

碩 士 學 位 論 文

指導教授 朴 炳 植

不動産景氣와 株式景氣의 相互關聯性에
관한 研究

Relationship of Business Cycles
between Real Estate Market and Stock Market

2 0 0 2 年 12月 日

漢城大學校 行政大學院

不 動 産 學 科

不 動 産 專 攻

孫 榮 鶴

碩 士 學 位 論 文

指導教授 朴 炳 植

不動産景氣와 株式景氣의 相互關聯性에
관한 研究

Relationship of Business Cycles
between Real Estate Market and Stock Market

위 論文을 不動産學 碩士學位 論文으로 提出함

2 0 0 2 年 12月 日

漢城大學校 行政大學院

不 動 産 學 科

不 動 産 專 攻

孫 榮 鶴

孫榮鶴의 不動産學 碩士學位 論文을 認定함

2002年 12月 日

審査 委員長

印

審 査 委 員

印

審 査 委 員

印

目 次

제1장 서론	1
제1절 연구의 목적	1
제2절 연구의 방법 및 범위	2
제2장 不動産市場의 경기순환	4
제1절 不動産市場의 개념과 특성	4
1. 부동산시장의 개념	4
2. 부동산시장의 특성	5
제2절 不動産市場의 경기순환 이론	7
1. 부동산경기순환의 개념과 특징	7
2. 부동산시장의 경기별 유형	9
3. 부동산경기변동 측정지표	11
4. 우리나라의 부동산 경기순환	13
제3절 IMF와 不動産市場	15
1. IMF이전의 부동산시장	15
2. IMF이후의 부동산시장	17
3. IMF이후의 부동산경기 동향	19
제3장 株式市場의 경기순환	22
제1절 株式市場의 분석	22

1. 기본적 분석.....	22
2. 기술적 분석	23
3. 주식시장 지표.....	24
제2절 IMF와 株式市場	28
1. IMF이전의 주식시장	28
2. IMF이후의 주식시장	29
3. 주식시장의 개념변화	30
제4장 不動産市場과 株式市場의 경기순환	32
제1절 경기순환의 경기종합지수	32
1. 기준순환일	32
2. 경기종합지수	33
3. 경기종합지수의 해석	34
4. 경기종합지수의 한계	35
제2절 不動産市場과 株式市場의 관계	36
1. 경기와 주가와의 관계	36
2. 부동산과 주가와의 관계	37
제3절 不動産市場과 株式市場의 경기순환 분석	40
1. 경기순환의 측정	40
2. 부동산시장과 주식시장의 상관성	41
제4절 不動産市場과 株式市場의 현재와 경기순환전망	45
1. 최근의 부동산시장과 주식시장	45

2. 부동산시장 2002년4/4분기 및 2003년 전망	49
3. 주식시장과 2003년 전망	51
제5장 결론	54
參考文獻	57
ABSTRACT.....	59

表 目 次

< 표 2-1 > 경기순환도.....	10
< 표 2-2 > 주택가격동향.....	19
< 표 2-3 > 주택건설동향.....	20
< 표 2-4 > 토지가격 및 거래동향.....	20
< 표 2-5 > 전국부동산가격추이.....	21
< 표 3-1 > 주가의 변동요인.....	22
< 표 3-2 > 주식주요지표.....	29
< 표 4-1 > 기준순환일과 경기국면 지속기간.....	32
< 표 4-2 > 경기지수의 선행·동행·후행 관계.....	33
< 표 4-3 > 순환기별 선행지수 전년동월비의 선행시차.....	34
< 표 4-4 > 주가 및 주택가격 관련지표.....	42
< 표 4-5 > 최근의 주가지수.....	46
< 표 4-6 > 최근의 주택가격동향.....	48
< 표 4-7 > 매매가격지수추이.....	49
< 표 4-8 > 서울지역 아파트 버블 상태.....	50
< 표 4-9 > 저금리 기조 마무리에 따른 부동산경기 둔화 예상.....	51
< 표 4-10 > 시장금리·주가와 동조화 현상.....	52

第 1 章 서 론

第 1 節 연구의 목적

본 논문을 작성하는 목적은 경기저점을 지나 완만하게 회복하고 있는 상황에서 금융자산이나 실물자산의 가격변동이 어떠한 모습을 보일 것인가를 예측하여 일반투자자들에게 시장의 흐름의 변화를 이해하는데 유용한 정보를 제공하고자, 대표적인 금융자산 가격인 주식가격과 대표적 실물자산가격인 부동산 가격이 경기변동에 대하여 각각 얼마만큼의 시차를 가지고 선행, 후행하는 관계를 갖는가를 연구하고자 한다.

일반적으로 부동산경기는 실물경기과 주가변화에 후행하는 것으로 알려져 있다. 이는 실물경기에 선행해 주식시장이 활황이 되고 시차를 두고 실물경기가 살아나며 더 긴 시차를 두고 시중의 여유자금의 다시 부동산시장으로 유입되는 등과 같은 상황을 의미하며, 부동산 가격은 부동산 시장에서 부동산의 수요·공급에 의해서 좌우되며, 부동산 시장은 실물경기, 사회구성원의 가치관, 부동산관련 정책 등과 같은 복합변수들로부터 영향을 받고있다.

외환위기로 1997년 4·4분기 이후 크게 위축되었던 한국의 실물경제활동은 각종 경제활동기준에 대한 규제들이 폐지되거나 완화되고 정부의 정책에 대한 의존도가 낮아짐에 따라 제반 경제활동에 대한 기준이 점차 투명해져 1999년초부터 빠른 속도로 회복되기 시작하였다. 민간소비도 1998년 중 11.4%의 대폭 감소에서 1999년중에는 10.3%의 큰 폭 증가로 반전하였다.

우리나라에서 언제부터인가 부동산과 주식이 가계의 자본이득을 가져오는

주요한 투자자산이 되었다. 어떤 투자자산을 선택하는가도 중요하지만, 보다 중요한 점은 ‘그 시기가 언제인가?’에 따라 가장 높은 투자수익을 올릴 수 있는 자산을 선택하는 것이다. 몇 년전 IMF시절에는 하락하는 부동산과 주식에 비해 예금이 가장 효율적인 투자수단이었지만, 그 후의 주식시장의 회복기에는 주식이(1999년) 그리고, 최근(2001년~2002년초)의 부동산가격 상승시에는 부동산이 가장 효율적인 투자수단인 것이다. 현재의 경제상황은 또 변하고 있다.

현재는, 부동산 투기가 기승을 부리고 있고, 주식시장에도 투기 열풍이 휘몰아치고 있으며, 이미 위험수위에 도달한 가계대출은 더욱 증대되고 있다. 세계경제의 회복 조짐을 보이는 지표들이 발표되고 있으나 실제 경제회복으로 이어질지는 매우 불투명하다.

부동산경기가 일반경기와 마찬가지로 상승과 하락의 국면을 갖는 주기적순환을 보이고 있으며, 이러한 부동산 경기순환과 주식시장의 경기순환을 예측하며, 부동산 및 주택시장이 어떻게 변화할 것인지 알아보기 위해서는 자본시장의 주가지수와 경제성장률 등과 같은 거시경제지표들의 추이를 살펴볼 필요가 있다.

제 2 절 연구방법 및 범위

위와 같은 연구목적을 가장 효율적으로 제시하기 위하여 부동산시장과 주식시장에 대한 각종 참고문헌과 각종 연구보고서를 참조하였고, 부동산 경기순환의 경우 건설교통부와 통계청의 시계열자료를 참조하여 IMF이전 경기순환과 IMF이후 경기순환을 분석하는 방법을 사용하여 주기와 특징을 분석하였다.

주식시장경기순환에 있어서는, 한국증권거래소와 증권업협회의 종합주가 지수를 자료를 선정하여 분석하였다.

본 논문은 논리적인 체계와 효율적 분석을 위하여 제1장 서론에서 연구의 목적과 범위, 방법에 대하여 논하고 이어 제2장에서는 부동산시장의 이론적 개념과 부동산시장의 경기순환을 고찰하였다. 제3장에서는 주식시장의 개념을 정의하고 주식시장의 경기순환을 논하였다.

제4장에서는 제2장과 제3장에서 논의한 부동산시장과 주식시장의 현재의 경기순환과 앞으로의 경기순환 예상을 하였다. 마지막으로 제5장에서는 본 논문의 내용을 종합하여 과거, 현재, 미래의 부동산시장과 주식시장의 경기순환의 모습과 부동산투자의 방향을 집약하여 제시함으로써 결론을 맺었다.

第 2 章 不動産市場의 경기순환

第 1 節 不動産市場의 개념과 특성

부동산의 가치는 여러 가지 요인에 의해 영향을 받는다. 미시적으로는 대상부동산의 자체의 특성, 해당 지역이나 근접에 의해 영향을 받지만, 거시적으로는 정부정책, 다른 산업부문의 동향, 자금의 흐름 등에 의해 영향을 받는다. 따라서 부동산의 시장지역에 관한 사항뿐만 아니라, 부동산시장에서의 일반적인 수요와 공급의 결정요인, 시장의 가치결정구조, 부동산시장의 특성, 자본시장의 논리 등에 대해서도 이해를 할 필요가 있다.

1. 부동산시장의 개념¹⁾

어떠한 사회이든간에 원하는 재화를 원하는 만큼 가질 수 있는 사회는 없다. 따라서 사회는 희소한 자원을 어떻게 효율적으로 관리하느냐에 많은 관심을 쏟고 있다. 희소한 자원을 효율적으로 관리하기 위해서는, 얼마만큼의 재화를 어떻게 생산하고 어떻게 분배해야 할 것인가를 결정해야 한다. 시장경제체계에서는 이 같은 결정이 시장을 통하여 이루어진다.

시장이란 매수자와 매도자에 의해 재화의 교환이 자발적으로 이루어지는 곳이라고 할 수 있다. 시장은 반드시 지리적 공간을 수반할 필요는 없다. 그러나 부동산시장(real estate market)은 일반 재화시장과는 달리 지리적 공간을 수반한다. 위치고정성(fixed location)이라는 부동산의 물리적 특성은, 부동산시장으로 하여금 지리적 공간을 수반하도록 하고 있다. 부동산시장이란 양, 질, 위치 등의 측면에서, 유사한 부동산에 대해 그 가격

1) 안정근, 「부동산평가이론」, 법문사, 2001, 168쪽

(price)이 균등해지는 경향이 있는 지리적 구역이라고 정의된다.

2. 부동산시장의 특성²⁾

부동산시장은 다른 재화시장과 비교할 때, 여러 가지 고유한 특성을 지니고 있다. 부동산시장이 이 같은 특성을 지니는 것은, 다른 재화와 구별되게 부동산만이 가지는 위치고정성, 이질성, 내구성 등 물리적 경제적, 제도적 특성 때문이다.

가. 부동산시장은 상황이 변한다고 하더라도 수요와 공급을 조절하기가 쉽지 않고, 이를 조절하는 데에도 많은 시간이 걸리는 속성이 있다. 부동산은 수요가 급증하더라도, 공급이 제때 이루어지지 못하는 수가 많다. 일반적으로, 부동산을 공급하는데에는 여러 가지 법적 규제도 많고 시간도 많이 걸리기 때문에, 주택의 경우 일 년에 전체주택량의 3% 이상을 공급하기란 현실적으로 매우 어려운 것으로 보고 있다.

나. 부동산시장은 고도로 국지화(localized)되어 있다는 것이다. 부동산 시장이란 유사부동산에 대해 유사한 가격이 정해지는 지리적 구역이다. 이처럼 부동산시장은 지리적공간과 밀접하게 결부되어 있기 때문에, 지역에 따라 여러개의 부분시장(submarket)으로 나뉘어진다. 뿐만 아니라 같은 지역이라 할지라도, 부동산의 위치, 규모, 용도 등에 따라 다시 여러개의 부분시장으로 세분되며, 유사부동산에 대해 다른 가격이 형성되기도 한다.

2) 안정근, 「부동산평가이론」, 법문사, 2001, 169~171쪽

다. 부동산의 위치고정성, 내구성, 고가성 등은 시장의 자유조절기능을 저하시켜, 시장을 불완전하게 만든다는 것이다. 부동산은 위치가 고정되어 있기 때문에, 수요와 공급이 자유롭게 이동될 수가 없다. 그러므로, 어느 지역은 오랫동안 공급이 초과된 상태에 있기도 하고, 수요가 초과된 상태로 있기도 한다. 또한 부동산은 내구재이기 때문에, 비록 수요가 감소한다고 하더라도, 기존의 공급량이 쉽사리 줄어들지 않는다. 수요가 감소하면, 상당한 기간동안 빈 채로 남아 사회적 비용(social cost)을 가중시키기도 한다. 부동산이 고가품이라는 사실도 부동산시장을 불완전하게 만드는 요인이 된다. 일반적으로 고가품일수록 참여자의 시장진입과 탈퇴가 자유롭지 못하다.

라. 부동산에는 여러 가지 법적 제한이 많이 있다. 갖가지 공적·사적 제한도 역시 부동산시장을 불완전하게 만드는 요인이 된다. 이에 따라 부동산 가격이 왜곡되고, 시장의 조절기능이 저하되기도 한다.

마. 부동산시장은 자금의 유용성과 밀접한 관계를 맺고 있다. 부동산은 고가품이기 때문에, 자금의 원활한 유통은 더 많은 공급자와 수요자로 하여금 시장에 참여하게 만든다. 자금의 유통이 원활하고 적은 금융비용으로도 그것이 가능하게 되면, 부동산시장은 공급이 늘고 수요가 증대하게 된다. 이자율과 같은 금융비용(financing cost)의 저하는, 공급자비용을 감소시켜 공급을 증가시킨다. 부동산시장은 정부의 화폐정책(monetary policy)에 민감한 반응을 보이고 있다. 정부의 화폐정책은 금융비용을 변화시켜, 시장자금을 주식시장이나 채권시장과 같은 다른 자본시장(capital market)으로 이동시킬 수 있기 때문이다.

第 2 節 不動産市場의 경기순환 이론

1. 부동산경기순환의 개념과 특징

가. 부동산경기 순환의 개념

경기변동이란 생산, 소비, 고용, 금융, 무역, 투자 등 총체적인 경제활동의 변동을 의미하는 바, 특히 국민총생산과, 고용, 투자, 소비와 생산성과 같은 경제 총량이 시간에 관계없이 예견할 수 있는 방향으로 함께 움직인다. 경제현상은 어떤 경직된 상태를 지속하는 경우는 드물고 언제나 순환과 움직임을 반복하는 운동을 하고 있다. 이러한 경기순환내지는 경제순환을 국민경제 전체를 놓고 보아서도 나타나지만 국민경제내의 부분에서도 나타나고 있다.

따라서 경기변동 현상은 부동산 시장에서도 존재하며, 특히 부동산시장은 여러개의 복합적 시장으로 이루어져 있어 각 시장을 대표하는 부동산 경기라는 의미는 매우 복잡하며, 다양한 의미를 갖는다고 볼 수 있다.

이에 부동산 경기순환도 일반경기순환과 같이 그 순환현상의 기본적 틀은 상향, 후퇴, 수축, 회복이라는 변곡의 국면을 가진다는 것에 의문의 여지가 있을 수 없다. 왜냐하면 경기변동은 제지표의 변량을 마치 물결과도 같은 흐름의 선상에 놓고 파악하는 것이기 때문이다. 일정한 추세곡선과 비교하여 그 정점과 저점의 국면을 상부전환점과 하부전환점으로 본다면 상승국면에서 회복과 상향으로, 하강국면에서 후퇴와 하향을 구분하여 회복, 상향, 후퇴, 하향의 4국면으로 설명되기도 한다. 이와 함께 안정시장을 일개의 국면으로 추가하기도 한다.

나. 부동산 경기순환의 특징

부동산 경기도 일반경기과 마찬가지로 확장→후퇴→수축→회복의 4개국면을 반복하며, 다음과 같은 특징이 있다.³⁾

- 순환국면이 명백하거나 일정하지 않다.
- 일반경기보다 변동주기가 길다.
- 일반경기보다 불경기에는 저점이 깊고, 호경기에는 정점이 높다.
- 전체적으로 볼 때 일반경기보다 시간적으로 뒤지는 경향이 있다.
- 상업용 부동산, 공업용 부동산의 건축경기는 일반경기과 거의 일치하고, 주거용 부동산의 건축경기는 일반경기과 거의 반대로 나타난다.

부동산경기는 일반경기의 변화에 따라 호순환적이거나 아니면 역순환인 양상을 나타낸다. 호순환적인 변화란 우리가 관심을 갖고 관찰하는 부동산경기의 변화와 일반경기가 동일하게 변동하는 것을 의미한다. 역순환적인 변화란 반대의 경우를 나타낸다.⁴⁾

(1) 선행과 후행의 관계

부동산경기과 일반경기과의 관계는 반드시 동시적으로 이루어지는 것이 아니라 일정한 시차를 두고 변화하는 경우이다. 이러한 특징을 선행(lead)과 후행(lag)의 관계라고 한다.

(2) 경기의 독립성

부동산경기의 독립성이 반복되면 때때로 부동산경기는 일반경기과 상승할 때 하향하기도 하며 일반경기과 하강할 때 부동산경기는 상승하는 역행성을 보이기도 한다. 그리고 일반경기과 호황을 경험한 경우 부동산경

3) 기업은행, '부동산경기순환과정', www.kiup-bank.com

4) 장대섭, "부동산경기과 일반경기 및 주식경기과의 상관성에 관한 연구", 건국대학교 행정대학원 석사학위논문, 1996, 15쪽

기도 뒤따라서 호황을 경험하기도 하는바, 이러한 경우를 후행성이라 할 수 있다. 이와 같이 부동산경기는 일반경기와는 다른 변동을 하는 경우가 많다는 점을 볼 수 있다.

(3) 경기순환의 진폭

각 변수마다 경기변동의 강도를 나타내는 진폭(amplitude)에 있어서 차이가 난다는 점이다. 진폭이 크다는 것은 변동폭간에 큰 차이가 발생하고 있음을 의미한다. 부동산경기는 일반경기에 비교하여 그 진폭의 길이가 크다. 즉, 높은 정점(peak)과 낮은 저점(trough)을 지나는 것이 발견되고 있다. 즉, 경기의 과열의 도가 높아 붐(boom)이 있는가 하면 침체기에는 깊은 늪에 빠진 듯 경기는 깊은 동면에 빠지기도 한다. 이러한 현상은 특히 부동산의 과열경기시의 유효수요에 비교할 때 과잉공급이 일어나는 것도 주요한 이유라고 할 수도 있다.

(4) 개별성과 국지성

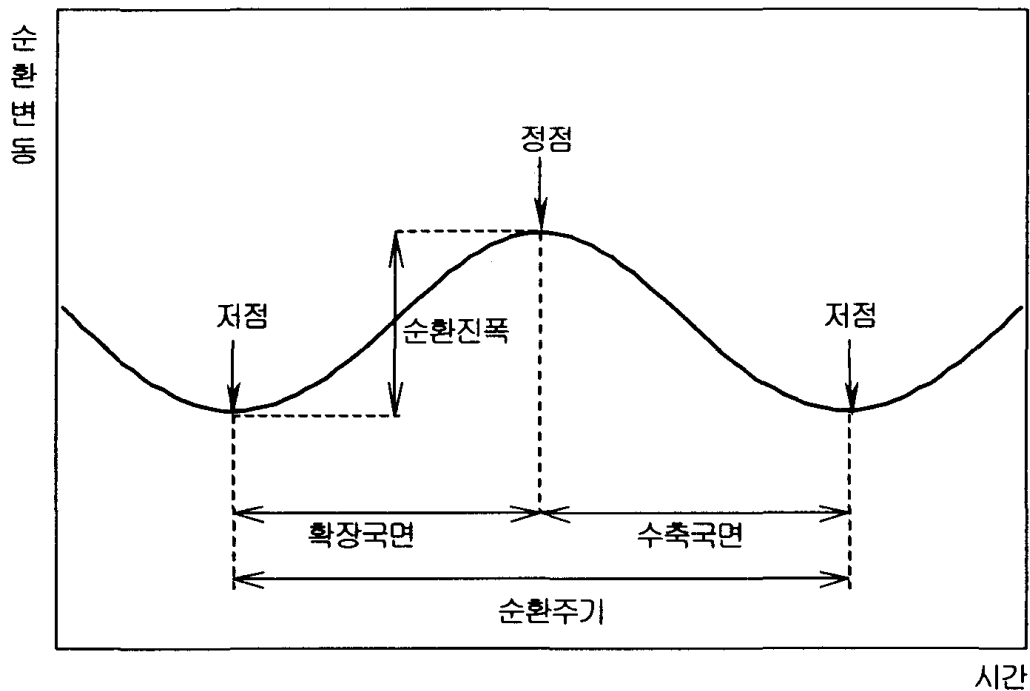
부동산경기는 각 부동산의 유형에 따라 개별적으로 이루어지는 성향이 있으며 지역적으로도 각각 변향의 진행이 다르게 움직이는 특성이 있다. 바이머(Weimer)와 호이트(Hoyt)교수는 “부동산경기는 도시마다 달리 변동하고 같은 도시라 하여도 그 도시 내의 지역에 따라 각기 다른 양상을 보인다.”라고 하였는바, 이러한 견해를 빌리지 않더라도 부동산의 특성에 이러한 현상이 나타난다.

2. 부동산시장의 경기별 유형

경기순환의 국면을 구분하는 방법에는 여러가지가 있으나 경기저점에서 정점까지 경제활동이 활발한 확장국면, 경기정점에서 저점까지 경제활동이 위축된 수축국면으로 나누는 이분법이 주로 이용된다.

확장과 수축의 경기국면에서 저점에서 다음 저점까지, 또는 정점에서 다음 정점까지의 기간을 순환주기라고 하며, 순환의 강도를 의미하는 정점과 저점간의 차이를 순환진폭이라 한다.

(표2-1) 경기순환도



가. 확장기

- 가격의 상승세가 본격화되고 거래도 활발하다.
- 과거의 거래가격은 새로운 거래가격의 하한선이 된다.

나. 후퇴기

- 경기의 상승이 정점에 이르면 가격상승이 중단되고 하락으로 전환된다.
- 과거의 거래가격은 새로운 가격의 기준가격이 되거나 상한선이 된다.
- 거래량이 줄고 단시일에 급격히 하강하는 곳은 부동산거래가 중단되기도 한다.

다. 수축기

- 거래가 저조하고 가격이 하락한다.
- 공실률과 금리는 일반적으로 높은 수준을 유지한다.
- 불황에 약한 부동산(호화주택, 교외의 분양주택)은 큰 타격을 받는다.
- 과거의 거래가격은 새로운 거래가격의 상한선이 된다.
- 건축허가 신청건수가 급감하여 최저수준에 도달한다.

라. 회복기

- 경기의 하락이 바닥에 이르면 가격하락이 중단되고 상승으로 전환된다.
- 금리가 낮고 자금의 여유가 있기 때문에 부동산 거래가 활발하다.
- 과거의 거래가격은 새로운 가격의 기준가격이 되거나 하한선이 된다.
- 광역적으로 일시에 회복되기보다는 개별적·지역적으로 회복된다⁵⁾

3. 부동산경기변동 측정지표⁶⁾

부동산경기를 측정할 경우 그 측정은 어떠한 부문의 변동을 논거로 삼을 것인가에 대하여 그 논거가 되는 것을 가르켜 부동산경기 지표라 할 수 있다.

부동산경기는 건축량, 지가, 주택거래량, 택지의 분양실적, 주택부문 관련 지수변동양, 공실률 등의 제변량을 살펴 고찰하기도 하는 바, 그러한 것들에 대한 지표로서의 적합성 등을 들기로 한다.

어떠한 경우이건 문제가 되는 것은 경기에 있어서 제지표를 공급의 측면만을 살핀다거나 또는 수요의 측면만을 살피게 될 경우 자칫 경기의 실질적 변동을 왜곡할 우려가 크다는 점이다. 그러므로 부동산경기를 살필 때

5) 기업은행, '부동산경기순환과정', www.kiup-bank.com

6) 장대섭, "부동산경기과 일반경기 및 주식경기와의 상관성에 관한 연구", 건국대학교행정대학원 부동산학과 석사학위논문, 1996, 21~23쪽

에는 제지표들이 지니고 있는 여러 가지 측면들이 고찰되지 않으면 안 된다.

가. 건축량

건축량이 특히 건축경기의 이름으로 부동산경기현상을 파악하는 주요지표가 되어 왔다는 점은 여러 가지 연구의 경험들이 이를 증명해 주고 있다. 건축량이 건축경기의 주요지표가 되려면 특히 민간부문의 건축량이 중심대상이 될 것이다. 그러나 민간부문의 건축량도 문제점이 없는 것은 아니다. 건축은 국토의 이용이나 일반경기와 밀접한 관계에 있음을 특히 각종 건축활동에 대한 공권의 개입이 민간의 건축활동에 많은 영향을 미칠 경우에는 정확한 경기측정이 어렵다.

나. 택지의 분양실적

택지는 특히 건축활동이 전개되는 토대이므로 택지의 분양이 활발하면 이는 전반적인 부동산경기가 활황이 된다고 할 수 있다.

물론 택지의 분양실적이 건축경기와 병행하는 것이냐에 대하여는 의문이 있을 수 있다. 왜냐하면 일반적으로 택지의 수요는 건축활동을 위한 수가 많기 때문에 건축경기에 비하여 선행성을 지닌다고 생각되기 때문이다. 그러나 보통 택지의 수요는 반드시 건축물에 대한 생활공간의 필요성에서 이루어지는 것이라고 할 수 없고 또한 그 수요양이 반드시 즉각적인 건축활동으로 이어지는 것도 아니기 때문에 모든 택지수요가 건축경기에 선행성을 지니는 것으로 보기는 힘들다.

다. 주택거래의 동향

주택거래의 동향도 부동산경기현상을 측정하는 주요기준이 된다. 주택거래의 동향의 파악은 등기부상의 이전 등기량, 또는 주택의 소유주택의

변동으로 인한 세금의 수입면을 고찰의 대상으로 삼기도 한다. 그리고 경우에 따라서는 통계적 분석을 이용한 주거이동의 동향파악을 하기도 한다. 이러한 것을 특히 주택경기에 있어서 병행지표가 되는 그 변량을 측정하는데 유리할 것으로 생각된다.

라. 부동산가격변동

부동산의 가격변동을 경기지표로 삼기도 하는데 이러한 것은 특히 주택가격지수 등의 가격변동을 토대로 하는 경우가 많다.

일반적으로 이러한 가격변동의 지표가 부동산경기활동을 실질적으로 파악할 수 있는 주요한 지표가 된다고 할 수 있다.

그러나, 특히 지가변동을 가지고 부동산경기를 측정할 경우에는 주택경기를 분석하는 데에 있어서 건축비변동과의 관계가 나타나지 않고, 투기가 격이 존재할 경우, 이를 부동산경기의 호황이라고 단정할 위험이 있으며, 지가변동이나 건축비의 변동이 없는 때에 건축활동이 활발한 경우에도 부동산경기를 불황이라고 볼 수 있는 문제점이 존재한다는 의견이 있다.

그렇지만 부동산의 가격이 시장의 수급현상을 나타내는 주요지표가 되므로 이러한 변동현상을 분석함으로써 부동산 경기라는 제부동산의 포괄적인 경기현상을 측정할 수 있는 주요지표가 된다는 것을 확인 할 수 있다.

4. 우리나라의 부동산 경기순환

우리 나라의 부동산 경기순환으로 10년 주기설을 이야기 할 수 있다.

실제 부동산 경기는 실물 부분의 경기순환과 거의 유사하게 움직이고 있다. 예를 들어 실물 부분 경기의 제2순환기 정점은 '79년 2월이었는데 실질지가 상승률은 '79년 2/4분기에 정점을 보였다.

또, 제3순환기의 정점은 '84년 2월에 있었는데, 실질지가 상승률도 당해

당월(1/4분기)에 역시 정점을 이루었다.

다만 제4순환기 정점은 '88년 1월이었는데 실질지가 상승률은 '89년 2/4분 정점을 이루었다.

그리고, 제5순환기에는 실질지가 상승률이 정점을 보이지 않았는데 이는 '90년대 들어 부동산 가격 안정화를 위한 각종 대책들이 도입되면서 지가가 하향 안정세를 보였기 때문인 것으로 판단된다. 그러나, '97년 3/4분기 이후부터 새로운 변화가 있다.

第 3 節 IMF와 不動產市場

'90년대 부동산시장은 국가 최악의 위기였던 IMF관리체제를 전후로 크게 양분된다. 과거부터 실시돼 왔던 부동산정책의 축이 이 시기를 기점으로 크게 변화하고 있기 때문이다.

이전까지 부동산시장을 유지해 왔던 정부의 각종 규제정책이 IMF이후 규제완화차원에서 대거 폐지되거나 완화되는 현상을 보이고 있기 때문이다.

1. IMF이전의 부동산시장

'88년부터 '92년에 걸쳐 진행된 200만호 주택공급정책은 분당신도시가 '91년 9월 첫입주를 시작하는 등 전국에서 272만가구의 주택건설이라는 성공적 결과로 나타난다. '88년 69%이던 주택보급률이 '92년 76%로 경총 뛰어 오름에 따라 주택시장에서는 투기수요가 사라지고 실수요자 시장으로 전환되는 등 급속한 안정을 되찾기 시작한다. 여기에 자신감을 얻은 정부는 '93년부터 '97년까지 매년 50만~60만가구의 주택을 공급, '97년에는 주택보급률을 90%대 수준으로 끌어올린다는 '신경제 5개년 계획'을 발표한다. 부족한 택지를 공급하기 위해 '94년 1월 준농림지 제도를 도입, 시행하게 된다.

과거의 절대농지는 농업진흥구역으로 묶는 대신 그 외 농지는 준농림지역으로 구분함으로써 농지를 택지로 활용할 수 있도록 한 것이다. 하지만 '88년이래 매년 50만~60만가구라는 엄청난 주택공급이 문민정부로까지 계속 이어지면서 미분양이라는 새로운 문제가 당면과제로 떠오르게 된다. 미분양으로 인해 주택건설업체들의 도산이 잇따르자 적체된 미분양을 해소하기 위한 정책들도 속속 선보이기 시작한다. 우선 '93년 12월 임대주택

법을 개정, 매입임대사업자 제도를 도입한다. 한사람이 5가구 이상의 주택을 구입해 이 사실을 구청과 세무서에 통보하고 임대할 경우 취득세, 등록세, 양도소득세 등을 면제해 주는 제도로 미분양 해소에 많은 도움을 주었다.

'95년 11월에는 부분적 분양가 자율화 조치가 포함된 소위 '주택시장 안정대책'을 발표한다. 미분양주택 구입자에 대한 금융·조세지원과 건설업체에 자금지원, 중소형 주택건설 의무비율 완화, 임대주택사업 규제완화 등이 주요 내용이었다. 아울러 '96년에는 적은 돈으로 주택구입을 가능케 하고 주택구입자금 융자기회를 확대하기 위해 미, 일, 유럽 등에서 보편화된 장기주택금융의 주택할부금융제도를 도입했다.

전용 135㎡(44평)이하 주택을 구입하는 무주택 또는 1가구 1주택 소유자에게 연리 13~15%수준으로 최고 30년까지 주택자금을 지원, 건설업체의 자금압박 해소는 물론 수요자들의 내집마련 욕구를 해소하는데 많은 기여를 했다. 하지만 IMF가 몰아닥치면서 큰 손실을 입은 주택할부금융사들은 개점휴업 상태에서 빠졌고 은행들이 주택마련 장기대출상품을 판매하면서 경쟁력을 잃었다.

주택보급률 향상을 위해 전폭적 지원을 아끼지 않았던 주택정책에서와 달리 토지시장에서의 정부 정책은 가수요자들의 투기 손실을 막기위해 많은 노력을 기울였다. '88년 '8.10 부동산대책'을 통해 택지소유상한에 관한 법률, 개발이익환수에 관한 법률, 토지초과이득세법 등의 토지공개념 제도를 마련한 정부는 '95년 7월 부동산실명제를 도입하기에 이른다.

부동산실명제의 실시로 모든 명의신탁이 금지됐으며 만약 이를 무시하고 명의신탁 약정이나 그에 따른 등기를 하는 경우는 무효처리는 물론 과징금과 형사처벌까지 받게 됐다. 아울러 부동산에 대한 국민의 인식을 소유

에서 이용으로 전환하기 위해 토지개발 전문기관의 설립을 추진한다. 이 결과 91년 4월에 한국부동산신탁과 대한부동산신탁이 인가를 받으면서 우리나라에서도 토지신탁제도가 도입되기에 이른다.

2. IMF이후 부동산시장

가. 외환위기 이후 부동산시장의 변화

1997년 바트화 폭락으로 시작된 태국의 외환 위기는 곧 이어 인도네시아, 말레이시아, 필리핀 등으로 전염되었고, 급기야 11월에는 우리 나라에 까지 상륙하였다. 아시아 국가들이 외환위기를 겪게 된 데에는 여러 가지 원인이 있겠지만 무엇보다 단기간 내에 이익을 보려는 투기성 해외자금의 대량유입과 일시적 유출, 그리고 정부와 기업의 과도한 해외차입이 외환 위기의 주요 원인으로 지적되고 있다. 은행과 기업 등이 정부의 적절한 통제나 규제 없이 외자를 도입한 것이 외국의 막대한 투기성 단기자금의 유입과 맞물렸던 것이다. 이렇게 단기적으로 들어온 자금들이 동남 아시아 국가들의 경기심체에 따라 갑자기 해외로 빠져나가면서 외환위기가 각 국으로 전파되었다.

외환위기를 맞은 우리나라 정부는 국가 파산을 막기 위해 1997년 12월 IMF(International Monetary Fund)로부터 긴급구제금융을 지원받았다. IMF는 우리 나라에 긴급구제금융을 지원하는 조건하는 재정긴축·고금 이·금융 및 기업구조조정을 요구하였고, IMF의 지원조건에 따라 재정이 긴축적으로 운영되고 살인적인 고금리가 지속되면서 대부분의 기업들은 유동성의 위기와 경기침체로 파산 직전의 상황에 내몰리게 되었다.

환율의 경우, IMF직전 1달러당 800원대를 유지하던 것이 1997년 말에는 최고 2,000원에 육박하였으며, 1인당 국민소득은 1995년 1만 달러였던

것이 IMF 직후인 1998년 말에는 6,000달러로 줄어들게 되었다. 토지의 경우에도 예외는 아니었다. 1987년 하반기부터 시작된 부동산 붐으로 인해 토지가격이 연간 평균 19%씩 상승하다가 1992년부터 1994년 환위기를 계기로 급락로 돌아서면서 1998년 3/4분기에 지가는 8년 전인 1990년 수준으로 돌아가게 되었다. IMF 구제금융 이후 지가하락에 따른 자산가치의 손실은 약 240조원이었는데, 외환위기로 인한 주가 총액의 손실이 약 40조원이었으므로 주식가치의 손실은 토지가치의 손실에 비하면 아무 것도 아니었던 셈이다.⁷⁾

이처럼 부동산의 자산가치가 떨어지게 된 현상을 이른바 ‘자산 디플레이션(deflation)’이라고 하는데, IMF 구제금융 이후 우리 나라의 자산 디플레이션은 지가와 주택가격 등에 있어 사상 초유의 가치하락을 낳게 되었다. 이를 구체적으로 살펴보면 다음과 같다. IMF 구제금융 이후, 지가는 1997년 4/4분기 -0.18%, 1998년 1/4분기 -1.27%, 2/4분기 -9.49%등으로 폭락세를 보였고, 주택의 경우에도 상황은 마찬가지로 1998년 7월 중순까지 전년대비 매매가는 11.7%, 전세가는 19.2%가 하락하였다. 이런 주택가격의 하락에 따라 주택 건설 실적도 같은 해 8월말까지 전년동기 대비 45.6%나 감소하였다. 이러한 상황이 계속됨에 따라 금융기관과 기업, 가계는 자산손실이 지속되었고, 각 기업들은 자금난의 해소와 구조조정의 필요성에 따라 보유부동산을 처분하려고 했지만 실물부분의 침체로 부동산의 매각은 불가능하였다.

정부는 부동산가격의 한없는 폭락으로 고민에 빠져들게 된다. 국가경쟁력 강화를 위해서는 높은 지가와 높은 비용의 구조사슬을 끊는게 마땅했지만 그 폭락정도가 너무 심해 개인→기업→금융기관으로 이어지는 연쇄파산이

7) 오병호 외, 「IMF이후 한국 부동산 전략 보고서」, 문화사랑, 1998, 47~49쪽

우려됐던 것이다. 이에따라 수요진작과 거래활성화를 위한 일련의 조치들을 계속적으로 발표한다. 1998년 4월 토지공개념의 위력을 지원사격해 왔던 토지거래 허가제도를 완화하고 허가지역을 대폭 축소한데 이어 급기야 그린벨트지역만 허가구역으로 남겨놓고 모두 해제한다.

아울러 국내 부동산시장 전면 개방, 토지초과이득세 및 택지소유상한법 폐지, 개발부담금 한시적 면제, 부동산 거래활성화를 위한 부동산거래세 축소 및 완화 등의 조치를 통해 토지공개념제도를 시행 10년만에 사실상 포기하기에 이른다.

이와 같이 1990년대 말 우리 나라의 부동산시장은 IMF라는 커다란 충격을 겪어야 했고 이로부터 많은 교훈을 얻게 되었다.⁸⁾

3. IMF이후 부동산경기 동향

가. 주택가격 동향 (1999~2002.9)

주택시장은 계절적 요인등으로 매매가는 상승폭이 전월보다 증가된 2.4%상승하였고, 전세가도 전월보다 1.2%상승하였으며, 미분양아파트는 23.3천호로 전월보다 감소하였다.

(표2-2) 주택가격 동향

(단위 : 천호, %는 전월대비)

구 분	'99	'00	'01	9	12	'02.1	2	4	5	7	8	9
매매가 상승율	3.2	0.4	9.9	1.6	0.8	2.6	2.5	1.0	0.6	1.0	1.7	2.4
전세가 상승율	15.7	11.1	16.4	2.3	0.3	2.1	2.8	1.3	0.3	0.3	1.0	1.2
미분양 아파트	70.9	58.6	31.5	37.2	31.5	28.9	23.3	17.3	18.8	24.5	23.5	23.3

자료:건설교통부, '건설경제 주요통계', 2002.9월

8) 이태교, 「토지정책론」, 법문사, 2001, 264~265쪽

나. 주택건설동향(1999~2002.9)

9월중 주택건설은 47.8천호로 전년동월 대비 18.5%감소, 전월에 비해서 7.4천호 증가하였다.

(표2-3) 주택건설동향

(단위 : 천호, %는 전년동기대비)

구 분	'99	'00	'01	'01.9	1/4	2/4	3/4	4/4	12	'02.1/4	2/4	3/4	8	9
주택 건설	404	433	530	587	59	124	150	198.2	86.5	141.3	170.2	138.6	40.4	47.8
증감율 (%)	32.2	7.1	22.2	45.7	-23	25	18.8	49.5	31.3	139.3	37.3	-7.6	-3.7	-18.5

자료:건설교통부, '건설경제 주요통계', 2002.9월

다. 토지가격 및 거래동향 (1999~2002.9)

9월중 토지거래면적은 전년동월대비 38.2%증가하고, 3/4분기 지가변동률은 전분기대비 3.33%상승하였다.

(표2-4) 토지가격 및 거래동향

(전년동기대비 : %)

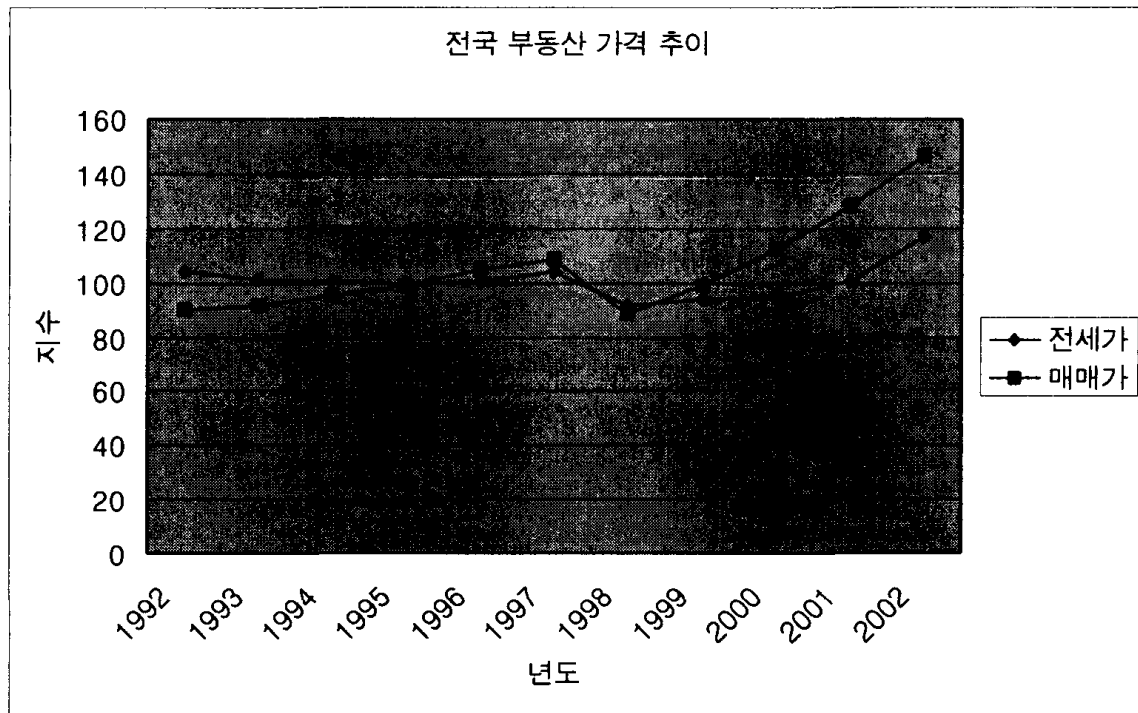
구 분	'99	'00	'01	'01.9	1/4	2/4	3/4	4/4	12	'02.1/4	2/4	3/4	8	9
지가 변동율*	2.94	0.67	1.32	-	0.14	0.36	0.29	0.54	-	1.76	1.28	3.33	-	-
거래면적 증감율	-2.1	-7.2	-0.7	11.5	4.3	-4.0	5.5	-7.6	-11.4	3.1	23.4	23.3	13.6	38.2

*」 는 전기대비, 지가변동률은 분기별로 발표

자료:건설교통부, '건설경제 주요통계', 2002.9월

라. 전국 부동산 가격변화

(표2-5) 전국부동산가격추이



자료:건설교통부, '건설경제 주요통계', 2002.9월

부동산경기가 1992년 저점에서 상승하였다가 외환위기이후 경기저점으로 다시 향한 이후 최근까지 가파른 상승을 하였음을 잘 나타내어 준다.

第 3 章 株式市場의 경기순환

第 1 節 株式市場의 분석

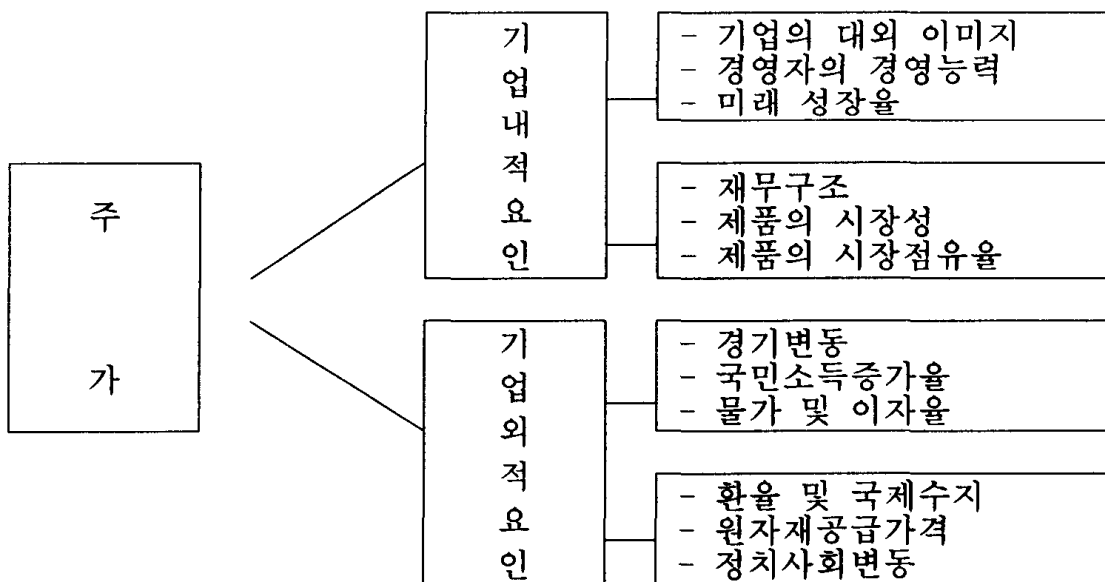
주가분석 방법은 크게 보아 기본적 분석과 기술적 분석의 두 가지로 나눌 수 있다

1. 기본적 분석⁹⁾

기본적 분석은 경제 →산업→기업으로 이어지는 기업의 내재가치(적정 주가)를 분석·평가하는 작업이다.

기업의 내재가치란 결국 그 기업이 현재와 미래에 가지게 되는 현금흐름에 대해 영향을 받게되고 이는 크게 기업외적요인과 기업내적요인에 의해 좌우된다.

(표3-1) 주가의 변동요인



자료:한국증권업협회

9) 한국증권업협회, 「2002증권시장의 이해」, www.ksda.or.kr

가. 외부요인분석

- 경기순환과 주가

주식시장도 경기순환에 맞추어 일정한 순환을 한다. 경기는 저점에서 회복기, 호황기, 후퇴기, 침체기를 거쳐 새로운 저점에 도달함으로써 1순환(Cycle)을 완성한다. 주가는 이와 유사한 순환을 하는데 보통 6개월에서 9개월 정도 선행하는 것이 경기순환과의 차이점이라고 할 수 있다. 따라서 일반적으로 주식시장은 경기의 흐름에 따라 그 대세를 파악할 수가 있다. 지금시점의 경기가 어떤 순환점에 와있는지를 파악한다면 주식시장이 활황 인지 아니면 침체국면인지, 또 대세 상승기인지 하락기인지를 알아낼 수 있다.

나. 내부요인분석

재무제표분석은 어떤 기업의 재무상태나 경영상태를 판단하려고 하는 것이기 때문에 이를 위해 자연히 어떤 표준이나 바람직한 수치와 비교되는 것이 그 특징으로 되어 있다. 재무제표분석의 목적은 투자대상기업의 재무제표 자료를 가지고 수익성이나 안정성, 성장성을 분석 검토하여 투자행동을 위한 의사결정에 유용한 자료를 얻고자 하는데 있다.

2. 기술적 분석

기술적 분석(technical analysis)에서는 내재가치 결정에 영향을 주는 기본적 요인들보다 주가와 거래량의 과거흐름을 분석하여 주가를 예측하는데, 기술적 분석가들은 주가 자체 또는 거래활동 등을 도표화하여 그것으로부터 과거의 일정한 패턴이나 추세를 찾아내고 이 패턴을 이용하여 주가변동을 예측한다.

주가에는 계량화하기 어려운 심리적 요인까지도 영향을 미치기 때문에 기본적인 분석만으로는 주가를 평가하는 데 한계가 있는데, 기술적 분석은 이와 같은 기본적인 분석의 한계점을 보완할 수 있다.

3. 주식시장지표¹⁰⁾

가. 주가평균

(1) 단순주가평균

단순주가평균은 채용된 주식종목에 대한 종가를 합계하여 단순히 산술평균한 것이며 그 산식은 다음과 같다.

$$\text{단순주가평균} = \frac{\text{채용종목의종가합계}}{\text{채용종목수}}$$

이것은 계산방법이 간단하여 주가수준을 관찰하는데 편리하지만 채용종목에 증자로 인한 권리락 등이 있을 경우에는 전일의 주가평균과 당일의 주가평균과의 사이에 단층이 생겨 주가평균의 연속성이 상실되므로 비교할 수 없는 결함이 있다

(2) 가중주가평균(시가총액방식-KOSPI)

가중주가평균은 각 주식의 거래량이나 상장주식수를 가중한 주가평균으로 상장주식 시가총액을 상장주식수로 나눔으로써 구하여진다

$$\text{가중주가평균} = \frac{\text{상장주식시가총액}}{\text{상장주식수}}$$

상장주식시가총액:(개별기업의 시장종가×개별기업의 상장주식수)의 합계

10) 한국증권업협회, 「증권시장의 이해-주식시장의 지표」, www.ksda.or.kr

(3) 수정주가평균(Dow식)

상장종목 중 권리락, 액면분할¹¹⁾, 감자¹²⁾ 등이 발생하면 주가는 변동하지 않았는데도 시장외적 요인에 의해 주가평균은 변동하는 불합리한 점이 있다. 이러한 주가의 단층을 제거하여 산출한 것이 수정주가평균이다. 매 년초에 수정하게 된다.

나. 주가지수

주가지수는 주식 유통시장에서 형성되고 있는 주식가격의 변동을 종합적으로 표시하는 지수인데 이것은 기준시점의 주가수준을 100으로 하고 비교시점의 주가수준을 비교하여 지수화한 것이다.

주가지수가 가지고 있는 중요한 의미를 살펴보면 첫째, 주가지수는 일정한 시점의 경제활동을 대표하는 지표 중의 하나로 미래의 경기예측과 주식투자성과를 판단하는 기준이 될 수 있고 둘째, 과거의 주가가 변화된 형태로부터 미래의 주가가 어떻게 변화할 것인가에 대한 정보를 얻을 수 있으므로 주가지수는 미래의 주가예측에 도움을 주며 셋째, 주가지수는 개별주식 또는 포트폴리오의 수익성과 위험을 측정하는 기준치가 될 수 있다는 것이다.

11) 한 장의 주권 또는 채권을 복수 또는 보다 소액의 주권 내지는 채권과 교환하는 것을 말하는데 주권의 경우는 주권분할, 채권의 경우는 권면분할에 의한 경우가 많다. 이와 같은 액면분할은 증권시장에서의 유동성을 확보하고 신주발행을 용이하게 하기 위해서 이루어진다.

12) 과거에 발생한 결손금의 보전, 사업축소 등을 위하여 자본금을 감소시키는 것을 말한다.

대표적 주가지수로는 다우존스주가지수¹³⁾, S&P 주가지수, 뉴욕증권거래소지수, 일경다우주가평균, 동증주가지수 등이 있다.

우리나라는 1980년 1월 4일을 기준시점으로 하여 시가총액식 주가지수를 산출하여 발표하고 있으며 종합주가지수의 보조지수로 시장부별지수, 산업별지수, 자본금규모별지수등을 함께 발표하고 있다.

시가총액식 주가지수는 일정시점에 있어서 채용된 전 종목의 시가총액, 즉 개별종목의 주가에 당해 주식의 상장주식수를 곱한 개별종목의 시가총액을 합한 금액을 100으로 하고 비교시점의 시가총액을 지수화한 것인데 그 산식은 다음과 같다.

$$\text{주가지수} = \frac{\text{비교시점의시가총액}}{\text{기준시점의시가총액}} \times 100\%$$

그러나 유상증자, 무상증자, 전환사채의 주식전환, 상장폐지, 신규상장, 합병, 채용종목의 교체 등 일반적인 주가변동 요인 이외의 요인에 의하여 시가총액이 변하게 되는 경우에는 주가지수의 연속성을 유지하기 위하여 기준시가총액을 다음과 같이 수정한다.

$$\text{신기준시가총액} = \text{구기준시가총액} \times \frac{\text{수정일전일의시가총액} \pm \text{수정액}}{\text{수정일전일의시가총액}}$$

13) 미국의 다우존스사에서 발행하는 「월스트리트 저널」지가 매일 발표하는 주가지수로 상장종목 중 일부를 채택하여 단순주가평균을 내고 주식분할, 권리락 등의 변동요인을 제거하여 산출하는 주가지수를 말한다. 이는 세계적으로 가장 잘 알려진 주가지수로 우리 나라 증권거래소는 1982년 말까지 사용했다. 다우존스식은 지금도 세계적으로 애용되고 있지만 주가가격에만 가중치가 높게 편중돼 자본금 규모가 적고 주가가 높은 종목이 지나치게 비중을 차지하고 있다는 것, 표본수가 적어 주식시장 전체를 대변할 수 없다는 단점이 있다

그러나 이 방법에도 한계는 있다. 즉, 자본금 규모가 큰 종목의 등락에 많은 영향을 받게 되어 상장기업별 자본금규모에 차이가 많이 나는 시장의 경우에는 이 지수가 시장전체의 주가동향을 완벽하게 표시하여 준다고 할 수 없다.

第 2 節 IMF와 株式市場

1. IMF이전의 주식시장

주식인구가 1985년말에 77만여명에서 1989말에는 1,900만명 이상으로 급증하였다. 이러한 활황장세는 1986에서 1988년까지 지속되었으나 1989년 이후 국내경제의 침체 및 세계경제의 후퇴와 그 동안의 지나친 활황장세에 대한 후유증으로 인하여 유통시장에 전반적인 침체국면이 나타나기 시작하였다. 이러한 경기침체는 1989년 4월 이후 1992년 8월까지 장기간에 걸쳐서 하락세가 계속되었다.

1990년 이후 기술적 측면에서 본 주식시장은 종합주가지수 500포인트 선이 크게 붕괴된 이후에는 예외 없이 중, 장기적으로 주가가 상승 반전했다. 1992년 하반기가 그랬고 1998년 하반기가 그랬다.

1992년 하반기의 경우는 외부적 요인보다는 경기 순환상 500선 밑으로 저점을 찍고 상승으로 반전하였으며, 1992년 8월에는 증시안정화대책이 발표되고, 시장금리의 하향안정화 등에 힘입어 소폭의 상승세로 돌아선 후 1993년부터서는 경기회복에 대한 기대감과 외국인 주식투자자금유입등으로 상승세가 지속되었다. 1994년 10월 주식경기사상 최초로 1,100포인트를 기록한 주식시장은 국내거주 외국인의 주식투자 자유화, 대기업의 통신업 참여 허용등 호재성 정책을 발표한데 힘입어 종합지수가 최고 1,138.75 Point(11월8일) 기록하였다. 1998년 하반기의 경우는 외환위기에 이은 충격회복의 과정에서 저점을 찍고 상승세로 발전했다.¹⁴⁾

14) 장대섭, "부동산경기과 일반경기 및 주식경기와의 상관성에 관한 연구", 건국대학교 행정대학원 석사학위논문, 1996, 76쪽

2. IMF이후의 주식시장

(표3-2) 주식주요지표

년 도	주식거래량 (천주)	주식거래대금 (백만원)	연 월 말 주가지수	연 평 균 주가지수
1982	2,872,395	1,973,469	127.3	122.0
1983	2,750,739	1,752,628	121.2	127.7
1984	4,350,269	3,118,205	142.5	131.9
1985	5,563,809	3,620,600	163.4	138.9
1986	9,272,510	9,598,114	272.6	227.8
1987	5,942,994	20,493,909	525.1	417.6
1988	3,037,603	58,120,642	907.2	693.1
1989	3,397,630	81,199,553	909.7	918.6
1990	3,162,093	53,454,517	696.1	747.0
1991	4,094,382	62,564,891	610.9	657.1
1992	7,064,209	90,624,443	678.4	587.2
1993	10,398,402	169,918,146	866.2	728.2
1994	10,911,205	229,772,030	1027.4	965.7
1995	7,656,032	142,914,135	882.9	934.9
1996	7,785,416	142,642,243	651.2	833.4
1997	12,125,338	162,281,513	376.3	654.5
1998	28,533,107	192,845,241	562.5	406.1
1999	69,359,139	866,923,463	1028.1	806.8
2000	73,785,337	627,132,939	504.6	734.2
2001	116,417,318	491,365,396	693.7	572.8

자료: 한국증권거래소 증권통계

최근 IMF이후 300포인트 내외까지 극도로 침체되었던 주가지수가 회복국면에 접어들어 2000년 1월 4일 1,066포인트까지 상승한 후 2000년 3월 7일 907.34포인트에서 조정을 받고, 2001년말 주가지수를 보면 572.8을 기록한 것을 알수가 있다.

주식시장은 초국적 금융자본의 국내 주식시장 유입이 주가 상승을 주도하였다. 우리나라의 주가는 선진국 및 개도국과 비교할 때 상승폭이 이례적으로 매우 높다. 각국의 주가는 2001년 1월 말 대비 모두 하락했으나 우리나라의 종합주가지수는 상승세이다. 미국 독일 등 선진국의 주가는 3월 2001년 1월 말 대비 20% 정도 하락했으나 우리나라는 35% 이상 증가했다.

특히 우리나라는 미 테러사태 이전까지는 세계증시와 유사한 하락세를 보였으나 그 이후 세계증시와 차별화되면서 급반등하기 시작했다. 미 테러사태 직후 460까지 폭락했던 주가는 840선까지 83%나 급등하였다. 작년 4/4분기부터 초국적 금융자본의 유입(순매수) 규모가 크게 늘어났고, 이에 동조한 국내 고객 예탁금도 동반증가하면서 주가가 급등했던 것이다. 2002년 4월 18일 주가지수가 937.61에 이른다.

3. 주식시장 개념변화

외환위기 이후 주식시장의 개념이 다음과 같이 변화하였다.

- 주가상승의 요인변화 : 수동적요인 (경기Cycle)일변도에서 기업의 독자적 수익창출 능력 가세
- 구조조정 성과 가시화 : 경기회복과 최근 2-3년간의 기업혁신전략 (Restructuring)효과가 만나 기업수익 증가
- 주가 할인요인의 감소 : 금리(물가)상승을 동반한 기업수익 증가에서 금리 안정형 성장구조로 변화

- 공정가치(Fair Value) 변화기능 : 불확실성 요인의 감소(경기,금융시스템 위험감소) + 경기변동에 따른 기업수익 민감도 변화 + 경기변동의 안정화(내수비중 증대, 금리 안정)
- 주도주 재부상 가능성 : 성장형 글로벌(Global) 수출기업의 재평가(Re-rating), 독점지위의 내수기업 추가혁신
- 미국증시 의존도 약화 : 한국 경기변동에 대한 미국경제의 영향력은 여전히 강하나 장기 사이클(Cycle) 차이와 중국경기의 영향력 증대¹⁵⁾

15) 김한진, '경기과 주가 변동 개념의 대변화', eMoney칼럼, 2002.2

第 4 章 不動産市場과 株式市場의 경기순환

第 1 節 경기순환의 경기종합지수

1. 기준순환일

기준순환일이란 국민경제 전체의 순환변동에서 국면전환이 발생하는 경기전환점을 의미하는데, 확장국면에서 수축국면으로 전환하는 경기정점과 수축국면에서 확장국면으로 전환하는 경기저점이 있다. 한편 개별 경기지표에서 전환점은 특수순환일이라고 한다.

일반적으로 총체적 경제활동 성장률이 2분기 이상 추세성장률을 상회하면 확장국면, 하회하면 수축국면으로 본다. 우리나라의 기준순환일은 통계청에서 GDP, 산업생산 등 개별지표와 경기지수의 움직임을 분석한 후 관련 전문가의 의견을 들어 사후적으로 발표한다.

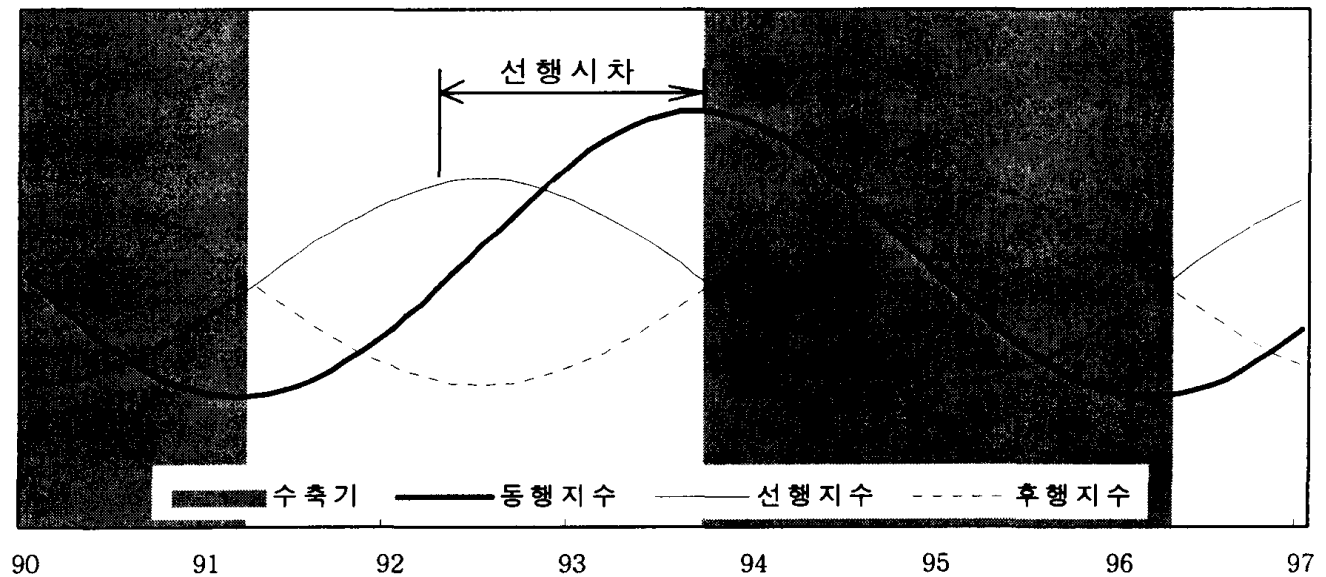
(표4-1) 기준순환일과 경기국면 지속기간

	기준순환日			지속기간(개월)		
	저 점	정 점	저 점	확장기	수축기	순환기
제1순환기	72. 3	74. 2	75. 6	23	16	39
제2순환기	75. 6	79. 2	80. 9	44	19	63
제3순환기	80. 9	84. 2	85. 9	41	19	60
제4순환기	85. 9	88. 1	89. 7	28	18	46
제5순환기	89. 7	92. 1	93. 1	30	12	42
제6순환기	93. 1	96. 3	98. 8	38	29	67
제7순환기	98. 8					
평 균	-	-	-	34	19	53

2. 경기종합지수

경기종합지수(Composite indexes of business indicators : CI) 국민경제 전체의 경기동향을 쉽게 파악하기 위하여 경제부문별(생산, 투자, 고용, 소비 등)로 경기에 민감하게 반영하는 주요 경제지표들을 선정한 후 이 지표들의 전월대비 증감률을 합성하여 작성하는데, 개별 구성지표들의 증감률 크기에 의해 경기변동의 진폭까지도 알 수 있으므로 경기변동의 방향, 국면 및 전환점은 물론 속도까지도 동시에 분석할 수 있어 우리나라의 대표적인 종합경기지표로 널리 활용되고 있다. 경기종합지수에는 선행(Leading), 동행(Coincident), 후행(Lagging)종합지수가 있다.

(표4-2) 경기지수의 선행·동행·후행 관계



자료:통계청

선행종합지수는 앞으로의 경기동향을 예측하는 지표로서 기계수주액, 건축허가면적, 수출신용장(L/C)내도액, 총유동성(M3) 등과 같이 앞으로 일

어날 경제현상을 미리 알려주는 10개 지표들의 움직임을 종합하여 작성한다. 동행종합지수는 현재의 경기상태를 나타내는 지표로서 산업생산지수, 제조업가동률지수, 도소매판매액지수, 전력소비량 등과 같이 국민경제 전체의 경기변동과 거의 동일한 방향으로 움직이는 10개 지표로 구성된다. 후행종합지수는 경기의 변동을 사후에 확인하는 지표로서 생산자제품재고지수, 비농가실업률, 가계소비지출 등과 같은 6개 지표로 구성된다.

3. 경기종합지수의 해석

현재의 경기국면과 전환점은 주로 동행지수 순환변동치를 이용하여 판단한다. 대체로 지표가 2분기 이상 상승하면 경기 확장기, 하강하면 경기 수축기로 간주하고 가장 높을 때와 낮을 때를 경기 정·저점인 것으로 판단한다. 다만, 지표의 최근 2~3년간 수치는 추정치임을 유의하여야 한다. 향후 경기국면과 전환점의 단기에측에는 선행지수 전년동월비가 주로 이용된다. 통상 지표가 현재가지와 반대방향으로 2분기 이상 연속하여 움직이면, 이 시점을 경기전환점 발생신호로 보고, 여기에 과거의 평균선행시차를 더하면 향후 국면전환이 발생할 시점을 대략 추정해 볼 수 있다.

(표4-3) 순환기별 선행지수 전년동월비의 선행시차

(단위 : 개월)

구분	1순환	2순환	3순환	4순환	5순환	6순환	7순환	평 균	
저점	1	9	9	10	4	7	1	5.9	8.2
정점	10	10	8	13	12	12	-	10.8	

자료: 통계청

4. 경기종합지수의 한계

경기종합지수는 지금까지 개발된 경기판단 지표 중 가장 개선된 것으로 평가되지만, 다음과 같은 한계가 있으므로 해석시 유의하여야 한다. 선행지수의 선행시차 평균은 정점에서 10.8개월, 저점에서 5.9개월이지만 각각 8~13개월 및 1~10개월의 범위를 가진다. 그리고 선행지수가 3개월 연속 반대방향으로 움직여도 실제 경기전환이 발생하지 않은 경우가 있을 수 있다. 따라서 보다 정확한 경기분석을 위해서는, 당시 경기변동을 주도하는 부분 및 다른 지표의 분석과 함께 경제외적 상황의 움직임도 고려하여 종합적으로 판단하여야 한다.

第 2 節 不動産市場과 株式市場의 관계

과거에는 일반적으로 부동산경기는 실물경기와 주가변화에 후행 하는 것으로 알려져 있다. 이는 실물경기에 선행해 주식시장이 활황이 되고 시차를 두고 실물경기가 살아나며 더 긴 시차를 두고 시중의 여유자금의 다시 부동산시장으로 유입되는 등과 같은 상황을 의미한다.

부동산시장에서 크게 이익을 본 후, 주식시장으로 이 돈을 가져와 주식시장이 활황을 보이게 되는 식으로 일종의 대체관계를 보였다.

하지만 경제 상황이 변화하면서 부동산과 주식은 보완적인 관계로 바뀌고 있다. 부동산 시장이 살아야 주식시장도 살 수 있다는 얘기다.

1. 경기와 주가와의 관계

경기는 주가와 밀접한 관계를 갖고 있다. 따라서 경기예측이 가능하면 주가흐름도 미리 파악 할 수 있다. 경기는 일반적으로 경기종합지수, 기업실사지수, 계량경제모형 등으로 예측한다.

경기종합지수는 생산, 수요, 수출입 등에 관한 각종 경제지표를 종합한 결과로 통계청이 매월 발표한다. 이 지수는 선행지수, 동행지수, 후행지수 등으로 구분된다.

선행지수는 경기의 단기예측에 유용하고 동행지수는 현재의 경기상황을 말해준다. 후행지수는 경기변동을 확인해주는 기능이 있다.¹⁶⁾

한국경제의 경우 선진국과는 달리 장기추세선을 중심으로 경기의 기복현상이 발생하는 성장순환의 형태를 나타내는 것이 큰 특징이다. 물론 다른 나라와 마찬가지로 경기의 확장국면과 수축국면이 비대칭성을 보이는 공

16) 링크빌, “경기과 주가와의 관계”, www.linkvil.co.kr

통점은 있으나 상승이 완만하게 진행되는 반면 경기하강은 빠르고 급속하게 진행되는 특징 또한 있다.

한국경제의 경기순환에 대하여는 통계가 작성된 1972년부터 살펴볼 수 있다. 한국경제는 저점에서 정점을 지나 다시 저점까지 순환되는데 소요되는 순환기간이 50.4개월로 나타나 대략 4년6개월정도의 순환모습을 보이고 있다. 세부적으로는 경기확장국면은 32.6개월 경기하강국면은 17.9개월이며 2002년3월 현재 제8순환국면이 전개되고 있다.

다만 확장국면과 수축국면의 국면별 소요기간이 상당히 짧아 경기순환에 대한 의문도 있으나 현재의 산업구조가 정보통신과 인터넷관련 산업이 주도함에 따라 유의하다고 판단된다.

더불어 우리나라의 경우 경기순환 주기가 4년6개월로 세계대전 이후 세계경제의 4년주기론의 입장에서 1997년 하반기로부터 4년이 되는 2001년은 그 순환주기에 부합된다고 할 수 있다.

2. . 부동산과 주가의 관계

주식이 금융자산의 대표라면 부동산은 실물자산의 대표라고 할 수 있다. 주식과 부동산은 단기적으로 대체관계이나 장기적으로 동반관계에 있다. 물가가 급등하면 금융자산 투자보다는 실물자산 투자가 유리하다. 물가가 안정되면 금융자산수익이 실물자산보다 많다. 또 경제성장률이 물가상승률보다 높으면 금융자산 투자가 늘어난다.

이와 반대로 경제성장률보다 물가상승률이 높으면 부동산 가격 상승속도가 주식보다 훨씬 빠르다. 그리고 부동산이 주식보다 인플레이션을 보상하는 정도가 높은 것으로 나타난다.

부동산, 증시 동조화 하나 IMF체제를 전후해 양대 재테크의 축인 주식-

부동산간 흐름은 병렬현상을 나타내고 있다. 통산 부동산시장이 증시 움직임에 1년 이상 후행하는 전통적 사이클이 쓸모없어진 셈이다. 부동산 지표로 꼽히는 서울 아파트 평당가격이 '97년 11월 561만원으로 최고치를 기록 한 후 '98년 11월 최저치인 440만원으로 떨어졌다. 한편 종합주가지수는 외환위기 직전인 '97년 7월 755에서 '98년 6월 280으로 바닥을 형성했다. 두 지표의 외환위기 직전 최고치와 최저치 기록시점 차이가 불과 4개월 남짓이다.

전국 땅 값도 마찬가지다. 지가지수는 '97년 3/4분기 최고인 115.95를 나타냈고 '98년 4/4분기 최저치인 100을 기록했다. 종합주가지수와 아파트 및 토지 가격 최고·최저치 기록 시점이 거의 일치하는 것을 보여준다. 시장 회복 시기도 비슷하게 일치하고 있다. '98년 6월 280으로 최저치를 보인 종합주가 지수는 대우구조조정이 발표된 '99년 7월 1024.58을 기록하며 외환위기 이후 최고치에 육박했다.

서울 아파트 평당가도 최저치를 기록한 후 1년 뒤인 '99년 10월 503만원을 돌파해 IMF체제 이전 수준을 거의 회복했다. 전국 땅값 지수도 '99년 4/4분기 102.94를 기록하며 바닥권을 벗어났다. 부동산·증권시장 동조화는 무엇보다 비정상적인 급락과 이에 따른 기술적인 반등 때문이라고 전문가들은 입을 모은다.

외환위기 상황이 경제전반을 한꺼번에 위축시켰고 실물경기가 회복세에 접어들자 증시나 부동산시장도 비정상적 급락에 따른 가파른 상승을 시작했다는 얘기다.

부동산가격과 주가의 동반상승 현상은 외환위기 충격에다 최근 저금리현상이 겹치면서 나타난 특이현상이다. 경제이론적으로는 주가는 경기보다 6~9개월 선행하는 지표인 반면 부동산가격은 경기보다 9개월에서 1년정

도 후행하는 지표여서 시차를 두고 움직인다. 즉 주가는 경기회복 기대감만으로 오르는 반면 부동산 값은 경기회복을 확인한 뒤에야 움직이기 시작한다는 얘기다. 그런데 외환위기이후 우리경제에 큰 충격이 가해지면서 이같은 공식이 깨진 것이다. 주가와 부동산값이 동반폭락했다가 회복되는 과정에서 동조화 현상이 나타나기 시작했다. 저금리로 시중자금이 갈곳이 없는데다 안전자산에 대한 투자선호도가 높아지면서 부동산시장에 돈이 몰렸다. 이로인해 부동산가격의 경기민감도가 높아져 주가와 부동산 값이 동반상승하는 동조화 현상이 나타난 것이다. 그러나 최근 부동산시장 과열에 대한 정부대책과 증시주변여건 호전으로 상황이 달라지고 있다.

第 3 節 不動産市場과 株式市場의 경기순환 분석

1. 경기순환의 측정

경기순환의 측정은 경기순환이라는 관점에서 총체적인 경제활동의 순환변동을 어떻게 측정할 것인가 하는 문제는 쉽지 않다. 왜냐하면 총체적인 경제활동이란 수많은 경제시계열¹⁷⁾의 변화에 의하여 종합적으로 나타나는 것이며 이러한 개별지표들의 변화양상은 매우 다양하기 때문이다. 따라서 경기순환에 있어 경제시계열의 변화요인측정은 쉽지 않다.

17) 시계열(Time series)이란 시간의 경과에 따라 연속적으로 관측된 관측값의 계열을 말하는 것으로써 동일한 시간간격으로 측정되는 것인데 측정한 시간에서 만 취하는 시계열을 이산시계열(Discrete time series)이라 하며, 같은 시간 구간에 걸쳐 동시적으로, 또한 순서적으로 배열된 이러한 시계열의 특징은 연속적인 관측값이 대개 독립적이 아니며, 시간순서에 따라 관측값을 분석해야 한다는 점이다.

예를 들면, 돌연적인 사건을 원인으로 하는 것(우연변동 또는 불규칙변동), 해마다 똑같이 되풀이되는 계절변동, 또한 오랜 세월에 걸쳐 추세적으로 나타나는 구조변동, 1년 이상의 장기간에 걸쳐 규칙적으로 반복되는 순환변동 등이 있는데, 이들 변동이 복잡하게 혼합되어 하나의 시계열 데이터를 이루고 있다.

연구목적에 따라 특정한 원인에 의거하여 나타나는 변동부분만을 분리하여 추출하거나 또는 소거하는 일이 필요하게 된다. 이와 같은 통계기술을 사용하는 연구를 시계열분석이라고 한다.

시계열의 구성 요소로는 추세변동(secular trend), 계절변동(seasonal variation), 순환변동(cycle variation), 및 불규칙변동(irregular variation) 등 네 가지를 들 수 있는데 모든 시계열자료들이 이 네 가지 구성요소를 반드시 포함하고 있는 것이 아니고 때에 따라서 이들 가운데 셋 또는 두 가지의 구성 요소만을 포함하기도 한다.

2. 부동산시장과 주식시장의 상관성

부동산시장과 주식시장의 관계에 대한 정확한 정의는 없으나, 일반적으로 상대적 수익성에 따른 이동이라는 측면에서 단기적으로는 상호대체관계에 있으면서, 장기적으로는 동반 관계에 있다고 볼 수 있다.

즉, 토지가격 상승이 투자자의 자산가치를 증가시켜서 주식에 대한 수요를 높임과 동시에 기업의 증가된 자산가치가 발생함에 따라 주가가 상승한다. 또한 토지의 증가된 자산가치는 주식가격의 상승을 통하여 실현될 수 있다.

일반적으로 부동산경기는 실물경기와 주가변화에 후행 하는 것으로 알려져 있다. 이는 실물경기에 선행해 주식시장이 활황이 되고 시차를 두고 실물경기가 살아나며 더 긴 시차를 두고 시중의 여유자금이 다시 부동산 시장으로 유입되는 등과 같은 상황을 의미한다.

과거의 연구내용이나 자료를 보면 우리 나라의 경우에는 경기변동에 대하여 주식시장은 9개월 가량의 선행성을, 채권시장은 6~8개월 가량의 후행성을, 부동산 시장은 12개월 가량의 후행성을 나타내는 것으로 해석되었다.¹⁸⁾

그러나, 외환위기의 여파로 1997년 4/4분기 이후 큰 폭의 감소세를 보였던 민간소비가 1999년 들어 빠른 회복세를 보여 1999년중 국민총소득 증가율 9.0%를 상회하여 10.3%의 증가를 보인데 이어 2000년 상반기에도 국민총소득의 4.2% 낮은 증가와는 달리 10.0%의 높은 증가세를 보였다. 동 기간중 주식의 가격도 크게 상승하였다. 즉 종합주가지수 상승률은 1998년에 34.4%에서 1999년에는 87.6%로 대폭 확대되었으며 코스닥지수

18) 지호준, “주식시장, 채권시장, 부동산시장의 경기순환관계”, 한국경영학회제 27권5호, 1999, 12쪽

도 1998년중 30.5%하락에서 1999년중에는 256.1%의 기록적인 상승을 실현하였다.

(표4-4) 주가 및 주택가격 관련지표¹⁹⁾

(전년말월 대비, %)

	1982 -1988	1989 -1996	1997	1998	1999	2000. 상반기	2000. 9월
종합주가지수 상승률	36.5	1.3	-43.4	34.4	87.6	-19.2	-36.7
코스닥지수 상승률	-	-	-18.3	-30.5	256.1	-37.9	-62.4
복합지수 상승률	-	-	-39.6	23.0	132.0	-28.3	-47.2
증권거래소시가 총액(10억원)	17,317	106,841	70,989	137,799	349,504	259,819	224,943
코스닥시장시가 총액(10억원)	-	-	7,069	7,892	106,281	65,078	47,157
주가총액 / G D P	16.0 (-)	41.2 (-)	15.7 (17.2)	31.0 (33.8)	72.2 (94.2)	-	-
주택가격지수 상승률	10.1	3.6	2.0	-12.0	3.4	0.9	1.3
아파트가격지수 상승률	14.7	6.0	4.7	-13.6	8.5	1.6	2.4

자료 - 한국은행 「국민계정」, 한국증권업협회 「증권」

19) 김병화·문소상, “주가와 소비의 관계분석”, 한국은행 특별연구실 「경제분석」 제7권제1호, 2001.1, 34쪽

1. 이용자료는 월평균 기준임
2. 종합주가지수와 코스닥지수를 각 시장의 시가총액을 가중하여 만든지수
3. 주간총액은 연말월 금액임
4. 주택가격지수는 86.1이후부터 작성되고 있음
5. 2000년 4월까지의 수치임

양 지수를 가중평균한 복합지수는 1997년중 39.6% 하락에서 1998년중에는 23.0%상승으로 반전한 데 이어 1999년중에는 132.0%의 큰 폭 상승을 기록하였다. 이러한 1998~99년중의 대폭적인 주가 상승에 따라 가계보유 주식의 평가액은 1998년중 약 7조원, 1999년중 약 74조원인 것으로 추산된다.

또, 부동산중 경제 상황에 가장 민감하게 반응한다고 생각되는 아파트가격지수가 외환위기 직후인 1998년말에는 전년말 대비13.6%나 하락하였으나 1999년말에는 급반등하여 전년말대비 8.5%로 상승한 데 이어 2000년 상반기중에도 1.6%상승하였다.²⁰⁾

IMF이후 경기회복과정에서 주식과 부동산 경기가 선행하였다.

과거 실질 GNP 성장률이 10%를 웃돈 1976년, 1983년, 1986 ~ 1988년의 1 ~ 2년 후인 1977 ~ 1978년, 1983 ~ 1984년, 1989년에 부동산 가격이 폭등하였다. 이전 자본시장의 주가지수가 '98년 9월 300선에서 '98년 10월 450선 이상으로 회복되기 시작하자 바로 뒤이어 '98년 11월에 양지마을 청구APT 50평형은 하한가 3억 1천만원 (상한가 3억 7천만원까지로 회복되기 시작하였다. 그 뒤 '99년 5월 주가지수가 800선까지 상승하자 바로 뒤이어 '99년 6월 50평형 시세도 하한가 3억 7천만원 (상한가 4억 3천만원까지로 상승한뒤, 최근에는 하한가 3억 6천만원 (상한가 4억 5천만원 대의 시세를 형성하고 있다. 이와 같이 주가지수와 양지마을 청구 APT 시세추이에서 보는 바와 같이 IMF전 부동산 경기가 자본시장과 약 1년 정도 시차를 두고 후행하던 패턴이 IMF 이후에는 자본시장의 변동추세와 동행하는 것으로 나타나고 있다.

20) 김병화·문소상, “주가와 소비의 관계분석” 한국은행 「경제분석」 제7권제1호, 2001.1, 33쪽

IMF 이후 급격하게 하락하던 일반 경기가 '98년 4/4분기부터 하락세가 둔화되기 시작한 뒤 '99년부터는 1/4분기 4.5%, 2/4분기 9.9%, 3/4분기 12.3%, 4/4분기에는 13.6%로 시간이 지남에 따라 점차 회복속도가 빨라졌다. 이를 반영하여 전국 아파트가격지수가 '97년 11월 109에서 '98년 11월 92.8('95.12=100 기준)까지 하락한 뒤 '99년 1/4분기 97.4, 2/4분기 98.9, 3/4분기 101.9, 4/4분기 101.7까지 회복되었고, 전세가격지수도 '97년 10월 114.2에서 '98년 7월 87.9로 급격히 하락한 뒤 '99년 1/4분기 100.4, 2/4분기 106.3, 3/4분기 112.0, 4/4분기 113.3에 이르러 IMF 이전 수준을 회복하였다.

결국 외환위기 이후 아파트시장은 실물경기가 회복되면 동시에 회복되는 모습을 보이고, 실물경기가 침체되면 동시에 침체되는 모습을 보이고 있는 것이다. 그리고 이러한 결과는 실물경기에 대한 전망을 근거로 아파트가격을 전망할 수 있는 근거를 제시하고 있는 것이며, 무엇보다 중요한 것은 아파트가격의 결정에서 시장기본가치의 역할이 커지고 있음을 시사하고 있다는 점이다.

이렇듯 자본시장의 경제지표들과 부동산시장이 동행하는 이유는 전술했던 바와 같이 IMF 이후에 각종 경제활동기준에 대한 규제들이 폐지되거나 완화되고, 정부의 정책에 대한 의존도가 낮아짐에 따라 제반 경제활동에 대한 기준이 점차 투명해져서 향후에는 예전에 비해 경제전망을 어느정도 예측할 수 있기 때문인 것으로 판단된다.

第 4 節 不動産市場과 株式市場의 현재와 경기순환전망

IMF이후 부동산시장에는 다양한 변화가 있었지만 가장 중요한 변화는 부동산자체가 주식시장과 함께 실물시장의 양대 축으로 새롭게 자리매김 했다는 사실이다. 과거의 부동산시장은 정보와 수급의 불균형으로 개발과 성장의 이익을 소수가 독점하는 형태였지만 IMF 이후 부실건설회사의 퇴출, 분양가 자율화 등의 획기적인 부동산정책이 시행되면서 시장경제의 원리가 적용되는 경쟁시장으로 탈바꿈하게 되었다. 이러한 변화는 과거에는 볼 수 없었던 수요자 위주의 시장으로 부동산시장이 재편되는 중요한 전기를 마련하였다.

한편, 최근의 경기순환은 진폭이 상대적으로 좁아졌다. 즉, 불황의 심도가 알려져 수축기에 있어서도 ‘마이너스’ 경제성장이 아니라 확장기보다 낮은 ‘플러스’ 성장을 하는 경향을 나타내고 있다. 이와 같은 현상의 주요인은 경기순환에 대한 높은 이해로 정부정책이 용이해져 정부가 경기조절정책을 강력히 추진하였기 때문이다.

또, 확장기에 비해 수축기의 기간이 짧아졌다는 점이다. 이는 불황시에 정부가 경기부양책을 신속히 실시해 온 데 기인하는 것이다.

이러한 상황속에 최근의 부동산시장과 주식시장의 경기는 어떠한가?

1. 최근의 부동산시장과 주식시장

2001년 4사분기 국내 주식시장은 미국 테러사태 이후의 충격을 만회하면서 저점대비 KOSPI 52% 상승, KOSDAQ 59.5% 상승하는 강세장을 연출하였다. 이러한 상승의 원인은 미국시장이 지속적인 금리인하와 더불어 감세, 재정확대 정책을 통한 경기부양책을 신속히 운용하면서 투자심리를

개선시켰고 에너지 가격 하락, 아프칸에서의 전쟁의 신속한 완결 등 제반 요건이 개선되면서 촉발된 세계적인 주식시장의 상승에 힘입은 바 크다. 또한 국내적으로는 여타 국가보다 견조한 경제지표와 함께 외국인의 한국 주식에 대한 공격적인 매수로 예상을 뛰어넘는 급상승세를 보였다.

올 초 부동산가격과 주가는 더욱 큰 폭으로 올랐다. 정부의 부동산 안정 대책에도 불구하고 주택가격과 아파트가격은 지난 1월에는 전년동월에 비해 각각 12.1%와 19.1%, 2월에는 15.4%와 22.5% 올랐다. 특히 서울지역 아파트 가격은 1월 27.0%, 2월 29.6%나 올랐다.

주가의 경우, 2월말 이후 주가급등으로 PER는 33.5까지 상승하였다. 자산 시장의 '버블(거품)'이 완전해지고 있고, 갈수록 커지고 있는 것이다.

(표 4-5) 최근의 주가지수		
시점	연월말주가	연평균주가
2001.08	545.1	567.7
2001.09	479.7	504
2001.10	537.8	523.3
2001.11	643.9	604.9
2001.12	693.7	666
2002.01	748.1	739
2002.02	820	774.4
2002.03	895.6	864.7
2002.04	842.3	894
2002.05	796.4	842.2
2002.06	742.7	784.3
2002.07	718	753.7
2002.08	736.4	713.2

자료:통계청(시계열분석)

그래서 최근 국내 자산가격 동향과 실물경기, 물가, 금융부문 움직임이 일본경제의 80년대 말 버블 초기단계와 흡사해 일본식 장기침체로 연결되거나 경제불안이 커질 가능성을 경고했다.

이러한 투기 조짐은 가계대출의 이례적인 증대에서도 확인된다. 한국은행에 따르면, 가계의 자금수요가 계절적으로 비수기임에도 불구하고 지난 2월 신규 가계대출액은 6조원에 육박한 것으로 나타났다. 정부의 가계대출 억제방침²¹⁾에도 불구하고 주택담보대출과 신용대출의 이자를 낮추는 은행간 경쟁의 심화 속에서 가계대출이 더욱 증대되고 있다. 기업의 대규모 설비투자 자금 수요가 없는 상태에서 은행들은 가계대출에서 수요처를 찾고 있는 것이다. 가계대출의 상당 부분이 부동산과 주식시장에 흘러들어 가는 것으로 알려졌다.

주식시장에서 거래량은 주가의 선행지표로 여겨진다. 거래량이 줄어들면 일정한 시차를 두고 주가도 하락한다고 해석한다. 반대로 거래가 늘기 시작하면 주가도 뒤따라 오르는 경향이 있다. 부동산시장에서는 최근들어 거래량이 감소하는 추세다. 한국토지공사에 따르면 서울지역 아파트 거래량은 1/4분기를 고점으로 하향곡선을 그리고 있다.

지난 3월에는 올해들어 가장 많은 2만3천1백66가구가 거래됐지만 4월부터 감소세로 돌아선 뒤 7월에는 거래량이 1만2천가구대로 뚝 떨어졌다.

(자료:한국경제)

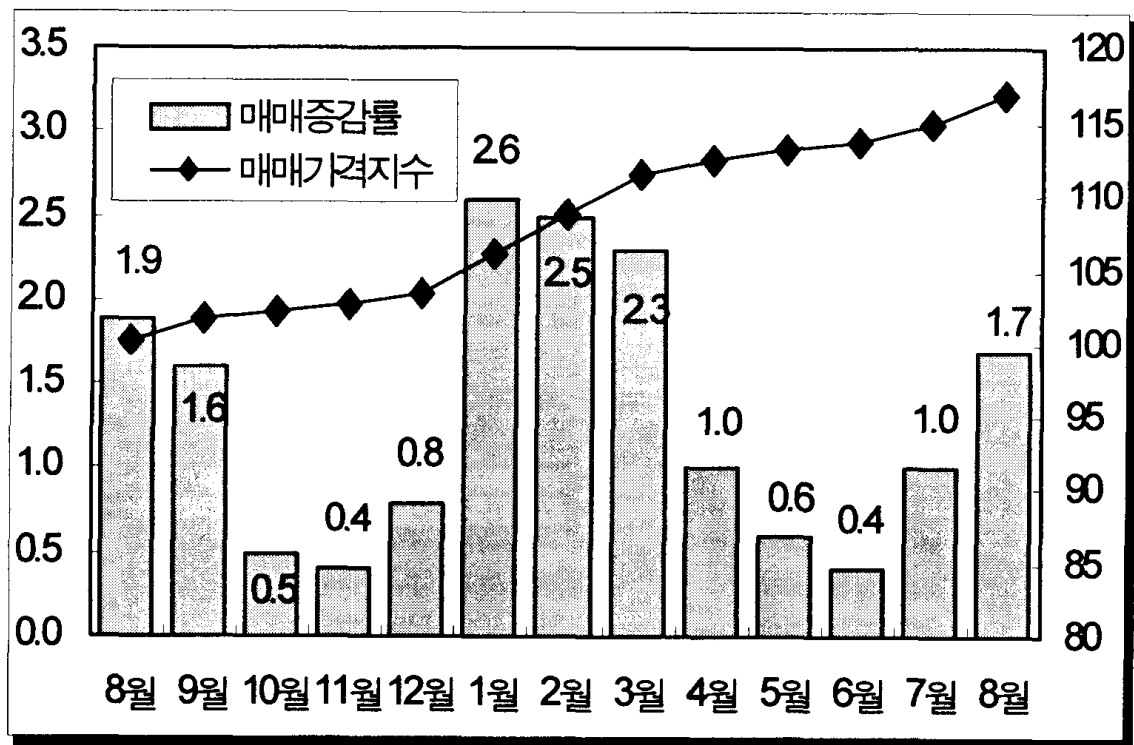
8월의 주택매매가격 종합지수('95년말=100.0)는 116.8로 전월에 비하여 1.7% 상승하였고, 정부의 집값 안정대책 발표에도 불구하고 추가 상승에 대한 불안심리로 부동산에 매수문의가 잇따르는 가운데 가을 이사철이라는 계절적 요인이 겹쳐, 매도호가 위주로 가격이 형성되며 상승세를 지속

21) <주간정세동향> 2002년 1월 28일자 참조

하였다. 당분간 상승세가 지속될 것으로 보이나, 그 상승폭은 둔화될 전망이고, 추가적인 가격상승에 대한 불안감을 느낀 실수요자와 가을 이사철 수요 등으로 가격 상승세는 지속될 것으로 보이나, 9월 이후 이사철이 마무리되면서 그 상승폭은 다소 둔화될 것으로 전망되었다.²²⁾

주택유형별로는 단독주택 0.6%, 연립주택 1.3%, 아파트 2.4% 상승하였고, 지역별로는 서울 2.6%, 광역시 0.9%, 중소도시 1.9% 상승하였고, 주택 규모별로는 대형 1.5%, 중형 1.7%, 소형 1.9% 상승하였다.

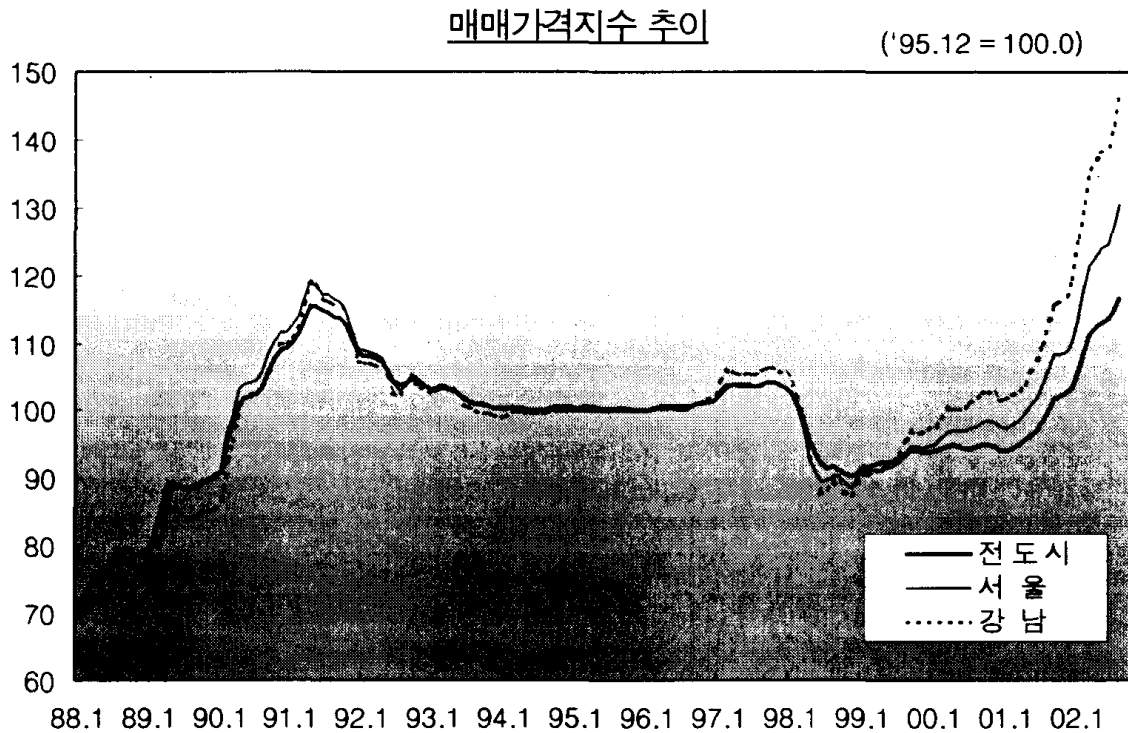
(표4-6) 최근의 주택가격동향



자료: 재정경제부, '월간경제동향', 2002.9월

22) 국민은행: "월별매매가격동향-2002.8월중 도시주택가격동향", 2~3쪽

(표4-7)

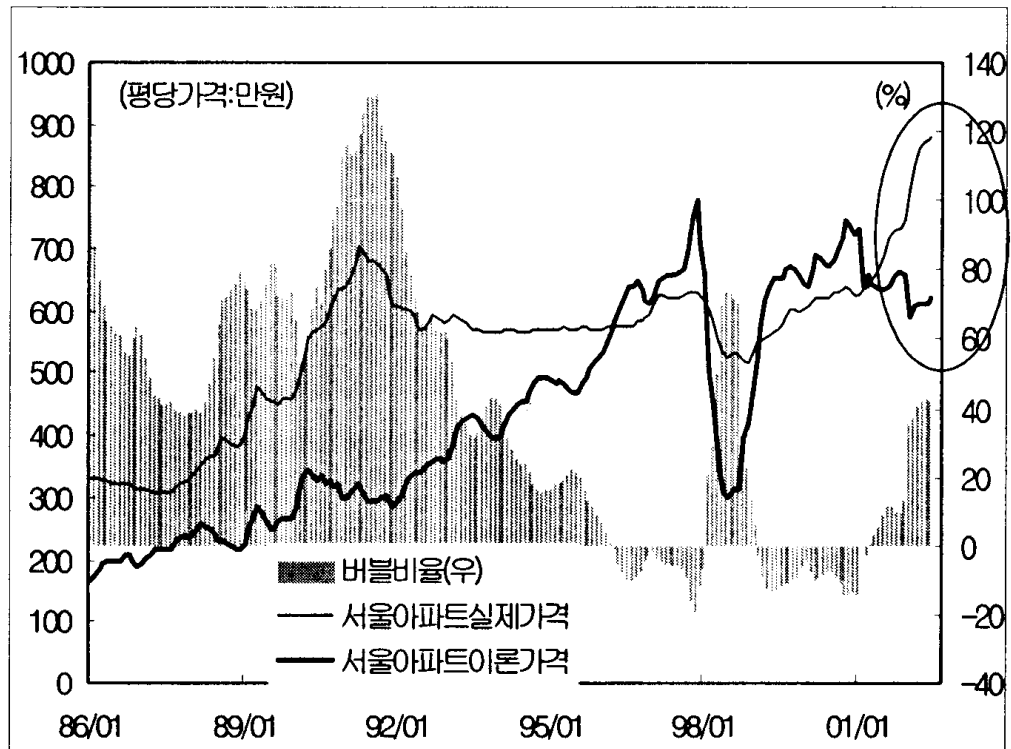


자료: 재정경제부, '월간경제동향', 2002.9월

2. 부동산시장의 2002년 4/4분기 및 2003년 전망(부동산둔화)

2001년 이후 저금리 기조와 주택시장 부양책 효과로 2001년 3/4분기 이후 부동산경기 상승세가 가시화되었다. 2001년 2/4분기 이후 서울지역 아파트 버블 가시화, 현재는 버블의 막바지 단계에 와있다. 주택경기 호황의 직접적 요인은 저금리기조 지속과 부동산 대체투자자산의 수익률 둔화 영향이 크다고 생각된다. 근본적 요인은 수급불일치, 과잉 교육열, 강남이외의 대체 거주지의 부재 등이 복합적으로 작용되었다.

(표4-8) 서울지역 아파트 버블상태

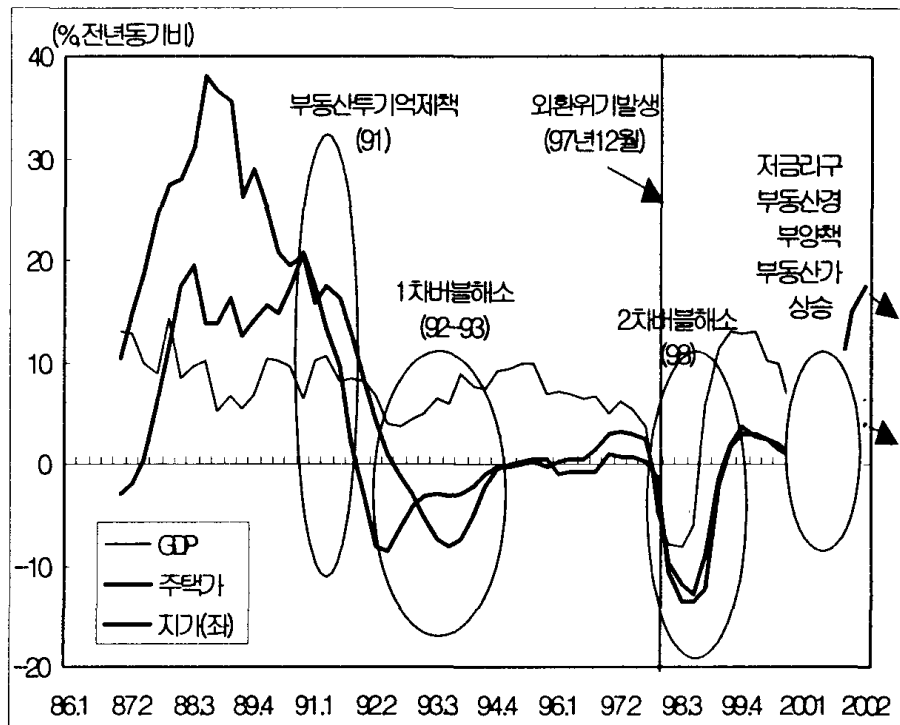


자료 : 대신경제연구소

1차적으로 대출담보비율 축소, 양도세 비과세 해소, 투기과열지구 지정 등 주택안정책과 금리상승 가능성에 따른 가계대출부담 영향으로 둔화될 것으로 본다. 수급불일치 등 근본적 요인에 대한 해결책이 없어 근본적처방에는 한계가 있을 듯 하다.²³⁾

23) 대신경제연구소, “2002년 4/4분기 및 2003년 경제전망”, 2002. 18쪽

(표4-9) 저금리 기조 마무리에 따른 부동산경기 둔화 예상



자료 : 대신경제연구소

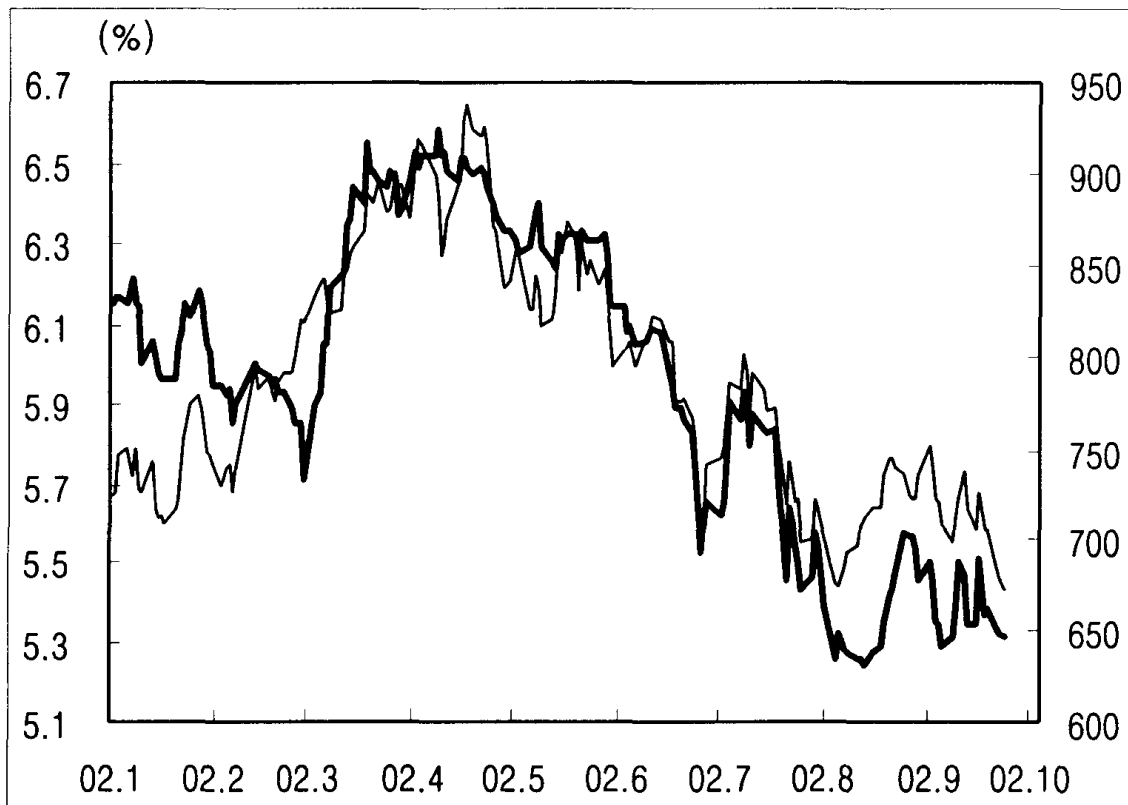
3. 주식시장의 2003년 전망

2003년 4/4분기부터 경기 재상승 전망이 예상된다. (상반기에는 미국 경제 불균형 해소 과정 영향으로 둔화)

제8순환 국내경기(경기확장국면)는 초기에는 소비 및 건설부문이, 현재는 수출이 성장을 주도하고 있지만 과거 경기확장기 회복속도에 비해 다소 약한 편이지만, 이렇게 회복속도가 약한 것은 기본적으로 대외 여건의 불안 요인도 있지만 구조조정과정에서 지나친 과소투자 영향도 큰 것으로 본다

3/4분기 들어 국내외 주가의 동반 상승으로 한 때 5.9%대로 상승하기도 했던 지표금리는 미국 경제 둔화 우려감이 확산되며 주가가 큰 폭으로 하락하면서 8월 14일에는 5.24%까지 하락하기도 하였다. 이후에도 주가에 연동되어 5.2~5.5%대의 박스권에서 큰 폭으로 등락을 하고, 4/4분기에도 주가와 동조화가 지속될 것으로 보여 미국 주가가 국내 금리 향방에 큰 영향을 미칠 전망이다.²⁴⁾

(표4-10) 시장금리, 주가와 동조화 현상 심화



자료:대신경제연구소

대부분의 세계경제 전망치는 내년 하반기부터 본격적인 경기회복을 예고

24) 대신경제연구소, “2002.9 2002년 4/4분기 및 2003년 경제전망”, 27쪽

하고 있으며, 국내 시장의 체질 개선과 주식에 대한 매력도 증가로 인해 내년도 주식시장은 금년보다 한단계 높은 수준에서 움직일 것으로 보인다.

정부의 부동산 대책 발표 이후 부동산시장에 쏟렸던 자금이 이탈하고 있는 가운데, 현재 주식시장이나 부동산시장 모두 큰 매력이 없는 상황이지만 이 자금이 오랫동안 단기상품에 머물러 있을 것으로는 보이지 않는만큼 이 자금의 향방에 관심이 집중되고 있다.

第 5 章 結 論

최근 우리나라의 경우 부동산시장과 주식시장은 단기적으로 경기선행지표 역할을 하기보다는 재테크를 하기 위한 투자대상이 되었지만, 부동산시장과 주식시장에 영향을 미치는 변수들은 어느 하나만이 영향을 미치는 것이 아니라 복합적으로 영향을 미치기 때문에 두 시장의 가격변동을 투자자들이 정확히 예측하기란 상당히 어렵다.

부동산시장과 주식시장의 경기순환은 1990년부터 외환위기 직전인 1997년까지 주가는 그간의 자료를 보면 경기가 살아나기 6개월 전부터 주식은 오르기 시작하고, 경기가 회복되고 6개월 후부터 부동산은 꿈틀거린다. 주식은 경기 선행지표로서 신호등 역할을 하고 부동산은 경기 후행지표로서 큰 몸집만큼이나 느리게 움직인다.

외환위기 이후의 기간에는 주식경기와 부동산시장, 특히 아파트시장 간의 변화가 동시에 동일한 방향으로 움직이고 있다는 것을 알 수 있다.

이러한 동행성 검증에 위해서 부동산경기를 나타내는 변수간의 시차상관관계를 이용해 파악할 수 있다. 즉, 부동산경기를 나타내는 변수로 가격변수를 이용할 수 있다면 현재시점의 부동산가격과 경기변동을 나타내는 변수의 현재 및 과거 시차간의 상관계수 값을 통해 확인할 수 있었다.

이를 이용해 아파트 매매가격과 주식경기간의 동행성 및 후행성을 검증한 결과는 다음과 같다. 우선 1990년부터 외환위기 직전인 1997년 10월까지의 시차상관관계를 구해본 결과 아파트 매매가격의 현재시점과 실물경기의 10개월 이전과의 상관계수가 가장 큰 값을 갖는 것으로 나타나 아파트경기가 실물경기에 후행했다는 것을 확인할 수 있다.

반면 외환위기 이후의 기간 실물경기와 아파트시장 간의 변화가 동시에

동일한 방향으로 움직이고 있다는 것을 의미한다.

결국 외환위기 이후 아파트시장은 실물경기가 회복되면 동시에 회복되는 모습을 보이고, 실물경기가 침체되면 동시에 침체되는 모습을 보이고 있는 것이다. 그리고 이러한 결과는 실물경기에 대한 전망을 근거로 아파트 가격을 전망할 수 있는 근거를 제시하고 있는 것이며, 무엇보다 중요한 것은 아파트가격의 결정에서 시장기본가치의 역할이 커지고 있음을 시사하고 있다.

표4-5의 연평균주가와 표4-6의 주택매매증감률에서 2001년8월부터 2002년4월까지기간에 비록 기간이 짧지만 앞의 동행성을 잘 보여주고 있으나, 부동산 경기의 변화 중 특히 서울의 아파트 가격의 변동을 살펴보면, 금리가 낮으면 아파트 가격은 상승을 하였고, 금리고 높으면 아파트 가격은 하락하였다. 즉, 저금리가 부동산 경기에 호재였지만, 최근의 금융시장을 보면 은행이나 투신사들이 개인이 대출을 할 때 근저당설정비를 금융사에서 부담해오던 것을 대출하는 사람이 부담하도록 넘기고, 대출이자를 인상하는 등의 직·간접적인 요인으로 금리를 인상하고 있다. 이로인한, 저금리 대출로 인해 부동산에 투자한 투자자는 높은 금리를 부담하거나 아니면 부동산을 처분하여야 한다.

2002년 1/4분기 이후 아파트시장의 가격이 고점에서 지금은 보합을 보이고있고, 내년의 부동산시장의 전망을 보더라도 앞에서 언급한 것과 같이 금리의 인상요인이 있어서 많은 부동산 공급이 이루어 질 것이라고 판단되어 상승폭이 크지는 않을 것이다. 주식시장에서는 1/4분기이후 하향세를 보이고, 내년 상반기에는 우리나라 경기의 완만한 회복과 함께 주식시장의 경기상승이 먼저 이루어 진다면(2002년9월이후 주식경기는 회복국면을 보이고 있다), 그 결과 본 필자는 앞으로 주식의 경기순환이 부동산경

기순환에 선행하는 IMF이전의 경기순환 모습으로 돌아가는 것이 아닌가
라고 조심스럽게 결론을 내려본다.

그러나, 그 순환주기는 IMF이전처럼 주가가 6개월 이상 선행하고 부동산
이 1년 후행하는 긴 주기가 아닌 보다 빠른 주기가 될 것이다.

하지만 경제 상황이 변화하면서 부동산과 주식은 보완적인 관계이고, 부
동산 시장이 살아야 주식시장도 살 수 있다는 얘기다.

본 논문의 한계와 향후 연구과제로는 본 논문이 경제라는 면에서 투자라
는 대상으로 부동산과 주식을 연구하였으나, 부동산시장과 주식시장 경기
순환이 정책적 측면과 발전방향에 관한 연구가 이어져야 할 것이다.

參 考 文 獻

【단행본/논문】

- 김민경 · 김성수 · 이기재, 「경제통계분석」, 1999
- 김병화 · 문소상, “주가와 소비의 관계분석”, 한국은행 특별연구실,
「경제분석」 제7권제1호, 2001.1
- 소성규, 「부동산중개계약론」, 1998
- 안정근, 「현대부동산학」, 법문사, 1999.
- 안정근, 「부동산평가이론」, 법문사, 2000.
- 안정근, 「부동산평가실무」, 법문사, 2000.
- 안정근 · 이태교, 「부동산마케팅」, 법문사, 1999.
- 오병호 외, 「IMF이후 한국 부동산 전략 보고서」, 문화사랑, 1998
- 이성현 · 이태립 공저, 「전산통계」, 한국방송대학출판부, 1996
- 이태교, 「토지정책론」, 법문사, 2001
- 김영호, “주식 · 채권 · 부동산의 수익률분석에 관한 연구”, 건국대학교
국제대학원 석사학위 논문, 2000
- 장대섭, “부동산경기와 일반경기 및 주식경기와의 상관성에 관한 연구”
건국대학교 행정대학원 석사학위 논문, 1996
- 신희범, “주식시장과 부동산시장의 상호관련성에 관한 연구”, 안동대학
교 행정경영대학원, 2001
- 증권거래소, 「알기쉬운 증권시장」, 간행물, 2000
- 증권거래소, 「주식-월간 거래상황 및 시장통계」, 간행물, 2002

Kim Kwan-Young, “A Study on the Housing Investment Cycle :
the Case of Korea”, 「한국주택학회 학회지」 제6권1호, 1997

【신문/인터넷】

건설교통부, “건설경제 주요통계”, <http://www.moct.go.kr>

국민은행, “월별매매가격동향”, <http://www.kbstar.com>

금융감독원, “금융감독통계-증권통계”, <http://www.fss.or.kr>

기업은행, “부동산경기순환과정”, <http://www.kiup-bank.com>

대신경제연구소, “2002년 4/4분기 및 2003년 경제전망”, 2002.9

<http://www.derico.kr>

링크빌, “주가움직임”, <http://linkvil.co.kr>

“증시활황은 부동산시장에 단기 악재”, 조선일보, 2001.12.5

재정경제부, “월간경제동향”, <http://www.mofe.go.kr>

통계청, “경기종합지수”, <http://www.nso.go.kr>

한국은행, “경제분석”, <http://www.bok.or.kr>

한국증권업협회, “증권시장의 이해”, <http://www.ksda.or.kr>

한국증권거래소, “주식”, <http://www.kse.or.kr>

ABSTRACT

Relationship of Business Cycles between Real Estate Market and Stock Market

Son, Young Hak

Major in Real Estate

Department of Real Estate

Graduate School of Public

Administration

Hansung University

The purpose of this study is to predict the fluctuations of the financial or real asset prices at the time when our nation's economy exits from its depression to recover itself slowly, and thereby, provide for some information useful to ordinary investors' better understanding of the markets. For this purpose, the prices of the stocks representing the financial assets and the real estates representing the real assets were sampled to review how their prices would change *a priori* or *posterior* being affected by the economic cycle.

In general, it is known that the real estate prices are affected

posterior by the real asset and stock prices. In other words, stock market tends to be activated before real asset market and then, real asset market will be activated later, and the money will flow into the real estate market much later. Real estate prices are affected by supply and demand in the real estate market, which in turn is affected complicatedly by real asset market, people's value system and real estate policies.

The real asset markets which had been greatly shrunk since the 4th quarter of 1997 due to the foreign exchange crisis began to recover rapidly since early 1999 owing to drastic deregulations and decreased dependency of the businesses on government policies as well as more transparent criteria for various economic activities. Thus, the civil consumption which decreased drastically 11.4% in 1998 increased 10.3% in 1999.

Recently, real estate market and stock market have been the arena for short-term speculations rather than play roles of shorter-term *a priori* indices. However, these markets are affected not by any single variable but by combination of variables, which means that it may be very difficult for investors to predict the fluctuations of real estate and stock prices.

For the period from 1990 to 1997 just before the foreign exchange crisis, stock prices began to rise 6 months before an economic

upswing, and 6 months later, real estate prices began to show signs of rising. In short, stock prices play a *a priori* economic prediction role, while real estate prices play a *posterior* economic prediction role, and therefore, they move very slowly.

Since the foreign exchange crisis, however, the apartment house market has moved in the same direction as the real asset market; when real asset market recovered, apartment house market recovered, and when the former market was depressed, the latter market was depressed, too. Such data suggest that we can afford to predict the apartment house prices based on our prediction of the real asset prices. What is important above all is the assumption that apartment house prices tend to be affected by their basic market values.

Since the fourth quarter of 2002, the apartment house prices have risen sharply but now, they remain on a plateau. Next year, the interest will probably rise, while more real estates will be supplied. In other words, the real estate prices would not much rise. Since the stock prices began to fall since the first quarter of 2002 and they are expected to rise due to an economic upswing in the first half of next year (the stock prices began to rise slowly since September, 2002), it may be concluded carefully that the stock prices affect the real estate prices *posterior*. However, unlike for the period before the IMF bailout program, the stock prices will change within the shorter period than 6

months before the real asset market change, and likewise, the real estate market will change within the shorter period than a year after the real asset market change.

Anyway, as the economic conditions change, real estate and stock markets are mutually complementary, which means that only if real estate market is recovered, stock market will be recovered.