

통화정책 정상화의 주택시장 영향

[테이퍼링 및 금리 인상]

2021. 09.

김균태 연구위원

주택도시금융연구원

목 차

I. 통화정책 정상화	1
1. 美 통화정책 정상화	1
2. 韓 통화정책 정상화	2
II. 통화정책 정상화 영향(과거 사례)	3
1. 테이퍼링 영향	3
2. 기준금리 인상 영향	4
III. 통화정책 정상화 영향(전망)	5
1. 국내 금융환경	5
2. 금리 인상 전망	7
3. 금리 인상 영향	8
IV. 결론	10
※ [부록] 금융위기 전개과정	11

1. 美 통화정책 정상화

□ 경기회복 및 물가상승 등을 고려할 때 美 연준의 통화정책 정상화(양적완화 종료 및 금리인상)가 가시화되고 있음.

○ 美 파월 연준의장은 8.27일 잭슨홀 심포지엄 기조 연설에서 7월 FOMC 의사록에서 확인된 '연내 테이퍼링 가능' 입장을 재확인

- 6월 FOMC 테이퍼링 필요성 검토(talking about talking about tapering) → 7월 FOMC 세부방안 논의(talking about tapering) → 8.27일 잭슨홀 심포지엄 '연내가능' 재확인 등 시장과의 소통을 중시하면서 테이퍼링 수순을 진행 중

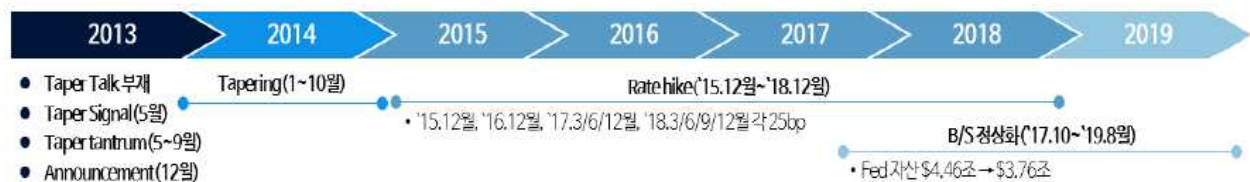
- 고용 등 회복세 지속을 전제로 연내 테이퍼링이 가능하다는 7월 FOMC의 입장을 재확인

* 美 7월 소비자물가상승률은 5.4%를 기록하며 수개월 동안 물가안정목표치 2%를 초과한 반면, '20년 5월 14.7%였던 실업률이 최근 5.4%까지 하락하였으나 코로나 위기 이전 수준(3.5%)까지는 도달하지 못함.

□ 통화정책 정상화 경로는 테이퍼링 → 양적완화 종료 → 금리인상

○ 과거 美 연준의 통화정책 정상화는 테이퍼링 언급('13.5월) → 테이퍼링 시행 및 양적완화 종료('14.1~10월) → 금리인상('15.12월~'18.12월, 9회, +2.25%p 인상) 순으로 진행

[그림 1] 美 연준 통화정책 정상화 경로



자료: 국제금융센터

○ 해외 주요 투자은행들(IB)은 '21년 말 테이퍼링 시행 → '22년 중 양적완화 종료 → '23년 이후 금리 인상 전망

2. 韓 통화정책 정상화

□ 한국은행은 8월 금통위(8.26)에서 기준금리를 0.5%에서 0.75%로 상향 조정하였으며 향후 추가적으로 기준금리를 인상할 전망

○ 코로나19관련 불확실성이 이어지고 있으나 국내경제가 양호한 성장세를 지속하고 물가가 당분간 2%를 상회할 것으로 예상되므로 통화정책의 완화 정도를 점진적으로 조정해 나갈 것이라고 밝힘.

- 다만, 추가 조정 시기는 코로나19의 전개 상황 및 성장·물가 흐름의 변화, 금융불균형 누적 위험, 주요국 통화정책 변화 등을 점검하면서 판단해 나갈 예정

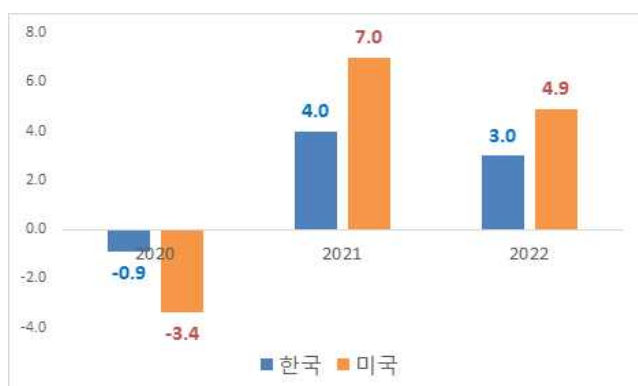
* 미국의 물가상승률 및 경기회복에 따른 양적완화 종료와 기준금리 인상이 예상됨에 따라 국내 기준금리도 인상해야 되는 상황

[그림 2] 韓·美 소비자물가지수 상승률(%)



자료: 통계청, Federal Reserve Bank of St. Louis

[그림 3] 韓·美 경제성장률 전망(%)



자료: 한국은행(2021.8월), IMF(2021.7월)

□ 한국은행의 물가 및 경제성장률 전망('21.8월)을 고려할 때, '22년 상반기까지 금리를 인상할 가능성

○ '21년까지는 물가상승률이 2%를 초과하지만 '22년에는 2% 미만 전망

[표1] 韓 경제 전망

	2020	2021			2022		
	연간	상반	하반	연간	상반	하반	연간
경제성장률	-0.9	3.9	4.0	4.0	3.1	3.0	3.0
물가상승률	0.5	1.8	2.4	2.1	1.7	1.3	1.5

자료: 한국은행

1. 테이퍼링 영향

- '13.5월 美 연준의장의 테이퍼링(Tapering) 발언으로 단기적인 금융 시장 조정(긴축 발작, Taper Tantrum)이 발생
 - '13.5.21 버냉키 당시 연준 의장이 의회 증언 자리에서 테이퍼링을 언급하자 시장은 예상하지 못한 유동성 축소 가능성에 패닉하며 긴축 발작(국채금리 급등, 신흥국 자금이탈, 주가 하락 등) 발생
 - 테이퍼링 발언 후 단기적으로 국채금리 급등, 주가 하락 등의 현상이 있었으며, 주택가격에도 제한적 영향
- 실제 테이퍼링 시행('14.1~10월) 후에도 단기적인 조정이 있었으나 다시 회복세를 보임.

[그림 4] 美 국채금리(%) 및 주가



자료: Federal Reserve Bank of St. Louis

[그림 5] 美 국채금리(%) 및 주택가격



자료: Federal Reserve Bank of St. Louis

[그림 6] 韓 국채금리(%) 및 주가



자료: 한국은행

[그림 7] 韓 국채금리(%) 및 주택가격



자료: 한국은행

2. 기준금리 인상 영향

□ (미국) 연준이 금리 인상을 시작한 초기에는 단기적인 조정을 겪지만, 이후 지속되는 금리 인상에도 주가 및 주택가격은 상승세를 보임.

- '15.12월 기준금리 인상(0~0.25% → 0.25~0.50%)을 시작한 초기에 주가는 하락, 주택가격은 보합세를 보였으나, 이후 금리 인상이 지속되더라도 주가 및 주택가격은 상승세

[그림 8] 美 기준금리(%) 및 주가



자료: Federal Reserve Bank of St. Louis

[그림 9] 美 기준금리(%) 및 주택가격

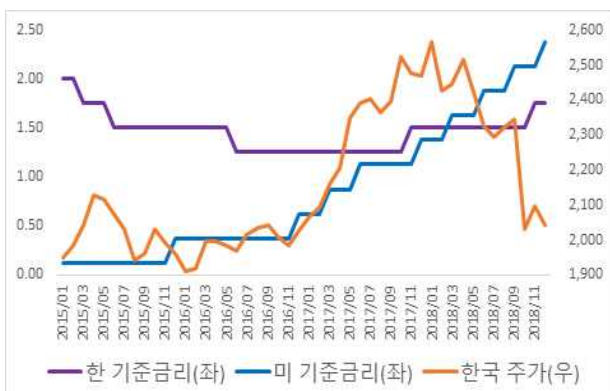


자료: Federal Reserve Bank of St. Louis

□ (한국) 기준금리 인상 시 주가는 조정을 겪었으나 주택가격은 제한적 영향

- 기준금리 2회 인상('17.11월(1.25→1.50%), '18.11월(1.50→1.75%))에도 주가는 큰 폭의 조정을 겪음.

[그림 10] 韓 기준금리(%) 및 주가



자료: 한국은행

[그림 11] 韓 기준금리(%) 및 주택가격



자료: 한국은행

1. 국내 금융환경

□ 과거에는 테이퍼링 및 기준금리 인상이 주가 및 주택가격에 단기적인 영향을 미쳤다고 볼 수 있으나, 현재는 과거와 금융환경에 차이 존재

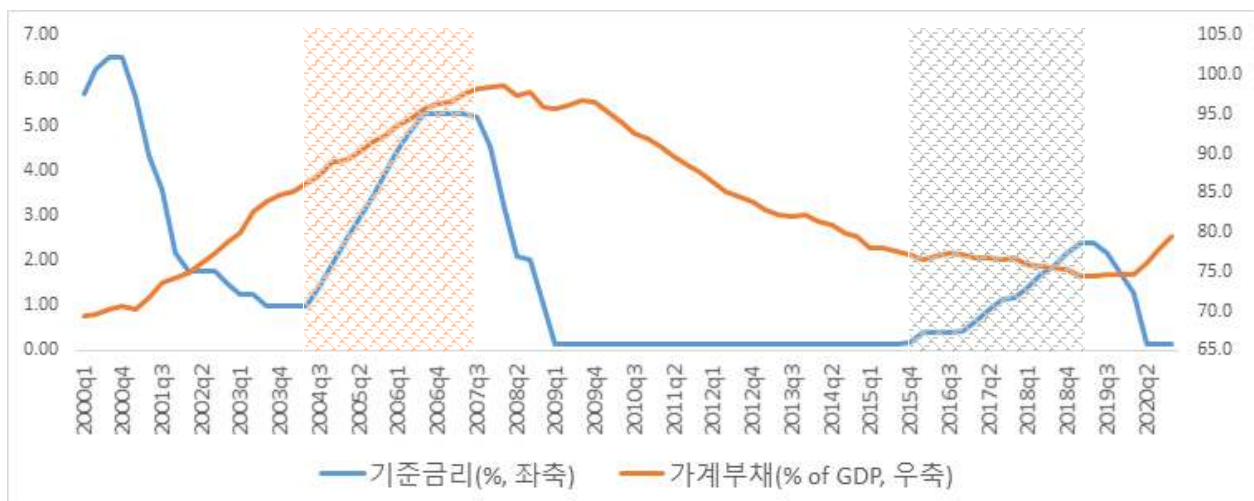
○ 테이퍼링이 이슈가 되는 이유는 바로 통화정책 정상화*가 시작된다는 신호이기 때문임.

* 통화정책 정상화 단계: 테이퍼링 → 양적완화 종료 → 기준금리 인상 → 중앙은행 자산(채권) 매각(유동성 흡수)

○ 지금의 금리 인상이 과거와 다른 점은 부채 위기 발생 가능성이 있다는 것임.

- 美 테이퍼링 후 기준금리 인상 시기(15.12월~18.12월)에는 미국의 가계부채(GDP 대비)가 감소추세를 보였기 때문에 자산시장의 단기 조정만 발생
- 그러나 2004~2006년 진행된 금리 인상 시기에 미국 가계부채는 급격한 상승세와 함께 역사상 최고치를 기록하였으며, 결국 금리 상승에 따른 이자 부담 증가로 가계의 채무불이행 및 금융위기 발생

[그림 12] 美 금리 인상(%) 시기의 가계부채(% of GDP) 추이



자료: 국제결제은행(BIS), Federal Reserve Bank of St. Louis

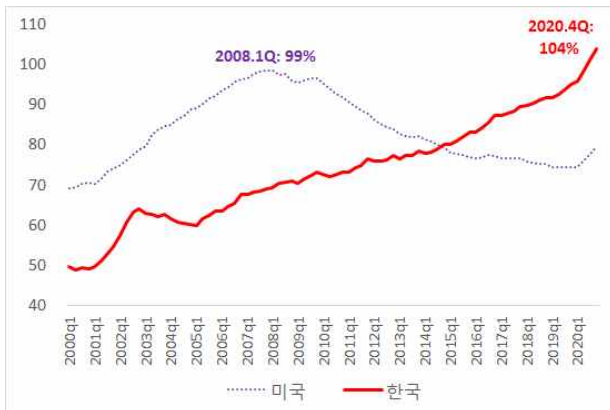
□ 한국의 가계부채 및 주택가격은 향후 금리인상에 매우 취약한 상황

- 한국의 GDP 대비 가계부채 비중(2020.4Q 기준, 104%)은 2008년 미국 금융위기 당시 가계부채 수준(2008.1Q 기준, 99%)보다 높은 수준이며, 타 국가와 비교하여도 매우 높음*

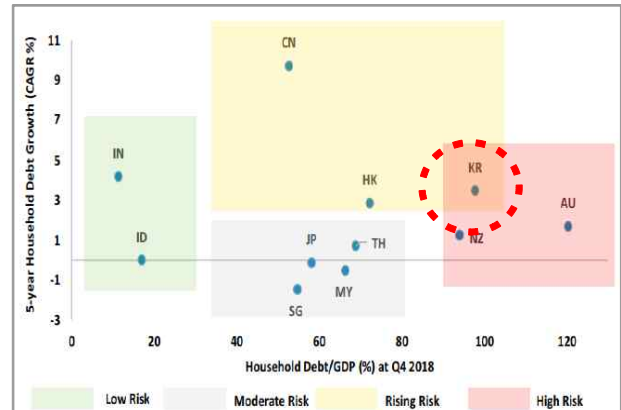
* 2020년말 기준, 한국의 GDP 대비 가계부채 비중은 OECD 37개국 중 6번째로 높은 수준이며, 동 비율의 2019년 이후 상승폭도 노르웨이에 이어 두 번째로 높음.

** Continuum Economics(2019.7월)은 가계 부채 규모와 증가 속도 등을 고려할 때 한국과 호주, 뉴질랜드를 아시아 국가들 중 가장 위험한 국가로 분류

[그림 13] 韓·美 가계부채(% of GDP) 추이 [그림 14] 가계부채 기준 위험그룹 구분



자료: 국제결제은행(BIS)

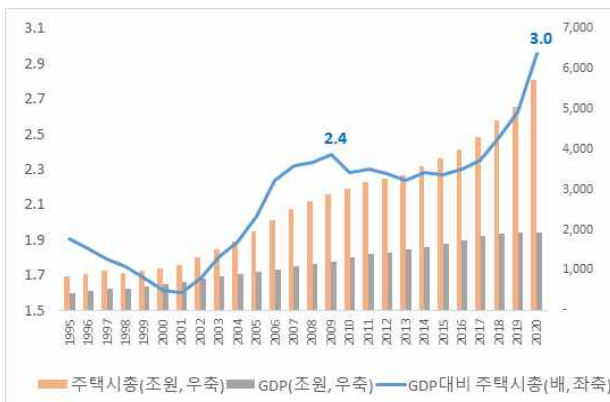


자료: Continuum Economics(2019.07)

- 가계부채의 상당 부분은 자산시장 특히 주택 구입에 사용되면서 부채증가 및 주택가격 고평가 발생

* 명목 GDP 대비 주택시가총액 비율(버핏지수) 및 소득 대비 주택가격 비율(PIR) 모두 최근 빠르게 상승하며 역대 최고치를 기록

[그림 15] GDP 대비 주택시가총액 비율 [그림 16] 소득 대비 주택가격 비율(PIR)



자료: 한국은행 경제통계시스템(ECOS)



자료: 한국은행 추정치(통화신용정책보고서, '21.6)

○ 한국은행의 금융취약성 지수(FVI)*에 따르면, 우리나라 금융시스템의 잠재적 취약성은 빠르게 확대되고 있어 금융 리스크가 높아지고 있는 상황

- 은행 복원력** 등이 지속적으로 개선되어 과거 위기 시('97년 외환위기, '08년 금융위기) 고점보다는 낮지만 지속적으로 상승 추세, 특히 부동산 및 가계부문의 취약성이 높아 금리 상승에 따른 충격이 클 수 있음.

* 금융취약성지수(Financial Vulnerability Index; FVI)는 ①자산가격, ②부채, ③금융 기관 복원력 등 3가지 평가요소에 해당되는 39개의 세부지표를 이용하여 작성

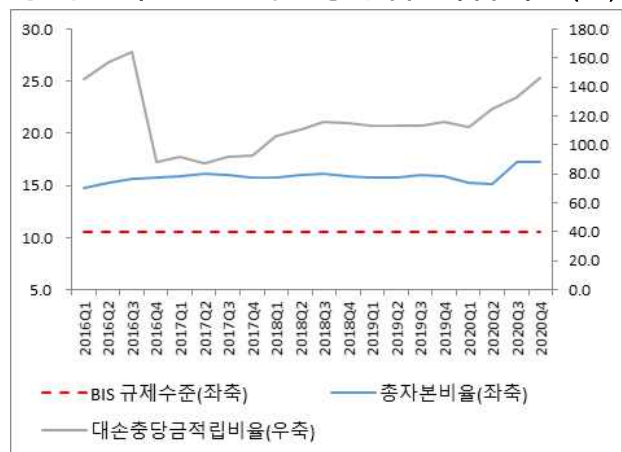
** BIS 기준, 위험자산 대비 자기자본 비율이 10%를 초과할 경우 우량은행으로 평가, 국내은행의 BIS 비율은 17.2%('20년 말 기준)로 매우 양호한 수준

[그림 17] 금융취약성지수(FVI) 추이



자료: 한국은행 금융안정보고서(2021.6)

[그림 18] 일반은행 BIS 기준
총자본비율 및 대손충당금 적립비율(%)



주: 1. BIS 규제수준(%)=자기자본÷위험자산

2. 대손충당금적립비율(%)은 고정이하여신(부실채권) 대비

자료: 한국은행 통화신용정책보고서(2021.6)

2. 금리인상 전망

□ 부채 및 자산시장 리스크가 높은 상황에서 급격한 금리 인상 단행 시 금융위기 발생 가능성이 있으므로, 중앙은행은 신중하게 시장과 소통하며 매우 점진적으로 금리를 인상할 것으로 전망

○ 과거 금융위기 경험*을 바탕으로 한국은행은 부채와 자산시장에 미치는 충격을 완화하기 위하여 점진적 금리 인상 전망

- * '90년대 일본 경제위기, '08년 미국 서브프라임 위기 등 과거 주요 금융위기를 검토해보면, 일정한 패턴으로 전개: 금융완화 → 부채증가 및 자산시장 버블 → 금리 인상 → 연체율 증가, 채무불이행 발생 → 금융기관 파산 및 금융위기 ([부록] 금융위기 전개과정 참고)

□ 국내 증권사에 따르면, 내년까지 기준금리는 1.0~1.25%까지 인상될 전망

- 연내 25bp 추가 인상 후, 내년 상반기 중에 25bp 인상 가능성

* 2022년까지 기준금리는 총 2~3회(50~75bp) 인상 예상(0.5% → 1.0~1.25%)

[표 2] 기준금리 인상 전망

전망기관	기준금리	
	'21년	'22년
대신증권	동결	25bp 인상(1분기)
미래에셋증권	25bp 인상	25bp 인상(상반기)
신한금융투자	25bp 인상	-
하나투자증권	25bp 인상	25bp 인상
KTB 투자증권	25bp 인상	-

자료 : 최근 기준금리 인상(25bp) 이후 각사 전망자료('21.8.26~27)

3. 금리 인상 영향

□ 국내 금융환경이 취약한 상황이지만, 국내외 중앙은행은 매우 완만하게 금리를 인상한다면 금융위기 발생 가능성은 낮음.

- 단, 주택담보대출은 LTV 규제 강화(40~60%)로 리스크가 낮지만, 최근 신용대출(주담대 대비 신용대출 비중: 74%) 증가세가 높은 만큼 유의할 필요

□ 그러나 금리 인상은 주택가격 하방 압력 요인으로 작용할 전망

- 이론적(현재가치 이론)으로 모든 자산가격은 금리와 반대 방향으로 움직이고, 주택도 자산에 속하므로 금리상승 시 주택가격은 하락
- 많은 국내외 실증분석도 금리와 주택가격은 역(-)의 관계를 갖는 것으로 분석

- 내년까지 기준금리 인상 폭이 크지 않을 것으로 예상, 따라서 제한적이고 완만하게 금리가 상승한다면 주택가격 폭락 가능성은 낮음.
- 그러나 지속적인 국내외 인플레이션, 대외 충격(중국 기업부채 및 부동산 경착륙 이슈 등) 등의 리스크 요인에 유의할 필요

[그림 19] 주담대 및 신용대출 증가율(%)



[그림 20] M1 및 아파트가격 상승률(%)



- 국내 금융환경이 금리 인상에 취약한 상황에서 중앙은행은 매우 조심스럽고 완만하게 금리를 인상하며 인상 폭도 크지 않을 것으로 전망
 - 따라서 금융위기 발생 또는 주택가격 폭락과 같은 극단적 위기 상황 가능성은 낮음.
 - 다만, 금리 상승으로 인한 주택가격 조정 가능성 있음.
- 그러나 물가상승이 지속되어 급격한 금리 인상이 진행되거나 또는 예상치 못한 대내외 충격이 발생할 경우 주택시장에 상당한 부정적 영향을 미칠 수 있음.
 - 인플레이션 논쟁(구조적인 물가상승), 높은 신용대출 증가세, 해외 경제위기 전이 등 위험 요인 존재
 - 따라서 금리 인상 상황 전개에 따른 국내외 금융 상황에 대한 모니터링을 지속적으로 실시할 필요

※ [부록] 금융위기 전개과정

- 과거 대부분의 금융위기는 차입을 통한 경제활동 과정에서 채무를 상환하지 못해 발생하는 경우가 대부분이며, 다음과 같이 진행되는 공통점이 있음.
- 한국의 '97년 외환위기 외에 전세계 많은 금융위기(일본의 잃어버린 30년, 2008년 미국 서브프라임 사태)를 검토해보면 일정한 패턴으로 전개

[금융위기 진행과정]

단계	주요 내용	자산시장
[1단계] 금융완화(금리인하)로 부채증가	금리하락 등 대출이 용이한 환경이 조성되어 부채가 급격하게 증가	버블 발생
↓		
[2단계] 채무자 상환능력 약화	금리인상, 소득대비 빠른 부채증가, 자산가격 하락 등으로 채무자의 상환능력 약화로 연체율 증가	해외위기 전이 및 자산가격 하락 전환
↓		
[3단계] 채무불이행 및 경기침체	채무불이행으로 부실채권 증가하며 금융기관 파산(금융위기) 및 실물경기 침체(경제위기)	버블 붕괴

- 코로나19 백신 접종 확대로 경기회복과 인플레이 발생 시 금리가 상승하면서 부동산 등 자산시장 하락 및 채무불이행 가능성
- 경기회복으로 인플레이션 발생 → 중앙은행의 금리 인상 → 자산시장 하락 → 채무불이행 발생 및 버블 붕괴 → 금융기관 파산(금융위기 발생)