

유동성이 주택시장에 미치는 영향*

The Effects of Liquidity on Housing Markets

황관석** · 유승동***

[국문요약]

최근 코로나19 팬데믹을 거치면서 2020년 초반 사상 초유의 저금리와 유동성 확장은 자산시장에 영향을 주었다. 하지만 금리 인상과 통화긴축 등 통화정책에 대한 새로운 방향으로 인하여 자산시장은 새로운 국면에 진입하고 있다. 본 연구는 자산시장에서 가격의 움직임과 밀접한 연관이 있는 유동성에 대한 논의를 진행한다. 유동성의 주요 지표를 살펴보고, 동지표를 활용하여 유동성이 주택가격에 미치는 영향을 분석한다. 그리고 유동성과 연관된 부동산시장의 최근 정책 이슈를 중심으로 향후 부동산시장에 정책방향을 제시한다.

핵심주제어: 금리, 유동성, 부동산 자산시장

I. 서론

부동산 자산시장에서 가격변화, 대표적으로 주택시장에서 주택가격의 변화는 가구, 소득 등 수요측면의 요인과 더불어 공급탄력성 등 주택공급 요인의 영향을 받는 것으로 알려져 있다(박수진 외, 2020; 유승동, 2018). 이와 함께 최근에는 유동성이 부동산 자산시장에 미치는 영향에 대한 관심도 집중되었다(정규일, 2006; 임대봉, 2015; 금융위원회, 2021a; 2021b; 박진백 외, 2021). 글로벌 금융위기(Global Financial Crisis, 이하 GFC) 이후의 저금리 기조, 특히 코로나19 위기대응을 위한 사상 초유의 저금리와 팽창된 유동성이 부동산 자산시장에 집중됨으로 부동산시장에서 주택가격의 불안요인일 수 있다는 논의가 확대되었다.¹⁾ 본 연구에서는 유동성과 주택시장의 관계를 논의하고자 한다.

본 논문에서는 유동성을 전통적인 통화지표에 그 영역을 제한하기 보다는 가계대출, 전세금과 전세금 대출을 활용한 일반적으로 지칭하는 갭(GAP)투자를 포함한 다양한 측면을 포함할 계획이다. 하지만 본 연구에서 주요한 관심대상인 유동성의 경우 거시적

* 본 연구는 저자들이 참여한 연구보고서인 국토연구원(2021)의 『유동성이 주택시장에 미치는 영향과 정책방안 연구』를 수정 및 보완하여 작성되었습니다.

** 제1저자, 국토연구원 부연구위원, E-mail: kshwang@krihs.re.kr

*** 교신저자, 상명대학교 경제금융학부 부교수, E-mail: peter.you@live.com

측면에서 (중앙은행의) 통화정책 즉, 금리 혹은 M2 등과 연관되어 부동산 시장에 접근할 수 있는 시중(유동)자금이 풍부한 정도를 의미하고 있다.²⁾ 물론 정부의 주택정책이 주택가격에 미치는 영향에 대한 효과도 간과할 수는 없다. 김상봉(2017)은 주요국(미국, 영국, 일본)의 경우 하강기에는 다양한 부동산정책을 도입하지만, 상승기에는 시장을 조정하려는 정책사례가 “많지 않다”고 주장한다. 장경석·박인숙(2023)의 경우 주택시장에서 다수의 정책은 자칫 정책적 일관성을 훼손할 수도 있다고 한다. 주택시장과 관련된 다양한 시장과 정책요인에도 불구하고, 본 연구에서는 유동성과 부동산의 자산가격 측면의 연구로 제한한다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. 제1장은 서론이며, 제2장에서는 유동성에 대한 개념과 유동성의 주요 지표가 어떻게 변화하였는지 살펴본다. 제3장에서는 유동성과 부동산 자산시장과의 관계에 대한 이론, 실증연구 사례와 함께 간단한 시계열 모형을 통해 유동성과 주택시장과의 관계에 대한 분석결과를 제시한다. 제4장에서는 유동성과 연관된 부동산시장의 최근 정책 이슈를 중심으로 정책방향을 제안한다.

II. 유동성의 개념과 유동성 지표의 변화

1. 유동성의 개념

유동성(liquidity)은 가치의 손실이 없이 즉석에서 화폐로 전환될 수 있는 가능성의 정도로 정의할 수 있고, 통화를 유동성으로 정의할 수 있다(정운찬, 2006: 385). 통화를 유동성으로 정의한다면, 통화량을 측정하는 주요 지표는 구성범위에 따라 M1(협의통화), M2(광의통화), Lf(금융기관 유동성), L(총유동성) 등으로 구분된다. M1은 화폐의 지급결제수단 기능에 초점을 맞춘 지표이며, 민간이 보유하고 있는 현금에 예금취급기관의 결제성 예금을 합한 것이다(한국은행, 2008: 39-42). 광의의 M2는 M1과 비교하여 보다 넓은 의미의 통화지표이다. 이는 M1에 포함되는 현금과 결제성 예금과 더불어 만기 2년 미만의 예적금, 금융상품 등을 포함한다.³⁾

1) 한국부동산원 통계의 의하면 2020년 주택매매거래는 약 128만 호가 거래되어 2006년 관련 통계가 집계된 이후 가장 많은 거래량을 기록하였다. 아파트실거래가격지수도 2020년과 2021년 각각 16.7%, 18.1% 상승하였다. 이태리 외(2021: 5), 박진백 외(2021: 90-91)는 금리의 주택가격 상승기여도와 관련하여 코로나19를 전후한 금리 인하가 주택가격 상승의 34.3~42.5%에 기여했다고 분석하였다.

2) 하지만 유동성·이태리(2020)가 제시하는 부동산 시장의 유동성이란 기업 측면에서 유동성 또는 부동산 시장에서 부동산 거래가 가격변화에 최소 혹은 거의 영향을 주지 않으며 진행될 수 있는 정도와는 다른 측면의 접근법이다.

3) 금융기관 유동성인 Lf의 경우 M2에 포함되는 상품 가운데 만기가 2년 이상인 상품(정기 예·적금 금융채 등)과 함께 증권금융 예수금 및 생명보험회사의 보험계약준비금을 포함한다. 광의의 유동

기획재정부·한국금융연구원(2008: vi)에 따르면 경제 규모와 상대적인 비교를 하여 시중에 유동성이 얼마나 과다하게 공급되는 지표로 과잉유동성(excess liquidity)을 측정하는 Marshall-K(GDP 대비 M2비율, 이하 마샬K)를 시장에서 일반적으로 활용한다.⁴⁾ 한국은행(2021:46)에서도 마샬K를 시장진단 지표로 활용하는 경우도 있다. 흥미롭게도 정규일(2006)은 유동성의 개념에 통화량과 더불어 가계대출과 전세보증금을 포함할 수 있다고 제안한다. 금융기관의 자산측면에서 살펴본 유동성의 개념으로 주택담보대출, 전세자금대출, 신용대출이 포함될 수 있으며, 전세보증금의 경우에도 제도권 주택금융을 대체하는 사인 간 대출로 유동성으로 볼 수도 있다는 것이다. 이는 가계대출을 중요 변수로 고려하고 있는 Lombardi et al.(2017)과도 유사한 관점이다.

2. 유동성 지표의 추세변화

현재 우리나라 경제의 유동성이 어느 정도 수준에 있는지에 대한 객관적인 지표를 통한 평가가 필요하다. 유동성 규모를 평가할 수 있는 지표로는 국민경제 규모인 GDP와 비교하거나 가처분소득과 비교하는 방법이 유용한 것으로 알려져 있다. 물론 시중 유동성은 국민경제의 규모, 한국은행의 통화정책, 정부의 가계부채정책, 부동산시장 상황 등 다양한 요인의 영향을 받는다. 하지만 본 절에서는 시장 유동성의 추세변화에 초점을 맞추고 있다.

유동성 변화의 추세를 통화지표인 M2를 기준으로 한다면 GDP대비 M2비율을 의미하는 마샬K가 유용할 수 있다. 그리고 BIS(Bank of International Settlements)에서 발간한 Lombardi et al. (2017)에 따르면 가계부채를 기준으로 GDP대비 가계부채 또는 가처분소득대비 가계대출 비율도 활용한다. 한편 통화지표들 가운데 현금성 통화인 M1과 현금을 포함한 장기적 통화지표인 M2와의 비율을 통해서 최근 현금성 통화량의 공급수준을 살펴볼 수도 있다.

1) GDP 대비 가계부채 비율

명목 GDP 대비 가계부채 비율은 한 국가의 경제규모와 비교하여 가계의 부채 수준이 어느 정도인지를 나타낸 것이다. <그림 1>과 같이 GDP 대비 가계부채 비율은 GFC 이후인 2010년 79.3%에서 2021년 현재 108.4%로 32.4%p 상승하였다. 이는 GDP의 증가속도보다 가계부채의 증가속도가 상대적으로 높았기 때문이다. 2010~2021년 사이

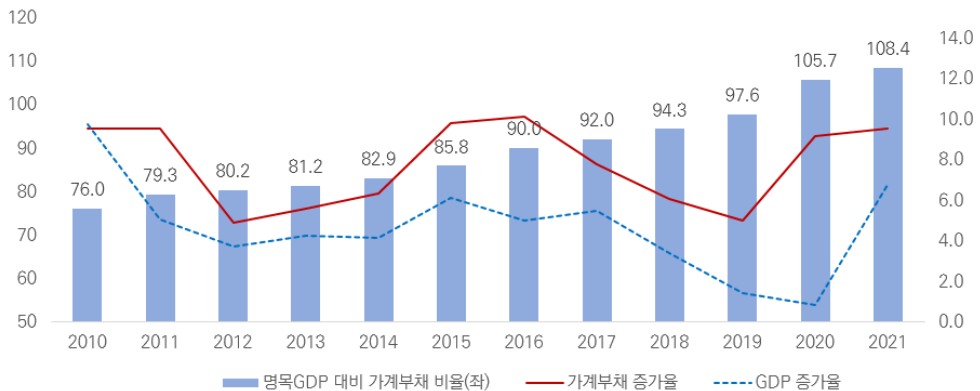
성인 L은 가장 넓은 의미의 유동성 측정 지표로 금융기관의 금융상품과 함께 정부와 기업이 발행하는 유동성 상품을 포괄적으로 포함한다.

4) 물론 그 한계도 있으며 적정 비율이 안정적이지 않다면 과잉유동성 역시 판단하기 어려울 수는 있다.

GDP는 연평균 4.6% 증가했지만, 가계부채는 연평균 7.8% 증가하였다. 특히 코로나 19 위기에 따른 **경제침체와** 완화적 통화정책으로 2020년에 GDP대비 가계부채 비율이 큰 폭으로 상승하였다. 2021년 기준으로 OECD 평균이 64.9%임을 고려할 때 우리나라 가계부채의 규모는 경제규모를 고려하여 높은 수준이라고 평가할 수 있다.⁵⁾

<그림 1> GDP대비 가계부채 비율 추이

(단위: %)



주: GDP는 명목기준이며 가계부채는 가계 및 비영리단체 기준임

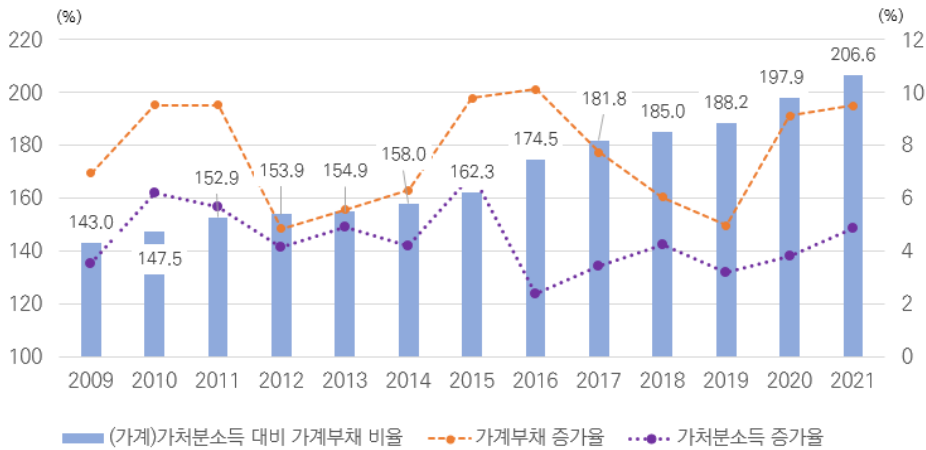
자료: 한국은행, 경제통계시스템, <https://ecos.bok.or.kr>, (이용일: 2023년 5월 10일)

2) 가처분소득대비 가계부채비율

가처분소득 대비 가계부채 비율도 가계의 채무상환 능력을 보여주는 지표이다(유경원·서은숙, 2015). 동 지표의 값이 상승한다면, 가처분소득의 증가보다 부채가 더 빠르게 증가하고 있음을 의미한다. <그림 2>와 같이 (가계의) 가처분소득 대비 가계부채 비율은 2009년 143.0%에서 2021년 현재 206.6%로 증가하였다. 무엇보다 코로나19의 영향이 컸던 2020년과 2021년에는 각각 전년과 비교하여 9.7%p, 8.7%p로 상승 폭이 확대되었다. 이는 2020년과 2021년 가계부채는 연평균 9.3% 증가한 반면, 가처분소득 증가율이 가계부채 증가율에 미치지 못하는 4.3%에 불과하였기 때문이다.

5) 한국경제연구원, 2023년 3월 7일 보도자료, 韓 가계부채 전세보증금 포함 시, 경제규모·소득 대비 OECD 1위, http://www.keri.org/web/www/news_02?p_p_id=EXT_BBS&p_p_lifecycle=0&p_p_state=normal&p_p_mode=view&_EXT_BBS_struts_action=%2Fext%2Fbbs%2Fview_message&_EXT_BBS_messageId=356448 (이용일: 2023년 5월 10일).

<그림 2> 가처분소득 대비 가계부채 비율 추이



주: 가계부채 통계의 경우 가계부채는 가계 및 비영리단체 기준이며, OECD에서 작성하는 구성항목과 소폭 차이가 있을 수 있음

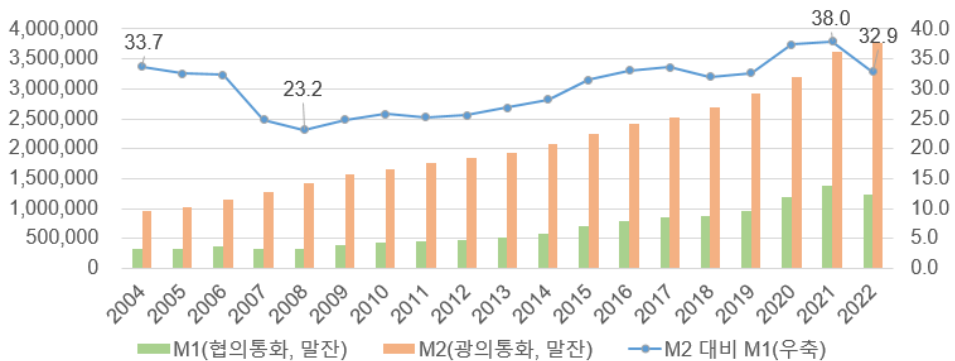
자료: 한국은행, 경제통계시스템, <https://ecos.bok.or.kr>, (이용일: 2023년 5월 10일)

3) M2 대비 M1 비율

시중 통화량에서 현금성 유동성이 차지하는 비중을 나타낸 것으로 비율이 클수록 현금성 통화량이 많다는 것을 의미한다. <그림 3>과 같이 M2 대비 M1의 비율은 GFC 기간이었던 2008년 23.2%를 기록한 이후 지속적으로 상승하고 있다. 코로나19 이후인 2021년에는 38.0%까지 높아진 것으로 나타났다. 2022년에는 인플레이션 확대에 따른 기준금리 인상과 통화긴축으로 32.9%로 크게 낮아져 변동성이 확대되었다. 이는 한국은

<그림 3> M2 대비 M1 비율 추이

(단위: 10억 원, %)



주: M1, M2 규모의 단위는 십억 원

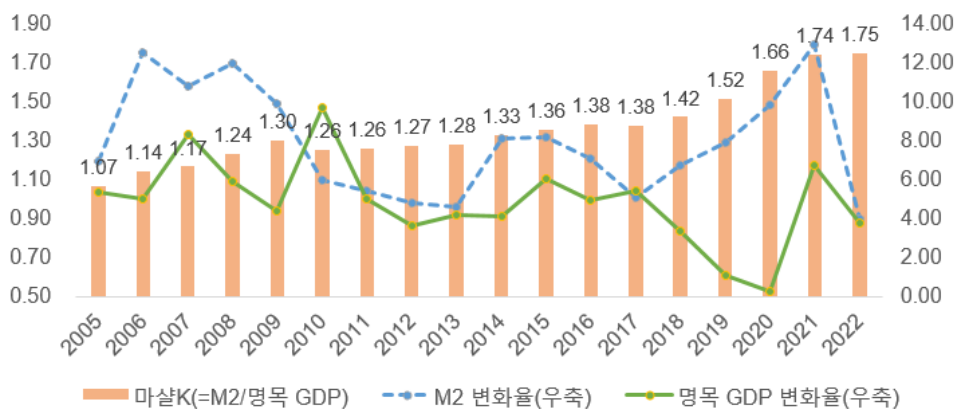
자료: 한국은행, 경제통계시스템, <https://ecos.bok.or.kr>, (이용일: 2023년 5월 10일)

행의 기준금리와 통화긴축의 영향에 따라 M1의 변동성이 상대적으로 확대된 것에 기인한 것으로 평가할 수 있다.

4) 마샬K(Marshalian K)

마샬K는 명목 국내총생산(GDP)에 대한 M2 기준 통화량 비율의 지표로 한 국가 경제의 통화공급 수준을 측정하는 지표이다(이동은 외, 2013). 동 수치가 상대적으로 낮은 수준이라면, 경제규모에 비해 통화량 규모가 적어 생산활동을 저해할 수 있다는 의미이다. 하지만 동 수치가 상대적 높은 수준이라면 경제규모대비 통화량 규모가 높으므로 자산가격이 과평가 되었음을 의미한다. 그리고 경우에 따라 버블(bubble)과 같은 부작용이 발생할 수도 있음을 의미할 수 있다. <그림 4>와 같이 마샬K 지표는 2005년 이후 지속적으로 상승하고 있으며, 2022년 기준으로 1.75를 기록하였다.

<그림 4> 마샬K(Marshalian K)의 추이



주: 마샬K의 단위는 배이며, M2와 명목 GDP 변화율은 %임

자료: 한국은행, 경제통계시스템, <https://ecos.bok.or.kr>, (이용일: 2023년 5월 10일)

본 장에서는 유동성 지표 가운데 가장 일반적으로 활용되는 지표를 **활용하여** 최근 우리나라의 유동성 변화를 살펴보았다. 모든 지표에서 코로나 19 팬데믹이 있었던 2020년을 전후하여 (소득이나 경제규모에 비교하여) 시장에서 유동성이 크게 증가하였다. 이에 따라 다음 장에서는 유동성의 주요 변수를 활용하여 시장에 증가한 유동성이 주택시장에 어떻게 영향을 미칠 수 있는지를 주요 이론과 함께 기초적인 시계열 모형을 활용하여 분석하였다.

III. 유동성이 주택시장에 미치는 영향

1. 유동성과 자산시장과의 관계

유동성과 자산시장과의 관계는 중요한 학술연구의 대상이다. 전통적인 자산가격 결정이론과 통화주의적 이론에 따르면, 유동성이 증가하여 이자율이 하락하면서 미래 기대소득의 현재가치가 높아짐에 따라 자산가격이 상승한다(정규일, 2006: 7).⁶⁾ 해당 자산으로부터 발생하는 미래 소득흐름의 현재가치로 산출되는 과정에서 자산가격이 할인율의 영향을 받기 때문이다. 할인율에 중요한 지표로 활용될 수 있는 금리는 주택가격 결정에 주요 요인으로, 금리변동은 금융부문의 유동성과 주택시장부문의 주택가격, 주택수요와의 연계성에 영향을 미치게 된다. 금리가 하락한다면 차입비용이 감소하고 동시에 대출에 근거한 투자수요가 확대되어, 기존 수요와 신규 투자수요의 결합으로 자산가격이 상승할 수 있다. 그리고 유동성과 주택가격은 서로 상호작용을 할 수 있다. 최근 저금리하에서 풍부하게 공급된 유동성은 주택수요를 증가시켰을 것으로 보이며, 이는 주택가격 상승에 일부 원인으로 작동하였을 것이다. 그리고 주택가격 상승은 순환적으로 다시 주택수요 변화에 따른 시장 유동성 수요의 변화도 도모하였을 수 있다.

다른 한편 통화주의론에 따르면 확장적 통화정책을 통해 시중 유동성이 확대되면 늘어난 유동성으로 채권이나 실물자산의 구입에 사용하므로 채권가격의 가격 혹은 실물자산의 가격이 상승한다(Meltzer, 1995). 유동성과 자산시장과의 관계에 대해서 상호인과적으로 간주할 수 있는 부의 효과이론에 의하면 자산보유자의 자산가격이 상승하면 부가 증대되어 소비 등을 위한 신규 차입을 확대함에 따라 유동성이 증대되는 효과가 발생할 수 있다(Hofmann, 2001). 그리고 금융가속도이론(Financial Accelerator)에 따르면 이자율의 하락 또는 비이성적인 과열(irrational exuberance) 등으로 자산가격이 상승한다면 이는 담보가치의 상승을 의미한다. 따라서 담보가치가 상승하는 경우 차입의 확대가 유발되어 이는 다시 유동성 확대로 이어질 수 있다(Bernanke et al. 1996; Kiyotaki and Moore 1997; 정규일, 2006: 263).

2. 유동성이 주택시장에 미치는 영향에 대한 실증분석

1) 기존 문헌에 대한 분석

시중 이자율이 하락한다면 차입자의 관점에서 자금조달에 따른 비용이 하락하게 되므로, 유동자금을 조달하여 자산수요를 확대할 수 있다. 현재와 미래의 상호 결합구조를 고려한다면, 자산에 대한 현재 수요가 높아지게 되므로 자산가격의 상승으로 이어질 수

6) 유동성과 자산가격과의 이론적 논의는 정규일(2006)을 중심으로 정리하였다.

있는 것이다. 하지만 과도한 유동성의 확대는 자산가격의 과도한 상승으로 이어지고, 자산가격 버블의 발생으로 경제위기로 전이될 가능성을 배제할 수도 없다.

Del Negro and Otrok(2007)은 주택가격의 주요한 결정요인이 통화정책이라고 주장한다. 과거에는 미국에서 지역적 주택시장의 특성이 주택가격에 중요한 결정요인이었지만, GFC 직전부터 통화정책에 따른 유동성 확대가 주택가격 변화의 주요 원인이었다고 지적하였다. Reinhart and Rogoff(2009)은 완화적 통화정책으로 시중에 증대된 유동성이 주택수요를 자극할 수도 있다고 지적한다. 이들은 일부 선진국에서 제2차 세계대전 이후 시장에서 유동성 확대로 인하여 주택시장에서 가격버블이 발생하고 붕괴하는 현상이 있었다고 주장한다. Goodhart and Hofmann(2007)은 신용(credit)과 주택가격이 상호 긴밀한 쌍방향으로 인과관계가 있음을 보였다. 그리고 Roffia and Zaghini(2007)는 통화량의 증가와 물가와의 관계에 대해 15개 선진국을 분석하고 과반의 국가에서 통화량과 물가가 상호 긍정적 양의 관계가 있다는 것을 밝히며, 통화량의 증가는 주식가격의 상승 그리고 주택가격의 상승을 유발할 수 있다고 밝혔다.

우리나라에서 통화와 주택가격의 관계를 밝히기 위하여 박진백 외(2021)는 금융시장의 구조전환 시기를 추정하고 샵플리 분해(Shapley Decomposition)를 활용한 분석을 진행하였다. 이를 통하여 (저금리체제로 구조전환된 이후에) 금리인하에 따른 유동성 공급의 증대는 34.3~44.5% 수준의 주택가격 상승에 기여하였다고 실증하였다. 이에 앞서 정규일(2006)은 자산가격과 유동성간의 장·단기 관계 및 상호 영향력의 크기 등도 분석하였다. 주택가격과 유동성간의 장기균형식을 식별한 후 민간대출, GDP, 주택가격 기대상승률 등의 변수를 적용하여 단기적인 영향관계를 분석한 것이다. 정규일의 분석결과 주택가격은 장기적으로 유동성과 정의 관계가 있는 것을 식별하였으며, 유동성 지표로 M1, M2, M3(총유동성), 민간대출 중에서 민간대출의 영향력이 가장 큰 것으로 나타났다. 다른 한편 민간대출 결정모형을 통해 주택가격 변동이 민간대출 변동에 영향을 미칠 수 있음을 식별하여, 자산가치 변동에 따른 금융가속도 이론이 우리나라 자산시장에서도 적용된다는 것을 보였다.

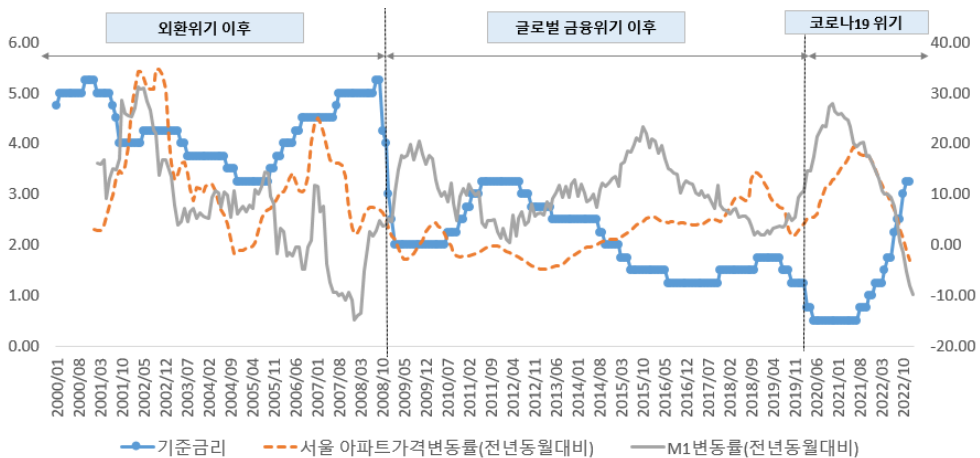
임대봉(2015)은 경제상황보다 많은 유동성의 공급확대가 물가뿐만 아니라 주가와 주택가격 등의 자산가격에 영향을 미칠 수 있다는 관점에서 과잉유동성(마샬K값)을 도출하고 과잉유동성과 자산가격과의 관계를 분석하였다. 과잉유동성과 금리는 주가에 각각 양(+), 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 아파트가격의 경우 유동성이 금리보다 더 큰 영향을 미치는 것을 보였다. 지역별로 서울과 인천을 중심으로 유의미한 영향을 미치는 것을 식별하였다. 다른 한편으로 전해정·박현(2012)은 GFC를 전후하여 M2와 주택담보대출이 주택가격에 미치는 영향력의 크기를 비교하였다. 분석결과 M2는 GFC 이전이 이후보다 더 큰 영향을 미쳤으며, 주택담보대출은 GFC 이후 영향력이 높아졌음을 실증하였다.

2) 금리, 유동성, 부동산 시장과의 관계: 기초적 시계열 분석

본 절에서는 금리와 유동성과의 관계, 유동성과 부동산시장과의 영향관계에 대해서 몇 가지 기초적인 시계열 분석을 진행하기로 한다. 금리는 이론적으로 통화량과 음의 관계가 있는데, GFC 이전과 GFC 이후 금리와 유동성의 관계가 어떻게 변화하였는지를 살펴본다. 그리고 유동성이 부동산시장에 미치는 영향은 GFC 이후를 대상으로 지역적인 차이를 비교한다.

실증분석에 앞서 2000년 1월부터 최근 2022년 12월까지 기준금리와 유동성, 부동산 자산시장과의 추세를 살펴보면 <그림 5>와 같다. 전체적으로 기준금리와 M1 통화량의 변동은 대표적 부동산 자산시장인 서울 아파트가격 변동과 음의 관계가 있다. 그리고 이와 같은 관계는 2008년 GFC 이후, 특히 코로나19 위기 이후 보다 현저해졌다. M1 통화량의 변동은 서울 아파트가격 변동과 양의 상관관계가 있는데 이 또한 GFC 이후 현저하게 목격된다.

<그림 5> 기준금리, 유동성(M1), 서울 아파트가격 변동률 추이(%)



자료: 한국은행, 경제통계시스템, <https://ecos.bok.or.kr>, (이용일: 2023년 5월 10일), KB부동산, 월간 주택 가격동향조사, <https://kbland.kr/pages/kbStatistics.html>, (이용일: 2023년 5월 10일)

(1) 기준금리가 유동성에 미친 영향

기준금리가 유동성에 미치는 영향을 GFC 이전과 GFC 이후를 구분하였다. 시계열 자기상관을 통제하기 위해 자기회귀항 즉 AR(1)항이 포함된 시계열 모형을 구축하였다. 그리고 M1, M2, 단기유동성의 영향력을 기간을 구분하여 분석하였다. 참고로 분석결과 M1, M2, 그리고 단기유동성의 경우 불안정 시계열로 1차 로그 차분을 통하여 안정화된 자료(stationary data)를 활용하였다.

분석결과는 <표 1>에서 확인이 가능하다. 분석의 대상이 되는 기간의 출발점인 2000년부터 GFC 이전인 2008년까지를 살펴보면 기준금리는 M1에는 통계적으로 유의한 음(-)의 영향을 주었다. 그리고 M2와 단기유동성의 경우 계수 값이 양(+)으로 금리와 유동성과의 인과관계는 다소 느슨하였던 것으로 보인다.⁷⁾ 하지만 금융위기 이후인 2009년부터 최근 2020년까지 기준금리가 유동성에 미치는 영향의 경우 M1, M2, 단기유동성 모두 통계적으로 유의하게 음(-)의 영향을 미쳤다. 다시 말해 GFC 이후에는 금리와 유동성의 상호 연관관계가 확대되면서, 유동성이 자산시장에 미치는 영향력이 증대되었을 가능성이 높아졌다는 것을 시사한다.

<표 1> GFC 이전과 이후 기준금리의 유동성 영향력 분석

구분		M1		M2		단기유동성	
		계수 값	t통계량	계수 값	t통계량	계수 값	t통계량
금융위기 이전	C	0.033	1.896**	0.011	2.067**	0.011	2.067*
	기준금리	-0.004	-0.890*	0.003	1.836*	0.003	1.836*
	AR(1)	0.134	0.999***	0.156	1.723*	0.156	1.723*
	R^2	0.04		0.12		0.12	
	D.W	2.02		2.01		2.01	
구분		M1		M2		단기유동성	
		계수 값	t통계량	계수 값	t통계량	계수 값	t통계량
금융위기 이후	C	0.023	6.695***	0.049	3.451***	0.023	6.695***
	기준금리	-0.003	-1.912*	-0.011	-1.743*	-0.003	-1.912*
	AR(1)	0.392	2.820***	0.401	2.584**	0.392	2.820***
	R^2	0.27		0.23		0.27	
	D.W	2.09		1.94		2.09	

주1: 단기유동성은 M2의 구성항목 중에서 만기 6개월 미만의 단기성 자금을 합계(M1+MMF+CD+CMA+발행어음+환매조건부매도)하여 산출

주2: *, **, ***은 각각 통계적 유의수준 10%, 5%, 1%에서 유의함을 의미. D.W은 자기상관문제를 식별하는 통계량으로 2를 기준으로 평가하며, 2에 가까울수록 자기상관문제가 없다고 판단할 수 있음

(2) 유동성이 주택시장에 미친 영향

본 절에서는 GFC 이후 전국, 수도권, 그리고 지방광역시로 구분하여 분석을 진행한다. 앞 절에서 이미 살펴본 바와 같이 유동성 지표의 경우 기준금리, M1, M2 등 3가지 지표를 활용하였다. 그리고 주택시장이 유동성 외에 전세시장, 지역수급의 영향을 받는 특성을 고려하여 지역별 전세가격지수, 미분양주택수 등의 변수를 활용하여 지역적 요

7) 유동성이 기준금리에 미치는 영향을 완전히 배제할 수 없지만, 본 연구에서는 정교한 분석보다는 직관적 분석을 진행하였다.

인도 통제하였다.

GFC 이후인 2009년~2020년 (분기)자료를 이용하여 유동성 지표, 지역영향 변수와 함께 자기회귀항인 AR(1)항이 포함된 시계열 모형을 구축하였다. 그리고 지역별 즉 서울, 수도권, 지방 광역시에서의 유동성의 영향력을 상호 비교 분석하였다. 앞 절에서와 마찬가지로 AR(1)모형을 적용한 이유는 시계열모형의 자기상관문제를 제어하였으며, <표 2>는 분석결과이다.

먼저 기준금리의 지역주택시장 영향력을 분석한 결과, 기준금리는 서울과 수도권에서 통계적으로 유의한 음의 영향을 미치는 결과를 도출하였다. 기준금리가 아파트 가격에 미치는 영향의 크기는 ‘서울 > 수도권 > 지방광역시’로 분석되었다. 기준금리 계수 값의 절대 값의 크기는 서울 0.021, 수도권 0.017, 지방광역시 0.011로 서울과 수도권에서의 영향력이 상대적으로 크게 분석되었다. 계수 값의 크기를 환산하는 경우 기준금리의 1%p 상승은 아파트 실거래가격 지수를 기준으로 서울 2.1%p, 수도권 1.7%p, 지방광역시 1.1%p 하락하는 것으로 분석되었다.

<표 2> 기준금리의 지역별 아파트가격 변동에 미치는 영향

구분	서울		수도권		지방광역시	
	계수 값	t통계량	계수 값	t통계량	계수 값	t통계량
C	0.052	2.592**	0.038	2.828***	0.023	4.615***
기준금리	-0.021	-2.179**	-0.017	-2.628**	-0.011	-5.109***
미분양주택수	-0.012	-0.911	-0.022	-1.674	-0.032	-3.870***
전세가격지수	0.300	0.891	0.434	1.942*	1.070	9.450***
AR(1)	0.122	0.901	0.216	1.543	-0.194	-1.119**
R^2	0.34		0.45		0.67	
D.W	1.83		1.89		1.79	

주1: 아파트실거래가격지수, 미분양주택수, 아파트전세가격지수는 로그차분값 적용.

주2: *, **, ***은 각각 통계적 유의수준 10%, 5%, 1%에서 유의함을 의미. D.W은 자기상관문제를 식별하는 통계량으로 2를 기준으로 평가하며 2에 가까울수록 자기상관문제가 없다고 판단할 수 있음

다음으로 지역특성을 통제한 후 유동성의 주택시장 영향력을 분석한 결과는 <표 3>이다. 분석결과에 따르면 유동성이 아파트 가격에 미치는 영향의 크기는 지역별로 서울 > 수도권 > 지방광역시로 분석되었다. 유동성의 영향은 서울주택시장을 중심으로 영향력이 높은 것으로 나타났다.

M1은 서울, 수도권에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 그리고 계수 값의 크기는 서울 0.447, 수도권 0.351, 지방광역시 0.202 순으로 분석되었다. M2의 경우 상대적으로 통계적 유의성은 낮았지만, 계수 값의 크기는 M1과 동일하게 서울 1.692, 수도권

1.002, 지방광역시 0.715 순으로 서울과 수도권에서의 영향력이 상대적으로 크다는 것을 확인하였다. 앞서와 마찬가지로 계수 값의 절대 크기를 환산해보면, M1의 변동률이 1%p 상승하면 아파트실거래가격을 서울 0.447%p, 수도권 0.351%p, 지방광역시 0.202%p 상승시키는 효과가 있음을 확인하였다.

<표 3> M1과 M2의 지역별 아파트가격 변동에 미치는 영향력

구분		서울		수도권		지방광역시	
		계수 값	t통계량	계수 값	t통계량	계수 값	t통계량
M1	C	-0.001	-0.113	-0.005	-0.791	-0.002	-0.430
	DLOG(M1_SA)	0.447	2.183**	0.351	2.472**	0.202	1.376
	미분양주택수	-0.013	-1.238	-0.021	-1.524	-0.025	-1.799*
	전세가격지수	0.372	1.196	0.447	1.839*	0.881	5.700***
	AR(1)	0.310	2.130**	0.345	2.109**	-0.046	-0.157
	R^2			0.41		0.55	
	D.W	2.12		2.15		1.72	
M2	C	-0.016	-0.880	-0.012	-0.950	-0.009	-1.162
	DLOG(M2_SA)	1.692	1.805*	1.002	1.504	0.715	1.540
	미분양주택수	-0.015	-1.235	-0.020	-1.697*	-0.025	-1.751*
	전세가격지수	0.265	1.012	0.433	2.116**	0.918	5.433***
	AR(1)	0.283	2.110**	0.413	2.914***	0.116	0.438
	R^2	0.29		0.38		0.56	
	D.W	2.00		2.04		1.80	

주1: 아파트실거래가격지수, 미분양주택수, 아파트전세가격지수는 로그차분값 적용. DLOG(M1_SA), DLOG(M2_SA)은 각각 계절조정 M1, M2의 로그차분 값을 의미

주2: *, **, ***은 각각 통계적 유의수준 10%, 5%, 1%에서 유의함을 의미. D.W은 자기상관문제를 식별하는 통계량으로 2를 기준으로 평가하며 2에 가까울수록 자기상관문제가 없다고 판단할 수 있음

IV. 유동성을 고려하는 주택시장 정책제안

GFC 이후 저금리 기조 속에서 시장 유동성은 확대되었다. 특히 코로나19를 전후한 기준금리 인하 등의 확장적 통화정책으로 유동성이 급격히 증가한 것으로 나타났다. 2022년 이후 인플레이션 확대에 따른 급격한 기준금리 인상과 통화긴축으로 M1 등의 단기유동성을 중심으로 통화량의 증가세는 크게 둔화되고 있다. 앞 장의 실증분석에서 GFC 이후 금리와 유동성과의 음의 관계가 더욱 견고해져 유동성이 부동산시장에 미치는 영향력이 높아질 수 있음을 시사한다. 하지만 GDP와 가처분소득 등과 같은 경제규모 및 소득과 비교해서는 우리나라의 유동성 규모가 높은 수준이기에 유동성 관리를 유

지하하면서도 급격한 유동성 변동에 따른 주택시장의 급변동을 완화할 수 있는 방안들이 필요한 상황이다. 따라서 본 장에서는 이를 고려한 정책방향을 제시하고자 한다.

1. 금융감독 정책의 새로운 방향 모색

금융감독의 측면에서 현재는 금융시장의 안정을 목적으로 금융기관의 여신영업 기준을 감독기관이 직접 제시하고 있다. 예를 들어 주택담보대출 실행을 위한 LTV(Loan To Value ratio) 기준을 기본적으로 70%이지만, 규제지역에 따라 무주택세대를 기준으로 LTV는 투기지역 40%, 조정대상지역 50%, 기타지역 70%로 제시하고 있다(관계부처 합동, 2017). 상환능력을 고려하기 위하여 DTI(Debt to Income)의 경우에도 투기지역 40%, 조정대상지역 50%, 조정대상지역 외 수도권 60%를 적용하고 있다. 이는 부동산시장 특히, 과열된 주택시장으로 유동성이 유입되는 것을 제한하기 위한 정책의 일환이다.

이와 같은 감독기준과 더불어 최근에는 가계가 보유하고 있는 다양한 신용대출을 고려하여 계산되는 DSR(Debt Service Ratio)의 기준도 제시하고 있다. 예를 들어 코로나19 위기 이후 저금리 상황에서 가계대출의 규모가 지속적으로 늘어나는 상황에서 주택시장에 불안요인이 확대된다고 판단한 정부는 두 차례 정책을 제언하였다. 2021년 4월과 10월 각각 “가계부채 관리방안”(금융위원회, 2021.4.29.)과 “가계부채 관리 강화방안”(금융위원회, 2021.10.26)을 통해 DSR 규제를 강화하는 방안을 제시하였다. 투기과열지구 내 9억 원 초과주택에 대해서만 적용하던 DSR 규제를 2021년 7월부터 6억 원 초과주택, 2022년 7월부터는 총 대출액 2억 원 초과 차주, 2023년 7월부터 총대출액 1억 원 초과 차주로 DSR 적용 대상을 점진적으로 확대하였다(금융위원회, 2021a). 다른 한편으로 가계부채 증가세가 지속되면서 정부는 2단계의 적용시점을 각각 2022년 7월에서 2022년 1월로 6개월 앞당겼다. 그리고 3단계의 적용시점을 2023년 7월에서 2022년 7월로 1년 앞당기는 방안과 함께 제2금융권에 대해서도 DSR 기준을 60%에서 50%로 강화하는 방안도 발표하였다(금융위원회, 2021b).

<표 4> 차주단위 DSR 적용시기 조정안

구분	21.7월 이전	1단계(현행)	2단계 (‘22.7월 → ‘22.1월)	3단계 (‘23.7월 → ‘22.7월)
주담대	투기·과열지구 9억 원 초과 주택	①全 규제지역 6억 원 초과 주택	총 대출액 2억 원 초과 (①/② 유지)	총 대출액 1억 원 초과 (①/② 폐지)
신용대출	연소득 8천초과 & 1억 원 초과	②1억 원 초과		
(대상)	신규취급 주담대의 8.8%	신규취급 주담대의 12.4%	全차주의 13.2% 全대출의 51.8%	全차주의 29.8% 全대출의 77.2%

자료: 금융위원회(2021b), 가계부채관리 강화방안, 10월 26일 보도자료.

현행 주택시장에서 금융감독 정책은 금융안정에 초점을 맞추고 금융기관의 영업과 관련된 가이드 라인을 제시하고 있다. 알려진 것과 같이 유동성이 주택시장에 과도하게 집중된 상황에서 주택시장에 기대하지 못한 변화로 충격이 발생한다면, 이로 인하여 금융기관이 보유하고 있는 담보의 가치하락이 유발되고 이로 인하여 금융기관이 부담할 수 있는 위험을 사전에 방지한다는 **관점**에 정책이 진행되는 것이다.

상환능력 중심의 DSR 규제는 기존의 LTV, DTI 규제의 한계를 보완하는 효과가 있을 것으로 기대할 수 있으나 직접적인 규제를 통한 금융안정 정책은 금융포용이라는 관점에서 금융 소비자의 긍정적 편익을 저해할 가능성도 내포하고 있다. 주택시장의 움직임은 지역적 특성에 영향을 받으며, 동시에 지역적으로 차등화될 수 있다는 가능성을 고려한다면, 현재와 같은 집중적인 방식의 규제정책은 다양한 부작용을 발생시킬 가능성을 배제할 수 없다(Park et al., 2021).

따라서 기존의 금융기관의 인수기준(underwriting criteria)을 금융감독 기관이 제시하면서, 유동성 공급을 직접적으로 통제하는 방식에 대한 새로운 접근이 필요하다. 금융기관의 감독방식 가운데 간접적인 방식으로의 전환이 필요한 것이다. 이를 통하여 전반적인 경제체제에서 금융기관의 자금이 주택시장에 과도하게 유입되는 가능성을 제어하는 동시에, 지역 주택시장의 변화에 적합한 금융포용 정책을 포괄할 수 있는 조화로운 정책 방향에 대한 모색이 필요하다.

2. 주택시장의 연착륙 유도

거시경제와 주택시장은 장기적으로 확장과 수축을 반복하여 순환하는 특성이 있다. 중장기적으로 유동성을 효과적으로 관리할 필요도 있다. 과거 해외 다수의 국가(예를 들어 스웨덴, 핀란드, 미국과 일본)에서 주택가격에 대한 버블의 사례(안지연 외, 2011)에서 거품붕괴가 거시경제에 미치는 영향이 지대하다 것을 우리는 알고 있다. 그리고 일본의 경우 급격한 금융정책의 변경으로 거품붕괴가 가속화되었다는 의견도 있다(정영식 외, 2018). 감독당국에서는 주택시장에서 가격거품의 생성과 소멸은 금융시장 공포, 이로 인한 자산가격 급락과 더불어 부실채권 급증으로 연결되며, 궁극적으로 금융위기가 발생할 수 있다는 측면에서 세밀한 대응이 필요하다.

부동산 가격급등의 억제를 과도하게 제어하기 위하여 금리인상, 금융긴축, 대출·건전성 규제 등의 다양한 시장조치를 일시에 동원한다면 부동산 경기가 갑자기 위축되는 경착륙으로 이어질 가능성을 배제하기 어렵다. 최근 인플레이션으로 시작된 급격한 금리인상 및 금융긴축으로 2022년 하반기 부동산시장이 크게 위축된 것을 시장에서는 이미 알고 있다. 인플레이션 지속에 따라 고금리가 언제까지 지속될지 현 단계에서는 예단이 쉽지 않은 상황에서 미국 지역은행의 도산 등에 따른 금융시장 불안, 국내 주택시장

에서의 미분양주택 증가에 따른 프로젝트 파이낸싱(Project Financing) 대출 부실과 건설사 부도 가능성 등을 배제할 수 없다. 따라서 이와 관련된 시장변화 상황을 면밀히 모니터링하여 부동산 시장의 연착륙 유도가 필요한 상황이다.

3. 주거비를 고려한 물가지수 활용

우리나라 통화정책은 중앙은행인 한국은행이 독립적으로 수립하고 있으며, 한국은행의 통화정책의 최우선 목표는 물가안정을 통한 국민 경제발전 도모에 있다. 자산가격 급변동으로 인한 금융시장 불안을 예방하는 것도 이에 포함되고 있지만, 이에 대한 고려가 보장될 필요가 있다. 「한국은행법」 제1조 제1항은 “한국은행을 설립하고 효율적인 통화신용정책의 수립과 집행을 통하여 물가안정을 도모함으로써 국민경제의 건전한 발전에 이바지함”을 동 법의 목적으로 규정하고 있다.⁸⁾ 즉 한국은행 통화정책의 최우선 목표는 물가안정에 있다.⁹⁾ 하지만 「한국은행법」 제1조 제2항은 “한국은행은 통화신용정책을 수행할 때에는 금융안정에 유의하여야 한다.”고 규정함으로써 물가안정뿐 아니라 금융안정도 통화정책 수립 시 주요 고려 사항임을 명시하고 있어 금융안정과 물가안정에 새로운 방향을 모색할 필요가 있다.

통화정책 수립에 있어서 주택시장을 적극적으로 반영할 필요가 있다. 이를 위하여 소비자물가지수(Consumer Price Index, 이하 CPI)에 주거부문을 명시적으로 포함시킬 필요가 있다. 현재 정책기준금리 산정에 기준이 되는 통계청 CPI의 작성에 있어서 자가주택 부분이 명시적으로 반영되고 있지 않다. 2015년 CPI에서 전세와 월세를 포함한 집세의 가중치는 전체 가중치 1000에서 93.2로 약 9% 수준이다(통계청, 2020: 53). **하지만** 미국의 경우 임차료와 더불어 자가주거비를 포함한 집세가 전체 CPI의 32%를 차지하고 있고, 동 비중은 영국 26%, 네덜란드 24%이다(이정익·강재훈, 2021). 따라서 우리나라의 CPI 산출에서 집세가 차지하고 있는 비중은 다른 국가와 비교하여 현저하게 낮은 수준이다.

주거비에 대한 부담이 점차로 높아지고 있는 상황에서 자가주거비를 포함한 CPI의 개선과 이에 대한 적절한 활용방안을 모색할 필요가 있다. 참고로 우리나라와 CPI와 유사하게 유로(Euro)지역에서 활용되고 있는 합성소비자물가지수(Harmonised Index of Consumer Prices: HICP)에도 주택 임차료만 포함되고, 자가 주거비는 포함되지 않고 있었다(이정익·강재훈, 2021). 하지만 유럽중앙은행(ECB)은 기존 지표가 주거비 등 경제주체들의 체감생계비를 반영하는 데 한계가 있어, 이정익·강재훈(2021)은 2026년부터

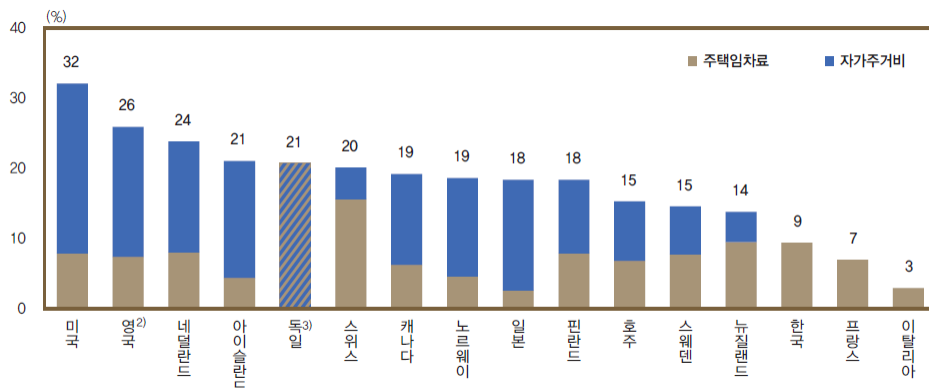
8) 한국은행, 통화정책 관련 법규, 한국은행법, (<http://www.bok.or.kr/portal/main/contents.do?menuNo=200290>, (이용일 2023년 5월 10일))

9) 한국은행, 통화정책목표, <http://www.bok.or.kr/portal/main/contents.do?menuNo=200288>, (이용일 2023년 5월 10일)

유로지역에서 자가주거비 지수를 포함한 지수의 변경을 결정하였다고 지적한다.

우리의 통계청에서도 이와 같은 이슈를 인지하여 1995년부터 자가 거주비용을 반영한 소비자물가지수를 작성하여 발표하고 있는 것도 사실이다. 하지만 이는 현재까지는 보조지표로만 활용되고 있다. 보조지표인 자가주거비용을 포함한 지수에서 자가주거비용의 가중치는 기본 물가지수의 전체 가중치 1000에 추가적인 243.6을 더해 산출하여 가중치가 높은 수준을 보이고 있다(통계청, 2020: 53). 하지만 자가주거비용을 산정하는 방법은 여전히 귀속임대료(imputed rents)를 가정한 임대료 상당액 접근법으로 산출됨에 따라 자산가격인 주택가격의 변동이 적절하게 반영하고 있지 못하며, 전세와 월세가격에 의존하여 변동성이 확대되는 한계가 있다.

<그림 6> 각국 CPI 작성에서 주택임차료, 자가주거비 가중치 비중



주: 1) 2020년 OECD 가중치 기준(스위스, 스웨덴, 호주는 각국 통계청 기준)

2) CPIH 기준(CPI 기준 주거비(주택임차료) 비중은 9.4%)

3) 주택임차료에 자가주거비를 포함하여 발표

자료: 각국 통계청, OECD, 이정익·강재훈 (2021: 3).

4. 전세대출에 대한 위험관리 강화

전세보증금의 경우 임차인 입장에서는 월세보다 상대적으로 저렴한 비용으로 주거 서비스를 이용할 수 있는 장점이 있다(You and Kim, 2021). 그리고 임대인 입장에서는 금융권을 통하지 않고서도 주택가격의 50~70% 정도의 무이자 대출로 레버리지(leverage) 투자를 통해 자본이득을 추구할 수 있는 장점이 존재한다 (You, 2023). 이를 뒷받침하기 위하여 김근용(2010)은 레버리지를 고려한 임대인의 자기자본수익률의 관점에서 주택가격예상 상승률, 매매가대비전세가비율, 전월세전환율이 임대인의 수익률에 영향을 준다고 주장하였다. 결국 전세시장이 유지될 수 있는 주요한 요인은 주택가격 상승에 대한 기대란 것이다. 그리고 이는 주택가격이 상승세가 유지되지 않는다면, 전세제도가 축소

될 수 있음을 시사한다. 물론 전세가격의 경우 주거서비스에 대한 저량의 가치로 소득의 영향이 높을 것이다. 하지만 시장에서는 수도권과 비교하여 지방에서 전세비중이 상대적으로 적은 것과 관련하여, 주택가격의 상대적 차이와 함께 주택가격 상승에 대한 기대가 동시에 반영된 것이라는 의견도 있다. 그리고 전세제도가 비아파트보다 아파트에 많은 비중을 차지하는 것 또한 아파트에 대한 선호와 함께 아파트의 가격상승 기대가 중요한 영향을 미치고 있다는 의견도 있다.

시중 유동성 확대에 따른 전세보증금을 위한 대출상품의 확대는 전세가격의 변동성을 확대할 수 있다. 전세를 통한 레버리지 효과가 발생하고 이에 따라 주택시장 가격이 불안정성이 확대될 수 있는 구조적 문제를 야기할 가능성을 배제할 수 없다는 것이다. 실제 사례로 최근에 전세의 레버리지 효과를 이용하여 대규모의 빌라와 오피스텔을 구매하였으나, 주택시장 침체에 따른 집값 및 전세가격 하락으로 전셋집이 경매로 넘어가고 많은 세입자들이 전세금을 떼이는 안타까운 일이 발생하였다. 일명 건축왕, 빌라왕으로 불리는 이들은 전세가격이 크게 오르자, 전세금을 이용하여 빌라와 오피스텔을 대량으로 건축하거나 구매하는 데 활용하였으나, 전세가격 하락에 따른 역전세 문제가 발생하면서 전세금을 돌려주지 못하게 되면서 전세사기 문제가 발생한 것이다.¹⁰⁾

따라서 전세대출 제도와 전세대출 보증제도에 대한 새로운 접근법을 모색할 필요가 있다. 정부가 운영하는 대출보증을 획득한 일반 서민들은 전세금 대출을 활용하기가 어렵지 않았고, 이를 악용하는 일부 임대인은 이를 사기에 활용한 것이다. 그러나 이는 주택시장 변동에 따라 반복적으로 발생하는 구조적 문제라고 볼 수 있다. 따라서 이를 전세자금 대출제도를 개선하고 이에 대한 위험을 적절히 관리할 수 있는 새로운 방안에 대한 적극적 모색이 필요한 시점이다.

10) 머니투데이 (2023.4.21.), ‘건축왕’ · ‘빌라왕’ · ‘빌라의 신’까지…수도권 전세사기 8건 모아보니, <https://news.mt.co.kr/mtview.php?no=2023042111284634028>, (이용일: 2023년 5월 10일)

참고문헌

- 기획재정부·한국금융연구원(2008), “최근 대내외 유동성 리스크 점검 및 향후 통화 관리의 유용성 제고방안”.
- 김근용(2010), “임대차시장 구조변화와 전망,” 국토연구원 전월세 세미나 자료, 세종, 국토연구원.
- 김상봉(2017), “부동산가격 변동기 주요국의 정책대응 및 정책효과 분석,” 서울, 국회예산정책처.
- 금융위원회(2021a), “가계부채관리방안,” 4월 29일 보도자료.
- 금융위원회(2021b), “가계부채관리 강화방안,” 10월 26일 보도자료.
- 국토교통통계누리, 미분양주택현황보고, <https://stat.molit.go.kr/portal/main/portalMain.do>, (이용일: 2021년 12월 10일)
- 국토연구원(2021), “유동성이 주택시장에 미치는 영향과 정책방안 연구,” 세종, 국토연구원.
- 관계부처합동(2017), “실수요 보호와 단기 투기수요 억제를 통한 주택시장 안정화 방안,” 8월 2일 보도자료
- 박진백·이태리·오민준(2021), “금리의 주택가격 상승 기여도 추정,” 『주택연구』 29(4), 75-100.
- 박수진·유승동·김경환·조만(2020), “주택수요 탄력성에 대한 실증분석: 시기별·지역별 변화를 중심으로,” 『융용경제』 22(3), 51-84.
- 안지연·오승환·양다영(2011), “미국과 중국의 부동산 동향과 평가,” 『오늘의 세계경제』, 세종, 대외경제정책연구원.
- 유경원·서은숙(2015), “가계부채 확대가 실물부문 리스크에 미치는 영향,” 『한국경제의 분석』 21(1), 65-134.
- 유승동·이태리(2020), “오피스 임차인의 회전을,” 『부동산연구』 26(3), 7-18.
- 유승동(2018), “전환기의 주택공급: 주택착공을 중심으로,” 『주택연구』 26(3), 37-53.
- 이동은·박영준·양다영·강은정(2013), “글로벌 유동성 확대가 세계경제에 미치는 영향과 정책대응,” 대외경제정책연구원.
- 이정익·강재훈(2021), “자가주거비와 소비자물가,” 『BOK 이슈노트 2021-25호』, 서울, 한국은행.
- 이태리·박진백·오민준(2021), “주택가격 변동 영향요인과 기여도 분석,” 『국토이슈리포트 제50호』, 세종, 국토연구원.
- 임대봉(2015), “유동성이 주가 및 주택가격에 대한 파급효과 분석,” 『부동산학보』 61, 80-93.
- 장경석·박인숙(2023), “최근 부동산시장 동향 및 리스크 요인과 정책과제,” 『NARS

- 현안분석 282』, 서울, 국회입법조사처.
- 정규일(2006), “자산가격과 유동성간의 관계분석,” 『한국경제연구』 17, 257-287.
- 정영식 · 김경훈 · 김효상 · 양다영 · 강은정(2018), “글로벌 부동산 버블 위험 진단 및 영향분석,” 『연구보고서 18-1』, 세종, 대외경제정책연구원.
- 전해정 · 박현(2012), “유동성과 주택가격간의 동학적 상관관계 분석 - 글로벌 금융 위기 전후를 중심으로-,” 『부동산연구』 22(2), 103-121.
- 정운찬(2006), 『거시경제론』, 제7판, 서울, 율곡출판사.
- 통계청(2020), “소비자물가조사 통계정보보고서,” 대전, 통계청.
- 한국부동산원, 아파트실거래가지수, <https://www.reb.or.kr/r-one/main.do>, (이용일: 2023년 5월 10일)
- 한국부동산원, 연도별 주택매매거래, <https://www.reb.or.kr/r-one/main.do>, (이용일: 2023년 5월 10일)
- 한국은행, 경제통계시스템, <https://ecos.bok.or.kr>, (이용일: 2023년 5월 10일)
- 한국은행, 통화정책 관련 법규, 한국은행법, <http://www.bok.or.kr/portal/main/contents.do?menuNo=200290>, (이용일 2023년 5월 10일)
- 한국은행, 통화정책목표, <http://www.bok.or.kr/portal/main/contents.do?menuNo=200288>, (이용일: 2023년 5월 10일)
- 한국은행(2008), “우리나라의 통화지표 해설,” 서울, 한국은행.
- 한국은행(2021), “통화정책신용보고서,” 서울, 한국은행.
- KB부동산, 월간 주택가격동향조사, <https://kbland.kr/pages/kbStatistics.html>, (이용일: 2023년 5월 10일)
- Bernanke, Ben, Mark Gertler, and Simon Gilchrist(1996), “The Financial Accelerator and the Flight to Quality,” *The Review of Economics and Statistics*, 78(1), 1-15.
- Bernanke, B. S., and Blinder, A. S.(1992), “The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission,” *The American Economic Review*, 82(4), 901-921.
- Del Negro, Marco, and Christopher Otrok(2007), “99 Luftballons: Monetary policy and the house price boom across US states,” *Journal of Monetary Economics*, 54(7), 1962-1985.
- Goodhart, Charles, and Boris Hofmann(2007), *House prices and the macroeconomy: Implications for banking and price stability*, London, Oxford University Press.
- Hofmann, Boris(2001), “The Determinants of Private Sector Credit in Industrialized Countries: Do Property Prices Matter?” BIS *Working Papers* December.
- Lombardi, Marco, Madhusudan Mohanty, and Ilhyock Shim(2017), “The Real Effects of Household Debt in the Short and Long run,” *BIS Working Papers* No. 607.
- Meltzer, Allan H.(1995), **Monetary, Credit and (Other)** “Transmission Processes: A

- Monetarist Perspective,” *The Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 49-72.
- Kiyotaki, Nobuhiro and John Moore(1997), “Credit Cycles,” *Journal of Political Economy*, 105(2), 211-248.
- Park S., You, S.D., Kim, K., and Cho. M(2021), “Housing Affordability, Borrowing Constraints, and Tenure Choice in Korea,” *International Journal of Urban Sciences*, S1, 111-134.
- Reinhart, Carmen M. and Kenneth S. Rogoff.(2009), “The aftermath of financial crises,” *American Economic Review*, 99(2), 466-472.
- Roffia, B., and Zaghini, A.(2007), “Excess money growth and inflation dynamics,” *International Finance*, 10(3), 241-280.
- You, S. D. and K. Kim(2021), “The Global Financial Crisis and Transitions out of Homeownership in Korea,” *Journal of Housing Economics*, 54, 101803.
- You, S. D.(2023), “Chonsei as Leveraged Financing,” **한국금융학회 2023년 상반기 학술대회.**