

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2021. 10. 19 (화)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

역사 이야기: 미국 Great inflation 태동기의 시사점

오늘의 차트

그린플레이션의 시사점

칼럼의 재해석

한국은 일본의 부동산 버블 붕괴를 따라가는가

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

Strategy Idea



▲ 경제분석
Analyst 이승훈
02. 6454-4891
seunghoon.lee@meritz.co.kr

역사 이야기: 미국 Great inflation 태동기의 시사점

- ✓ 1960년대 Great inflation 태동기의 모습: 1) 가파른 필립스곡선과 노동시장 과열/임금상승, 2) 노동생산성 개선세 둔화, 3) 꾸준한 정책공조/통화팽창의 결과로 나타난 화폐적 인플레이
- ✓ 1970년대 1~2차 오일쇼크와 식품가격 급등은 이러한 태동기 인플레이압력을 확대 재생산
- ✓ 현재의 모습은 이 같은 항구적인 인플레이 압력이 재현될 가능성 낮음에 무게가 실림

최근 Macro의 핵심 화두는 단연 inflation... 그리고 장기화 우려

인플레이션 우려 점증

최근 거시경제 논점의 핵심 화두는 단연 인플레이션이다. 올 3월, 미국 경제활동 재개에 맞물려 국지적으로 발생한 인플레이션은 기간을 거듭하면서 여타 품목으로 확산되고 있다. 그 배경으로 1) 여러 요인의 복합충격인 공급교란, 그리고 2) 여기에서 파생된 비용상승이 지목되다 보니, 결국 1970년대와 같은 스태그플레이션 혹은 인플레이션의 장기화로 귀결되지 않을까에 대한 우려가 있는 것이 사실이다. 그리고 그렇게 된다면 결국 주요국 중앙은행들이 물가를 잡기 위해 경기회복을 희생하는 선택을 내리게 되지 않을까 역시 관심의 범위 내에 있다.

인플레이션 확산 중이나, 비교적 단기적 현상이라는 것이 시장에 반영된 값의 시사점

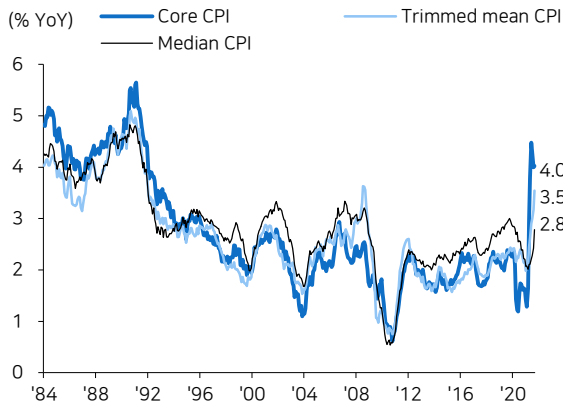
9월 Core CPI는 전년대비 4.0% 상승하며 인플레이션을 단기 정점인 6월(4.5%) 대비로는 상승폭이 줄었다. 문제는 1) 당월 변동폭이 컸던 상/하위 16%를 제외한 Trimmed mean CPI(3.5%), 그리고 2) 중위수 CPI(2.8%)가 계속 상승하고 있다는 것이다. 이는 인플레이션의 확산을 의미한다. 한편, 애틀랜타 연준이 물가가 경직적인, 즉 다른 항목에 비해 덜 움직이는 항목만을 추려 산정한 Sticky CPI도 2.8%로 서서히 고개를 들고 있다. 다만 이와 반대되는 개념인 Flexible CPI와 Sticky CPI가 장기간 상승해 왔던 1960~70년대와 동일한 흐름으로 가고 있다고 단정짓기는 어려운 상황이다.

채권시장이나 소비자동향조사(미시건대)에 반영된 장기 기대인플레이션이 오르고는 있다. 그러나 1) 5년 BEI가 10년 BEI를 이례적으로 상회하고 있고 2) 미시건대 소비자동향조사의 1년 기대인플레이션(10월 4.8%)보다 5년 기대인플레이션(2.8%)이 현저히 낮은 수준에서 형성되어 있는 등, 경제주체들은 단기에 인플레이션 압력이 고조되어도 장기에는 안정화될 가능성을 여전히 높게 보고 있다.

지금과 70년대와 같은 지에 대한 고찰 필요

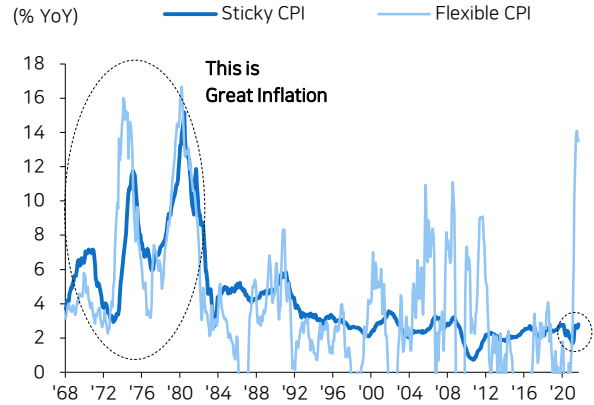
그러나 이것만 가지고는, 1) 인플레이션이 항구적일지 아닐지, 2) 70년대 인플레이션과 같지 다를지를 판별하기 어렵다. 결국 어떤 요인들이 그 당시의 상황을 만들어냈는 지를 알고 있어야 판별이 가능할 수 있다. 그래서 오늘 전략공감2.0은 역사 이야기에 한정하여, 1) 무엇이 그 당시의 항구적 인플레이션을 만들어 내었고 2) 지금과 그때는 어떤 점에서 유사하고 다른지를 다룬다. 특히 그 태동과정에 주목한다. 투자자들이 가장 궁금해 하는 현재 인플레이션 성격과 금융시장 함의는 수 주 내 발간 예정인 2022년 경제전망에서 중요하게 다뤄질 예정이다.

그림1 미국 Core, Trimmed mean, Median CPI



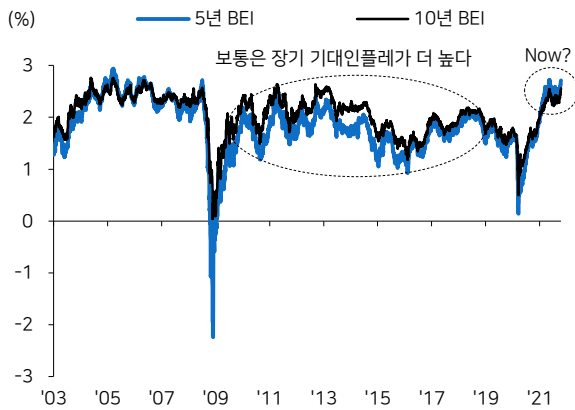
자료: US BLS, Cleveland Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림2 미국 Sticky CPI, Flexible CPI



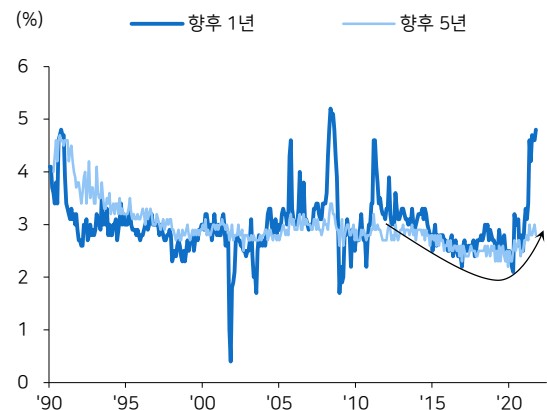
자료: Atlanta Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림3 미국 5년과 10년 breakeven inflation



자료: CEIC, 메리츠증권 리서치센터

그림4 미시건대 소비자조사: 향후 1년, 5년 기대인플레이션



자료: University of Michigan, 메리츠증권 리서치센터

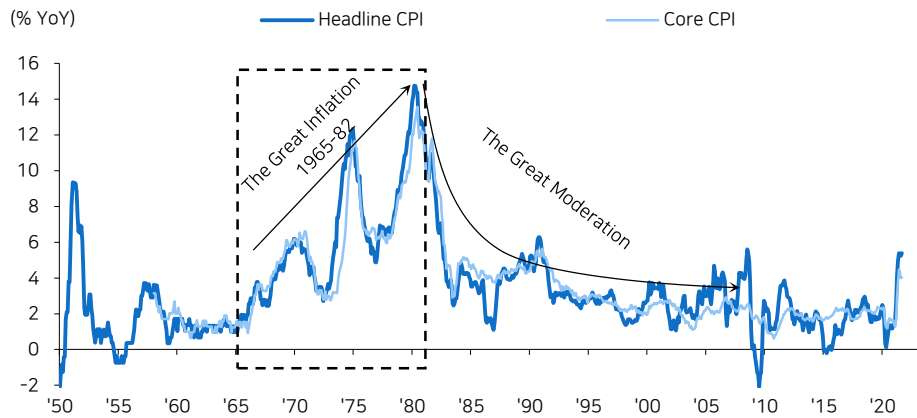
Great inflation은 어떻게 태동했는가¹

1~2차 Oil shock를 제외한
태동기 당시 현상 조명

학계에서는 항구적인 인플레이션 압력이 발생했던 1960~70년대 시기를 Great inflation 시대라 명명한다. 1~2차 석유과동이 존재했던 1973~74년, 1979~81년 시기에 국한된다는 인식이 있으나 정확히는 1965년부터 1982년까지 17년의 구간에 해당되는 시기이다.

물론 석유과동의 의미는 폼하될 수 없다. 1965년부터 1982년까지 Headline CPI가 214.7% 오르는 사이, 1~2차 오일쇼크로 인한 공급충격(1차 오일쇼크 이후 식료품 가격급등기 포함)이 유발한 가격상승분이 104%로 절반 가량을 설명하기 때문이다. 반면, 나머지 절반과 1960년대 중반부터 인플레이션의 시대가 열렸다는 사실은 설명할 수 없다.

그림5 미국 Headline CPI와 Core CPI 장기 추이



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그 나머지는 다음 요인들에 의해 설명이 가능하다.

필립스 곡선이 가팔랐던 시기

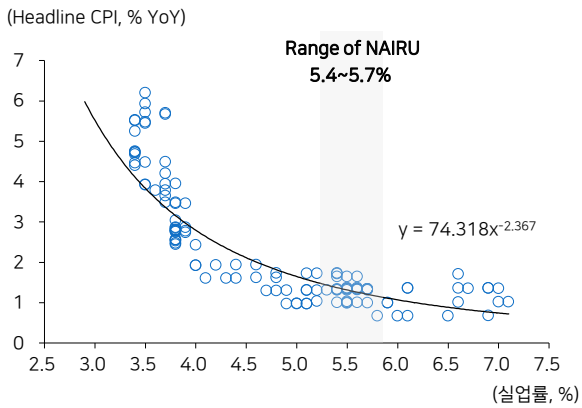
1. 1960년대는 교과서적인 필립스곡선이 작동하던 시기였다. 그림 6~7에서 보듯, 계절조정 실업률과 Headline, Core CPI가 음의 관계를 보일 뿐 아니라, 교과서에서나 볼 수 있는 원점에 대해서 볼록한 곡선을 그린다. 그림의 추세선은 거듭제곱 형태로 나타낸 것이다. 필립스곡선이 원점에 대해 볼록하다는 것은, 인플레이션을 유발하지 않는 실업률의 하단인 자연실업률(Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment: NAIRU)을 하회하기 시작하는 시점부터는 노동수급이 타이트해 지면서 임금과 물가가 가파르게 상승하는 구간에 접어든다는 점을 의미한다. 때문에 완전고용과 물가안정이라는 이중책무(dual-mandate)를 추구하는 연준 입장에서는 실제 실업률이 자연실업률을 하회할 때를 경기과열로 판단, 금리를 인상하며 과열 및 인플레이션 압력 억제에 나서는 행보를 보여 왔던 것이다.

1 본고의 작성을 위해 다음 문헌에 의존하였음. Allan H. Meltzer, "Origins of the Great Inflation"

+ 정부정책 공조

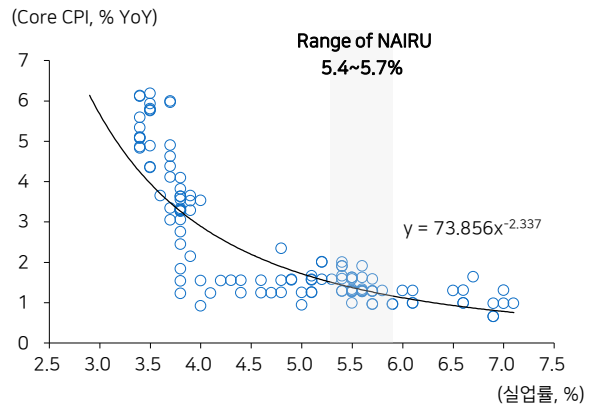
그런데 당시는 자연실업률의 정확한 측정이 어려웠을 뿐 아니라, 실업률의 하락이 경기과열을 유발하고 있다는 사실이 연준에 의해 간과되었다. 당시 연준의 수장은 William Martin (1951~1970년 재임)이었고, 금리목표제 폐지에 합의한 1951년 Accord 직후에 취임했다². 금리목표제가 폐지되면서 연준은 명시적으로 재무부에 끌려 다니지 않게 되었으나, 암묵적인 공조는 지속되었던 시기였다. 연준은 국제입찰이 실패할 경우 지준을 늘려 이를 흡수했고, 미국의 베트남 전쟁 참전으로 대규모 전비조달이 필요하였을 때 적극 협조하였다. 이미 1960년대 초중반부터 가팔라진 필립스곡선 스스로가 물가압력 증대를 시사하였음에도 불구하고 본원통화량을 계속 늘려 왔던 것이다.

그림6 1960년대 필립스곡선 (1): 실업률과 Headline CPI



주: 두 변수 간의 시차 없음
 자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림7 1960년대 필립스곡선 (2): 실업률과 Core CPI



주: 두 변수 간의 시차 없음
 자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

엄청난 노동시장 과열 유발

1962~63년 자연실업률은 5.4~5.7% 수준으로 당시의 자연실업률과 유사했다. 그러나 린든 존슨(Lyndon Johnson: 1963~69년 재임) 정부의 확장재정과 연준의 통화량 증가(정치적 압박이 존재)로 실업률은 계속 하락하여 1967~69년에는 4%를 밑돌게 된다. 그야말로 엄청난 실업률 갭(자연실업률-실제실업률)의 확대였던 것이다. Headline 인플레이션율이 1967년 2.8%에서 1969년에는 5.5%로, 세금인상으로 리세션을 겪었던 1970년에도 5.8%로 이미 높아졌으나, 1) 인플레이션을 억제하기 위해 고용환경의 악화를 희생하는 것을 주저했으며³, 2) 공급로케도 1968년 밀턴 프리드먼의 통화정책 중립성 이론이 등장하면서 연준의 방관(inaction)을 일부 정당화시켜 주었다.

² 1942~1951년 금리목표제의 도입과 출구전략에 대해서는, "연준은 어떻게 금리의 길을 안내할 것인가", 2020년 8월 14일, 메리츠 경제분석 인덱스를 참고

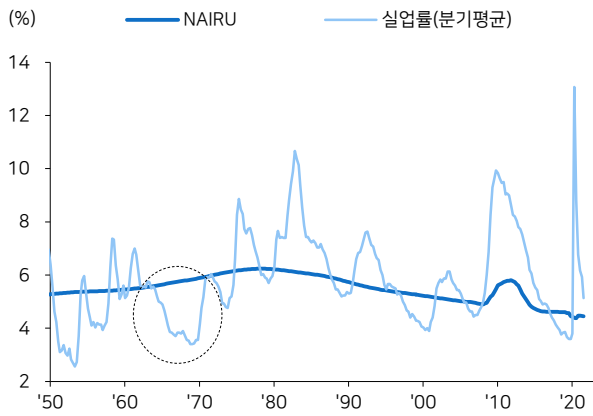
³ 심지어 너슨 리세션(세금인상) 이후 실업률이 6%로 급등하며 자연실업률에 수렴했으나, Martin의 후임자 Burns 의장은 1946년의 Employment Act를 언급하며 4.5% 내외의 실업률(노동시장 과열)을 목표로 통화정책 운영

물론 이 당시 연준은 연방기금금리를 75bp 인상했지만 부작용을 우려하여 통화량 공급을 늘리게 되면서 인플레이 통제에 있어 또 다른 패착을 낳게 되었다.

2. 노동생산성 개선속도 둔화를 간과

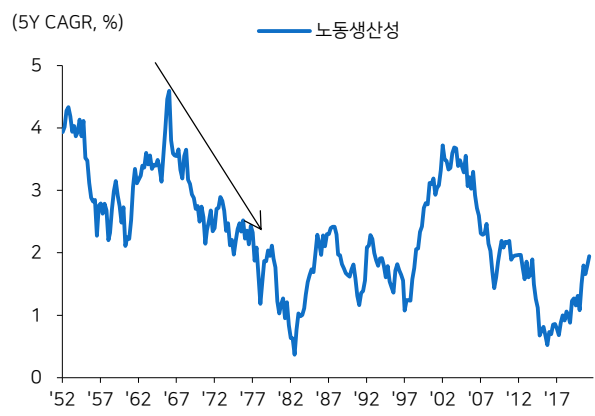
2. 노동생산성 개선속도의 둔화도 간과되었다. 2차 세계대전 이후인 1950년대 미국은 전후복구와 시설의 현대화를 도모하며 엄청난 생산성 개선을 향유했다. 그러나 1960년대 들어서는 1950년대만큼의 생산성 개선이 이루어지지 못했다. 생산성 개선은 한 단위의 재화/서비스를 생산하기 위해 투입되는 자원량이 줄어든다는 의미(또는 같은 자원투입시 여러 단위의 생산물이 생산됨을 의미)이며, 이론적으로는 총공급곡선을 우측으로 이동시키며 물가상승 압력을 줄이는 역할을 하게 된다. 노동생산성 개선속도가 둔화되었다는 것은 총공급곡선의 우측이동 속도가 느려졌다는 것을 뜻한다. 그 사이에 초과수요가 지속되었던 것이다.

그림8 미국 자연실업률과 실제 실업률



자료: US CBO, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림9 미국 노동생산성 증가율 추이



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

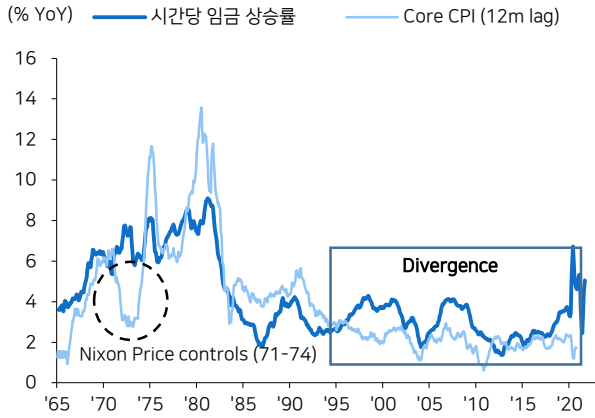
3. 장기간 임금상승 압력이 Core 물가상승 유발

3. 노동시장의 장기간 개선(혹은 과열)은 시차를 두고 임금상승 압력으로 연결되었다. 이는 Great inflation 태동기부터 일관적으로 나타났던 현상이기도 했다. 문제는 1971년 금 태환 중단 선언을 기점으로 달러화가 급락하자 닉슨 정부는 경제안정성 도모 차원에서 임금과 물가통제에 들어가게 된다(1971~74년). 1974년 물가통제가 끝나자마자 그간 높아진 임금상승률에 물가가 수렴하게 되었다. 물론 1973년 1차 석유과동과 뒤이은 식품 가격 급등 영향이 자리했지만, 이것이 비단 Headline 물가상승에 그치지 않고 핵심물가(Core CPI)로 빠르게 전이(feedback)된 것은 구매력이 뒷받침되었기 때문이기도 하다는 해석이다.

4. Monetary inflation

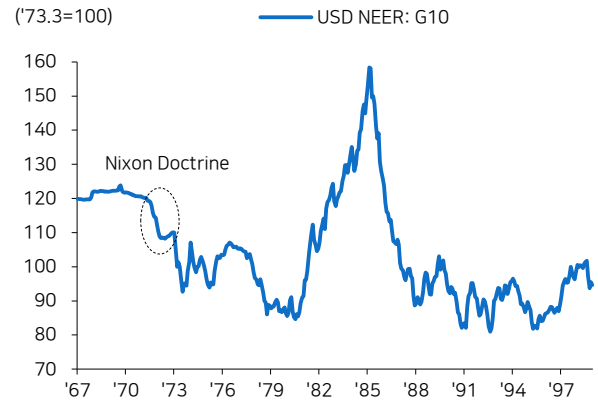
4. 앞서 언급한 요인들과 일부는 중복되는 이야기이지만, 정부와의 암묵적 정책공조와 경기진작을 위한 통화량 팽창(=오늘날의 금리인하와 동일한 효과임)이 결과적으로 화폐적 인플레이션 압력으로 연결되었다. Great inflation의 초입부터 현금통화와 기준을 합한 분원통화 증가율은 실질 GDP성장률을 대부분 상회했고, 광의통화 팽창으로 연결되며 인플레이 압력을 키웠다.

그림10 미국 시간당 임금상승률과 Core CPI



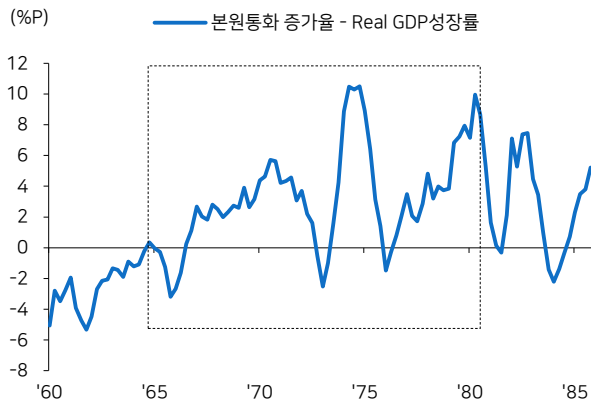
주: Production and Nonsupervisory workers 기준 임금임
 자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림11 미국 달러화 명목실효환율: G10 대상



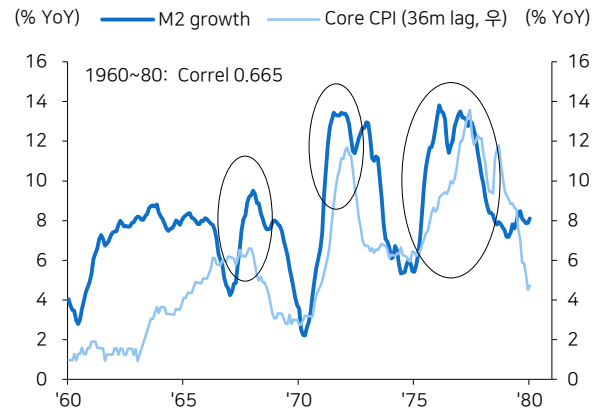
자료: Federal Reserve, CEIC, 메리츠증권 리서치센터

그림12 미국 본원통화 증가율과 실질 GDP성장률의 차이



자료: Federal Reserve, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림13 미국 M2증가율과 Core CPI



자료: Federal Reserve, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

현재 상황에서의 적용을 위한 몇 가지 자문자답

현재 상황 적용을 위한
4가지 질문

지금까지 논의를 전개하는 동안, 1~2차 석유파동과 식료품 물가상승과 같은 비용 상승형 인플레이션을 거의 언급하지 않고 여기까지 왔다. 우리가 향후 자세히 다루겠지만, 이들 비용상승 요인은 핵심물가에 영구적(1차) 혹은 일시적(2차) 충격으로 작용하면서 태동기부터 잉태하고 있었던 물가압력을 확대 재생산하는 역할을 한다. 이상의 논의를 현재 상황에 대입하면서 다음 질문을 던진다.

- 필립스 곡선이 가팔라지고 있는가?
- 연준은 높아지는 인플레이션을 압력을 애써 외면하면서 경기진작/고용개선에 힘쓰고 있는가?
- 노동생산성이 위축되고 있는가?
- 화폐적 인플레이션 압력이 존재하는가?

이 질문에 대한 우리의 견해를 밝히면서 현재 인플레이션이 항구적으로 지속될 가능성이 낮은 지를 주장하고자 한다.

견해 1. 인플레이션을 외면하고
있지 않다

- 첫째, 연준은 인플레이션율이 크게 높아졌음에도 불구하고, 현재 인플레이션 기대가 그들의 장기목표에 부합한다는 점에 대체로 만족하면서 완전고용을 달성하는 데에 힘쓰고 있다. 그러나 이는 60년대 Great inflation 태동기의 인플레이션 외면과는 차이가 있다. 연준은 평균물가목표제를 도입하면서 인플레이션(및 기대)이 일정 기간 2%를 상회하는 것을 원하며, 그들이 생각하는 일정 수준을 넘어설 경우 대응에 나설 것임을 분명히 하고 있다.

견해 2. 필립스 곡선 steepening
징후는 부족

- 둘째, 필립스 곡선이 다시 가팔라진다는 징후에는 확신이 없다. 물론 최근 몇 개월은 실업률 하락과 더불어 임금상승세와 핵심물가 상승세가 가팔라지고 있으나, 자발적/마찰적 실업과 코로나19에 따른 교란요인으로 추세의 변화를 판별할 수 없기 때문이다. 우리는 2000년대 이후 Global outsourcing과 플랫폼 확장 등으로 유발된 디스인플레이션 압력 자체가 완전히 소멸되었다고 보기는 어렵다고 보며, 아울러 최근의 노동생산성 개선(기술진보, 아주 최근에는 생산적 업종으로의 노동이동 유인 등) 요인도 종합적으로 감안하고자 한다.

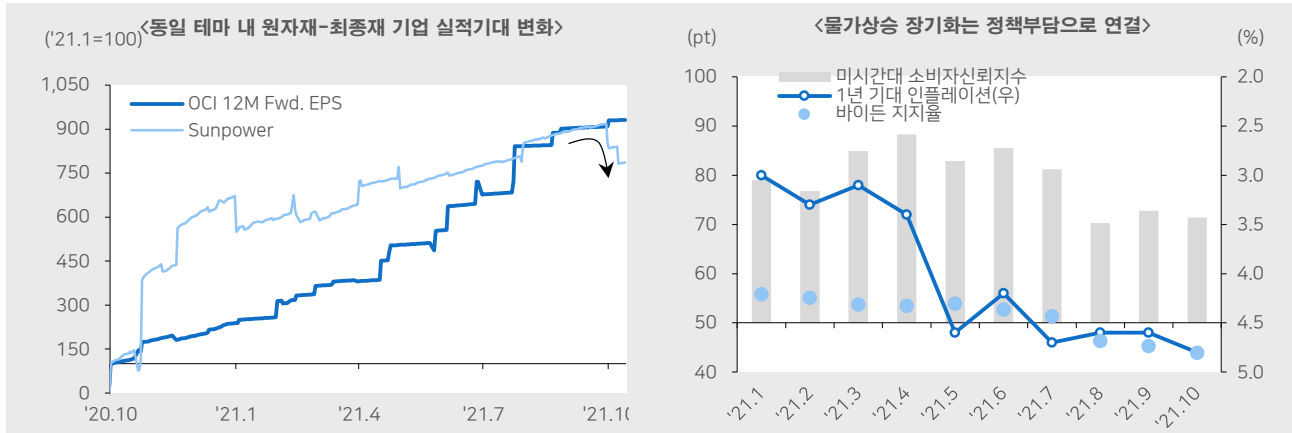
견해 3. 화폐적 인플레이션
가능성 낮아

- 셋째, 화폐적 인플레이션 현상에 대해서는 이미 여러 차례 다룬 바 있다. 본원 통화와 광의통화가 크게 팽창한 것은 사실이지만, 80년대 이후로는 화폐유통속도가 하락하고 금융연관비용이 상승하는 등 대부분 통화팽창이 실물부문에 잠겨 있기에 통화팽창이 인플레이션을 유발할 가능성은 크지 않다는 생각이다.

인플레이션이 항구적으로 번질 가능성이 낮다면, 남아 있는 퍼즐은 현재의 비용상승형 인플레이션이 어떻게 유발되었고, 어떠한 조건 하에서 안정화될 수 있을 지를 풀어내는 것이다.

오늘의 차트 이종빈 연구원

그린플레이션의 시사점



자료: Bloomberg, Michigan University, 메리츠증권 리서치센터

그린플레이션의 시사점
 기업 비용부담과 가격전가
 능력의 시험대

그린플레이션의 시사점은 기업들의 비용부담과 가격전가 능력이 시험대에 올랐다는 점이다. 친환경으로의 전환기조는 과도기 속 화석연료/그린에너지 관련 원자재 가격의 상승을 불러왔고, 이는 공급망 병목과 맞물리며 기업성과 악화 우려로 이어졌다. 최근 폴리실리콘 가격상승으로 인한 소재 생산업체 OCI와 최종재 영위 기업인 Sunpower의 실적 기대치 변화가 대표적인 예다.

그린 커머디티 수요는 확대
 일부 원자재 가격 유지될 가능성

중요한 점은 친환경 에너지 전환 속 '그린 커머디티'의 수요는 지속적으로 확대될 것이라는 점이다. IEA의 Net-zero 시나리오 하에서 신재생에너지 침투율은 현 29%에서 2050년 88%까지 상승한다. 관련 인프라 구축에 필요한 원자재 수요는 견조할 수 밖에 없다. 공급망 병목 현상이 해소되더라도 일부 원자재 가격은 유지될 가능성이 높다는 의미다.

비용부담은
 1) 원가부담 장기화 혹은
 2) 소비자 부담으로 연결
 당국의 부담요소

이는 두 가지 시나리오로 연결된다. 1) 기업 원가 부담이 장기화되거나, 2) 가격이 전가된다면 결국 소비자들이 이를 부담하게 될 것이라는 점이다. 모두 경제적 측면에서는 부담요인이다. 특히 최근의 에너지 가격상승, 높은 기대인플레이션과 낮아진 소비자신뢰지수는 이 같은 마찰적 현상에 대한 소비자들의 반응을 대변한다. 미국의 경우 미시간대 소비자신뢰지수는 71.4로 연내 최저치를 기록했고, 경제정책에 대한 부정적 평가는 48%(4월 32%)까지 상승, 바이든 대통령의 지지율은 50%를 하회 중이다. 당국 입장에서 부담요소다.

정부가 부담의 주된 역할 맡으면
 정책 여력에 따라 대응력의
 차이 존재
 → 양극화 가능성 속 각국 해소
 노력에 관심 필요

때문에 비용부담은 독일 총선에서 소비자들의 친환경 부담금 감면 공약이 초당적으로 제시됐던 것과 같이 정부가 주체가 될 가능성이 높다. 다만 정부가 부담하게 된다면, 정부의 정책 여력이 어느 정도인가에 따라 대응력이 달라질 수밖에 없다. 비용부담을 감당할 수 있는 국가와 그렇지 않은 국가간 양극화가 일어날 수 있다. 친환경 투자 시, 국제환경기준이라는 제약 속 각국 에너지 정책의 양극화 가능성과 친환경 비용부담 해소 노력에 대한 고려가 필요한 이유다.

칼럼의 재해석 박형렬 연구위원

한국은 일본의 부동산 버블 붕괴를 따라가는가 (DW)

2021년 9월 전국 평당 아파트 평균 매매가격은 2020년 초에 비해 35.3% 상승하며 주택시장 과열 현상이 지속되고 있으며, 이를 잡기 위해 정부는 대출 규제를 포함한 대책을 내놓고 있다. 급등하는 주택 가격을 두고 일각에서는 80년대 말~90년대 초 일본의 부동산 버블 붕괴와 같은 현상이 한국에서 나타나지 않을까 우려하고 있다.

일본의 버블 경제는 1986년에서 1991년 주식 시장과 부동산 시장 전반에 걸쳐서 나타난 비정상적인 자산 가격 상승을 일컫는다. 85년말 12,000~13,000p 대를 유지하던 니케이 지수는 89년 12월 38,915p를 기록하였고, 같은 시기 일본 6대 도시(도쿄, 요코하마, 나고야, 교토, 오사카, 고베)의 오피스용 토지는 무려 3.08배 상승하였다.

일본의 부동산 버블은 당시 일본 정부가 플라자 합의 이후 수출 경쟁력 감소로 마이너스를 기록하자 경기 부양을 위해 금리 인하와 부동산 대출 규제를 완화하며 시작되었다. 85년 5% 수준이었던 기준금리를 87년 2.5%까지 인하하였고, 그 결과 풍부해진 유동성이 부동산 시장으로 유입되었다. 금융기관들은 부동산 담보가치 이상의 금액을 대출해주었으며, 기업들은 본연의 기업활동보다 대출을 통해 부동산을 매입 후 시세차익을 얻는 방식으로 자산을 불렸다.

부동산 가격이 폭등하자 청년층의 내 집 마련에 대한 꿈이 멀어져가며 정권에 대한 반감이 생겼고, 일본 정부는 그제서야 비정상적인 자산가격 폭등을 진정시켜야 한다고 판단했다. 89년 소비세 도입과 함께 2.5% 수준의 금리를 90년 6%로 인상했으며, 120%의 LTV를 70%로 대폭 축소시키고 토지관련 용자에 대한 총량규제를 도입하였다. 금리 인상과 대출 규제로 인해 부동산 투기 수요가 봉쇄되었고, 토지 순매수자였던 일본 기업들이 유례없는 저성장을 맞이해 불필요한 부동산을 정리하며 시장에 매물이 급증, 부동산 가격이 폭락하였다.

저금리로 풍부한 유동성이 부동산 시장에 유입되며 가격이 급등했다는 것과 부동산에 대한 초과수요, 그리고 대책으로 내놓은 대출 규제까지. 겉으로 보기에는 일본의 부동산 버블 붕괴 직전의 모습과 닮아 보인다. 하지만 일본의 부동산 버블이 기업 중심의 오피스용 토지에 대한 투기로 형성되었는데 반해, 한국의 부동산 가격 상승 원인은 주택에 대한 실거주 목적이다. 실거주를 목적으로 자산을 취득하기 때문에 수요가 급격히 감소할 가능성이 적고, 토지 공급감소와 재개발·재건축 규제로 시장에 주택 공급이 크게 증가하기 어려운 상황이다. 또한 자산 가격이 하락한다고 하더라도, 담보가치 이상의 금액을 대출해주었던 일본과 달리, LTV를 60%, DSR을 40%로 제한하고 있는 만큼 일본과 같은 버블 붕괴 노선을 밟지 않을 것으로 전망한다.

한국의 부동산 가격 급등: 일본 부동산 버블 붕괴 재현?

25차례 부동산 대책에도 불구하고, 주택 과열 현상 지속

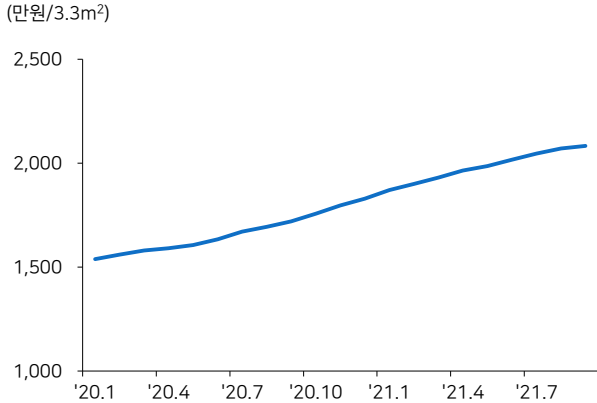
2021년 9월 전국의 평당 아파트 매매 평균가격은 2020년 초에 비해 35.3% 상승하며 주택시장 과열 현상이 지속되고 있다. 치솟는 집값을 잡고자 정부는 작년 부터 현재까지 25차례의 규제 정책을 발표하였으나, 주택 가격 상승세는 꺾이지 않고 있다.

주택 가격 상승에도 불구하고 내 집 마련 열기는 더욱 뜨거워졌으며, 이에 따라 가계의 주택 담보대출 총액은 2020년 초 634.2조에서 2021년 8월 715.5조로 약 12.8% 증가하였다. 가계 부채 급증을 우려한 금융당국은 지난 8월 시중은행 대출총량관리에 들어가며 신규 대출을 중단하고 대출 한도를 축소하는 등 양적 제한을 시행하였다.

80년대 말 일본 부동산 버블 붕괴 재현?

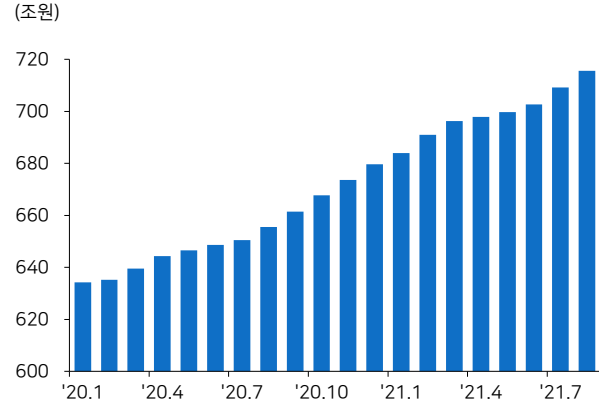
부동산 가격의 급등과 대출 규제를 시행하고 있는 한국의 부동산 시장에 대해서, 일각에서는 일본과 같은 부동산 버블 붕괴를 우려하고 있다. 풍부한 유동성이 부동산 시장으로 몰리며 가격이 급등한 이후, 금리 인상과 대출 규제로 부동산 가격이 폭락한 일본의 노선을 그대로 밟지 않을까 하는 것이다.

그림1 평당 아파트 매매 평균가격 추이



자료: REPS, 메리츠증권 리서치센터

그림2 주택담보대출 총액 추이



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

일본의 부동산 버블 형성과 붕괴

일본의 버블 경제 형성과 배경

1985년~1989년
일본 토지 가격 폭등

일본의 버블 경제는 1986년에서 1991년, 주식 시장과 부동산 시장 전반에 걸쳐서 나타난 비정상적인 자산 가격 상승을 일컫는다. 85년말 12,000~13,000p 대를 유지하던 니케이 지수는 89년 12월 38,915p를 기록하였고 같은 시기 일본 전국의 토지 가격은 1.37배, 6대 도시(도쿄, 요코하마, 나고야, 교토, 오사카, 고베)의 상업용 토지는 무려 3.08배 상승하였다. '도쿄를 팔면 미국을 살 수 있다' 라는 말도 등장할 정도로 일본의 토지 가격은 폭등하였다.

일본의 부동산 버블 형성의 배경을 알아보기 위해서는 1970년대로 거슬러 올라가야 한다. 70년대 당시 미 연준 의장이었던 폴 볼커가 스테그플레이션을 잡기 위해 살인적으로 금리를 인상시키며 달러의 가치가 엄청나게 올라갔다. 그 결과, 미국 내에서 이자부담으로 인해 제조업에 대한 투자가 위축되었고, 소니, 파나소닉, 도요타 등 일본의 대기업은 그 동안 쌓아 올린 기술력으로 세계 시장을 장악하며 일본은 세계 무역흑자 1위를 기록한다. 하지만 일본의 무역흑자는 곧 타국의 무역적자를 의미했고, 일본은 타국 간의 무역마찰이 심해졌다.

플라자 합의로 엔화 가치 절상
-마이너스 성장 기록

미국 내에서는 악화된 무역수지로 인해 반일감정이 일어났으며, 로널드 레이건 대통령은 1985년 9월 22일 프랑스, 독일, 영국, 일본 재무장관과의 회의에서 달러 강세 문제의 해결에 대해 논의하였다. 결국 각국 정부가 개입하여 환율을 조정하였고, 엔화 가치가 상승하며 일본의 수출 경쟁력이 감소해 86년 마이너스 성장을 기록하였다.

기준금리 인하와 부동산 대출
규제 완화

경제성장 둔화로 일본 정부는 금리 인하와 부동산 대출 규제 완화를 통해 경기를 부양시키고자 하였다. 1985년 5% 수준이던 기준금리는 87년 2.5%까지 떨어졌고, 풍부한 유동성이 주식 시장과 부동산 시장으로 유입되었다. 특히 부동산 시장의 경우, 토지불패신화를 바탕으로 기업과 개인들의 투기가 이어지며 부동산 가격이 급등하였다.

부동산 버블의 붕괴

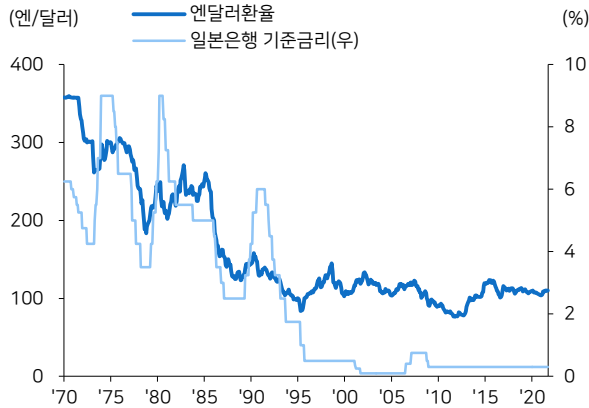
자산가격 폭등을 막기 위한
금리 인상과 대출 규제

부동산 가격이 폭등하자 청년층의 내 집 마련의 꿈이 멀어지며 정권에 대한 반감이 생겼고, 부동산 문제는 정치적 쟁점으로 떠오르게 되었다. 일본 정부는 비정상적인 자산가격 폭등을 진정시켜야 한다고 판단했고, 89년 3%의 소비세 도입과 함께 2.5% 수준의 금리를 90년 8월 6%로 인상시켰다. 여기에 대출 규제까지 더해졌는데, 부동산 자산가치 이상인 120%의 LTV(담보대출비율)를 70%로 대폭 축소하였고, 토지관련 용자에 대한 총량 규제를 도입하여 부동산 대출은 총 대출 증가율 이하로 억제하였다.

토지 초과공급 및 대출규제로
인한 매매 감소로 부동산 버블
붕괴

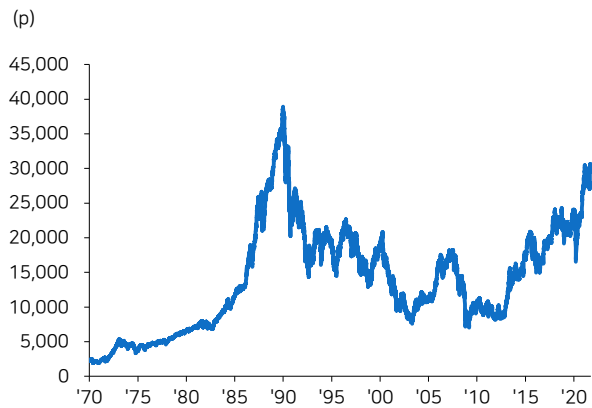
이에 대한 반응은 주식시장에서 먼저 나타났는데, 89년 12월 38,915로 역대 최고치를 기록한 니케이지수는 90년 8월에 3만선이 붕괴되었고, 92년 3월 20,000 아래로 떨어졌다. 부동산 시장 또한 대출규제로 투기 수요가 붕쇄되었고, 토지 순매수자였던 일본 기업들이 유례없는 저성장을 맞이하며 불필요한 부동산을 정리해 매물이 급속도로 증가하였다. 그 결과, 매매 급감과 함께 토지 초과공급 현상이 일어나면서 부동산 가격이 폭락하였다.

그림3 엔달러환율 및 일본은행 기준금리 추이



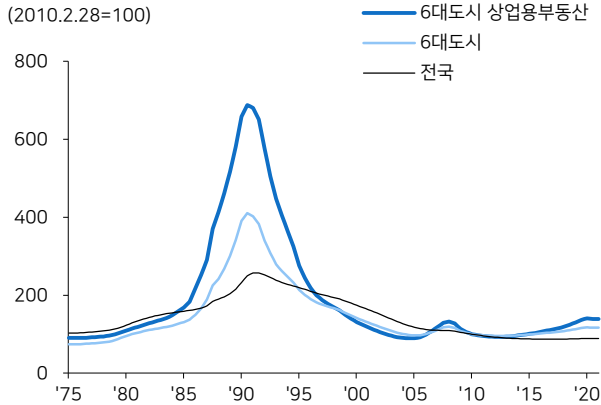
자료: Refinitiv Eikon, 메리츠증권 리서치센터

그림4 니케이 지수 추이



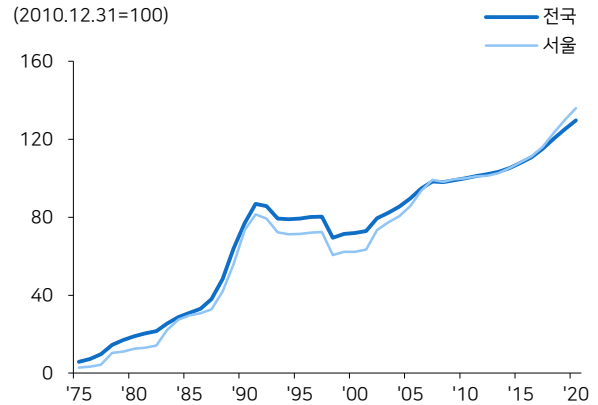
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림5 일본 토지가격 추이



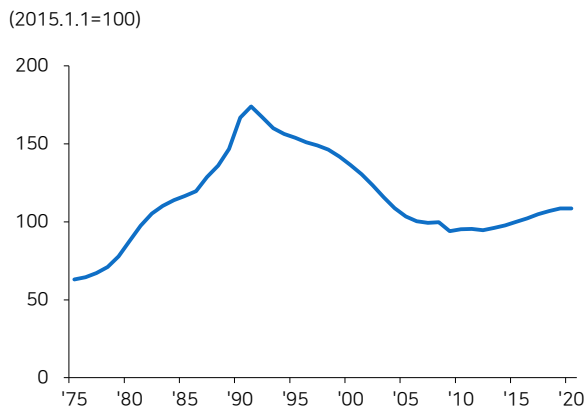
주: 6대 도시는 도쿄, 요코하마, 나고야, 교토, 오사카, 교베
 자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 한국 토지가격 추이



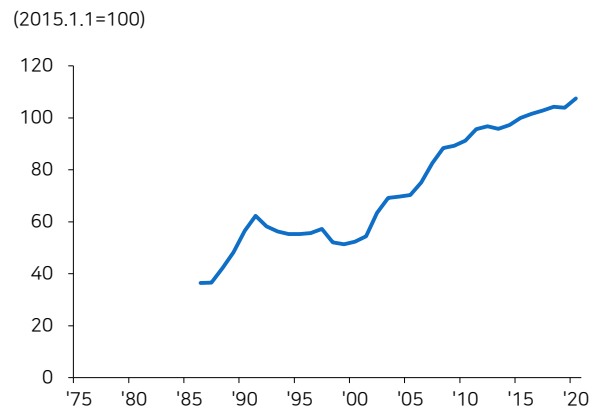
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 일본 주택가격지수 추이



자료: OECD, 메리츠증권 리서치센터

그림8 한국 주택가격지수 추이



자료: OECD, 메리츠증권 리서치센터

표1 일본 전국은행의 대출잔액 추이

날짜	부동산 대출 (억엔, % YoY)	총 대출 (억엔, % YoY)	날짜	부동산 대출 (억엔, % YoY)	총 대출 (억엔, % YoY)
1983년 3월말	151,803(14.4)	2,173,263(9.9)	1990년 9월말	481,730(6.9)	4,660,195(9.2)
1984년 3월말	174,926(15.2)	2,396,598(10.3)	1990년 12월말	484,833(3.4)	4,739,543(7.7)
1985년 3월말	200,917(14.9)	2,678,546(11.8)	1991년 3월말	489,280(0.3)	4,801,349(5.6)
1986년 3월말	253,026(25.9)	2,964,838(10.7)	1991년 6월말	493,604(2.8)	4,832,572(5.9)
1987년 3월말	335,650(32.7)	3,304,775(11.5)	1991년 9월말	495,409(2.8)	4,876,318(4.6)
1988년 3월말	373,680(11.3)	3,685,104(11.5)	1991년 12월말	506,250(4.4)	4,958,476(4.6)
1989년 3월말	423,242(13.3)	4,064,098(10.3)	1992년 3월말	510,779(4.4)	4,963,224(3.4)
1990년 3월말	487,887(15.3)	4,544,795(11.8)	1993년 3월말	586,016(6.0)	5,081,606(2.4)
1990년 6월말	480,084(10.0)	4,564,731(11.4)	1994년 3월말	604,147(2.9)	5,079,275(0.0)

주: 음영은 총량규제 실시기간

자료: Bank of Japan, 서민금융연구원, 메리츠증권 리서치센터

한국의 부동산은 80년대 말 일본 부동산 버블을 따라가는가

- 겉으로는 비슷하지만
속으로는 완전히 다른 상황
- 1)대상 자산: 실거주 목적의 주택
 - 2)공급이 증가하기 어려운 환경
 - 3)LTV와 DSR등 대출 한도 설정

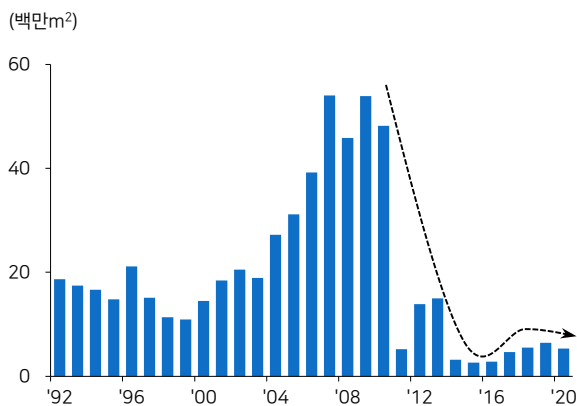
저금리로 풍부한 유동성이 부동산으로 유입되며 부동산 가격이 가파르게 상승했다는 것과 부동산 초과수요 현상, 대출 규제 등 겉으로 보기에는 한국 부동산 시장은 80년대 말 일본의 부동산 시장과 닮아 있는 것처럼 보인다. 하지만 대상 자산부터 부동산 취득 목적, 그리고 대출 제도까지 양국은 완전히 다른 상황에 놓여있다.

먼저, 80년대 말 일본의 부동산 버블은 기업 중심의 오피스용 토지에 대한 투기로 형성되었다. 당시 일본은 저금리와 토지불패신화로 인해 기업들이 본연의 기업활동보다 대출을 통해 부동산을 매입 후 시세차익을 노리기에 급급했다. 금융기관 또한 담보가치 대비 100~120%의 자금을 대출해주며 이에 동참하였으나, 토지총량규제와 대출 규제로 매물이 급증하고 수요가 감소하며 버블이 붕괴되었다.

반면, 한국의 경우 대상 자산이 주택이며, 가격 상승의 원인이 투기가 아닌 실거주 목적이다. 실거주를 목적으로 주택을 취득하기 때문에 수요가 감소할 가능성이 적다. 또한, 2014년 이후 LH공사의 토지 공급 감소로 신규 주택 보급이 어렵고, 재개발·재건축 규제로 공급이 크게 증가하기 어려운 상황이다. 2018년 이후 분양물량이 증가하고 있으나, 실제 입주까지는 시간이 소요되며 서울의 경우 2021년~2023년 예정된 평균 공급물량이 24,708세대로 지난 10년 평균인 33,487세대의 70% 수준에 불과해 초과수요 현상이 지속될 전망이다.

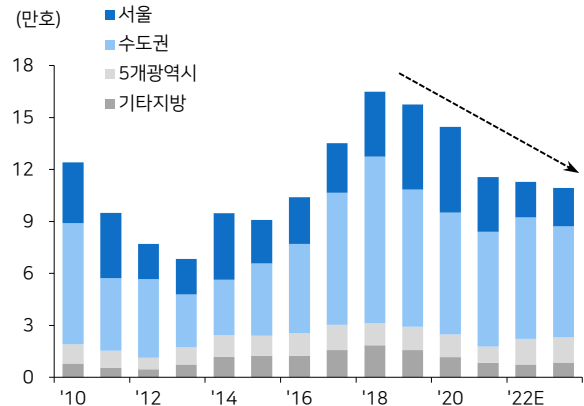
따라서 시장에 매물이 쏟아져 나와 초과공급 상태가 되었던 일본의 상황이 재현되기는 어려울 것으로 보인다. 대출 또한 LTV 60%와 DSR(부채원리금상환비율) 40%로 한도를 제한하고 있는 만큼, 부동산 자산가격이 하락하더라도 일본과 같은 부동산 버블 붕괴 노선을 밟지 않을 것으로 전망한다.

그림9 LH공사 토지 공급 추이



자료: 국토교통부, 메리츠증권 리서치센터

그림10 입주물량 추이



자료: REPS, 메리츠증권 리서치센터

원문: Is South Korea in danger of repeating Japan's economic bubble collapse?