 자산가격	65
제 2 절 금리와 주택가격	68

제 5 장 결 론	75
참 고 문 헌	78
ABSTRACT	82

표목차

<표 3-1> 금리자유화 이후의 자유금리상품의 비중	29
<표 3-2> 제도권 주택금융의 추이	40
<표 3-3> 부문별, 기관별 주택금융시장 점유율 추이	42
<표 3-4> MBS 발행실적, 2002년	43
<표 3-5> ABS와 KoMoCo MBS의 만기구조 비교	44
<표 3-6> 주택자금대출금리, 은행수신금리 및 시장금리 추이	45
<표 3-7> 금리유형별 은행대출금 비중 추이	46
<표 3-8> 금리수준별 은행대출 비중 추이	47
<표 3-9> 국민은행 가계주택자금대출의 대출기간 구조: 신규취급액 기준	48
<표 3-10> PIR 및 LTV 추이	53
<표 3-11> 금리자유화 추진상황	54
<표 3-12> 금융개혁의 내용	58
<표 4-1> 주택가격증가율과의 교차상관계수	73
<표 4-2> 주택가격증가율과의 교차상관계수	74

그림목차

[그림 2-1] Wheaton and DiPasquale모형에 의한 주택임대료와 주택가격의 결정	16
[그림 2-2] 이자율 하락이 주택가격에 미치는 영향	17
[그림 3-1] 유동화한 NHF대출의 조기상환율과 은행·기금간 대출금리 차이	49
[그림 3-2] 주택지불능력지수(HAI) 측정 흐름도	51
[그림 3-3] 주택 지불능력 지수 추이	52
[그림 4-1] 금리와 아파트 가격변동 추이	69

제 1 장 서 론

제 1 절 연구의 목적

세계경제의 상호의존관계가 심화됨에 따라 ‘금융의 세계화’가 진행되고 선진 각국에서 금융혁신을 통해 금융구조가 급변함에 따라, 한국의 금융 산업도 빠른 속도로 재편되지 않으면 대외경쟁력을 가질 수 없을 만큼 전환기에 직면하고 있다. 그런데 한국의 금융이 재편될 필요성은 이미 1980년대 초반부터 제기된 이래, 그 재편의 기본 방향으로 금융자율화가 제시되었고, 그 방향에 따라 금융제도의 재편이 지금까지 진행되고 있다.

이러한 금융자율화의 일환으로 실시되어진 1998년 금리자유화가 전면적으로 실행되면서 금융계는 물론 사회경제에 커다란 변화를 가져오게 되었다.

98년 이후 저금리 현상이 뚜렷해지면서 저금리 경제상황은 이제 더 이상 이웃나라의 일만이 아니게 되었다. 최근 환율급등 및 물가불안에도 불구하고 국채금리는 5%대, 물가상승률과 세금을 제외한 실질 예금금리는 1%대로 저금리 경제체제는 이미 정착되었다.

외환위기 이후 IMF의 처방에 따른 일시적인 금리폭등 이후 우리나라의 금리는 장기적으로 하락추세이며 이제 본격적인 저금리시대의 도래에 대비해야 한다는 목소리가 높아지고 있다. 시장금리는 자금의 수급에 의해 결정된다는 점에서 국내 자금시장은 초과공급 상태이다. 풍부한 유동자금이 고수익을 쫓아 흐를 것임을 예상할 수 있다.

이러한 상황에서 사람들은 보유하고 있는 현금을 은행에 넣기보다는 주택에 투자하며 낮은 금리로 대출 받을 수 있기 때문에 계속적으로 가격이 상승하고 있는 주택에 투자하고자 하는 경향이 나타나고 있다.

이처럼 주택시장도 저금리체제에 의한 버블형성의 징후가 포착되고 있는 등 저금리는 현재 우리나라 경제전반에 걸친 태풍의 눈이라 할 수 있으며 저

금리체제는 국내 주택의 자산 가치를 상승시키는 효과를 초래하고 있다.

지난 97년 외환위기 이후 3년 만기 회사채 금리가 12-15%에 이르는 고금리 체제에 들어서자 아파트 가격은 가파른 하락세를 나타냈으며 98년 말 이후 회사채 금리가 한 자릿수로 떨어지면서 아파트 가격은 안정세에 접어들었다. 그러나 2001년 3/4분기 3년 만기 회사채 금리가 6%까지 떨어지는 저금리 체제로 들어서면서 아파트 가격이 2002년 3/4분기까지 크게 올라 반비례 관계가 뚜렷해 졌다.¹⁾

2002년 현재 저금리 상황에서 아파트 값이 급등한 가운데 정부의 잇따른 대책에도 불구하고 좀처럼 진정되지 않자 부동산 시장의 거품을 우려하는 목소리가 커지고 있다. 아파트를 사는데 금융기관들이 경쟁적으로 대출해주자, 1억원을 빌려도 월이자 부담이 50만원선에 불과하고 사두면 이자내고도 남는다는 식으로 계산한 가수요도 작용했기 때문이다. 양도소득세 과세 강화가 골자인 9.4대책 이후 재건축 아파트를 중심으로 서둘러 팔려가는 물건도 나오고 있지만 전반적인 부동산 시장은 지켜보자는 분위기가 우세한 편이다. 이러한 현상은 우리나라만의 일이 아니다. 최근 저금리 상황에서 증시가 맥을 못추자 부동산 시장으로 자금이 쏠리고 있으며 한국 뿐 아니라 경기를 떠받치기 위해 저금리 정책을 쓰고 있는 나라에서 공통적으로 나타나는 현상이다.

미국의 30년 만기 주택저당대출금리는 35년 만에 가장 낮은 6.25% 수준이었으며 지난 2년 동안 가계의 주택담보대출이 19% 늘었고 대도시의 주택가격은 지난해 말에 비해 18-20%정도씩 올랐다. 주택저당대출 금리가 5.5% 아래로 떨어진 영국과 집을 담보로 6%대의 이자를 내면 돈을 빌릴 수 있는 프랑스도 비슷한 상황이다.²⁾

지금 현재 중요한 문제는 저금리를 유지해도 넉넉한 시중자금이 기업으로

1) 이학구, “금리오르면 집값 떨어진다”, 2002. 11.27,

<http://www.seri.org/fr/fPdsV.html>

2) 김동호, “부동산 거품”, 중앙일보 2002. 9.11,

<http://news.empas.com/issue/show.tsp/153/20020911n03300>

들어가지 않고 부동산 시장으로 흘러든다는 점이다. 기업들은 경기회복 전망이 불투명하자 설비투자과 기술개발보다 은행대출 상황 등 재무구조 개선에 치중하고 있다. 가계대출이 급증한 지난 1년 반 동안 대기업의 은행 대출은 오히려 2조원 정도 줄었으며 정부는 금리를 올릴 경우 그나마 내수로 지탱하는 경제 기반이 흔들려 거품에 따른 부작용보다 더 큰 악영향을 끼칠 수 있다는 점을 고려하여 9.4 주택안전대책에서 주택담보대출비율은 낮추면서 금리인상은 하지 않았다. 정부는 또한 물가 상승률이 2%대로 낮으므로 금리를 올릴 필요가 없다는 입장이었다. 하지만 물가가 안정되어 있어도 거품은 생길 수 있다는 것이다.

일본의 경우 86-88년에 안정된 물가를 이유로 금리를 올리지 않았다가 부동산의 거품을 더욱 부풀렸던 것으로, 자산시장의 거품은 형성되기 전에 차단하는 것이 최선이였다. 그러려면 먼저 금리인상시기를 놓치면 안되었다. 일본은 89-90년에 급격하게 금리를 올렸는데 이미 부동산 거품이 한껏 부풀어 올라 있을 때였기 때문에 오히려 경기침체를 부채질하는 결과를 가져왔다. 그렇다고 짧은 기간에 급격하게 금리를 올리면 대출을 받아 집을 산 사람들이 큰 타격을 받을 수 있다. 집값이 급락하면서 개인이 파산하고 금융기관의 부실채권도 늘어나게 된다. 즉, 선부른 금리인상이나 주택담보 대출의 급격한 축소는 부동산가격의 하락, 대출담보비율의 하락, 은행의 대출 회수, 가계의 부동산 처분에 의한 가격폭락이라는 악순환을 불러올 수 있다.

이와 같이 주택가격에 대한 금리의 영향력은 급격히 커지고 있는 것으로 나타났다. 이는 주택시장이 선진국형인 금리 민감형부동산 시장으로 바뀌고 있는데 따른 것으로 주택공급량보다 금리가 집값의 흐름을 좌우하는 가장 큰 요인으로 변화하고 있다는 것을 의미한다.

이러한 금리와 주택가격의 뚜렷한 연관성이 있음에도 불구하고 이에 관한 연구는 거의 없는 실정이다. 또한 주택금융시장의 활성화와 문제점을 보다 정확하게 파악하고 주택가격 안전을 위한 대책마련을 위해서는 금리와 주택가격간의 관계를 파악하는 것이 무엇보다 중요하다고 하겠다.

따라서 본 연구에서는 지금까지 연구 개발된 주택가격 관련 이론들을 살펴보고 금융자유화에 대한 일반적인 특징과 주택금융시장의 규모와 변화를 실질적으로 파악하고 난 후, 금융자유화에 따른 주택가격의 변화를 분석하여 이를 토대로 주택금융시장 활성화 정책과 개선방안을 모색하고자 한다.

제 2 절 연구의 범위 및 방법

본 연구는 서론을 포함하여 전 5장으로 구성되어 있으며 본 논문의 장별 구성내용을 간략하게 설명하면 다음과 같다.

구체적인 연구 범위로는 제 1장 서론에서는 연구의 목적과 연구의 범위 및 방법에 대해 기술하였고, 제 2장에서는 주택시장의 특성과 금리에 따른 주택가격이론을 살펴본다. 제 3장에서는 금융자유화에 따른 변화와 한계점 등을 살펴보고 주택금융시장의 규모와 변화추이를 고찰한 후, 제 4장에서는 이를 토대로 금융자유화에 따른 주택가격의 변화로써 금리와 주택가격이 어떠한 관계에 있는지를 파악하여 주택가격 결정의 안정을 위한 개선방안과 대책을 모색하고자 한다. 마지막 제 5장에서는 결론으로 총 5장으로 구성하였다.

본 연구의 방법은 국내·외 학술저서, 연구논문, 국내 간행물·일간지 및 인터넷상의 부동산관련 자료와 공식적인 통계자료 등의 실증적 자료를 이용한 문헌연구방법을 사용하여 분석하고자 한다. 우리나라의 주택가격결정 이론들을 파악하고 우리나라의 금리에 따른 주택가격 변화를 분석함으로써 주택금융시장의 문제점을 파악하고 우리나라 주택금융의 활성화를 위한 개선방안을 모색하고자 하였다.

제 2 장 주택시장과 주택가격의 본질에 대한 고찰

제 1 절 주택과 주택시장의 기초개념

1. 주택의 특성³⁾

1) 이질성

주택이 보통의 재화와 구별되는 첫 번째 특성은 이질성이다. 주택은 건물의 형태, 대지 및 건평, 방의 개수, 건축재료, 부엌, 화장실, 욕실 등 각종 부대시설의 개수 및 형태 등의 물리적 속성 뿐 아니라 주변환경, 직장, 시장, 각급학교, 병원, 기타 공공시설과의 근접도, 교육, 치안, 위생 등 공공서비스 및 기반시설의 여건 등 여러 가지 차원에서 구별된다. 따라서 주택을 구입 또는 임대한다는 것은 이 같은 모든 속성들의 집합체를 사거나 일정기간 동안 빌린다는 의미이다.

2) 외부적인 영향

주택은 위치가 고정되어 있으며 이웃과 관련한 각종 외부효과의 영향을 받는다. 주택은 토지 위에 불박이로 지어진 건축물이므로 이동이 불가능하다. 따라서 만일 이웃에 연탄공장이 있다면 그 공장이 조업하는데 매연으로 인한 피해를 감수할 수밖에 없다는 것이다.

3) 내구성

주택의 세 번째 특성은 내구성이다. 한번 건축된 주택은 관리하기에 따라 수십년 이상의 수명을 가지며 철거에 적지 않은 비용이 소요된다. 따라서 과

3) 김경환, 서승환, 「도시경제론」, 홍문사, 1994, pp. 208-209.

거의 도시 형태가 현재와 장래에까지 중요한 영향을 끼치게 된다는 것이다.

4) 수익창출

넷째로 주택은 주거서비스를 창출하는 내구소비재일 뿐 아니라 자본이득이라는 수익을 창출하는 자산이기도 하다. 따라서 도시가구들은 소비자와 투자재라는 두 측면을 동시에 고려하여 주택을 살 것인가 임차할 것인가를 결정하고 동시에 주택규모를 선택한다. 대부분의 나라에서 주택은 가계가 보유하는 가장 중요한 자산인데 우리나라 1987년도 국부조사 결과에 따르면 토지를 제외한 가계의 실물자산 중 주택의 비중이 49.4%에 달하였다. 그런데 주택을 구입하려면 가구소득의 수년치에 해당하는 목돈이 필요하므로 주택구입에 따르는 자금조달 부담을 주거서비스 소비기간에 걸쳐 분산시킬 수 있게 하는 주택금융의 역할이 크며 집을 살 능력이 없거나 살 의사가 없는 사람들을 대상으로 한 임대시장이 매우 중요하다는 것이다.

5) 거래비용

주택이 갖는 또 하나의 특성은 거래비용이 크다는 점이다. 주택의 구입은 이주를 수반하며 여기에는 새로운 주택을 찾는데 드는 비용, 부동산 중개수수료, 취득세, 등록세 등의 거래 부대비용 그리고 이사에 따른 금전적, 정신적 비용을 포함한 이사비용 등이 든다는 것이다. 뿐만 아니라 주택에 관한 정보는 다른 재화의 경우에 비해 불완전하고 국지적이다. 따라서 소득이나 가족구성의 변화로 수요가 변하더라도 즉각적인 거래를 통해 수요를 조정하지 않는 경향이 있어 다른 재화에 비해 거래 빈도가 낮다.

6) 기존주택의 중요성

주택시장에서는 기존주택이 매우 중요하다. 주택의 건설에는 수개월 내지

수년까지의 시간이 소요되며 매년 상당수의 기존주택이 노후하여 소실되므로 1년 사이에 늘어나는 주택의 수는 그 전년 말 현재 기존주택에 비해 미미하다. 이 비율은 미국의 경우 1960-70년 평균 2.2%, 영국의 경우 1% 정도로 추정되며 우리나라 경우는 주택건설 통계가 완공기준이 아닌 건축허가기준이라 정확한 계산은 어렵지만 1980-88년 기간 중 신규주택은 전체 공급의 3.7-4.8% 수준이었다.

이밖에도 주택부분은 국민경제 전체에서 큰 비중을 차지하며 주택부분의 경기변동이 경제전체의 경기변동에 적지 않은 영향을 미친다.

2. 주택시장 분석의 기초개념⁴⁾

1) 가격과 수량

어느 재화시장의 균형을 분석하려면 수요곡선과 공급곡선을 알아야 하며 이를 위해서는 재화의 단가와 수량이 잘 정의되어야 한다. 그러나 주택은 이질적이기 때문에 수량의 단위를 정하기 어렵다. 1억원짜리 주택과 2억원짜리 주택이 있을 때 단가는 같은데 2억원짜리 주택에 포함된 주택수량이 1억원짜리 주택의 두배인지 아니면 수량은 같은데 주택 한 단위의 가격이 두배인지 알 수가 없다. 따라서 주택매매가격 또는 임대료를 단가와 수량으로 구분해야 한다. 이같이 주택매매가액 또는 주거비지출액을 단가와 수량으로 분리하는 방법으로 헤도닉 가격함수가 많이 이용된다. 먼저 주택매매가액 또는 임대료를 주택의 중요속성에 대해 회귀분석하여 각 속성 1단위가 증가하면 매매가격 또는 임대료는 몇 % 상승하는지를 계산한다. 다음으로 일정한 표준주택을 정하여 예컨대 도심으로부터 10km 지점에 위치한 입식 부엌과 수세식 화장실 및 욕실을 갖춘 방 세 개 짜리 30평형 아파트에서 1년 동안 창출되는 주거서비스의 수량을 100이라 하고 앞에서 얻은 가중치를 사용하여 임

4) 김경환, 서승환, 「도시경제론」, 홍문사, 1994, pp. 210-213.

의 다른 주택에 포함된 주거서비스의 수량을 표준주택에 대한 수치로 계산한다. 끝으로 매매가격이나 임대료를 수량으로 나누면 단위가격을 구할 수 있다.

2) 매매가격과 임대가격

주택시장분석에 있어서 중요한 개념은 자산가격 혹은 매매가격과 임대가격 그리고 사용자 비용이다.

분석을 단순화하기 위해 주택이 감가상각되지 않고 보수 유지비용도 들지 않는다고 가정하자. 그렇다면 가격이 V 인 주택의 임대료 P 는 얼마가 되겠는가? 금리가 i 라면 임대료는 V 원의 이자비용인 iV 가 될 것이다. 이 주택을 짓기 위해 은행에서 돈을 빌렸다면 금리비용이 명시적인 비용이고 만약 여유자금으로 주택을 지었다면 이 자금의 기회비용이 금리비용과 같기 때문이다. 어느 경우든 매매가격과 임대가격 사이에는 다음의 관계가 성립한다.

$$P=iV$$

그런데 현실적으로 주택에 대해서는 감가상각, 세금, 유비지, 자본이득 등을 추가로 고려해야 하므로 위의 식을 수정해야 한다. 표준주택 한 단위의 자산가격을 V , 임대가격을 P 라고 하고 감가상각률을 δ , 자산가격의 상승률을 g , 재산세의 실효세율을 τ , 그리고 수선유지비를 mV 라 하면 균형상태에서는 P 와 V 사이에 다음의 관계식이 성립된다.

$$P=(i+\tau+m+\delta-g)V=pV$$

여기서 pV 는 1단위의 주택을 1년간 사용하는데 따르는 비용으로 사용자비용이라고 한다. 사용자 비용은 어떤 가구가 주택을 소유하든지 임차하든지, 주택구입을 위해 얼마의 용자를 받든 관계없이 적용된다.

주택과 다른 자산에서 비롯되는 순수익률이 같아야 한다는 균형조건으로부터 위의 식은 도출할 수 있다. 어떤 투자자가 V원을 들여 임대주택을 건설하여 세를 놓는다면 1년 동안 임대료 수입 P와 자본이득 gV를 얻는 반면 재산세, 수선유지비 및 감가상각비만큼의 비용을 지불해야 하므로 주택으로부터의 순수익률은

$$\frac{P+gV-(\tau+m+\delta)V}{V} = P/V+g-(\tau+m+\delta)$$
이 된다.

한편 이 투자자가 V원으로 금융자산을 매입하면 같은 기간 동안 순수익률을 얻을 수 있다. 그런데 균형상태에서는 V원을 어느 자산에 투자하든지 순수익률이 같아야 하므로

$$P/V+g-(\tau+m+\delta)=i$$
가 되고 이 식으로부터 앞에서 설명한 $P=(i+\tau+m+\delta-g)V=pV$ 의 식을 얻을 수 있다.

만약 자가 주택과 임대 주택에 대해 동일한 세금이 부과된다면 위의 식에서 임대가격은 자가 보유자가 스스로에게 내는 임대료 즉 귀속임대료로 볼 수 있다. 따라서 위에서 언급한 바와 같이 경제학적 사용자비용은 자가주택에 사는 사람에게나 셋집에 사는 사람에게나 마찬가지로 적용된다.

제 2 절 주택가격이론

1. 수요공급이론

1) 주택수요함수⁵⁾

주택수요함수란 개별 가구가 일정기간 동안 소비하고자 하는 주거서비스의 양이 어떤 변수에 의해 결정되는지를 나타내는 함수이다. 주택수요를 결정하는 중요한 변수들은 주택의 상대가격과 가구실질 소득 그리고 기타 가구속성 등이므로 주택함수는 다음과 같이 표시할 수 있다.

$$H_d = D(P, Y, Z)$$

여기서 Y 는 가구소득을 나타내며 Z 는 가구원수, 가구주의 연령 등 가구의 특성을 나타내는 벡터이다. 주택은 내구재이므로 그 해의 통상소득보다는 오랜 기간에 걸쳐 정상적인 상태에서 가구들이 기대할 수 있는 소득 즉 항상 소득이 주택수요를 결정한다고 볼 수 있다.

P 는 주택의 상대가격인데 주거서비스의 소비량을 결정하는 변수는 일정기간 동안 주거서비스를 한 단위 사용하기 위해 부담해야 하는 사용자비용이므로 P 는 셋집의 경우 지불임대료, 자기집의 경우는 귀속임대료가 된다. 따라서 주택의 매매가격이 상승하는 동시에 이자율의 하락하여 사용자 비용 값이 전과 같다면 주택수요량은 변하지 않는다. 만약에 P 가 고정되어 있다면 주택수요를 매매가격 V 의 함수로 표현할 수 있다.

개별 가구의 주택수요함수도 다른 재화나 서비스에 대한 수요함수와 마찬가지로

5) Mute, Richard F. and Allen C. Goodman. *The Economics of Housing Markets*, Harwood Academic Publishers, 1989.

가지로 가계의 효용극대화 필요조건으로부터 도출되며 시장수요함수는 개별 수요함수의 합으로 구성된다. 시장수요곡선은 임대가격에 대해 음의 기울기를 갖는데 흔히 사용되는 함수형태는 아래 식과 같은 로그-로그(Double log) 형태이다

$$\ln H = \text{상수} + \alpha * \ln Y + \beta * \ln P + \gamma * Z$$

이 식에서 $\ln Y$ 와 $\ln P$ 의 계수 $\alpha(>0)$ 와 $\beta(<0)$ 는 각각 주택수요의 소득 및 가격 탄력치를 나타내며 주택구입량에 관계없이 일정한 값을 갖는다.

주택수요의 소득 및 가격탄력치는 각각 주택수요가 소득과 상대가격의 변화에 대해 얼마나 민감하게 반응하는지를 나타내므로 주택시장분석 및 주택정책의 효과분석에 널리 쓰이는 중요한 지표이다. 외국자료의 추정결과에 따르면 소득탄력치는 대체로 0.2에서 0.7의 범위에 있으며 임차가구에 비해 자가가의 탄력성이 높고 통상소득 보다는 항상 소득을 사용할 경우에 탄력치가 더 크다. 한편 가격탄력치는 절대값을 기준으로 미국의 경우 0.6에서 1.0 정도이고 개발도상국이 경우 추정치의 범위가 더 넓다.

상대가격과 실질소득 외에 주택수요에 영향을 미치는 변수에는 주택금융의 지원금액 및 이자율, 주택관련 세금 부담, 인구 및 인구의 연령별 구성비, 가구형성 추세 및 가구원의 연령별 구성, 혼인연령 등이 있다.

2) 주택공급함수⁶⁾

주택수요와 마찬가지로 주택공급도 주택스톡 또는 주거서비스에 대해 정의할 수 있다. 그러나 주택공급곡선의 기울기는 분석대상 기간과 주택생산이 증가할 때 토지와 자재가격이 상승하는지의 여부 등에 따라 달라진다.

주택스톡이란 어느 시점에서 한 도시에 있는 재고주택의 총량을 말한다.

6) 김경환, 서승환, 전게서, pp. 210-211.

주택을 새로 짓거나 허무는데 시간이 걸리므로 단기적으로는 주택스톡이 주택의 자산가격에 관계없이 일정하다. 즉, 단기공급곡선(stock supply:SS)은 기존주택스톡(H0)에서 수직이다.

$$SS=H=H_0$$

그러나 시간이 흐름에 따라 신규주택의 건설, 기존스톡의 보수 및 개선 등 주택투자자와 비주택 건물의 개조에 의해 주택스톡이 증가하는 반면 기존주택이 노후화 되거나 철거되므로 스톡이 줄어들기도 한다. 이 같은 주택스톡의 증감으로 시간이 흐름에 따라 단기 공급곡선은 오른쪽에서 왼쪽으로 이동한다.

한편 신규주택 공급곡선은 수평이거나 우상향의 기울기를 갖는다. 주택생산이 증가할 때 택지가격, 건축자재가격 그리고 노임이 상승하지 않는다면 주택가격이 신규 건축비보다 높은 한 일정한 한계비용 수준에서 신규주택이 얼마든지 공급될 수 있으므로 공급곡선은 수평이 된다. 그러나 현실적으로 주택건설이 확대되면 요소가격이 상승하므로 공급곡선은 우상향의 기울기를 갖는다. 따라서 신규주택 공급함수(flow Supply)는

$$FS=\Delta H-S(V, PL, PN)$$

으로 쓸 수 있다. 이식에서 V는 주택의 매매가격, PL,과 PN은 각각 토지 및 건축자재가격을 나타낸다.

여기서 수요함수에서와 달리 공급함수에 포함된 가격변수는 임대가격이 아니고 매매가격이라는 사실에 주목하여야 한다. 주택을 생산, 공급하는 건설업자의 입장에서 볼 때 그 주택이 얼마나 임대되는가는 직접 관심의 대상이 아니다. 토지 및 건축자재가격 즉 건축비가 일정하다면 자산가격이 높을수록

건축업자들의 이윤이 높아지므로 주택의 생산을 늘린다. 물론 P가 일정하면 주택공급을 임대가격 P의 함수로 표시할 수 있다.

주택수요에 비해서 주택공급의 관한 실증적 연구는 훨씬 수가 적고 수요함수 추정결과에 비해 나라마다 차이가 더 심하다. 미국의 1967년 자료를 사용하여 단기 공급의 가격 탄력치는 0.2를 얻었으며 1971년 장기 공급함수의 가격 탄력치는 0.5이다. 대체로 장기 주택공급의 가격탄력치가 매우 낮은 것으로 알려져 있으나 1986년에는 신규단독주택 공급의 장기 가격탄력성이 무한대에 가깝다는 추정결과를 제시하였다.

우리나라 연간 시계열 자료를 사용한 추정결과를 보면 공급의 가격탄력성이 대체로 비탄력적이며, 우리나라 주택공급이 가격에 대해 비탄력적이라는 것이 중요한 이유는 주택시장 및 토지사용에 관한 각종 규제에 있다.

다음으로 신규주택 생산의 기술 여건을 나타내는 주택생산함수는

$H=f(L, N)$ 으로 표시되는데 여기서 L과 N은 주택생산에 투입되는 토지와 기타 요소의 수량을 나타낸다.

주택생산기술을 대표하는 중요한 모수는 토지와 기타 요소간의 대체탄력도이다. 대체탄력도는 두 요소의 상대가격이 1% 변할 때 생산량을 일정하게 유지한다면 두 요소의 결합비율이 몇 % 변하는가를 나타내는 지표이다.

3) 비교정태 분석⁷⁾

지금까지의 분석을 종합하면 주택시장의 공급이 단기적으로는 완전 비탄력적이지만 장기적으로는 주택가격이 높을수록 신규공급이 많아지므로 장기 주택공급곡선은 우상향한다는 것이다. 지금까지의 수요공급이론을 토대로 하여

7) 한중수, "한국의 지가변동추이와 지가변동요인 분석", 연세대학교 대학원, 박사학위논문, 1995, pp. 141-148.

최초의 균형점에서 출발하여 주택시장 수급여건이 변화하면 균형가격과 주택 수량이 단기와 장기에 걸쳐 어떻게 변할지를 주택대출금리를 중심으로 살펴 보고자 한다.

주택의 매매가격이 일정하더라도 금리가 상승하면 사용자 비용이 상승하므로 주어진 매매가격에서 주택수요는 감소한다. 따라서 주택수요곡선이 왼쪽으로 이동하며 단기적으로 주택공급이 고정되어 있으므로 주택 매매가격은 하락한다. 즉 매매가격의 하락이 금리상승의 효과를 정확히 상쇄하여 사용자 비용은 일정하게 유지된다. 그러므로 주택수요는 종전과 같이 공급과 일치한다. 그런데 주택 매매가격이 하락하면 장기적으로는 주택공급 증가폭이 감소한다. 따라서 장기에는 매매가격이 다소 상승하지만 최초 균형가격보다는 낮게 된다. 한편 임대가격은 최초 균형상태에서 보다 높다.

단기적으로는 사용자비용이 불변이므로 임대료도 변하지 않는다. 그러나 금리가 상승하였으므로 장기적으로 전과 동일한 수량의 임대주택서비스가 공급되려면 임대가격이 상승하여야 한다. 따라서 장기적으로 임대료는 상승하고 주택서비스 소비량은 감소한다.

4) Wheaton and DiPasquale 모형⁸⁾

Wheaton and DiPasquale모형은 주택가격과 금리간의 관계를 보다 명확하게 보여준다. 금리가 하락하면 자산가격은 상승하기 때문에 주택가격도 상승한다. 주택가격이 상승하면, 주택건설이 촉진되면서 장기적으로 주택공급량이 증가한다. 이것은 주택임대료를 하락시켜 주택가격을 안정시키는 요인으로 작용한다. 이러한 단기와 장기의 균형관계를 잘 보여주는 것이 Wheaton and DiPasquale모형이다.

Wheaton and DiPasquale모형은 [그림 2-1]에 나와 있다시피, 주택시장을 모

8) Geltner, David M. and Norman G. Miller, *Commercial Real Estate Analysis and Investments*, South-Western, 2001, pp. 27~35

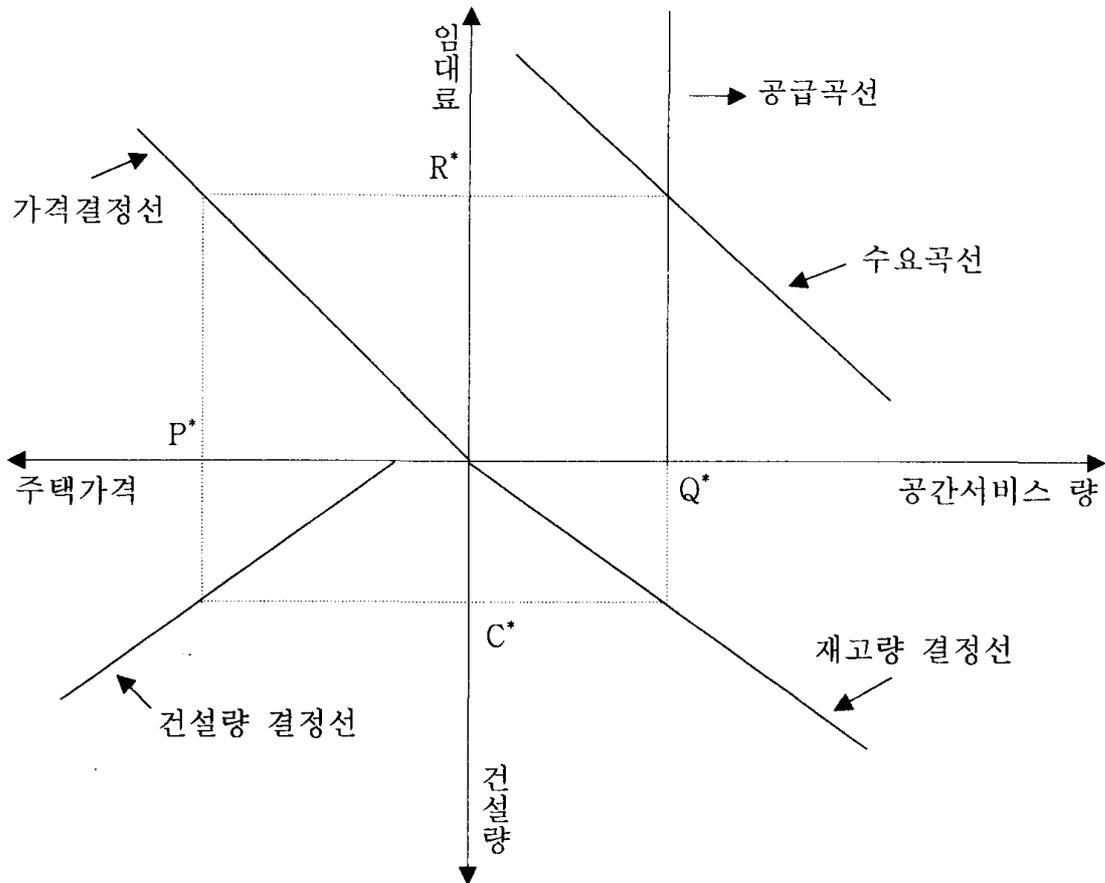
두 4개의 부문으로 구별하고 있다. 먼저 1/4분면은 주택공간서비스 시장으로서, 임대료가 어떻게 결정되는지를 보여주고 있다. 임대료는 주택공간서비스에 대한 수요와 공급이 일치하는 점에서 결정된다. 주택공간서비스에 대한 공급의 경우 주택생산의 장기성과 비가역성(非可逆性) 때문에 공급곡선은 완전 비탄력적인 모습을 띠게 된다. 즉, 단기적으로는 임대료가 상승하더라도 주택의 공간서비스량은 즉각 증가하지 않는 것이다. 또한 주택의 공간서비스량은 다른 용도로 사용하기 어렵기 때문에(비가역성) 임대료가 하락하더라도 주택의 공간서비스량은 감소하지 않는다.

2/4분면은 자산시장으로서, 주택가격이 결정되는 과정을 보여준다. 자산가격은 뒤에서 보게 되겠지만 현재와 미래의 현금흐름을 현재가치로 할인한 것이다. 마찬가지로 주택가격은 현재와 미래의 임대료를 현재가치로 할인한 것이다. 이 때 금리는 할인율에 영향을 미치기 때문에, 주택가격은 크게 임대료와 금리에 의해 영향을 받게 된다. 금리가 결정되어 있고, 주택공간서비스시장에서 임대료가 결정되면, 자동적으로 주택가격도 결정이 된다. 이러한 관계를 보여주는 것이 2/4분면의 자산시장이다.

3/4분면은 자산시장으로서, 신규 주택건설 물량이 어떻게 결정되는가를 보여준다. 주택건설 물량은 주택가격에 의해 결정된다. 주택가격이 상승하면 개발사업의 수익성이 개선되기 때문에 주택건설 물량이 증가하게 된다.

4/4분면은 주택의 공간서비스 시장에서 주택재고량이 조정되는 과정을 보여준다. 주택재고량은 기존 재고량에서 신규로 건설된 주택량을 더하고, 기존 주택 중에서 멸실되는 부분을 제외함으로써 결정된다. 신규로 건설된 주택량은 3/4분면에서 결정된다. 이런 주택재고량은 주택공간서비스 시장에서 주택공간서비스의 공급량을 결정한다.

[그림 2-1] Wheaton and DiPasquale모형에 의한 주택임대료와 주택가격의 결정

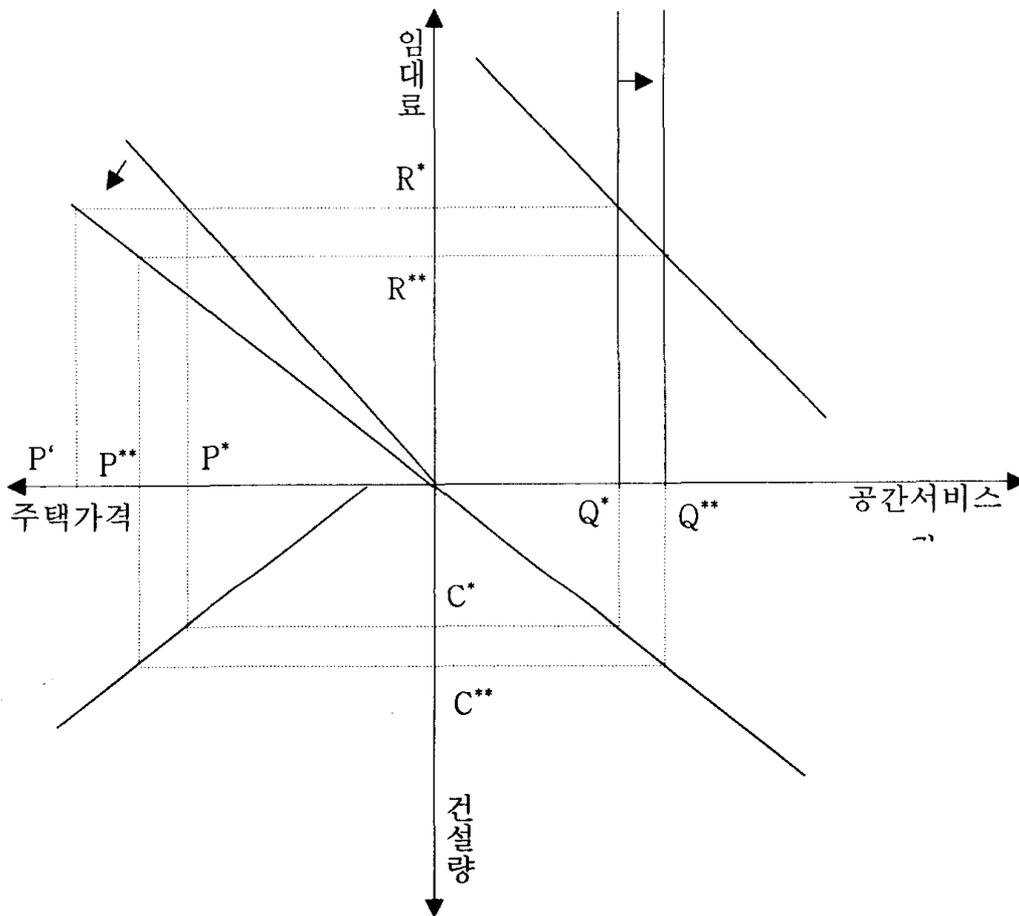


이자율 변화에 따른 주택가격 변화는 [그림 2-2]에서 확인할 수 있다. 이자율이 하락하면 제2/4분면의 자산시장에서 주택가격과 임대료간의 관계를 보여주는 직선의 기울기가 완만하게 변하게 된다. 이 경우 주택가격은 상승하게 된다(P^* 에서 P' 로). 그러나 이는 단기적인 상황이다. 주택가격이 상승하면 주택건설 물량이 증가하면서 신규 주택공급량이 증가한다. 그러면 주택공간서비스 시장에서 주택공간서비스 공급량이 증가하여 임대료는 하락하게 된다. 임대료 하락에 따라 장기적으로 주택가격은 하락하게 된다. 이런 과정을 거치면서 주택공간서비스 시장과 자산시장은 새로운 균형을 찾게 된다. 즉, 임대료는 R^* 에서 R^{**} 로, 주택가격은 P^* 에서 P^{**} 로, 건설량은 C^* 에서 C^{**} 로, 재고

량은 Q^* 에서 Q^{**} 로 바뀌게 된다.

이러한 Wheaton and DiPasquale 모형에서 확인할 수 있는 것은 금리 하락이 단기적으로는 주택가격을 상승시키지만, 장기적으로는 신규 주택공급량을 늘려 임대료의 하락을 가져오고, 이것은 다시 주택가격을 하향 안정시키는 결과를 가져온다는 것이다.

[그림 2-2] 이자율 하락이 주택가격에 미치는 영향



2. 자산가격이론⁹⁾

토지에 대한 소유권의 개념이 희박하였고 경작원의 개념이 강하였던 근대 이전에는 토지는 하나의 생산수단에 불과하였다. 그러나 토지에 대한 소유권이 확정되고 토지가 하나의 상품으로서 거래대상이 됨에 따라 토지는 매년 지대라는 수익을 가져다주는 자산의 하나로 간주되기 시작하였다. 이를 토지소유의 의제자본화라고 부르며 토지를 구입하여 그로부터 지대라는 수익을 획득하는 것이나 화폐를 대부하여 그로부터 이자를 획득하는 것이 생산과정을 통해 이윤을 얻는 것과 자본의 증식이라는 측면에서 다를 것이 없다는 의미이다. 특히 지대는 경제발전 속도에 따라 그 변화 속도가 달라지기 때문에 자연히 자산으로서의 토지의 성격도 이러한 경제발전속도에 따라 변화하여 왔다. 즉, 경제발전속도가 완만하였던 근대 초기에는 지대의 성장속도 또한 완만하거나 정체되어 있었기 때문에 토지는 가격의 불확실성이 거의 없는 확정적 자산의 성격을 갖고 있었다. 그러나 이후 자본주의의 발달로 경제발전속도가 빨라짐에 따라 지대의 성장속도도 빨라져, 토지가격의 불확실성이 커지고 이에 따라 토지는 위험자산의 성격을 갖게 되었다. 현대사회에 들어와 지가 분석이 어려워지는 것도 바로 이러한 불확실성 때문이다.

이에 따라 지가분석에도 금융자산의 가격분석기법이 도입되기 시작하였는데 자산가격론이 바로 그것이다. 자산가격론은 경제주체들이 자산구성의 조정을 통하여 추가적인 수익을 얻을 수 없는 상태에서의 각 자산의 가격이 그 자산의 장기균형가격이라고 보는 이론이다. 이는 효율시장이론이라고도 불리며 이 자산가격론은 시장청산조건과 함께 행동과 기대의 합리성 등의 전제조건을 필요로 한다. 이러한 자산가격이론은 구체적으로 살펴보면 다음과 같다.

지가이론은 William Petty가 지대문제를 제기한 이후 A. Smith의 토지사용

9) 이용만 "한국의 지가결정에 관한 연구", 연세대학교 대학원, 박사학위논문, 1995, pp. 18-29.

대가, Ricardo의 차액지대 등 고전적 지대이론에서부터, A. Marshall의 준지대에 이르는 신고전적 지대이론에 이르기까지 많은 학자들에 의하여 주장되어 왔다. 그러나 토지의 다양한 특성으로 인하여 이와 같은 이론적 모형만으로 지가를 규명하기에는 현실적으로 어려움이 있으며, 최근에는 부동산 감정평가나 부동산 가격형성요인을 계량적 방법으로 모형을 설정하고 분석하려는 시도가 이루어지고 있다. 계량적 방법은 토지가격 변화현상을 실제적인 요인에 의하여 분석하려는 시도이다.

이와 같이 토지가격 결정요인을 분석하는 방법에는 각 토지에 내재하고 있는 특성들을 이용하여 다른 토지와 격차율을 구하고 개별지가를 결정하려는 미시적 접근방법과 특정 토지가 포함되어 있는 일정한 지리적 범위와 용도 내에서는 동일한 요인에 의하여 가격이 결정될 것이라고 가정하고, 전국적 차원이나 지역적 차원에서 지가수준을 파악하기 위해서 주로 접근하는 거시적 접근방법이 있다. 이와 같은 분석방법은 지가와 지가결정요인과의 관계를 단순하고 명료하게 설명해 주나, 계량적 모델이 가지고 있는 가정을 논리적으로 설명할 수 없다는 한계를 지닌다.

이와 같은 한계를 논리적이고 정교하게 설명할 수 있는 것이 투자이론에서 개발하고 있는 자산가격결정이론이다. 현대 재무이론에서 주목받는 자산가격결정모형은 샤프(W. F. Sharpe) 등에 의하여 개발된 자본자산가격결정모형(capital asset pricing model : CAPM)과 로스(S. A. Ross)에 의한 재정가격결정이론(arbitrage pricing theory : APT)이 대표적인 것이다. CAPM은 이론의 정교성과 모형의 단순성 때문에 현대재무이론의 중심이 되어 왔다. 그러나 CAPM은 여러 가지 엄격한 제약조건하에서만 성립한다. 이 같은 제약은 현실에 비추어 볼 때 여러 가지 문제점을 내포하고 있다. CAPM에서는 개별자산이나 포트폴리오의 균형수익률이 시장 포트폴리오 수익률이라는 단일요인에 의하여 결정되나, 실증적 연구결과에 따르면 개별자산이나 포트폴리오의 수익률은 두 개 이상의 여러 요인에 의하여 영향을 받는 것으로 나타나고 있

다. CAPM은 단일요인모형인데 비하여 APT는 다수의 공통요인모형이다. 롤(R. Roll)등 많은 학자들에 의해 발전된 APT는 자산수익률이 유의적인 다수의 공통요인들과 선형함수로 표시될 수 있다고 가정하고 있다. APT는 CAPM보다 일반적이고 현실적인 모델로서 검증가능성이 높아 그 중요성이 크게 인식되고 있으며, 자본시장을 대상으로 한 검증방법이 많이 연구되고 있다. 이 APT는 자산의 수익률이 다수의 요인들에 의하여 영향을 받으며 결정된다는 이론으로, 자산수익률과 요인들과의 선형결합에 의하여 표시할 수 있다는 것이다. 이 모델은 위에서 지가결정모델을 거시적으로 접근하는 경우의 기본모형과 같게 된다. 그러나 거시적 분석방법에 의하여 단순히 분석하고 설정한 모델은 그 함수식 자체를 논리적으로 설명하여 주지 못하는 한계를 가지고 있다. 그러나 APT는 그 이론이 성립되는 과정을 정교하고 논리적으로 설명하고 있다.

자산가격은 미래에 발생할 순소득을 현재가치로 할인한 가격이다. 예를 들어 어떤 자산으로부터 나오는 올해 순소득 E원이며 순소득이 매년 g의 비율로 증가하는 것으로 사람들이 믿고 있다고 할 때 이 자산의 가격은 다음과 같이 된다.

$$P = E/(1+r+i) + E(1+g)/(1+r+i)^2 + E(1+g)^2/(1+r+i)^3 + \dots = E/(r+1-g)$$

여기서 r은 시중금리이며 i은 자산의 유동성정도에 따른 위험 프리미엄이다. 자산의 유동성이 떨어지면 i의 값은 높아지고 유동성이 올라가면 i의 값은 낮아진다

제 3 장 금융자율화와 주택금융시장

제 1 절 금융자율화

1. 금융자율화의 필요성과 내용

1) 금융자율화의 필요성

금융자율화란 1980년대까지만 하여도 금융에 대한 지나친 규제를 풀이거나 철폐함으로써 금융시장의 자율적인 기능을 제고하는 것으로 해석되어 왔다.¹⁰⁾

금융개혁의 핵심적인 방향으로 제시된 금융자율화란 금융의 효율성과 금융산업의 경쟁력을 높이는 것을 목표로 하고 있지만, 이것은 구체적으로 금융시장의 기능을 회복하려는 일련의 금융제도의 재편을 지칭하는 것으로 해석된다. 최근에는 금융자율화는 금융시장의 기능회복을 위해서 뿐만 아니라 개방경제하의 효율적인 금융정책을 수행하는 전제조건으로 제기되고 있다.¹¹⁾

현재의 시점에서는 금융자율화의 필요성^{f,g} 강조하는 것보다는 그 실상을 검토하는 것이 더 요구된다. 따라서 지금까지 금융시장과 관련하여 취해지고 있는 금융자율화 조치의 주요내용이 무엇이며, 그 구체적 조치가 정책적 목표를 달성하는 데에 어떠한 문제점을 가지고 있는가 부터 명확히 할 필요가 있다.

금융자율화 조치는 단기적 상황, 예를 들어 거시경제적 상황에 따라 점진적으로 시행되고 있다. 금융자율화 조치가 이와 같이 점진적으로 시행되고

10) 박영철, 김병주, 박재윤, 『금융산업발전에 관한 연구 1985-1990』, 한국개발연구원.1988, p. 163.

11) 최장봉, 『개방경제하에서의 금융정책』, 한국조세연구원.1994, pp. 163-164.

있는 것은 금융시장의 자율화의 부작용이 줄일 수 있는 현실적 여건이 충족되어 있지 않기 때문이다.

2) 금융자율화의 내용

금융자율화는 금융산업과 금융시장의 발전에 목표를 두고 있는 만큼 그와 관련되는 조치는 열거하기 어려울 정도로 많다. 사실 금융제도의 개편은 모두 이와 관련되는 것이지만 이 글에서는 금융중개기관에 대한 정부의 규제를 완화내용과 IMF금융위기과정에서 금융산업의 개편내용을 검토한다. 금융자율화라는 이름 하에 1980년대 이후부터 지금까지 이루어진 조치의 주요 내용을 보면, 은행의 민영화와 소유한도의 제한, 금융기관 신설, 외국금융기관의 진출, 금융기관의 업무영역의 확대, 금리자유화 등으로 크게 구분해 볼 수 있다.

① 은행의 민영화와 소유한도의 제한

정부는 금융자율화 조치의 일환으로 정부소유의 시중은행을 단계적으로 민영화하였다. 즉 정부는 1973년 상업은행을 민영화한 이후 시중은행의 민영화를 지체시키고 있었지만, 1981년 한일은행, 1982년 제일은행, 서울신탁은행, 1983년 조흥은행 등 기존 시중은행을 단계적으로 민영화함으로써 시중은행이 모두 민영화되었다. 그리고 정부는 특수은행의 일반은행화 때문에 특수은행의 일반은행으로의 전환과 함께 민영화를 검토하게 되었는데, 외환은행이 처음으로 1989년 일반은행으로 전환되는 동시에 민영화되었다.

시중은행의 경우 1982년까지는 소유한도가 없었고 다만 의결권만 10% 이내로 제한하였으나, 1982년 12월 은행법 개정을 통해 도입된 '동일인 은행주식 보유제도'를 통해 규제되고 있다. 보유한도는 1982년 제도도입당시 8%에서 1994년 12월 개정 시 4%로 하향 조정되어 은행소유규제가 강화되었다.

현재 동일인의 은행주식 보유한도는 4%이며 제한적으로 예외를 인정하고

있는데 정부 예금보험공사의 주식보유한도는 예외이며, 지방은행의 경우 15%까지, 전환은행은 8%까지, 합작은행은 승인 받은 한도까지 허용하고 있다. 한편 외국금융기관은 금감위에 신고만하면 10%(지방은행은 15%)까지 보유할 수 있으며, 30대 계열이 한도를 초과하여 보유할 수 있는 은행은 1개로 제한되고 있다.

한편 1997년 외환위기 이후 정부는 공적자금을 조성하여 예금보험공사를 통해 금융기관에 출자하는 방법으로 금융기관의 건전성 제고를 지원하였는데, 그 과정에서 예금보험공사가 금융기관의 주식을 취득하게 되어 금융기관의 사실상 국유화가 이루어졌다. 이 같은 우리나라 은행 국유화는 금융부실의 신속한 정리를 도모하기 위한 불가피한 선택이라고 할 수 있다.

최근의 외환위기 이후 구조조정과정에서 수익성과 위험관리의 개념이 확산됨에 따라 건전성, 책임성과 투명성을 중시하는 행동양식이 자리 잡게 되었으며 이에 따라 은행상업에 있어서도 시장규율에 기초한 자율경영체제를 확립할 수 있는 여건이 마련되었다. 따라서 은행의 구조조정, 나아가 금융권 전반의 구조개혁을 위해 국유화 된 은행주식을 민간에 매각하여 민유화를 신속하게 추진해야 한다고 판단된다.

② 은행 경영의 자율화

정부는 1981년 금융자율화 조치의 시발이 되는 '은행경영 자율화 방안'을 발표하면서 은행의 자율경영에 방해가 되는 각종 규정과 통첩을 정리하였고, 1982년 말에는 '은행법'을 개정하면서 금융당국의 포괄적인 지시명령권을 삭제하였고, '금융기관에 대한 임시조치법'을 폐지하면서 금융기관의 자율적인 임원선임을 가능토록 하였다. 정부는 이와 같이 '은행경영의 자율화' 방침을 천명하였음에도 불구하고 은행장 선임 등 은행의 주요한 의사결정에 대한 개입은 사라지지 않고 있다.

정부는 1981년 은행 경영난을 초래하였던 정책금융을 '은행경영자율화 방

안'을 발표하면서 축소하기로 천명하였고, 1982년부터 정책금융의 핵심을 이루고 있던 무역금융의 금리를 일반대출금리에 근접시킴으로써 정책금융의 부작용을 줄이기로 하였다. 그 이후 정책금융의 비중은 크게 줄어들지 않았지만, 정부가 정책금융을 재량보다는 준칙에 따라 운영함으로써 정책금융의 자의성은 감소하였고, 그에 따라 그 폐해는 전보다 줄어들고 있다.

다른 한편으로 은행주식 보유제도 제한이 정부의 은행경영개입을 용이하게 하는 역할을 담당했다는 것을 간과할 수도 없다. 우리 은행산업의 경우 정부의 개입과 경쟁제한적 규제 및 주주의 경영성과에 대한 무관심으로 은행이 기업감시기능을 수행할 유인을 찾지 못하였으며, 이는 기업의 과잉투자과 은행의 수익성 생산성 저하를 초래하게 되었는데, 결국 사금고화 방지라는 본래의 목적은 금융감독으로 달성되었으며, 은행주식에 대한 보유제한은 대형 시중은행을 중심으로 정부의 경영개입을 심화시키는 요인으로 작용했다고 할 수 있다.

③ 금융기관의 신설 및 금융구조조정 내용

정부는 1980년대 시중은행의 대형화보다는 시중은행의 신설로 시중은행의 부족을 해소하였다. 정부는 1980년대 초반부터 민간일반은행의 신설을 적극적으로 허용하기 시작하여 1982년 신한은행, 1983년 한미은행, 1989년 동화은행, 대동은행, 동남은행 등이 신설되었고, 투자금융회사가 시중은행으로 전환되어 하나은행과 보람은행이 1991년 신설되었고, 1992년에는 평화은행이 신설되었다. 금융시장에서 중심적인 역할을 수행하는 시중은행은 1980년대 초반에는 5개 은행에 불과하였지만, 1980년대 말에는 11개 은행으로 증가하였고, 1997년 IMF 외환위기 까지 14개 은행에 이르게 되었다.

그리고 정부는 1982년부터 비은행금융기관 설립도 자유화하였다. 그 결과, 2년 동안 2개의 시중은행, 12개의 투자금융회사, 58개의 상호신용금고, 1개의 투자신탁회사가 설립되었다. 이러한 과도한 금융기관의 설립이 금융시장에서

의 과당경쟁을 가져오자 그 설립허가를 중단하였다. 그런데 정부는 1988년부터 지방금융의 활성화라는 이름하에 다시 금융기관의 설립을 대폭적으로 허용하여 2년간 3개의 시중은행, 5개의 지방투자신탁회사, 11개의 지방리스회사 등, 다수의 금융기관이 신설되었다.

그러나, 1997년 외환위기 직후부터 1998년까지 금융기관의 부실화를 정리하기 위한 금융구조조정이 시작되어 BIS비율이 낮은 12개 은행에 대해 적기시정조치를 내리면서 98년6월 회생가능성이 없다고 평가된 5개 은행(동화, 충청, 경기, 대동, 동남은행)을 우량은행에 계약이전방식(P&A)으로 퇴출시켰다. 또한, 1997년 7월 대우그룹의 워크아웃 단행으로 금융권전체가 흔들리게 되고 2차 공적자금이 투입되면서 금융지주회사 설립이 허용된다. 1999년부터 2001년까지는 기존은행간 통·폐합을 통한 대형화 형태로 금융구조조정이 진행되었다. 한일 상업은행이 우리은행으로, 하나 보람이 하나은행으로 대등 합병하게 되고, 강원 충북은행이 조흥으로 피합병되었다.

정부는 공적자금을 회수하기 위해 2002년1월25일자로 '정부보유 은행주식 매각추진 방향'(재경부 금융정책국 은행제도과)을 발표하면서 2002년 중 정부보유 은행주식 매각을 본격화하여 향후 3~4년 내 완료한다고 기본방향을 발표하였다.

④ 외국금융기관의 진출

한국금융의 국제화의 조류 속에서 외국의 금융기관도 국내에 활발히 진출하였다. 이 금융기관은 미국계, 일본계, 유럽계 등 선진국 계열의 금융자본인데, 한국의 금융개방 압력을 증대시키는 원인이 되고 있다. 특히 외국은행 국내지점은 1980년대 대폭 확대되어 72개 점에 이르고 있고, 이들은 대출의 7% 정도를 차지할 정도로 중요한 비중을 차지하고 있다. 그리고 외국 보험회사는 1987년부터 합작회사, 현지법인, 지점설치 등의 다양한 방법으로 활발히 진출하고 있다.

이 외국은행 지점은 1980년대 전반까지는 주로 외자조달 창구로 활용되고 있었으나, 1985년부터 외국은행에 대한 일부 우대조치가 축소된 반면에 외국은행 국내지점도 시중은행과 비슷한 업무를 취급하게 됨으로써 다른 일반은행과 다를 바 없게 되었다. 그렇지만 외국은행 지점은 한국은행 유동성 규제와 정책금융의 취급으로부터 자유로와 국내 일반은행과의 경쟁에서 상대적으로 유리한 여건을 확보하고 있다.

외국인에 대한 은행주식보유한도 예외조항은 1996년 OECD가입과 함께 추진되어 왔던 금융개방의 일환으로 1998년 4월 외국인의 현지법인은행 설립이 자유화되는 가운데, 외자도입을 통한 자본확충 등 기존 은행들의 건전성 강화 및 대외 신인도 제고를 촉진할 목적으로 1998년 1월 은행법 개정을 통해 도입되었다. 이에 따라 외환은행(Commerzbank, 6.1억달러), 제일은행(Newbridge Asia, 4.4억달러), 국민은행(Goldman Sachs, 3.4억달러) 등에 대한 외국인의 투자가 확대되었으며, 이들 은행에 대한 외국인 주주의 경영참여도 확대되는 등 외국자본이 단순히 국내 은행의 지분에 일부 참여하는 것을 넘어서 최대주주로서 경영에 직접 관여하는 모습도 관찰 되고 있다.

국내 금융산업에 외국자본의 진입과 이에 따른 경영참여가 확대되면 선진 금융기법 전수, 금융기관 경영선진화를 통한 건전성 및 투명성제고, 경쟁을 통한 효율성 향상, 국제자본시장에의 접근 등의 긍정적 효과를 기대할 수 있을 뿐 아니라 지금까지 논의되었던 관치금융 해소 등 민영화의 긍정적 효과와 예금보험공사가 보유하고 있는 은행주식의 매각이 집중되는 경우에 발생 가능한 주식시장의 과잉공급 문제도 자연스럽게 해소될 수 있다는 장점이 있다.

⑤ 금융기관 업무영역의 확대

정부의 금융기관 업무에 대한 규제는 금리, 수수료, 자금조달, 자금운용 등 금융기관 활동 전반에 걸쳐 있기 때문에 그 업무규제 완화 전모를 파악하는 것은 쉽지 않다. 여기서 금리와 수수료에 대한 규제를 제외하더라도 자금조

달과 자금운용에 대한 규제는 금융기관의 기본 틀과 관련되는 것이기 때문에 그 규제 완화는 금융제도의 전반적인 개편을 전제로 하지 않고서는 어려운 것이다. 금융기관의 자금조달과 관련된 규제로는 가격(금리)규제, 상품개발제한, 차입한도제한, 해외차입제한 등이 있는데, 그 규제완화는 주로 상품개발 제한에 국한되어 이루어졌다. 금융기관의 자금운용과 관련된 규제로는 산업정책적 목적 달성을 위한 규제, 통화관리를 위한 규제, 금융기관의 건전성과 안전성을 위한 규제가 있는데, 그 규제 완화는 산업정책적 목적을 위한 규제를 완화하는 것에 국한되었다.

정부가 금융자유화 방침을 천명한 이후 각 금융기관은 새로운 업무를 취급하게 되었고, 그로 인해 각 금융기관의 업무가 다양해졌고 새로운 금융상품의 매출도 활발해졌다. 즉 은행은 신용카드('80), 가계종합예금('81), 자유저축예금, 가계우대정기적금('82), 상호부금('83), 금전신탁('83), CD('84) 가계금전신탁('85), 연금신탁, 기업금전신탁('87) 등의 신상품을 취급하게 되었고, 상업어음 일반매출('82), 팩토링('83), 거액RP('88), 거액상업어음('91) 등 타 금융기관 업무에까지 진출하여 다른 금융기관과 경쟁에 돌입하였다.

금융기관이 상호간에 다른 금융기관의 업무영역에 진출함에 따라 은행금융기관과 비은행금융기관간의 업무영역의 중복이 나타나기 시작하였다. 이러한 업무중복은 금융기관 간의 경쟁을 촉진하고 금융기관 간의 동등한 경쟁여건의 변화를 초래하는 것이었다.

규제완화 및 금융공학의 발달로 금융기관간 인수 합병 및 전략적 제휴를 통한 겸업화가 세계적으로 급속히 확대되고, 은행, 증권, 보험업무를 통합이용(one-stop shopping)하는 새로운 금융서비스업자가 출현하는 추세에 발맞추어 국내에서도 금융산업의 경쟁력을 제고 하면서 금융수요자에게 다양한 금융서비스를 제공하기 위한 금융권간 업무제휴가 확대되고 있다. 금융권간 업무제휴는 2000년 1월 '금융회사의 업무위탁 등에 관한 규정'의 제정에 의해 금융시스템의 3대 기본축인 은행, 증권, 보험 등 금융권별 핵심업무의 구체적

기준이 마련됨에 따라 핵심업무인 은행의 예금, 지급결제, 위험관리, 증권
위탁매매업무, 보험의 보험상품 인수를 제외한 상호업무제휴가 가능하게 되
었다.

⑥ 금리자유화

정부는 1980년대 말까지 금융자유화의 일환으로 일부나마 금리자유화를 추
진하였으나, 그 여건의 미성숙으로 큰 진전을 보지 못했다. 정부는 1981년
CP금리를 자율적으로 결정하도록 하였으나, 그 금리의 급등으로 다시 규제하
였다. 그 이후에도 콜금리 자유화, CD 및 CMA의 도입('84), BMF의 도입('87),
회사채 금융채 발행금리의 자유화('86) 등의 시도가 있었으나, 관행적으로 그
금리도 창구지도에 의해 규제되고 있었다. 정부가 1988년 12월에는 처음으로
금리자유화 자체를 전면적으로 추진하기 위해 금리에 대한 규제를 대폭적으
로 완화하고자 하였다. 그러나 정부는 1년도 가지 못해 경기부양을 위한 금
리인하 압력에 밀려 최고 금리제를 창구지도를 통해 부활함으로써 금리 재
규제로 돌아섰다.

정부는 1991년 8월 4단계 금리자유화 추진계획을 확정하고 일정에 따라 금
리자유화를 시행하여 1991년부터 1997년까지 단계적으로 금리를 자유화하기
로 하였다. 1991년 11월 1단계 금리자유화에서는 단기여신금리 및 거액 단기
금융상품의 금리가 자유화되었다. 1993년 11월 제2단계 금리자유화에서는 정
책금융을 제외한 거의 모든 여신금리와 장기 수신금리의 자유화가 이루어졌
다. 제3단계금리 자유화는 제3차에 걸쳐 진행되었다. 94년 7월 제1차 조치에
서는 단기금융상품의 만기가 확장되고, 표지어음의 발행 매출이 허용되고,
CD, RP, CP 등 단기금융상품의 만기는 단축되고 CP의 만기는 연장되었다. 94
년 12월 제2차 조치에서는 정책자금 여신금리의 일부의 자유화와 단기수신금
리의 단계적 자유화가 진행되었고, 95년 7월에는 정책자금의 여신금리자유화,
단기수신금리의 자유화가 추가적으로 시행되었다.

<표 3-1> 금리자유화 이후의 자유금리상품의 비중

	전체 금융중개기관		은행		시행년월	
	여신	수신	여신	수신		
제1단계 금리자유화	19%	41%	10%	10%	1991.11	
제2단계 금리자유화	71%	69%	73%	41%	1993.11	
제3단계 금리자유화	제 1차				1994. 7	
	제 2차	90%	75%	78%	52%	1994.12
	제 3차	94%	77%	90%	55%	1995. 7

자료 : 한국금융연구원, 『금리자유화가 경제에 미친 영향』, 금융조사자료 95-08, pp.1-5.

이러한 금융자유화의 추진의 결과로 1995년 7월말 현재 자유금리상품의 비중은 <표 3-1>에서 보듯이 여신의 경우 94%에 이르고 있고, 수신인 경우 77%에 이르고 있다. 수신금리보다는 여신금리가 우선적으로, 장기금리보다는 단기금리가 우선적으로, 제1금융권 금리보다는 제2금융권 금리가 우선적으로 자유화되고 있다. 여신금리를 수신금리에 앞서 자유화함으로써 금융중개기관의 수지악화를 막았으나, 예금은행의 수신금리의 자유화가 지연됨으로써 은행예금의 이탈이 나타날 수 있고, 장기금리의 자유화가 지연됨으로써 자금의 단기화가 나타날 수 있다.

2. 금융자유화에 따른 금융시장의 변화

정보통신 및 전자기술의 발달로 정보처리비용 및 금융거래비용이 하락하여 금융서비스의 개발과 거래부문에 있어서 점차적으로 기술진보가 이루어지기 시작하고 있다. 금융거래가 전자화 되고 상품개발이 활성화되는 등 금융혁신이 가속화되고 금융자산에 대한 위험평가, 금융결제, 신용공여기법 등이 발전

하여 다양한 금융업무가 하나의 네트워크로 구축될 것이다. 또한 금융기관들은 수요자의 다양한 요구에 부응하는 금융상품을 개발하도록 노력하여 금융거래의 규모도 급격히 증가할 것이다.

전자결제서비스의 확산으로 금융기관들이 점포망 확대보다 고객관계를 중시하고 고객들도 금융상품에 대한 정보를 쉽게 얻을 수 있게 되어 금리 및 수수료 변화에 대한 자금흐름의 민감도가 심화될 것이다. 정부의 금융규제완화는 금융기관으로 하여금 고객수요에 부응하는 금융상품의 개발 및 금융거래비용을 축소시키는 거래기술개발 등의 금융혁신을 가속화할 것이다.

여기서는 1980년대 이후의 금융자유화 과정에서 나타나고 있는 금융시장 구조의 변화를 점검함으로써 금융자유화가 어떠한 경로를 통해 금융시장의 발전에 영향을 미치고 있는가를 살펴보고자 한다.

1) 금융부문 급성장의 조건

한국의 금융자유화는 금융자산보다 실물자산을 더 선호하게 함으로써 금융부문의 급속한 성장을 가져왔을 뿐 아니라, 국내저축을 촉진하고 자금배분의 효율성을 높였던 것으로 지적되고 있다.¹²⁾ 1980년대 이후의 한국의 금융부문의 급속한 성장과 저축률의 증가는 금융자유화 조치의 확대와도 관련지을 수 있지만, 이 시기의 반 인플레이션의 정책의 성공으로 나타난 기대인플레이션의 감소와 같은 거시경제적 조건과도 관련지을 수 있다.

한국의 경우 금융부문의 성장이 1970년대에 억제되고 있었던 것은 무엇보다도 높은 물가상승률로 인해 실물자산이 금융자산에 비해 선호되었다는 것 이외에도 실질금리가 부(負)에 이를 만큼 '금융억압'이 있었던 것 결과이다. 이러한 부의 실질금리는 저축률을 낮추었던 반면에 투자율을 높였기 때문에 만성적인 투자초과 현상이 나타나면서 그에 따라 금융기관의 대출초과가 만

12) Yung Chul Park, "The Role of Finance in Economic Development in South Korea and Taiwan", Working Paper, Korea Institute of Finance., 1992, pp. 11-30.

성화되었고, 그 결과 통화증발과 외자도입이 확대되었던 것이다.¹³⁾

정부가 1980년 초반부터 외채문제를 해결하는 방편으로 물가안정책을 강력히 추진함에 따라 무엇보다도 물가가 안정되어 갔다. 그에 따라 기대인플레이션율이 하락함에 따라 실물자산 선호도 다소 억제되고 실질금리가 상승함에 따라 저축률이 계속 상승하게 되었다. 말하자면 ‘금융억압’의 부작용이 물가안정에 따라 줄어들게 되었던 것이다. 그렇지만 이러한 거시경제적 안정도 1980년대 말에 경상수지 흑자 이후의 물가상승과 부동산투기의 재현으로 사라졌지만, 경상수지에 따른 자본유입은 저축률을 대폭적으로 높이고 국내 금융부문의 급성장을 촉진하였다.

1990년대부터 다시 경상수지 적자가 재현되었으나, 정부가 부동산투기를 저지하기 위해 금융긴축으로 다시 돌아서고 금리자유화 같은 실효성이 큰 금융자유화 조치를 시행하여 실질금리를 높이는 등 ‘금융억압’을 줄여감에 따라 저축률의 하락을 저지할 수 있었다. 따라서 1990년대 이후의 금융부문의 성장은 거시경제적 조건의 변화보다도 금융자유화 조치와 깊이 관련되어 있다고 할 수 있다.

금융부문의 양적 성장은 거시경제적 조건에 의해서만 설명되는 것은 아니다. 금융부문의 급속한 성장은 한국의 경우에는 1980년대 이후에 나타나고 있고, 미국의 경우에는 1970년대 중반 이후부터 나타나고 있고, 일본의 경우에는 1980년대 이후부터 나타나고 있다. 그런데 이 기간이 일본과 미국에서 금리자유화를 비롯한 금융규제가 빠른 속도로 완화되었던 시기다. 따라서 한국, 일본, 미국 등 각국의 금융부문의 급속한 성장은 금융자유화라는 금융환경의 변화와도 관련되어 있다고 할 수 있다.

각 부문의 금융연관비율이 증가하고 있다는 것은 각 부문의 자산축적의 증가가 경제규모의 증가보다 더 빠르게 진행된다는 것을 의미한다. 한국의 금융연관비율의 증가는 비금융부문의 금융연관비율의 증가보다는 금융부문의

13) 배영목, 「금융」, 『한국경제론강의』, 사회경제학회편, 한울, 1994, pp. 214-261.

금융연관비율 증가에 의해 더 좌우되고 있다. 이것은 비금융부문의 저축에 의한 금융자산의 축적보다는 금융부문, 즉 금융기관의 대출, 유가증권 매입 등에 의한 금융자산의 축적이 더 빠르게 진행되고 있다는 것을 말해주고 있다. 따라서 1980년대 이후의 금융부문의 빠른 성장은 비금융부문의 저축의 증가에 의해서도 일어났지만 그것보다는 금융기관의 금융중개의 확대에 의해서 일어났다고 할 수 있다.¹⁴⁾

비금융부문의 금융자산의 축적에서 정부부문의 금융자산의 축적은 1970년대 이래 정체를 면치 못하고 있고, 기업부문의 금융자산의 축적은 완만히 증가하고 있는 것으로 보이나, 개인부문의 금융자산의 축적은 매우 빠르게 진행되고 있는데. 이것은 기본적으로 개인부문의 자금잉여가 증가하여 저축률이 높아지고 있는 것에서 비롯되었지만, 개인부문의 저축이 실물자산 보다는 금융자산으로 이루어질 수 있는 금융환경이 조성되고 있음을 의미한다.

2) 금융시장의 성장과 금융의 증권화

한국의 금융시장의 변화를 파악할 수 있는 방법 중의 하나가 금융부문과 비금융부문을 합친 전부문의 자금공급경로를 관찰하는 것이다. 우리나라에서 자금수요자에게 자금이 공급되는 경로는 ① 금융기관의 대출과 유가증권 매입에 의해 이루어지는 금융중개시장, ② 비금융부문이 직접 자금을 조달하는 증권시장, ③ 외자시장, ④ 정부금융 등으로 구분해 볼 수 있다. 따라서 금융중개시장 비중은 금융기관, 즉 은행금융기관과 비은행금융기관에 의해 이루어지는 자금중개의 비중의 합을 통해서 파악될 수 있다.

한국의 간접금융체제는 금융기관에 의해 자금중개가 이루어지는 비중이 지속적으로 증가하고 있으며, 이러한 비중의 증가는 은행금융기관의 자금중개의 비중이 축소함에도 불구하고 비은행금융기관의 자금중개 비중이 증가함으로써 이루어졌다. 따라서 결과적으로 금융자율화 조치는 은행금융기관의 경

14) 한국은행, 「경제통계연보」, 「우리나라 자금순환의 이해」, 1994.

쟁력의 확보에 도움을 주기보다는 비은행금융기관의 경쟁력 확보에 도움을 더 주었지만, 어쨌든 전체적으로는 금융중개시장의 성장에 크게 기여했던 것이다.

현재 은행금융기관이 자금의 1/4 정도를 공급하고 있고, 비은행금융기관이 자금의 1/2 정도를 공급하고 있고, 증권시장이 자금의 1/8 정도를 공급하고 있는 것에서 알 수 있듯이 금융시장을 통해서 전체자금의 90% 이상이 공급되고 있다. 그런데 증권시장의 성장에도 불구하고 증권시장을 통한 자금공급이 크게 증가하지 않고 있는 것은 금융기관이 증권을 인수하는 비중이 높아졌기 때문이다. 즉 금융기관은 예금의 형태로 모집한 자금을 유가증권에 투자를 하는 기관투자자의 역할을 강화하여 유가증권으로의 자금운용의 비중을 높였다. 이것은 1980년대 이후에 증권을 매개로 하는 자금을 조달하고 운용하는 금융방식이 예금과 대출에 의하는 전통적인 금융방식보다 그 비중에서 커지고 있는 금융의 증권화 현상이 확대되고 있음을 시사하고 있다.

금융자율화 조치 중에서 비은행금융기관의 진입규제의 완화, 업무규제의 완화로 인한 실적금융상품비중의 증가는 금융의 증권화 계기를 만들어 주게 되었다. 비은행금융기관은 정책금융을 더 적게 취급해도 되는 위치를 활용하여 유가증권 투자에 적극적으로 참여하여 결과적으로 금리규제를 덜 받게 됨으로써 경쟁력에서 은행금융기관을 앞서게 되었던 것이다. 이와 같이 금융자율화는 금융의 증권화를 촉진하고, 국내금융의 역할을 강화하는 것에서 성공하였지만, 금융기관의 균형적 발전을 가져오는 것에서는 실패하였다.

3) 비금융부문의 금융행태의 변화

1980년대 이후에 진행된 금융의 증권화는 개인, 기업, 정부 등으로 구성된 비금융부문의 자금운용과 자금조달의 변화를 초래하였다. 이 금융의 증권화는 자금운용면에서는 비금융부문의 실적배당부상품 등과 같은 고수익성 상품의 선호 등을 초래하는 동시에 은행금융기관으로부터의 예금이탈을 촉진하였

으며, 자금조달면에서는 비금융부문의 증권발행에의 의존도를 증대시켰다. 이와 같이 금융의 증권화는 비은행부문과 비은행금융기관 간의 자금중개의 비중을 높였던 것이다.

정부는 1980년대부터 은행의 예금이탈을 방지하고 새로운 예금원을 발굴하여 금융기관 간의 금융규제 불균형을 시정하는 것을 목적으로 은행의 고수익 상품을 도입하였다.¹⁵⁾ 그러나 비금융부문의 비은행금융기관의 선호는 줄어들지 않았다. 은행의 예금이탈 방지책의 강구에도 불구하고 제1금융권으로부터 제2금융권으로의 예금이동이 지속되고 있었던 것이다. 제1금융권에서 제2금융권으로의 예금이동이 있었지만, 비금융부문의 간접금융상품의 선호는 줄어들지 않고 있다.

비금융부문이 실적배당부 금융상품의 비중을 지속적으로 증가시키고 있는 것은 비금융부문이 불안정한 증권시장에서 직접 증권을 구입함에 따른 발생하는 위험부담을 피하되 고수익성을 누릴 수 있는 간접증권투자로 돌아선 결과로 보인다. 비금융부문에서부터 가격규제를 회피하는 행동이 활발해짐에 따라 금융기관도 금리회피적 금융상품인 실적배당부 금융상품의 매출에 주력하지 않을 수 없었던 것이다.

정부는 은행금융기관과 비은행금융기 간의 비대칭적 성장을 시정하기 위해 은행을 중심으로 고수익성 신금융상품의 도입을 추진하였음에도 불구하고 비금융부문은 여전히 비은행금융기관의 수익성 금융상품을 선호하여 비은행금융기관만 계속 성장하게 되었다.

비금융부문은 1970대 후반부터 해외차입이나 정부금융/기업신용을 통해 자금을 조달하는 비중을 낮추고 있었던 반면에, 금융중개시장을 조달하는 비중은 계속 높이고 있었던 것에서 앞 수 있듯이 간접금융의 비중이 높아졌다. 그리고 비금융부문은 증권시장을 통해 자금을 조달하는 비중은 1980년까지

15) 이광주, 「신금융상품 도입이 통화에 미친 영향」, 『조사통계월보』, 1993.9. pp. 9-12.

낮추었으나, 그 이후에는 그 비중을 계속 높이고 있다. 1980년대 이후 국내 금융기관이 자금증개의 비중을 높이게 된 것에 상응하여 비금융부문도 해외 차입을 국내 금융기관 차입으로 대체할 수 있었다. 그런데 비은행금융기관 차입의 비중은 증가하고 있지만, 은행금융기관 차입 비중은 도리어 감소하고 있다. 이것은 금융자유화 이후에 은행금융기관은 비금융부문에 대한 자금증개기능에서 비은행금융기관에 비해 도리어 위축되게 되었음을 의미한다.

비금융부문이 1980년 이후 금융기관 차입의존도, 즉 간접금융의존도를 높이면서도 유가증권 발행, 즉 직접금융의 비중을 높이고 있었다. 그것은 무엇보다도 1980년대 이후에 주식, 회사채, 기업어음 등과 같은 증권의 유통시장이 순조롭게 발전함에 따라 정부나 기업이 이전보다 훨씬 쉽게 발행증권을 소화할 수 있었기 때문이다. 그리고 대기업에 대한 여신규제가 1980년대 강화되었던 것도 대기업의 증권발행에 의한 자금조달을 촉진하였다고 할 수 있다.

1980년대 이후 저리의 정책자금과 해외차입의 비중이 점차 감소함에 따라 기업이 금융비용을 더 이상 낮출 수 없게 되자, 대기업을 중심으로 증권시장을 통해 직접 자금조달을 조달하는 비중을 높임으로써 직접금융의존도를 높이게 되었다.

4) 금리의 변동성 증가

금융자유화 이후에서 금융기관이 도입한 신금융상품의 증가, 기존의 실적배당부 금융상품의 증가, 그리고 시장형 금융상품에 속하는 금융채, 국공채, 회사채, 주식 등의 증가는 금융시장의 수익률체계를 변동시킴에 따라 자금의 대량 이동이 전개되면서 금융시장의 구조변화가 초래되었다. 이러한 변화로 인한 금융시장의 금리변동성의 증가는 한편으로 금융시장의 불안정성을 증가시킬 수도 있으나, 다른 한편으로 금리의 자금수급조절기능을 향상시킬 수도 있다.

신 금융상품이나 실적배당 금융상품이나 그 수익율은 여전히 정부에 의해 규제되고 있었기 때문에 실적배당부 금융상품의 금리의 변동성은 큰 것은 아니었다. 그럼에도 불구하고 실적배당부 금융상품은 금리규제 회피성을 조금 이나마 가지고 있어 금융시장 간의 자금이동을 촉진하였다. 그리고 채권의 유통수익률과 주가수익률은 정부의 금리규제와 상관없이 예금금리보다 높이 결정되고 있었기 때문에 채권시장과 주식시장으로의 예금이탈이 빈번하게 되었다. 이와 같이 금리규제 회피성 금융상품의 등장은 금리규제의 힘을 서서히 약화시키고 있었던 것이다.

금리자유화가 1988년 12월에 시험적으로 실시되었지만, 그 다음 해부터 통화증가를 상승에 따른 인플레이션 우려로 자유화된 금리는 실제로 창구지대로 재규제되었다. 이와 같이 1980년대에는 은행금융기관의 대출 및 예금금리는 계속 규제되었으나, 금융시장의 금리변동성은 실적배당부 상품과 같은 금리규제 회피성 금융상품의 비중의 증가로 점차 커지고 있었던 것이다. 그리고 금융부문 및 비금융부문의 유가증권 투자의 비중과 증권시장의 비중이 증가하고 있는 것도 금리변동성을 증가시키는 압력이 되었다.

증권시장에서의 수익율의 변화는 예금이탈을 통해 장기적으로 그와 경쟁적인 위치에 있는 금융중개시장의 수익율의 변화를 가져온다. 채권은 금융기관의 예금과 대체성이 크기 때문에 채권의 유통수익률의 변화는 규제예금금리의 변화에 영향을 크게 주게 된다. 은행의 예금 및 대출이자율이 장기적으로 회사채 이자율과 비슷한 변동 추세를 보이는 것에서도 알 수 있지만, 채권유통수익률과 예금/대출이자율은 불완전하지만 연동이 강화되고 있었다.

금리자유화는 금리의 급등으로 연기되었으나, 금리하락 추세가 다시 나타났던 1991년 11월부터 1995년 11월까지 3단계로 시행되었다. 이러한 금리자유화는 수신금리보다는 여신금리가, 장기금리보다는 단기금리가, 은행금융기관 금리보다는 비은행금융기관 금리가 우선적으로 자유화되는 방식으로 전개되었다.¹⁶⁾

금리자유화가 본격적으로 실시된 1992년 이후에는 금리는 예상과는 달리 상승하지는 않았지만 단기금리의 변동성만은 급속히 커질 것이라고 예상되었다. 금리의 변동성을 알려주는 각 금리의 변이계수(표준편차/평균)를 보면, 금리자유화 이전인 I기에 비해 1단계 금리자유화 이후인 II기에는 콜금리, CD금리와 같은 단기금융시장의 금리의 변동성은 작아지고 자본시장의 금리의 변동성은 커지고 있다. 1단계 금리자유화가 경기하강국면에서 실시되었고, 또한 통화관리는 완화되어 통화량증가율은 높았기 때문에 이와 같이 단기금융시장 금리의 변동성은 도리어 작아지고 자본시장 금리의 변동성은 커지고 있었던 것이다.

그러나 금리자유화 폭이 컸던 2단계 금리자유화 이후인 III기와 IV기에서는 전기와 반대로 단기금융시장의 금리의 변동성은 커지고 자본시장의 금리의 변동성은 작아지고 있다. 이와 같이 금리의 변동성은 만료기간이 짧을수록 큰 것으로 나타나고 있다. III기와 IV기에는 정부는 경기상승국면에서 경기과열에 대비하여 통화긴축을 실시하면서 금리자유화를 진행시켰기 때문에 앞의 기간과는 반대의 결과가 나타나고 있다.¹⁷⁾ 금리자유화는 금리의 변동폭의 상한을 확대하였지만, 금리의 변동성은 그것에 영향을 받기보다는 통화정책의 방향이나 경기변동의 변화가 더 작용하여 그 결과가 달라졌던 것이다.

5) 금융시장의 통합

금리자유화의 결과로 또 하나 예상되는 것은 분열된 금융시장의 통합이다. 이 금융시장의 통합은 금융시장 간의 경쟁을 촉진하고 전체 금융시장의 효율성을 증대시킨다. 금융자유화의 성과를 자금배분의 효율성을 통해 판단하려면 금융시장의 통합정도를 관찰해야만 한다.¹⁸⁾ 따라서 여기서 금리자유화의 금융시장의 효율성 증진에 얼마나 기여했는가를 검토하는 한 방법으로 금융

16) 한국은행, 『경제통계연보』 각연도판.

17) 한국금융연구원, 「금융조사자료」, pp. 19-28/한국은행, 「조사월보」

18) Yung Chul Park, 전제논문, p. 2

시간의 통합정도를 검토해 볼 필요가 있는데, 두 금융시장 간의 통합정도는 두 시장간의 금리격차(금리스프레드)나 금리변동의 동행성을 통해 살펴 볼 수 있다.

금융시장 간의 분열은 각종 규제로 인해 금융시장의 접근이 제약되거나 금융시장이 매우 불완전 상태에 있기 때문에 발생하고 이것은 금융자산간의 대체성을 떨어뜨린다. 이러한 금융시장의 분열 중에서 가장 현저한 것은 제도금융시장과 사채시장과의 분열이다. 비제도금융시장의 사채금리와 제도금융시장의 격차는 여전히 큰 편이고, 제도금융시장의 금리 중에서 회사채 수익률은 기업어음 수익률이나 일반예금금리보다 계속 높은 수준에 있는데, 이 격차는 사라지지 않고 있다.

제 2 절 주택금융시장

1. 주택금융시장의 규모현황

주택금융시장 규모를 파악할 수 있는 통계는 두 가지가 있다. 하나는 한국은행의 가계신용통계이며, 다른 하나는 국민은행의 주택금융통계이다.

전자는 한국은행이 모든 금융기관으로부터 제출 받은 자료를 집계하여 공표 하는 가계신용통계상의 '주택자금대출' 통계이다. 다른 하나는 국민은행이 구 주택은행 시절부터 주택금융신용보증기금과 민간주택금융회사의 협조를 얻어 집계한 자료를 '주택금융'지에 발표해온 주택자금대출 통계이다.

가계신용통계는 중앙은행이 작성하기 때문에 신뢰도가 높다는 점이 가장 큰 장점이다. 그러나 이 통계는 '가계'에 대한 주택자금대출만 포괄하기 때문에 '기업'에 대한 주택자금대출, 즉 국민주택기금이 주택건설업체에게 공급하는 주택자금대출이 제외되는 한계가 있다.

가계신용은 금융기관이 가계에 제공한 가계대출과 판매신용으로 구성되며,

이 중에서 가계대출은 주택자금대출과 일반자금대출로 구분·발표되고 있다. 따라서 가계신용통계의 주택자금대출을 주택금융시장의 규모로 볼 수 있다. 그러나 이 방법은 과소평가의 소지가 있다. 대부분 은행들이 주택자금대출을 일반자금대출로 처리하고 있기 때문이다. 따라서 일반자금대출에 포함되어 있는 주택자금대출을 추정할 후 이를 현재 주택자금대출로 집계되는 수치와 합산한 것을 가계에 대한 주택금융시장의 규모로 보는 것이 바람직하다.

국민은행의 주택금융통계는 오랫동안 주택금융시장 규모를 측정하는 자료로 널리 사용되어 왔다. 주택금융통계는 가계신용통계에 비해 포괄범위가 넓은 장점이 있다. 가계에 대한 주택자금대출 뿐만 아니라 주택건설업체에 대한 국민주택기금의 대출도 포괄하기 때문이다.

제도권의 주택금융 잔액을 기준으로 잔액 증가율을 구해 보면, 금융위기가 진행 중이었던 1998년과 1999년을 제외하고는 매년 18% 이상의 증가율을 보여왔으며, 1994~2001년 기간 중에 연 평균 16.2%의 증가율을 기록하였다. 국민주택기금과 국민은행의 대출이 주종을 이루는 주택자금대출의 경우 1994~2001년 사이에 대출잔액이 연 평균 12.0%씩 증가하였기 때문에 주택금융의 공급이 수요를 충족시키지 못할 수도 있다는 우려가 나올 수도 있다. 그러나 이는 최근 금융기관들이 주택자금대출계정으로 주택금융을 공급하기보다는 일반자금대출계정으로 주택금융을 대거 공급하고 있기 때문에 나타나는 현상이다. 실제로 일반자금대출계정으로 나가는 대출 중 주택구입자금 등으로 나가는 대출의 잔액은 지난 7년간 연평균 21.2%의 높은 증가율을 보여온 것으로 추정된다.

제도권의 주택금융 잔액의 증가율 추이는 앞으로도 지속될 것으로 보인다. 금융시장의 자유화로 인해 안정적이며 수익성이 높은 주택자금대출에 대한 시장경쟁은 앞으로 지속될 것으로 보이기 때문이다. 이러한 사실에 비추어볼 때 앞에서 추정된 주택금융 수요량은 공급측면에서 이를 충족시켜주는 데 큰 문제가 없는 것으로 보인다.¹⁹⁾

<표 3-2> 제도권 주택금융의 추이

	주택자금대출(A)			일반자금대출 중 주택자금(B)			제도권 주택금융(A+B)		
	잔액(조)	증분(조)	증가율	잔액(조)	증분(조)	증가율	잔액(조)	증분(조)	증가율
1994	33.1			21.7			54.7		
1995	38.1	5.0	15.1%	26.9	5.2	24.0%	64.9	10.2	18.6%
1996	43.9	5.8	15.3%	34.3	7.4	27.7%	78.2	13.3	20.4%
1997	53.0	9.1	20.7%	42.6	8.3	24.2%	95.6	17.4	22.2%
1998	55.5	2.5	4.8%	36.5	-6.1	-14.4%	92.0	-3.6	-3.8%
1999	61.3	5.8	10.5%	43.3	6.8	18.8%	104.7	12.7	13.8%
2000	67.7	6.3	10.3%	56.1	12.8	29.5%	123.7	19.1	18.2%
2001	73.4	5.7	8.5%	83.4	27.3	48.7%	156.8	33.0	26.7%

- 주 : 1) 주택자금대출은 국민주택기금+농협자금+금융기관 주택자금대출을 합한 것으로 국민은행(구 주택은행) 자료에 근거하였다.
- 2) 일반자금대출 중 주택자금대출은 금융기관의 일반자금대출에다가 일정한 비율을 곱하여 구하였음. 1994년부터 2000년까지는 0.3을 곱하여 구하였으며, 2001년은 각 분기별 주택자금대출비율을 이용하여 계산하였다.

2. 주택금융시장의 형태와 구조

1) 경쟁심화

최근 주택금융시장에서 나타나고 있는 가장 중요한 구조변화는 치열한 경쟁이 전개되고 있다는 점이다. 1997년의 주택은행 민영화와 IMF 위기를 계기로 주택금융에 대한 규제가 폐지되고 장점이 부각된 이후 거의 모든 금융회사가 주택금융시장에 참여하여 유례가 없는 경쟁을 전개하였다.

경쟁 수단은 금리와 비금리 모두가 동원되었다. 금리경쟁의 경우 규모가 작은 외국은행, 시중은행, 생보사가 인하를 선도하고 국민은행이 인하대열에 합류하는 양상으로 전개되었다. 비금리경쟁의 경우 거의 대부분 금융기관이 일정한 조건²⁰⁾을 갖춘 대출에 대해 저당권 설정비를 면제하였다.

19) 이용만, 정희수 “주택금융제도의 개편-수요강화정책으로의 전환”
2002년 한국주택학회추계학술대회 발표논문, 2002.12

경쟁 대상도 공공과 민간부문간, 민간부문내의 금융권간, 동일 금융권내의 금융회사간에 전면전이 전개되었다. IMF 이전에는 금리차이로 인해 공공과 민간부문간에는 주택대출시장이 확연히 분할되어 있었다. 그러나 IMF 후에는 금리조정 속도와 폭의 차이로 인해 두 부문간의 대출금리 격차가 계속 축소 되다가 2001년부터는 역전됨으로써, 두 부문간에도 치열한 경쟁이 전개되었다.

민간부문 내에서는 은행-비은행간의 경쟁보다는 은행권 내부의 경쟁이 더 치열하였다. 즉, 새로 시장에 진출해 공격적 마케팅 활동을 전개한 시중은행과 기존 시장을 방어하려는 국민은행간에 시장쟁탈전이 전개되었다. 이 과정에서 일부 금융회사는 타사 기존대출의 무더기 대환을 통해 점유율을 늘리는 등 과당 경쟁을 벌이고 있다. 그 결과 소비자의 편익은 증가하고 있는 반면 대출기관의 수익성은 저하되고 있다.

주택금융시장의 또 다른 중요한 구조적 특징은 공공부문과 은행권의 시장 점유율이 매우 높고 최근 증가한 점을 들 수 있다. <표 3-3>에서 보듯이 공공부문은 국민주택기금이 '80년대 중반부터 '90년대 중반까지 전체의 45~50%를 차지하였으나 IMF 이후 주택경기 부양을 위한 역할 확대에 55% 수준으로 증가하였다.

민간부문은 예금은행이 사실상 전부를 차지하고 있어 비은행(non-banks)의 비중은 극히 미미하다. 비은행의 경우 할부금융사의 영업호조로 1997년에 시장 점유율이 10%까지 증가하기도 하였으나 IMF 여파로 금리경쟁력을 상실하여 현재는 1%에도 미달하고 있다. 은행권에서는 국민은행이 2001년에 전체의 36%, 민간부문의 85%, 은행권의 85%에 달하는 높은 점유율을 기록하였다. 더욱이 국민주택기금대출도 국민은행을 통하여 공급되기 때문에 우리나라 주택대출의 91%가 국민은행의 영업망을 통하여 공급되고 있다.

20) 대출기간이 3년 이상인 경우 또는 대출기간이 3년이상이고 대출금액이 2천만원 이상인 경우에 설정비를 면제해주는 것이 일반적이다.

<표 3-3> 부문별, 기관별 주택금융시장 점유율 추이(잔액 기준)

(단위: %)

	공공부문		민간부문		국민은행의 시장점유율			국은 영업망 비중 (국민+기금)/전체
	기금	농협	은행	비은행 ¹⁾	대 전체	대 민간	대 은행	
1986	50	7	41	2	41	96	100	91
1996	50	4	41	5	38	82	92	88
1997	48	4	39	10	35	72	91	83
1998	53	4	37	6	34	79	92	87
1999	56	4	36	5	32	79	90	88
2000	56	3	39	1	35	86	88	91
2001	55	3	42	..	36	85	85	91

주: 1) 할부금융사와 생명보험사. 2000년은 생보사 불포함. 2001년은 자료 미집계.

2) 국민은행, 『주택금융』, 2001년 겨울호.

2) 유동화와 분화

IMF 위기 이후에 일어난 주택금융시장의 또 다른 중요한 변화와 발전은 주택대출 유동화에 관한 제도가 도입되고 시장이 형성된 점을 들 수 있다. 현재 주택대출 유동화는 주택저당채권유동화회사법("MBS회사법")에 의해 설립된 한국주택저당채권유동화(주)("KoMoCo")와 자산유동화에관한법률("ABS법")에 의한 유동화전문회사(SPC)의 두 개 경로를 통해 이루어지고 있고 최근까지의 유동화실적은 <표 3-4>와 같다.

지금까지 3개 사가 16회에 걸쳐 총 2조 7,450억원의 주택대출을 유동화 하였다. 이 가운데 KoMoCo가 발행한 MBS가 전체의 93%를 차지하여 시장을 주도하고 있으며, 두 개 할부금융회사가 SPCL를 설립하여 발행한 MBS가 7%를 차지하고 있다.

선순위 증권의 신용보강을 위한 후순위 증권의 비율은 KoMoCo가 현저히 낮음을 알 수 있다. 즉, 뉴스테이트캐피탈이 27.6%, 우리캐피탈이 19.5%, 우리나라 전체 ABS가 20%²¹⁾인데 비해 KoMoCo MBS는 3.8%에 불과하다. 이는

MBS 발행의 경제성이 발행사의 공신력과 기초자산의 안전성에 따라 크게 달라짐을 보여준다.

<표 3-4> MBS 발행실적, 2002년 (단위: 억원, %)

발행회사	발행회수	발행금액			시장점유율	발행근거
			선순위	후순위		
코모코	7	25,498 (100.0)	24,535 (96.2)	963 (3.8)	92.9	MBS회사법
뉴스테이트캐피탈	8	1,542 (100.0)	1,117 (72.4)	425 (27.6)	5.6	ABS법
우리캐피탈	1	410 (100.0)	330 (80.5)	80 (19.5)	1.5	ABS법
합계	16	27,450 (100.0)	25,982 (94.7)	1,468 (5.3)	100.0	-

<표 3-5>는 2002년 4월말까지 발행된 KoMoCo MBS와 전체 ABS의 만기구조를 보여주고 있다. 동표에서 보듯이 ABS는 80.3%가 3년 이하의 단기채이다. 이에 비해 KoMoCo MBS는 3년 이하 단기채가 30.9%에 불과하고 3년 초과~5년 이하의 중기채가 22.8%, 5년 초과 장기채가 46.3%로 나타나 중·장기채가 대부분을 차지하고 있다. 이는 주택대출 유동화가 주택금융기반을 확충하는 기능 외에도 국채에 한정되어 있는 중장기 채권시장의 발달을 선도할 수 있음을 시사하고 있다.

21) 금융감독원, "2001년 자산유동화증권(ABS) 발행실적 분석", 보도자료, 2002.2.25.

<표 3-5> ABS와 KoMoCo MBS의 만기구조 비교 (단위 : %)

	3년 이하			3년초과~5년이하	5년 초과			
		1년이하	1년초과~3년이하			5년초과~7년이하	7년초과~10년이하	10년초과
전체 ABS ('98.12~'01.6)	80.3	26.3	54.0	15.4	4.3	2.1	2.2	-
KoMoCo MBS ('99.4 ~ '02.4)	30.9	9.4	21.5	22.8	46.3	1.9	35.7	8.7

자료: 한국은행, 『우리나라의 금융시장』, 2001.12, p. 199. 및 KoMoCo 내부자료.

유동화와 밀접한 관계가 있는 주택금융시장의 또 다른 주요 변화는 주택금융과 관련된 기능의 분화(unbundling)이다. 전통적으로 주택금융기관은 자금의 조달(funding)에서부터 대출의 실행(origination)과 관리(servicing), 위험부담(risk-taking)까지 관련 기능을 모두 담당하였다.

그러나 최근에는 이들 기능이 분야별로 특화 되는 분화 현상이 세계적인 추세이다. 우리나라도 예외가 아니며 유동화가 그 대표적 사례이다. 이외에도 이미 우리나라에 도입된 기능분화의 사례로는 주택대출알선(mortgage brokerage), 민간주택대출보험(private mortgage insurance), 단기신용공여(warehousing), 신용평가(credit bureau), 주택평가(housing appraisal) 등이 있다.

3) 대출금리

우리나라는 1997년까지 장기 주택대출금리가 단기 시장금리보다도 낮았고 거의 변화하지 않았다. 주택대출이 시장원리보다 정책논리에 입각하여 공급되었기 때문이다. 그러나 1998년부터 시장금리가 빠르게 하락하였고 예금은

행의 주택 대출금리도 꾸준히 하락하였다. 하지만 국민주택기금의 주택대출 금리는 정책금융의 경직성으로 인해 2001년에 한번 하향 조정되었다. 이러한 금리하락 과정에서 나타난 중요한 현상을 요약하면 다음과 같다.

첫째, 주택대출의 유동화가 가능한 금리체계가 형성되었다. 즉, 과거 오랫동안 주택대출금리가 시장금리보다 낮은 역마진 현상으로 인해 주택대출의 유동화가 불가능하였다. 그러나 <표 3-6>에서 보듯이 1998년부터 시장금리가 주택대출금리 보다 낮아짐으로써 주택대출 유동화의 시장여건이 조성되었다.

<표 3-6> 주택자금대출금리, 은행수신금리 및 시장금리 추이¹⁾ (단위: %)

		1996	1997	1998	1999	2000	2001
국민주택기금 금리	분양주택자금대출금리	9.50	9.50	9.50	9.00	9.00	8.00
예금은행 금리 (신규취급액 기준)	주택자금대출금리	11.84	13.53	13.37	10.02	9.60	7.02
	수신평균금리	9.62	11.08	7.33	6.19	5.95	3.98
시장금리 (유통수익률 기준)	국고채금리(3년)	12.19	14.96	7.23	8.85	6.79	5.93
	회사채금리 ²⁾ (3년)	12.57	24.31	8.30	9.85	8.12	7.11

주: 1) 각 연도의 12월중 기준

2) 2000.9월까지의 A+ 무보증사채, 2000.10월 이후는 AA- 무보증사채 기준

자료: 한국은행, “2001년 12월중 은행 및 비은행금융기관 가중평균금리 동향”, 공보 2002-1-33호, 2002.1.25.

둘째, 대출금리의 결정·조정방식이 프라임레이트연동에서 시장금리연동으로 빠르게 바뀌고 있다. <표 3-7>에서 보듯이 1998.3월에 은행대출 잔액의

76.3%를 차지한 프라임레이트연동대출이 2001.6월에 52.5%로 줄어든 반면, 시장금리연동대출은 같은 기간에 9.6%에서 34.1%로 급증하였다. 신규대출은 시장금리연동대출의 비중이 훨씬 더 높은 것으로 알려지고 있다. 이는 은행들이 기존대출의 금리인하에 따른 부담을 줄이기 위해 프라임레이트를 하향 조정하지 않고 금리가 낮은 시장금리연동대출로 신규대출을 취급하였기 때문이다.

<표 3-7> 금리유형별 은행대출금 비중¹⁾ 추이 (단위: %)

	1998.3월말	1999년말	2000년말	2001.6월말
프라임레이트연동대출	76.3	72.2	53.1	52.5
시장금리연동대출	9.6	14.2	33.5	34.1
기타대출 ²⁾	14.1	13.6	13.4	13.4

주: 1) 주요 8개 은행의 잔액 기준

2) 정책자금대출 및 예적금 담보대출 등

자료: 한국은행, “최근 은행의 프라임레이트제도 운용에 대한 의견”, 공보 2001-9-10호, 2001.9.7.

셋째, 1993년부터 기준금리 역할을 해온 프라임레이트의 기능이 퇴조하였다. 프라임레이트는 소수의 최우량 고객에 대해 적용하는 가장 낮은 금리이므로 가산금리(spread)가 붙는 것이 보통이고 시장상황을 반영하여 신축적으로 조정되어야만 기준금리 기능을 수행할 수 있다. 그러나 <표 3-8>에서 보듯이 프라임레이트를 밑도는 대출의 비중이 1998년 말의 25.7%에서 2001. 6월말에는 83.1%로 급증하였으며, 1999년 중반 이후 사실상 고정됨으로써 기준금리로서의 기능을 상실하였다.

<표 3-8> 금리수준별 은행대출 비중1) 추이 (단위: %)

		1998년말	1999년말	2000년말	2001.6월말
프라임레이트		9.75~10.25	8.95~9.75	9.25~9.75	9.2~9.75
프라임레이트 미만 대출비중	신규취급액 ²⁾ 기준	25.7	60.4	69.1	83.1
	잔액 기준	12.2	32.6	38.5	54.4

주: 1) 주요 8개 은행 기준, 2) 기말 월중 기준

자료: 한국은행, “최근 은행의 프라임레이트제도 운용에 대한 의견”, 공보 2001-9-10호, 2001.9.7.

4) 대출기간과 상환방식

우리나라 주택대출은 1998년까지만 해도 만기 20년 이상의 장기 분할상환대출이 대부분이었다. 그러나 최근에는 만기 3~5년의 단기 일시상환대출이 중심을 이루고 있다. <표 3-9>에서 보듯이 1998년에는 신규취급대출의 4분의 3이 20년 이상의 장기대출이었으나 2002.1분기에는 반대로 3년 이하 단기대출이 4분의 3이다. 그런데 3~5년의 단기대출은 대부분 이자만 내고 원금은 만기에 상환하는 만기일시상환대출(Bullet Mortgage or Term Loan)이다. 이러한 대출은 주택구입의 동기와 대출상환의 안정성에 있어서 분할상환대출과 커다란 차이가 있다. 분할상환대출은 매월 조금씩 원금을 상환함으로써 주택지분(housing equity)을 늘려나가기 때문에 장기간 거주할 목적으로 주택을 구입하고 원금상환의 안정성도 높은 편이다.

<표 3-9> 국민은행 가계주택자금대출의 대출기간 구조: 신규취급액 기준

(단위: %)

	1998	1999	2000	2001	2002.1분기
3년이하	4.1	55.4	62.6	70.8	75.6
3년초과 10년미만	12.7	19.5	20.5	12.4	9.3
10년이상 20년미만	9.1	3.7	4.4	4.9	1.7
20년이상	74.1	21.5	12.5	11.8	13.4
합계	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

반면에 일시상환대출은 대출기간 중에 집 값이 오르면 시세차익으로 대출 원금을 상환하거나 만기에 대출을 연장하려는 투자동기에 의해 주택을 구입하는 경우가 많다. 또한 만기에 이르러 신용경색 또는 신용불량 등으로 인해 재대출이 이루어지지 않을 수 있기 때문에 원금상환의 불확실성이 높다.

이처럼 단기 일시상환대출이 급증하는 것은 결코 바람직스럽지 않으므로 그 원인과 문제점 및 개선방안에 관해 다음 장에서 자세히 살펴볼 것이다.

5) 조기상환

미국 등 선진국의 경험에 의하면 신규 주택대출금리가 기존 주택대출금리보다 1~2% 정도 낮으면 재대출(refinance)에 의한 조기상환(prepayment)이 증가하는 것으로 알려지고 있다.²²⁾

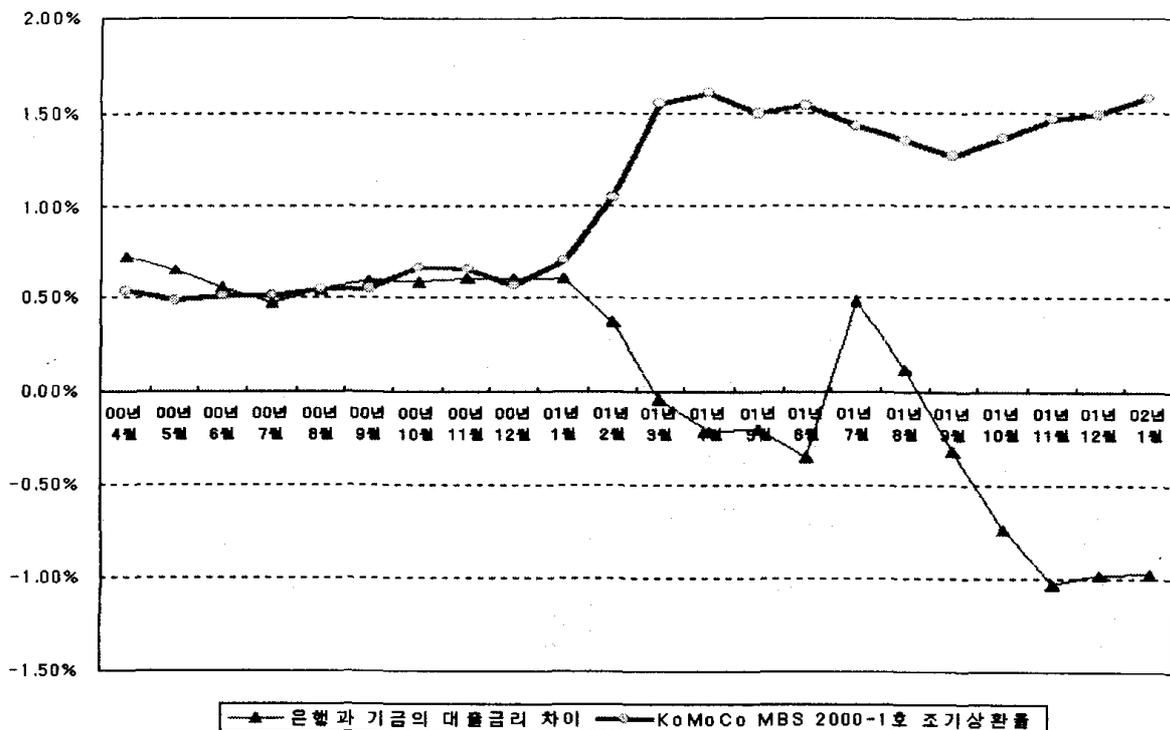
우리나라는 1996년까지만 해도 주택대출의 조기상환이 사실상 없었다고 해도 과언이 아니다. 그 이유는 주택대출의 금리가 상대적으로 낮았고 장기간 고정됨으로써 재대출의 유인이 없었으며, 독점적 시장구조로 인해 금융기관 간의 대출확대 경쟁도 없었고, 주택대출을 받기가 어려워 대출잔액이 있는 주택이 그렇지 않은 경우보다 매매가 잘 되었기 때문이다. 그러나 최근 1~2

22) 조만, "주택저당대출의 미시적 분석", 『주택금융』, 한국주택은행, 1997.8.

년간 조기상환이 급격히 증가하였다. 가장 중요한 원인은 IMF 이후 가계대출 확대에 사활을 건 금융회사들이 경쟁적으로 대출금리를 인하하고 저당권 설정비를 면제함으로써 재대출의 편익이 크게 증가하였기 때문이다. 또한 금융회사와 언론기관이 재대출의 편익을 대대적으로 홍보·보도한 것도 차입자의 금리민감도와 조기상환을 증대시킨 중요한 원인이다.

최근 KoMoCo가 유동화한 국민주택기금대출의 실제 조기상환율을 작성하여 홈페이지(www.komoco.co.kr)를 통해 공개하고 있으며, 현재로서는 이것이 국내에서 유일한 조기상환율 통계이다. 그 중 시계열이 가장 긴 KoMoCo MBS 2000-1호 기초자산(2000. 4월 발행시 82,570건)의 조기상환율을 '예금은행과 국민주택기금간 금리차이'와 함께 보면 대단히 흥미로운 사실을 발견할 수 있다. <그림 3-1>에서 보듯이 2001년 2월까지의 은행이 기금보다 대출금리가 높았고, 조기상환율도 안정적이었다.

<그림 3-1> 유동화한 NHF대출의 조기상환율과 은행·기금간 대출금리 차이



자료: 이중희, “시장반응적 주택자금 대출방안”, 한국주택은행, 1996

그러나 금융권의 금리인하 경쟁이 본격화된 2001년 3월부터는 금리차이가 역전되었으며 기금의 조기상환율도 급격히 증가하였다. 그 후 정부가 2001년 7월에 기금의 대출금리를 9%에서 8%로 인하하자 몇 달간은 조기상환율이 다소 진정되었으나, 금융권의 지속적 금리인하로 다시 금리가 역전되어 1% 정도 차이가 나게 되자 조기상환율이 또다시 증가하는 모습을 보이고 있다.

6) 지불능력

주택취득비용 지불능력은 연소득 대비 주택가격 비율(Price/Income Ratio: PIR), 주택가격 대비 대출금액 비율(LTV) 등과 같이 비율로 측정할 수도 있고 주택지불능력지수(Housing Affordability Index: HAI)와 같은 지수로 측정할 수도 있다.

PIR이나 LTV는 이해하기 쉽고 측정이 간단한 장점이 있으나 사실은 지불능력의 적합한 척도가 아니다. 왜냐하면 비율지표는 대출금리의 영향을 나타낼 수 없을 뿐만 아니라, 단지 두 가지 변수만을 나타내므로 지불능력에 영향을 미치는 여러 요인들(주택가격, 소득수준, 대출금액, 대출금리, 대출기간, 상환방식, LTV, DTI)을 종합적으로 고려할 수 없기 때문이다.

이러한 문제점을 해결할 수 있는 것이 주택지불 능력지수이다.²³⁾ HAI는 차입자의 지불능력 및 주택수요에 대해 큰 영향을 미치는 금융요인 뿐만 아니라 PIR, LTV, DTI 등의 비율 지표도 함께 고려할 수 있으므로 적극 활용할 가치가 있다. HAI는 간단히 말해서 중산·서민층이라 할 수 있는 ‘보통 가구’가 주택을 구입하면서 차입한 주택대출의 원리금을 상환하는데 필요한 소득이 있는지의 여부를 나타내는 개념이다. HAI는 구체적으로 중위(또는 평균) 가구소득(family income)을 대출상환가능소득(qualifying income)으로 나누어 100을 곱한 것으로 정의된다. HAI가 100이상(미만)이면 월소득으로 원리금을 상환할 수 있다(없다)는 것을 의미한다. 또한 시간의 경과에 따라 HAI가 증가

23) 이중희, 「시장반응적 주택자금 대출방안」, 한국주택은행, 1996.

(감소)하면 지불 능력이 향상(저하)된다는 것을 의미한다.

HAI의 측정을 위해서는 여러 자료와 가정이 필요하다. 분자인 가구소득은 통계청의 조사자료를 그대로 사용하면 되지만, 분모인 대출상환가능소득은 주택가격 및 대출금리에 관한 자료와 LTV, DTI, 대출기간, 상환방식에 관한 가정을 기초로 추정해야 한다. 사실 HAI 측정에서 가장 중요한 과정이 대출상환가능 소득의 추정이다. 대출상환가능소득은 가격이 중간(평균) 수준인 주택을 구입하면서 일정한 LTV 만큼의 금액을 일정한 조건(금리, 기간, 상환)으로 대출 받았을 때 일정한 DTI 하에서 원리금 상환이 가능한 소득을 의미한다.

<그림 3-2>는 이러한 과정을 알기 쉽게 표시하기 위하여 HAI의 측정과정 및 관련변수의 상호관계를 도시한 것이다. 그리고 <그림 3-3>은 주택가격, 대출금리, 월소득에 관한 실제 자료와 LTV 40%, 대출기간 20년, 원리금 균등 분할상환방식, DTI 25% 가정하에서 측정한 1986~2001년중의 지불능력지수이다.

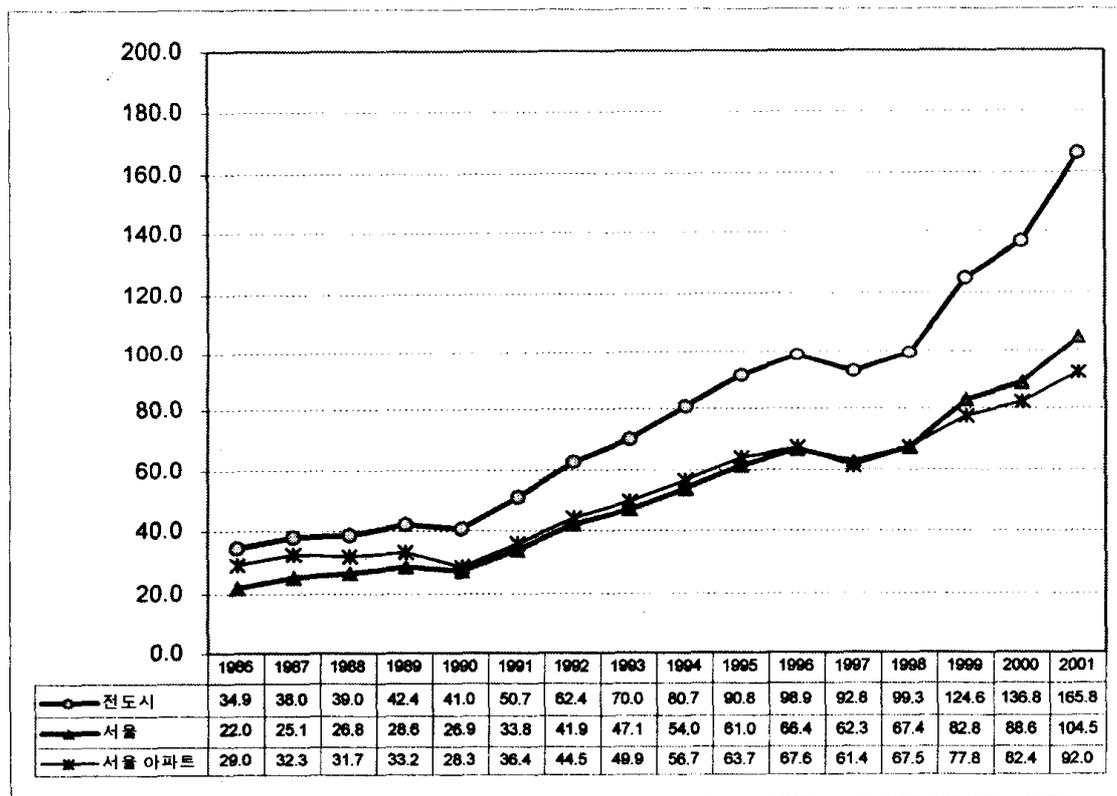
<그림 3-2> 주택지불능력지수(HAI) 측정 흐름도

		월소득						
HAI					대출금리			
		상환가능소득		월상환액		대출금액		주택가격
			DTI		대출기간		LTV	
					상환방식			

자료: 이중희, “시장반응적 주택자금 대출방안” 한국주택은행, 1996.

다음 <그림 3-3>으로부터 다음의 사실을 알 수 있다. 첫째, 주택자금대출 금리가 급락한 2001년에 HAI가 크게 증가한 것으로 나타났다. 이러한 지불능력 제고가 바로 주택대출 및 주택수요 증가로 이어져 주택가격 상승과 주택경기 활황의 요인이 되었다고 볼 수 있다. 둘째, 시간의 경과에 따른 HAI의 추이를 보면 전도시 기준으로는 1999년에 이미 100을 상회하였으나, 서울 지역은 지난해에 비로소 100을 상회하였고, 서울지역 아파트는 아직 100을 밑돌고 있는 것으로 나타났다. 이는 집 값이 비싼 서울에서는 금리가 많이 내린 작년에 이르러 '보통 가구'가 가격이 평균 수준인 주택을 구입할 수 있게 되었으나 그나마 가격오름세가 두드러진 아파트는 아직도 구입하기 어렵다는 사실을 알 수 있다.

<그림 3-3> 주택 지불능력 지수 추이



한편 그 동안 많이 사용되어온 PIR 및 LTV의 추이를 보면 <표 3-10>과 같

다. 동 표는 PIR은 낮아지고 LTV는 높아져 지불능력이 향상되고 있음을 보여주고 있다. 특기할만한 사항은 평균 LTV가 작년에 40%를 넘어섰다는 점과 절반(49.8%)에 달하는 가구의 LTV가 40%를 상회하고 있다는 점이다.

<표 3-10> PIR 및 LTV 추이

		1997	1998	1999	2000	2001	
연소득 대비 집값 비율(PIR)(배)		4.6	4.2	4.6	5.0	4.6	
집값 대비 대출비율(LTV)(%)	평균	29.4	33.2	33.1	38.1	40.7	
	분포	20%미만	22.3	18.9	22.6	16.1	15.5
		20~30%	33.3	27.9	23.8	19.3	16.3
		30~40%	23.1	22.1	23.3	22.2	18.5
		40~50%	21.2	31.0	30.3	18.3	19.6
		50%이상				24.1	30.2

자료: 국민은행, 「주택금융수요실태조사」, 각 연도

3. 금융환경변화에 따른 주택금융시장의 변화

1) 금융개혁 현황

금융부문의 낙후가 실물경제의 지속적 발전에 애로요인으로 작용한다는 인식의 확산과 함께 우리나라는 1980년대 초부터 금융자율화를 꾸준히 추진하여 왔으나 실물경제여건의 악화로 그 효과는 매우 미미한 실정이다. 90년대 이후 들어 정부는 대내외적인 금융자율화 요구에 부응하고 이에 따른 사회적 비용을 최소화하기 위하여 국내과급효과가 적은 부문에서부터 단계적인 금융자율화 및 자본시장개방을 추진하고 있다.

금융자율화의 일환으로 정부는 4단계로 나누어 금리자유화계획을 추진하고

있는데²⁴⁾ 제3단계 금리자유화가 마무리되어 모든 여신금리가 자유화되어 있고 또한 수신금리의 점진적 자유화가 추진되고 있으나 아직 정착되지 않고 있다. 97년 하반기에 금융개혁위원회의 보고내용을 최대한 수용한 제4단계의 금리자유화가 추진되고 있어 보통예금, 당좌예금, 별단예금 등을 제외한 모든 여수신금리가 자유화되는 것이다.

<표 3-11> 금리자유화 추진상황

	실시시기	주요내용
제1단계	91.11	자유화의 필요성이 크고 규제의 실효성이 적은 일부 단기 여 수신 및 2년이상 장기 수신
제2단계	93.11	재정지원 및 한은자금지원대상 정책자금대출을 제외한 모든 여신, 2년이상(적금 등 3년이상) 장기수신
제3단계	94.7 94.12 95.7 95.11	단기시장성 상품의 최단만기단축 및 은행의 표지어음발행 1년이상(적금 등 2년이상) 수신금리자유화 6개월이상 1년미만(적금등 1년이상 2년미만) 수신금리 및 한은자금지원대상 정책자금 대출금리 자유화 6개월미만 정기예금(적금등 6개월이상 1년미만) 수신금리, 3개월이상 자유저축 기업자유예금 수신금리 자유화 및 단기시장성 상품 자유화폭 확대
제4단계	97.7	저축예금, 3개월미만 자유저축예금, 기업자유예금 등 금리자유화

또한 3단계 중장기 금융자유화 및 시장개방계획을 마련하여 제2단계 자유화계획을 추진 중에 국가경쟁력강화의 일환으로서, 또한 OECD 가입에 따른 시장개방계획 추진의 일환으로서 정부는 대통령 직속 자문기관으로 금융개혁

24) 윤주현 조영하, "금융자유화에 대응한 주택금융 활성화 방안연구", 국토개발연구원, 1993.12, p.12.

위원회를 설치하여 우리나라의 금융제도를 개혁하는 방안을 마련하였다. 금융개혁은 금융전반의 변화를 가져오고 이에 따라 주택금융에도 영향을 미칠 것이므로 여기에서는 금융개혁의 내용을 포괄적으로 살펴보고 이중 주택금융에 영향을 미치게 되는 사안들을 살펴보기로 한다.

금융개혁위원회는 5개 분과로 나누어져 금융의 공공성 제고, 효율적 시장형성, 이용자를 위한 시장기능의 정상화, 금융기관의 책임경영체제 확립, 금융산업의 경쟁력 강화 등을 목표로 하여 각기 장·단기 추진과제를 선정하여 금융개혁방안을 마련하였다. 각 분과별 목표 및 주요과제를 통해서 금융개혁의 내용을 간략히 살펴보면 <표 3-11>과 같다. 각 분과별 활동결과는 세 차례로 나누어 1997년 4월, 6월, 11월에 각기 발표된 금융개혁 1차, 2차, 3차 보고서에 수록되어 있다.

2) 금융개혁 세부내용

금융개혁의 세부내용은 금융개혁안이 어떻게 마련되느냐에 따라 직접 또는 간접적으로 주택금융에 영향을 미칠 것이지만 이중에서도 주택건설업체나 주택소비자, 그리고 주택금융을 취급하는 금융기관에 직접적으로 관계될 것으로 보이는 사안들을 꼽아보면 다음과 같다.

우선 자금수요자로서 주택건설업체나 주택소비자의 자금조달에 직접적인 영향을 미칠 것으로 보이는 것은 ‘이용자를 위한 시장기능의 정상화’를 목표로 하고 있는 제3분과의 검토사항이다. 이중에서도 특히 ① 중소기업금융 규제완화와 가계금융 규제완화, ② 회사채발행 등 직접금융시장 규제완화, ③ 담보위주의 거래개선, 꾸기 등 금융거래관행 및 업무절차개선, ④ 금리의 하향안정 등이 주택건설업체나 주택소비자의 자금조달을 원활하게 해 줄 것으로 보인다. 또한 제2분과의 ⑤ 신용평가제도개선도 주택자금수요자에게 직접적인 영향을 미칠 것이다.

그 동안 주택금융은 정책금융으로 취급되어 지원대상을 한정시켜 왔고,

주택자금을 투기성 부동산으로 인식하여 주택부분으로의 자금유입을 억제해 온 셈이다. 즉, 은행법에서는 10년 이상의 장기대출을 억제하여 왔기 때문에 20-30년의 장기대출을 요하는 주택자금대출상품을 개발하기 어려웠고, 주택금융자금은 100㎡이하의 주택에 대해서만 지원하도록 되어 있어서 상환능력이 있는 고소득층의 주택구매에 대한 지원을 할 수 없고 부담능력이 낮은 중저소득층에 대한 주택자금대출만을 취급할 수밖에 없었다. 그러나 96년 은행법이 개정되어 10년 이상의 장기대출 억제 조항이 없어지고, 97년 하반기의 주택자금대출 대상 주택규모의 확대를 거쳐, 2002년 현재는 대출대상 주택규모의 제한이 없어지게 되었다. 따라서 이후 은행권 주택금융시장의 범위가 넓어지고 주택자금에 대한 접근성과 서비스가 개선되어 주택금융의 이용이 매우 수월해진 반면, 주택금융 거래가 부동산 담보를 위주로 하고 있어 담보능력이 없는 주택건설업체나 주택구입자는 자금을 이용하기 어렵다. 뿐만 아니라 채권발행에 있어서도 현재는 정부가 산업부문별로 점수를 부여하여 채권발행한도를 할당함으로써 우선순위가 낮은 주택부분의 자금조달한도를 제한하고 있기 때문에 주택건설업체나 주택할부금융회사가 자금조달에 어려움을 겪고 있다. 그리고 금리수준도 외국에 비하여 매우 높기 때문에 자금을 대출 받는 주택건설업체나 주택소비자의 부담이 큰 형편이다.

이렇듯 제3분과의 자금이용자를 위한 규제완화 및 금융관행의 개선은 금융기관의 주택금융참여 및 주택할부금융회사의 자금조달을 원활화하고, 주택건설업체나 주택구입자의 주택자금 이용의 애로요인을 제거함으로써 이들의 주택건설활동 및 주택구입활동을 지원하게 될 것이다.

주택금융을 취급하는 금융기관에 직접적인 영향을 줄 수 있는 검토사항으로는 ① 제1분과의 자본시장개방에 따른 금융 및 외환제도의 선진화, ② 제3분과의 국제금융규제완화, ③ 제4분과의 진입 및 퇴출 자유화, ④ 제5분과의 겸업주의로의 이행과 업무영역의 확대 등을 꼽을 수 있다.

금융기관 간 업무영역의 확대는 일반금융기관의 주택금융참여기회를 확대

함으로써 경쟁에 의한 서비스 개선을 기대할 수 있을 것이다. 그 동안 은행에서는 주택부문에 대한 자금지원을 소극적으로 취급해 왔는데 이는 주택청약관련 저축상품의 취급이 주택은행에 독점적으로 부여되었을 뿐만 아니라 주택자금은 장기로 대출됨으로써 단기예금으로 자금을 조달하는 일반 금융기관들은 저당권이 유동화 되지 않는 한 자금의 회전율이 낮아 유동성을 제약받기 때문이다. 외국에서는 보편화되어 있는 주택저당채권이 유동화 되어 자본시장개방으로 해외자본의 유입이 예상되는 자본시장에서 주택자금을 확보할 수 있어야 할 것이다. 또한 국내외 금리격차로 인한 자금조달의 열세를 만회하기 위해서는 금융기관이 해외에서 원활하게 자금을 조달할 수 있어야 하는데 금융 및 외환제도의 선진화, 국제금융에 대한 규제완화 등으로 해외 자금조달이 원활해질 것으로 보인다.

<표 3-12> 금융개혁의 내용

목표	주안점	추진과제	세부추진과제	
			단기과제	중장기과제
제1분공공의성 제고	통화정책의 안정성 확립 통화정책 의 안정성 확립 통화정책 의 안정성 확립	1) 통화관리체계의 개선	목표통화율 설정방식의 타당성 검토 및 한은대출 재할인금리제도의 개선 공개시장조작의 여건정비	운용목표로서 단기금리 위주의 통화관리방식 운용 장단기 금융시장의 활성화 방안 통화당국간 관계의 재정립
		2) 중소기업금융확충방안	중소기업 정책금융의 재원문제 중소기업 지원제도의 정비 및 개선 신용보증제도의 확충	영세금융 및 사금융 지역균형발전을 위한 지역금융의 역할 벤처시장 및 장외시장 활성화 방안
		3) 자본시장개방 및 외환계도의 선진화	외환시장의 확충과 효율성 제고 투기성 해외자본 유출입 대책마련 <연구과제> 금융의 공공성 제고를 위한 금융시장관리체계의 정비 금융실명제의 평가 자본이동자유화의 범위와 속도 재검토	환율의 시장기능제고 금리수준의 국제화 자본자유화의 확대와 관련된 정책조합의 시행방안
		4) 금융과 재정 관계 재정립		준재정 부문의 재정기관 각종 연금 및 기금의 효율적 정비

목표	주안점	추진과제	세부추진과제	
			단기과제	중장기과제
제2분과 : 유효성 시장성	신용정보의 신뢰성을 높이고 정보활용의 편의성을 제고하며, 금융기관의 건전감독 여건을 신속히 마련	1) 건전한 신용질서 확립을 위한 기반구축	신용정보제공 제도의 확충 개선 신용평가제도의 개선 기업어음제도의 개선 개인보증제도의 개선 부실채권의 관리 및 회수제도의 강화	기업신용도제고방안 어음제도의 정비 기업회계 및 공시제도의 선진화 기업의 금융거래 종합정보 시스템 확충 부실채권추심기관 도입
		2) 금융기관의 건전성제고	금융기관의 부실자산 정비방안 금융기관 임직원 자격요건 강화	금융기관의 자본충실도 제고 금융기관의 내부통제제도 확립 금융기관의 경영투명성 제고
		3) 금융감독의 합리화	금융감독의 전문성 및 투명성 제고 조기시정제도의 확충	금융감독기구의 정비
		4) 금융시장의 효율성 제고	불공정거래의 규제강화	기업퇴출제도의 정비 금융행정기구의 효율성 제고 직접금융시장의 활성화 전자금융을 위한 제도정비
제3분과 : 이용자 를 위한 시장기 능의 정상화	이용자의 편의를 제한하고 있는 각종 금융규제를 완화하며, 기업의 국제경쟁력 및 가계의 금융편의성을 제고하기 위해 개혁추진과제를 선정	1) 간접금융시장 규제완화	중소기업금융, 대기업금융, 가계금융	
		2) 직접금융시장 규제완화	기업공개 및 등록, 유상증자, 회사채 발행, 신상품 도입	
		3) 국제금융규제완화	장단기 해외차입, 해외증권발행, 현지금융 및 해외투자 외국인 증권투자, 내국인 해외증권투자	
		4) 금융거래관행 및 업무절차의 개선	담보위주의 금융거래 개선, 격기 등 불건전 금융관행의 개선 업무절차의 간소화, 이용자 건전금융거래유도	
		5) 금리의 하향안정	금리위주의 통화관리, 사금융의 산업자금융화 금융소득종합과세 개선, 공익예금의 건전투자유도	

목표	주안점	추진 과제	세부추진과제	
			단기과제	중장기과제
제4분과 금융기관채널 의경제 입체 확립	금융기관채널 의경제 입체 확립	1)소유배구조 및 확립	은행의 이사회구성 과 운영제도개선	금융기관의 소유구조개선 금융기관의 지배구조확립
		2)업무에 대한 규제완화	금리 및 수수료의 자유화 정착 자금의 조달 및 운용에 대한 규제완화 대상품개발 등 영업규제완화 영업지역, 지점설치 등의 규제완화 금융기관 배당관련 규제완화	금융기관 부수업무의 포괄적 인가 증권거래법상 유가증권의 범위확대 단기 추진과제의 후속과제
		3)진입 및 자유화 등	생보 및 투신 등의 진입제한 완화	부실 금융기관의 퇴출자유화 금융기관의 진입제한 완화
제5분과 금융산업의 경쟁력 강화	영역의 규제 완화 및 금융 산업 의 경쟁력 강화 방안 추진 사항 확립	1)겸업주의로의 본격적인 이행을 위한 방향제시 Universal Banking 자회사방식을 통한 타금융권 고유업무수행 금융지주회사 도입검토	1)아시아 금융센터로의 도약방안 선진국 수준의 제도 및 관행구축 국제금융센터로서의 인프라구축 전문인력의 양성 회계, 법률, 통신서비스의 개선방안	
		2)업무영역의 확대방안 각 금융기관의 업무확대 여신전문금융산업의 정비 서민금융기관의 활성화 및 이용 확대 과 금융생상품의 개발 및 취급 확대	2)해외 진출 확대 글로벌 네트워크의 확충을 위해 금융기관의 해외 진출 촉진	
		3)진입규제의 완화방안 금융기관 진입 기준 마련 금융기관 지배구조 개선방안	3)규제도입의 억제방안	
		4)국제적 경쟁력을 갖춘 금융기관 출현 유도 등을 추진 부실자산의 공시강화를 통한 합병유도		

3) 금융개혁에 따른 주택금융시장의 변화²⁵⁾

① 주택금융시장의 상대적 규모 확대

최근의 주택금융시장에서 일어나고 있는 변화 가운데 우선적으로 들 수 있는 것은 주택금융시장의 상대적 규모가 빠르게 확대되고 있다는 점이다. 이러한 사실을 확인하기 위해서는 총대출 비율을 살펴볼 필요가 있다. 총대출

25) 이용만, "주택금융시장의 변화에 대한 인식과 대응", 「주택금융」, 2001/겨울호, pp. 9-1.

대비 주택금융대출 비율을 파악할 수 있는 방법으로는 한국은행에서 발표하는 “예금은행의 주택자금 비율”과 “예금은행의 가계대출 비율”자료가 있다. 이 중 예금은행의 주택자금 비율의 경우 주택자금이 순수하게 주택매입자금이나 전세자금, 주택개량 자금 등 주택관련 대출계정만 포함되어 있기 때문에 실제 주택담보 대출 규모를 과소평가하는 경향이 있다. 그래서 예금은행의 가계대출 비율을 통해 주택금융시장의 상대적 규모를 파악할 수 있다. 예금은행의 가계대출 비율은 1992년 1/4분기에 23.3%이었으나 지속적인 증가추세를 보여 2001년 3/4분기에는 40.6%까지 상승하였다. 특히 중요한 점은 1999년 하반기 이후 예금은행의 가계대출비율이 이전과는 다르게 매우 빠른 속도로 상승하고 있다는 점이다. 이처럼 가계대출비율로 볼 때 정확한 것은 아니지만 주택금융시장은 1999년 하반기 이후 상대적인 규모가 빠르게 확대되고 있다는 것이다.

② 시중은행의 약진과 여신전문금융기관의 몰락

주택금융시장의 최근 변화에서 발견되는 또 다른 특징은 금융기관별 주택자금의 시장점유율이 크게 변하고 있다는 점이다. 이중에서도 눈에 띄는 특징은 국민은행(구 주택은행 포함)을 제외한 시중은행의 시장점유율이 빠르게 증가하고 있다는 점과 주택할부금융 등 여신전문금융회사의 시장점유율이 빠르게 하락하고 있다는 점이다. 이러한 변화는 앞서서와 마찬가지로 1999년을 기점으로 하여 일어나고 있다. 즉, 외환위기 이후 주택금융시장에서 공급자들 간의 시장점유율 간에 큰 변화가 일어나고 있다는 것이다. 예를 들어 국민은행을 제외한 시중은행은 1999년 이전까지만 하더라도 주택자금의 시장점유율이 3-4%에 지나지 않았으나 2001년 6월까지 9.4%까지 상승하였다. 반면 여신전문금융기관의 시장점유율은 1997년에 13.1%에까지 이르렀으나 2001년 6월에는 1.8%에 지나지 않았다. 이밖에 외국계 은행의 시장점유율이 상승하고 있으며 반대로 생보사의 시장점유율은 하락하고 있다.

이와 같은 금융기관별 시장점유율의 변화는 주택금융시장이 은행 중심으로 재편되고 있다는 것을 의미한다. 과거에는 생보사나 주택할부금융회사가 주택자금을 일정부분 공급해 왔으나 이제는 은행이 그 역할을 대신하면서 제 2 금융권은 주택금융시장에서 밀려나고 있다는 것이다.

③ 주택금융상품의 다양화와 대출세일 경쟁

최근 들어 주택금융시장에서 일고 있는 또 다른 변화로 주택금융상품이 다양화되고 있다는 점을 들 수 있다. 주택금융상품의 다양화는 상환방식, 이자부과방식, 만기구조 등에서 나타나고 있다.

우선 상환방식의 경우 과거에는 원금균등분할상환이나 원금일시상환방식이 대부분이었다. 그러나 최근 들어서는 원리금균등분할상환에서부터 시작하여 점증상환방식에 이르기까지 다양한 상환방식이 도입되고 있다. 이자부과 방식의 경우 이전에는 고정금리부 대출이 일반적이었다. 그러나 최근에는 변동금리부 대출이 많이 사용되고 있으며 금리변동 기간도 3개월부터 시작하여 1년에 이르기까지 다양하게 제시되고 있다. 대출만기의 경우 과거에는 자산과 부채의 만기불일치에 따른 유동성 위험을 고려하여 대부분 은행들은 대출기간을 5년 이내로 제한하였다. 그러나 최근 들어 은행들은 대출기간을 최장 33년까지 허용하고 있으며 그 기간 내에서 수요자가 대출기간을 정하도록 하고 있다.

이밖에 조기상환옵션도 다양화되고 있으며 차입자의 신분에 따라 상품출고가 다양화되고 있다. 이와 같은 주택금융관련 상품의 다양화는 대출위험의 부담자를 수요자의 특성이나 선호도에 의해 결정하는 것이라고 할 수 있다. 주택금융상품의 다양화와 함께 대출세일 경쟁이 일어나고 있는 것도 최근 주택금융시장의 특징 중 하나라고 할 수 있다. 우선 대출세일 경쟁에 따라 주택담보대출의 LTV(loan to value)비율이 상승하고 있다. 과거에 LTV는 주택의 시장가격을 기준으로 대출금액의 60% 이내에 지나지 않았다. 그러나 최근

들어서는 주택의 시장가격의 90%까지 대출을 해주며 심지어 100%까지 대출 해주겠다는 금융기관까지 나타나고 있다.

LTV비율의 상승과 함께 최근에 금융기관 간에는 대출수수료 할인경쟁이 일어나고 있다. 과거에는 주택담보대출을 받고자 하는 사람은 대출수수료를 부담하는 것은 물론이고 꺾기라든가 비공식적인 대출수수료를 지불해야만 했다. 그러나 최근에는 꺾기나 비공식적인 대출수수료가 사라진 것은 물론이고 저당권 설정비용을 금융기관이 부담하거나 공식적인 대출수수료를 할인해주는 것이 일반적인 현상이다.

④ 공급자시장에서 수요자시장으로의 변화

최근 주택금융시장에서 벌어지고 있는 이런 변화는 주택금융시장이 공급시장에서 수요자시장으로 변화하고 있다는 것을 의미한다. 꺾기, 상품의 획일화, 사(私)금융 내지 제2금융시장의 발달 등은 공급자시장에서 흔히 나타나는 현상이다. 반면에 수수료 및 금리할인 경쟁, 상품의 다양화, 사금융 내지 제2금융시장의 쇠퇴 등은 수요자시장에서 전형적으로 나타나는 현상이라고 할 수 있다.

과거에 주택금융시장은 항상 자금공급이 부족한 상태였다. 금융자금이 기업과 일반산업 중심으로 운용되면서 주택금융시장에 공급되는 자금은 제한적이였다. 반면 주택가격의 상승으로 주택자금에 대한 수요는 지속적으로 증가하였다. 게다가 정부는 서민을 보호한다는 명분 아래 대출금리를 통제하였고 그 결과 주택금융시장은 초과수요 상태를 지속해왔다. 주택금융시장이 지속적인 초과수요 상태에 있었기 때문에 신용을 배분하기 위한 신용할당은 항상 존재하였다.

이처럼 초과수요 상태에서 신용할당이 이루어지다 보니 자연히 각 개인에게 제공되는 자금량은 제한될 수밖에 없었고 이것이 그 동안 LTV가 낮은 원인이었다고 할 수 있다. 꺾기나 비공식적인 대출수수료는 금리통제와 신용할

당의 부산물이라고 할 수 있다. 비가격적인 수단으로 대출금리가 시장금리수준에 이르도록 한 것이다. 신용할당에서 소외된 사람이나 충분한 자금을 공급받지 못한 사람은 사채시장이나 할부주택금융시장에서 부족 자금을 조달하였다. 이것이 사채시장이나 제 2금융시장의 역할이 커진 이유라고 할 수 있다. 신용을 제공받고자 하는 사람들은 많이 있었기 때문에 공급자가 굳이 수요자의 선호를 파악할 이유가 없었으며 따라서 금융상품의 종류를 다양화할 필요도 없었다.

그러나 지금은 과거와는 정반대의 상황이다. 기업과 일반 산업 쪽으로 흘러 들어가던 자금이 가계와 주택금융시장으로 흘러 들어오면서 자금공급이 수요를 초과하는 상황이 전개되고 있는 것이다. 자금의 초과공급으로 가격(금리)이 지속적으로 하락하는 것은 물론이고 비가격 경쟁으로 인해 대출수수료가 할인되거나 아예 면제되고 있는 것이다. 공급자는 수요자로부터 선택을 받아야 하기 때문에 수요자의 선호에 맞추어 금융상품을 다양화하지 않을 수 없다. 수요자는 은행으로부터 자신이 원하는 자금량을 충분히 공급받을 수 있기 때문에 금리가 상대적으로 높은 사채시장이나 제 2금융시장을 이용할 이유가 없다. 주택금융시장의 상대적 규모가 빠르게 확대되는 이유도, 시중은행의 주택자금의 시장점유율이 상승하는 이유도 결국은 여기에 있다. 즉, 그 동안 사채시장을 이용하던 사람들이 금융기관으로 발길을 돌리면서 주택금융시장의 상대적 규모가 빠르게 확대되고 있으며 상대적으로 금리가 비싼 제2금융권 자금을 써오던 사람들이 시중은행으로 발길을 돌리면서 주택자금의 시장점유율에 큰 변화가 일어나고 있는 것이다.

제 4 장 금융자율화에 따른 주택가격변화

제 1 절 금리와 자산가격

자산가격은 미래에 발생할 순소득을 현재가치로 할인한 가격이다. 예를 들어 어떤 자산으로부터 나오는 올해 순소득 E원이며 순소득이 매년 g의 비율로 증가하는 것으로 사람들이 믿고 있다고 할 때 이 자산의 가격은 다음과 같이 된다.

$$P = E/(1+r+i) + E(1+g)/(1+r+i)^2 + E(1+g)^2/(1+r+i)^3 + \dots = E/(r+1-g)$$

여기서 r은 시중금리이며 i은 자산의 유동성정도에 따른 위험 프리미엄이다. 자산의 유동성이 떨어지면 i의 값은 높아지고 유동성이 올라가면 i의 값은 낮아진다.

위 식에서 분명하게 알 수 있듯이 금리가 하락하면 자산가격은 상승하게 된다. 하지만 금리하락에 따른 자산가격의 상승정도는 자산종류에 따라 다르게 나타난다. 주식처럼 유동성이 좋은 자산은 i의 값이 작기 때문에 금리하락에 즉각 반응할 뿐만 아니라 반응의 정도도 크게 나타난다. 반면 토지나 주택과 같이 유동성이 낮은 자산은 i의 값이 크기 때문에 금리가 하락하더라도 반응속도가 느릴 뿐 아니라 반응의 정도도 그리 크지 않게 된다. 이러한 사실은 시계열자료를 이용한 충격-반응분석에서 분명하게 드러난다. 금리와 GDP, 주가, 지가로 구성된 시계열모형을 이용하여 금리하락이 자산가격에 미치는 영향을 분석해본 결과 회사채수익률이 1% 하락할 때 주가는 즉각 상승하기 시작하여 4분기까지 약 9% 가량 상승하는 것으로 분석되었다. 그러나

지가의 경우 오히려 첫 분기에는 가격이 하락하다가 2분기 쯤부터 완만하게 상승하여 4분기까지 약 1%정도 상승하는 것으로 나타났다. 금리하락에도 불구하고 첫 분기에 지가가 오히려 하락하는 것은 시중자금이 유동성이 좋은 주식시장으로 몰리면서 나타나는 현상인 것으로 보인다. 가격조정속도도 주가에 비해 상당히 느린 편이다. 주가는 금리하락에 따른 가격조정이 4-5분기 이내에 끝나는 반면 지가는 10분기 이상 긴 기간동안 가격조정이 이루어지는 것으로 나타났다.

주택가격 역시 지가와 마찬가지로 금리하락에 따른 상승정도는 크지 않고 가격조정기간도 긴 것으로 나타나고 있다. 다만 주택가격은 지가 보다 금리하락에 따른 가격상승 정도가 높은 편으로 회사채수익률이 1% 하락하면 4분기까지 약 2%가량 상승하는 것으로 분석되었다. 주택은 토지에 비해 유동성이 다소 높아 금리하락에 따른 가격상승 정도가 토지보다 크게 나타난다고 볼 수 있다.²⁶⁾

이러한 자산가격의 움직임도 물가안정을 추구하는 중앙은행의 통화정책에 중요한 정보를 제공한다. 최근 경기가 회복세를 보이면서 과열에 대한 경계심도 높아지고 있다. 이에 따라 한국은행도 가까운 시일 내에 금리 인상을 검토하고 있다. 그런데, 최근의 실물경기를 자세히 살펴보면 과열의 조짐이 나타나고 있다고 보기는 아직 어려운 것이 사실이다. 실물경기의 양 축이라 할 수 있는 수출과 설비투자가 아직 저조한 상태에 있기 때문이다. 현재 대두되고 있는 경기과열은 실물이 아닌 자산시장의 버블 현상에 그 뿌리를 두고 있다. 부동산시장에서는 재건축 아파트를 중심으로 부동산가격이 크게 올라 자산시장 내에 버블이 존재하고 있는 것처럼 보이는 것도 사실이다.

실물부문에 뚜렷한 과열의 조짐이 없는 상황에서 자산시장의 버블에 근거하여 금리를 인상한다는 것은 한국은행이 물가상승률을 관리함에 있어 자산

26) 김성식, "저금리시대 주식, 부동산가격 적정수준인가?", 「LG주간경제」, 1999. 1. 27.

가격을 정책적 고려대상에 포함하겠다는 의미이다. 이처럼 중앙은행이 인플레이션 관리를 함에 있어서 실물부문과 자산가격도 함께 고려해야 한다는 주장의 근거는 다음과 같다. 자산시장에 버블이 존재하여 자산가격이 지나치게 높게 형성되면 투자와 소비에 대한 의사결정이 왜곡된다는 것이다. 주가가 오르면 기업의 시장가치가 상승하고, 부동산 가격이 오르면 기업의 담보가치도 올라가기 때문에 기업은 자산가격이 오르기 전보다 보다 많은 투자자금을 보다 용이하게 조달할 수 있게 된다. 그 결과 적정수준 이상으로 투자가 크게 증가하고 경기는 과열국면에 들어선다. 궁극적으로는 과도한 투자에 의해 과잉생산능력이 발생하고 이로 인해 경기하강시의 침체 폭은 과잉시설이 없을 때보다 더욱 커지게 된다. 여기에 물가하락이 가세하면 디플레이션 가능성마저 있다. 이를 방지하기 위해 금리를 미리 인상시켜 자산가격의 상승을 억제한다면 거시경제적 안정성을 증가시킬 수 있다는 것이다.²⁷⁾

자산가격의 움직임을 활용하여 거시경제 안정성을 높일 수 있다면 당연히 통화당국은 금리운용에 관한 중요한 정보로서 자산가격의 움직임을 포함해야 할 것이다. 그러나, 유의해야 할 측면이 있다. 통화당국이 자산가격의 변동을 초래한 근본원인을 정확히 판단할 수 있어야 한다는 것이다. 주가가 크게 상승했는데 이것이 기업부문의 생산성 혹은 수익성의 상승에 기인하는 것이라면 통화당국이 금리를 인상시킬 필요는 없는 것이다. 이런 상황에서 금리를 상승시키면 이는 오히려 경제에 해가 될 것이다. 자산가격의 변동이 경제 전체의 펀더멘털과는 상관없이 자산 그 자체에 대한 수요 공급의 변화 때문에 발생하는 경우(버블)에는 금리를 통해 자산가격의 움직임을 통제할 필요가 있으며 거시경제 안정성 확보에 큰 도움이 되는 것이다.

27) 이창선, "버블과 통화정책", 「LG주간경제」, 2002. 5. 8.

제 2 절 금리와 주택가격

외환위기 이후 아파트가격에 대한 금리의 영향력이 커진 것으로 나타났다. 금리와 아파트 가격 변동추이 자료를 통해 보면, 1997년 말 외환 위기 이전 아파트가격은 금리와 큰 관계가 없었으나 외환위기 이후에는 뚜렷한 역의 상관관계를 보이고 있다. 28)

<그림 4-1>에서 보듯이, 88-90년까지 연 12-16%(3년 만기 회사채 기준)에 이르는 고금리가 지속된 기간동안 아파트 가격은 연 10-20%씩 오르는 급등세를 보여 큰 상관관계가 없었다. 95년의 경우에는 금리가 1/4분기 15%에서 4/4분기 11%대까지 낮아지는 동안 아파트 가격은 보합권에서 머무르거나 4/4분기에는 오히려 0.03% 하락하기도 하였다.

96년과 97년 사이에도 금리는 11%대에서 12%대로 올랐지만 아파트가격은 0.3-1.5%까지 상승했다. 금리가 오르면 주택가격이 내린다는 일반적인 분석과 달리 금리와 아파트가격이 오히려 정의 관계를 보인 것이다.

반면, 97년 말 외환위기 이후 금리가 12-20%에 이르는 동안에는 아파트가격이 97년 말부터 98년까지 0.1-2.5%까지 떨어져 가파른 하락세를 나타냈다. 또 98년 말 이후 회사채 금리가 한 자릿수로 떨어지자 아파트가격은 안정세를 찾아 2000년 말까지 소폭의 등락을 거듭했다.

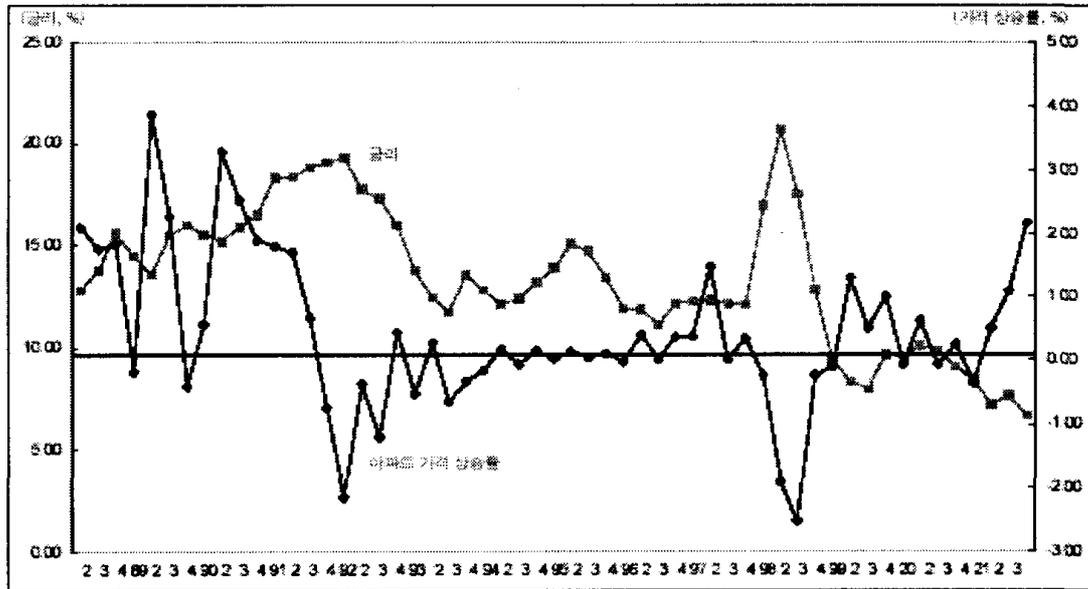
이어 2001년 3/4분기 금리가 6%대까지 내려가며 저금리 체제로 들어서자 아파트가격은 2-3.5%까지 급등하는 모습을 보여 2002년 3/4분기까지 가파른 가격상승세가 이어졌다. 이처럼 외환위기 이후 금리와 주택가격이 반대로 움직이는 모습이 뚜렷해진 것이다.

이는 저금리 체제가 정착되면서 은행차입을 통한 부동산 투자가 크게 늘어나 국내 주택시장이 금리민감형으로 바뀌고 있기 때문에 나타나는 현상으로

28) 건설산업전략연구소, "금리와 아파트 가격변동 추이", 2002.11.27

주택보급률이 높아지고 금융권의 주택관련 대출 상품이 크게 늘면서 금리의 주택가격 영향력은 더욱 높아질 것으로 예상할 수 있다.

<그림 4-1> 금리와 아파트 가격변동 추이



자료: 아파트 가격 상승률(주덕은행), 금리(한국은행)
 주: 1) 분기별 상승률
 2) 3년단기 회사채 금리 기준

	95.1	2	3	4	96.1	2	3	4	97.1	2	3	4
회사채 수익률	15.06	14.75	13.43	11.93	11.88	11.71	12.13	12.28	12.34	12.12	12.11	16.97
아파트가격상승률	0.13	0.03	0.10	-0.03	0.40	0.06	0.36	0.39	1.46	0.00	0.34	-0.24
	98.1	2	3	4	99.1	2	3	4	2000.1	2	3	4
회사채 수익률	20.71	17.54	12.86	9.30	6.33	7.98	9.62	9.80	10.09	9.87	9.04	8.42
아파트가격상승률	-1.91	-2.54	-0.25	-0.10	1.30	0.51	1.00	-0.07	0.62	-0.06	0.26	-0.35
	2001.1	2	3	4								
회사채 수익률	7.24	7.62	6.61	6.74								
아파트가격상승률	0.52	1.10	2.17	1.93								

·자료: 한국은행, 국민은행

최근 국내 부동산가격의 상승은 정부가 경기부양을 위해 부동산관련 규제를 꾸준히 완화하여 온데다가 특정 지역 아파트의 수급 불균형, 주식시장 침체에 따른 대체투자 수요 증가 등 다양한 요인이 복합적으로 작용하고 있지만 저금리와 이에 따른 풍부한 시중 유동성이 주택매입 수요를 계속 뒷받침

하고 있는데 주로 기인하고 있다. 2002년 8월까지 아파트가격은 강남지역 56%, 강북지역 33%, 6대 광역시 28% 상승하여 오름세가 매우 빠른 편으로 2001년 이후 서울지역 아파트 및 전국 주택가격 상승세는 1988-1990년의 거품형성기와 같은 양상을 보인다. 그러나 2001년 이후의 주택가격 급등은 저금리를 바탕으로 한 은행 가계대출의 급증에 의해 뒷받침되고 있다는 점이 특징이라고 하겠다.

주택가격과 이자율간의 관계를 확인하기 위해 교차상관계수(cross correlation coefficient)를 구하여 보았다. 그리고 분석의 내용을 보완하기 위해 여기서는 주택가격과 회사채수익률간의 교차상관뿐만 아니라 주택가격과 전세가격간의 교차상관관계도 분석하였다.

분석기간은 두 가지로 나누어서 실시하였다. 먼저 1986년 1월부터 2002년 11월까지로 하여 분석해 보았으며, 외환위기 이후 금융시장이 대폭 자유화된 것을 감안하여 1997년 1월부터 2002년 11월까지로 분석기간을 한정하여 분석도 해보았다.

주택가격과 전세가격은 증가율을 사용하였으며, 회사채수익률은 증분(增分) 자료를 사용하였다. 증가율이나 증분 자료는 기준시점을 어디에 두느냐에 따라 달라질 수가 있다. 여기서는 전기대비 증가율(또는 증분) 자료와 전년동기 대비 증가율(또는 증분) 자료를 사용하였다.

분석결과는 다음의 표와 같다. 먼저 전기대비 기준으로 구한 주택가격증가율과 전세가격증가율간의 교차상관계수를 보면, 주택가격증가율과 전세가격증가율은 분석기간에 관계없이 동일시점의 상관계수가 가장 높았으며, 통계적으로도 유의미한 것으로 나타났다. 또한 두 자료간에 정(正)의 상관관계를 보였다. 이러한 사실은 주택가격과 전세가격은 긴밀한 상관관계를 보이며 동시에 같은 방향으로 변화한다는 것을 보여준다.

전기대비 기준으로 구한 주택가격증가율과 회사채수익률 증분간의 상관관계를 살펴보면, 1986년 1월부터 2002년 11월까지의 자료를 사용한 분석의 경

우 주택가격증가율은 5개월 전의 회사채수익률 증분과 가장 밀접한 관계를 맺고 있는 것으로 나타났으며, 이 두 자료들 간에는 부(負)의 상관관계가 형성되어 있는 것으로 나타났다. 그러나 통계적으로는 유의미하지 않았다. 1997년 1월부터 2002년 11월까지의 자료를 사용하더라도 결과는 비슷하였다. 즉, 주택가격증가율은 5개월 전의 회사채수익률 증분과 가장 밀접한 부(負)의 상관관계를 맺고 있는 것으로 나타났다. 다만, 상관계수의 크기는 1986년 1월부터 2002년 11월까지의 자료를 사용하여 나온 결과보다는 크게 나타났다. 이러한 사실은 주택가격과 회사채수익률은 5개월 정도의 시차를 두고 서로 다른 방향으로 움직인다는 것을 보여준다. 이러한 결과는 앞에서 본 주택가격 결정이론과 일치하는 것이다. 다만, 이 결과는 통계적 유의미성을 갖고 있지 않아 주택가격과 회사채수익률간의 관계가 뚜렷하지 않다는 한계가 있다.

한편 전년동기 대비 기준으로 구한 주택가격증가율과 전세가격증가율간의 상관관계를 살펴보면, 앞에서와 마찬가지로 분석기간에 관계없이 주택가격은 전세가격과 동일한 방향으로 움직이는 것으로 나타났다. 다만, 앞의 분석과는 달리 1개월 전의 전세가격증가율과 현재의 주택가격 증가율 간에 상관관계가 가장 강하게 나타났다.

전년동기대비 기준으로 구한 주택가격증가율과 회사채수익률 증분간의 상관관계를 살펴보면, 1986년 1월부터 2002년 11월까지의 자료를 사용한 분석의 경우 주택가격증가율은 동일시점의 회사채수익률 증분과 정(正)의 상관관계를 맺고 있으며, 이때의 상관계수가 가장 큰 것으로 나타나 있다. 주택가격증가율과 부(負)의 상관관계를 보여주는 회사채수익률 증분은 11개월 전의 자료이나, 이는 통계적으로 유의미하지 않았다. 그러나 1997년 1월부터 2002년 11월까지의 자료를 사용한 분석의 경우 주택가격증가율은 9개월 전의 회사채수익률 증분과 같은 높은 상관관계를 보였으며, 상관계수의 부호도 마이너스를 보이고 있었다. 통계적으로도 9개월 전의 회사채수익률 증분과 현재의 주택가격증가율간에는 유의미한 상관계수가 존재하는 것으로 나타났다.

이상의 사실로부터 다음과 같은 결론을 이끌어낼 수 있다. 먼저 주택가격 증가율은 동일시점 내지는 1개월 전의 전세가격증가율과 강한 정(正)의 상관관계가 있는 것으로 나타났다. 이러한 정(正)의 상관관계는 외환위기 이후에 좀 더 강화된 것으로 보인다. 한편 주택가격증가율은 대략 5개월 내지 9개월 전의 회사채수익률 증분과 부(負)의 상관관계를 맺고 있는 것으로 나타났다.

이러한 주택가격과 회사채수익률간의 관계는 외환위기 이후 금융시장이 자율화되면서 비교적 명확하게 나타나고 있다. 외환위기 이전 자료를 사용하여 상관관계를 분석해보면 두 변수들간의 관계가 뚜렷하게 나타나지 않았다. 이와 같이 주택가격과 회사채수익률간의 관계가 외환위기 이전에는 뚜렷하게 나타나지 않는 이유는 정부가 금리를 부분적으로 통제하고 있었기 때문인 것으로 보인다. 외환위기 이후 금융자율화로 인해 회사채수익률이 시장금리수준을 반영하면서 비로소 금리와 주택가격간의 부(負)의 상관관계가 나타나기 시작한 것이다.

<표 4-1> 주택가격증가율과의 교차상관계수(전기대비 기준)

d	전세가격증가율(d)		회사채수익률 증분(d)	
	1986:01-2002:11	1997:01-2002:11	1986:01-2002:11	1997:01-2002:11
0	0.7593	0.8266	0.1171	0.0917
-1	0.4666	0.6696	0.0867	0.0676
-2	0.2012	0.4307	0.0265	0.0352
-3	-0.033	0.2963	-0.0947	-0.1728
-4	-0.026	0.3307	-0.1164	-0.2353
-5	0.1107	0.4281	-0.1467	-0.2889
-6	0.186	0.4441	-0.0894	-0.2484
-7	0.0998	0.3193	-0.0354	-0.1245
-8	-0.0613	0.1253	0.0268	-0.0197
-9	-0.109	0.0136	0.0399	-0.0636
-10	0.0039	0.0812	-0.0083	-0.1125
-11	0.1446	0.2005	0.0118	-0.1172
-12	0.2222	0.2207	0.0131	-0.0407
-13	0.0896	0.1024	0.0134	0.0324
-14	-0.1028	-0.0311	-0.0427	-0.0328
-15	-0.2528	-0.0643	-0.0622	-0.0199
-16	-0.1766	0.0183	-0.0102	0.0095
-17	-0.019	0.1259	0.0042	0.0231
-18	0.1549	0.1753	-0.0359	-0.0377

1) 주택가격증가율과 전세가격증가율은 전기대비 증가율이며, 회사채수익률 증분은 전년대비 증분임.

2) d는 시차를 의미하며, 단위는 개월임.

<표 4-2> 주택가격증가율과의 교차상관계수(전년동기대비)

d	전세가격증가율(d)		회사채수익률 증분(d)	
	1986:01-2002:11	1997:01-2002:11	1986:01-2002:11	1997:01-2002:11
0	0.775	0.8268	0.3629	0.1641
-1	0.7995	0.8409	0.2965	0.0582
-2	0.8105	0.8333	0.225	-0.0549
-3	0.81	0.8083	0.1537	-0.1675
-4	0.8008	0.7698	0.0895	-0.2659
-5	0.7835	0.7196	0.0371	-0.3437
-6	0.7585	0.6597	0	-0.3941
-7	0.728	0.5924	-0.0268	-0.423
-8	0.6906	0.5202	-0.0485	-0.4411
-9	0.6485	0.4472	-0.0678	-0.4541
-10	0.6007	0.3764	-0.0804	-0.4528
-11	0.5515	0.3119	-0.0821	-0.4308
-12	0.5042	0.2605	-0.0761	-0.393
-13	0.4647	0.2214	-0.0643	-0.3442
-14	0.4289	0.192	-0.0467	-0.2872
-15	0.3961	0.1702	-0.0234	-0.2211
-16	0.3675	0.1569	0.0015	-0.1577
-17	0.3432	0.1527	0.0227	-0.1025
-18	0.3233	0.1577	0.04	-0.0545

주: 1) 주택가격증가율과 전세가격증가율은 전년동기대비 증가율이며, 회사채 수익률 분은 전년동기대비 증분임.

2) d는 시차를 의미하며, 단위는 개월임.

제 5 장 결 론

지금까지 주택가격과 금리의 관계를 살펴보면, 외환위기 이전까지는 주택과 금리의 상관관계가 뚜렷하게 나타나지 않았다. 이는 정부가 금리를 부분적으로 통제하고 있었기 때문인 것으로 보인다. 그러나 외환위기이후 주택가격증가율은 회사채수익율과 부(負)의 상관관계를 맺고 있는 것으로 나타났다. 이는 외환위기 이후 금융시장이 자율화되면서 비교적 명확하게 나타나고 있다.

특히 최근의 주택가격 상승의 요인으로 금리가 가장 중요한 변수로 작용하고 있었던 것으로 분석되었다. 이와 같이 금리와 주택가격의 상관성이 밀접해진 만큼 내수시장의 주도적인 역할을 하고 있는 주택시장을 안정시키기 위해서는 정부와 금융권이 금리 및 대출정책 운용에 신중을 기할 필요가 있을 것이다.

2002년 8월까지 아파트가격은 강남지역 56%, 강북지역 33%, 6대 광역시 28% 상승하여 오름세가 매우 빠른 편으로 2001년 이후 서울지역 아파트 및 전국 주택가격 상승세는 1988-1990년의 거품형성기와 같은 양상을 보인다. 그러나 2001년 이후의 주택가격 급등은 저금리를 바탕으로 한 은행 가계대출의 급증에 의해 뒷받침되고 있다는 점이 특징이라고 하겠다. 2002년 5월 콜금리 목표 인상 이후 축소되었던 가계대출 증가폭이 8월에 들어 다시 크게 확대되었으며 이중 절반 이상은 주택구입용으로 쓰는 것으로, 총 750만 가구(우리나라 전체가구수의 51%)가 가구당 약 5000만원의 대출을 받고 있는 이는 가구당 연간 소득의 약 1.5배 수준에 해당한다.

이와 같이 최근 부동산가격 상승은 가계부분의 과다차입과 연결되어 있어 주식시장거품보다 더 위험하기 때문에 부동산가격 버블이 발생하지 않도록 조기에 차단할 필요가 있다.

따라서 외환위기 이후의 구조조정 과정, 특히 최근의 저금리 및 경쟁심화 과정에서 나타난 문제점을 바로잡고 선진국형 주택금융을 활성화하기 위하여 다각적인 정책방안이 강구되어야 한다. 관계당국이 관심을 가져야 할 주택금융시장의 발전방향과 정책과제는 다음과 같다.

1차주택금융시장에서는 장기분할상환대출이 활성화되는 것이 가장 중요하다. 최근 급증하는 단기일시상환대출은 잠재적 위험이 크고 선진국형 주택대출과는 너무나 거리가 먼 것이므로 반드시 시정되어야 한다. 장기대출을 활성화하기 위해서는 주택대출이자의 소득공제한도를 확대하여 장기대출의 금리경쟁력을 높여 주는 것이 필요하다. 동시에 유동화수요가 많은 주택대출회사를 활성화하여 자본시장의 장기투자자금을 장기주택대출재원으로 활용하여야 한다. 또한 상환능력 범위 내에서 LTV 제고를 위해 주택대출보험의 활성화도 중장기적으로 필요하다.

2차 주택금융시장에서는 MBS회사법의 재정비가 가장 중요하다. 현행법은 외국 유사기관이나 국내 ABS법에 비해서 유동화회사의 업무범위가 제한적이고 업무방법도 경직적인 점이 많다. 따라서 지난 3년여의 실제경험에서 드러난 제반 문제점의 해결을 위해 MBS회사법을 전면적으로 재정비하는 것이 시급하다. 유동화 대상자산의 확대, 유동화회사의 주택대출 매입·보유업무 수행, MBS 지급보증한도 규제방식 개선, 근저당권 양도절차 개선 등이 핵심 과제이다.

아울러 유동화의 비용절감과 절차간소화를 위한 제도개선과 유동화 친화적인 금융시장 환경조성이 이루어져야 한다. 유동화회사의 저리자금 조달을 위한 금융제도적 공신력 제고장치 마련, 유동화 이후의 채권관리과정에서 발생하는 등기수요를 포함할 수 있는 등기특례조치 마련, 장기 MBS에 대한 세제지원 확대, Pass-through MBS의 발행·예탁·상장·결제시스템의 구축, 정부후원 유동화회사가 발행하는 MBS의 RP거래 대상채권 지정 및 은행법상의 장기유가증권투자비율 산정 시 예외증권 지정, 주택대출 및 MBS의 합리적 가치

산정을 위한 정보·통계자료의 축적 등이 그 주요 과제이다.

이처럼 주택금융이 선진국형으로 발전하기 위해서는 수많은 관계기관이 힘을 합해야 풀 수 있는 과제가 산적해 있다. 그러나 다수 서민의 내집마련 꿈을 실현하기 위한 국가적 과제이므로 정부, 국회, 법원, 금융회사가 유기적으로 협조하여 종합적인 개선방안을 조속히 마련해야 할 것이다.

참 고 문 헌

1. 국내 문헌

건설산업전략연구소, “금리와 아파트 가격변동 추이”, 보도자료, 2002.11.27

국민은행, 「주택금융」, 각 호.

-----, 「주택금융수요실태조사」, 각 연도.

-----, “가계대출시장의 주요 이슈 점검과 대응방향”, 세미나자료,
2002.4.16.

금융감독원, “2001년 자산유동화증권(ABS) 발행실적 분석”, 보도자료, 2002.
2. 25.

김경환, “MBS제도 도입의 경제적 효과와 발전방향”, 「주택저당채권유동화
(MBS) 제도의 발전방향」, 코모코 창립1주년 기념 국제세미나, 한
국주택저당채권유동화(주), 2000.12.

김경환, 서승환, 「도시경제론」, 홍문사, 1994.

김동호, “부동산거품” 중앙일보 2002. 9.11,

<http://news.empas.com/issue/show.tsp/153/20020911n03300>

김성식, “저금리시대 주식, 부동산가격 적정수준인가?”, 「LG주간경제」,
1999. 1. 27.

박영철, 김병주, 박재윤, 「금융산업발전에 관한 연구 1985-1990」, 한국개발
연구원, 1998..

배영목, 「금융」, 「한국경제론강의」, 사회경제학회편, 한울, 1994.

안종길, “금융환경 변화와 은행 기업간 관계의 발전방향”, 한국조세연구원,
1995.

이광주, “신금융상품 도입이 통화에 미친 영향”, 「조사통계월보」, 1993.9.

- 이근중, “민간주택금융시장의 최근 동향과 특징”, Workshop on the State of the Art Techniques of Consumer Lending and Credit Analysis, 세계 및 도시경제연구소, 한국개발연구원 국제정책대학원, 2001.11.
- 이용만, “한국의 지가결정에 관한 연구”, 연세대학교 대학원, 박사학위논문, 1995.
- , “주택금융시장의 변화에 대한 인식과 대응”, 「주택금융」, 2001/겨울호.
- 이용만,정희수, “주택금융제도의 개편-수요강화정책으로의 전환”, 2002년 한국주택학회 춘계학술대회 발표논문, 2002.12
- 이중희, “시장반응적 주택자금 대출방안”, 「조사연구자료」, 한국주택은행, 1996.
- , 「주택경제론」, 박영사, 1997.
- , “우리나라 주택금융시스템의 변화와 발전”, 「주택금융」, 여름호, 2001.
- , “주택금융시장의 변화동향과 발전방향”, 한국주택학회 춘계학술대회 2002. 5.
- 이창선, “버블과 통화정책”, 「LG주간경제」, 2002. 5. 8.
- 이학구, 2002. 11.27, <http://www.seri.org/fr/fPdsV.html>
- 전철환·장병화·박형수, “부의 변화 및 금리변동이 소비에 미치는 영향”, 한국 경제발전학회, 2002.1.25
- 조만, “주택저당대출의 미시적 분석”, 「주택금융」, 8월호, 한국주택은행, 1997.8.
- , “시장지향적 주택금융제도: 미국의 최근 추세와 한국에 대한 시사점”, 「주택금융」, 7월호, 한국주택은행, 1997.7
- 조주현, 「부동산학원론」, 건국대학교출판부, 2002
- 최범수, 이형주, 「국제화시대의 금융제도:선진국 제도개혁의 이론과 과제」,

- 한국개발연구원, 1995.
- 최장봉, 「개방경제하에서의 금융정책」, 한국조세연구원, 1994.
- 하성근, “금융산업개편과 금리자유화 과제”, 「경제학연구」 제41집 제1호, 한국경제학회, 1993.
- 한국개발연구원, 금융경제실, 「금리자유화의 추진방안」, 1991.
- 한국개발연구원, 「금융산업 발전방안」. 연구보고서 2001-02, 2001
- 한국금융연구원, 「금리자유화가 경제에 미친 영향」, 금융정책자료 95-08, 한국금융연구원, 1995.
- 한국은행, “최근 은행의 프라임레이트제도 운용에 대한 의견”, 공보 2001-9-10호, 2001.9.7.
- 한국은행, 「우리나라의 금융시장」, 2001.12.
- , “2001년 12월중 은행 및 비은행금융기관 가중평균금리 동향”, 공보 2002-1-33호, 2002.1.25.
- , “2001년 가계신용 동향”, 공보 2002-2-29호, 2002.3.21.
- , “은행의 가계대출 표본조사 결과”, 공보 2002-4-22호, 2002.4.18.
- , 「우리나라의 금융제도」, 1993.
- , 「우리나라 자금순환계정의 이해」, 1994.
- , 「경제통계연보」 각연도판
- , 「기업경영분석」 각연도판.
- , 조사제1부, 「70년대 남미 3국의 금융자유화 경험과 정책적 시사점」, 1993.
- 한종수, “한국의 지가변동추이와 지가변동요인 분석”, 연세대학교 대학원, 박사학위논문, 1995.
- 한진수, 「금융자유화와 산업정책의 개선방향」, 대한상공회의소, 한국경제연구센터, 1993.

2. 외국 문헌

Mute, Richard F. and Allen C. Goodman. *“The Economics of Housing Markets”*, Harwood Academic Publishers, 1989.

Yung Chul Park, The Role of Finance in Economic Development in South Korea and Taiwan, Working Paper, Korea Institute of Finance, 1992, pp. 11-30.

Geltner, David M. and Norman G. Miller, Commercial Real Estate Analysis and Investments, South-Western, 2001

ABSTRACT

A Study on Changes of Housing Prices due to Financial Autonomy

Lee In-seok

Major in Real Estate Studies

Graduate School of Public Administration

Hansung University

The purpose of this study is to review the theories about housing prices and thereupon, examine the effects of the financial autonomy, scale and conditions of the housing financing market, and thereby, analyze the changes of housing prices due to the financial autonomy, and thereupon, explore the ways to activate and reform the housing financing market.

Upon analyzing the relationship between housing prices and interest rates, it could be found that the relationship had not been clear before the foreign exchange crisis, which seems to have been attributable to the partial control of interest rates by government. However, after the foreign exchange crisis, it was found that the housing prices have been correlated negatively with corporate bond earning ratios, and that such a correlation has been relatively clear after the foreign exchange crisis.

Hence, it is required of the government to explore multi-faceted policy alternatives to remedy the problems arising out of restructuring, lower interest rates and more fierce competition and thereby, activate the housing financing as in advanced nations. The policy alternatives available

to the government to develop the housing financing market may be enumerated as follows;

It is most important to activate the longer-term installment loans in the primary housing financing market. In addition, it is also necessary to activate the housing loan insurance system in a mid- or long-term in order to enhance LTV within borrowers' ability of repayment.

In the secondary housing financing market, it is most important to rearrange the MBS Corporate Code. The core challenges may be expansion of floatable assets, purchase and retention of the housing bonds by housing financing companies, improvement of the MBS payment guarantee limit, improvement of the flexible mortgage transfer procedure, etc.

In addition, in order to reduce the floating cost and simplify the floating procedures, it is essential to create an environment in favor of asset floating. The major challenges will be a mechanism to enhance the public trust of the financial system for floating companies to raise the fund at a lower interest rate, a special public registry system covering the demands for credit management after floating, a system of issuing, depositing, listing and settling Pass-through MBS, designation of the credits subject to RP transactions of MBS and the securities exempt from calculation of the longer-term marketable security investment ratio, a database for reasonable assessment of housing financing and MBS, etc.

In order to develop our housing financing to the level of advanced nations, relevant authorities should join hands to solve the numerous problems. Since the majority of the lower-income people dream of owning their houses, government, court and financial institutions are requested to

cooperate with each other to arrange a comprehensive package of reform measures.