



부동산 시리즈 I

부동산의 다섯가지 특징

Economist. 김 효진 3773-8921 · econ@sk.com

MAY, 2015

미국 금리인상보다 한국 부동산이 궁금합니다 (시리즈)

하반기 대외적으로 미국 금리 인상이 있다면, 국내적으로는 부동산 반등이 하반기 가장 큰 변수다.

중요도로 본다면 미 연준의 금리 인상이 우선일 것이다, 이미 2013년 5월 Tapering 소동 이후 꼬박 2년, 길게는 QE1이 종료되었던 2010년부터 지속된 금리 인상 논의에 새로운 시각은 거의 없을 듯 하다

멀리 미국 금리 인상 보다는 국내 부동산 반등이 이어질 지가 더욱 궁금하다. 전세가격 상승에도 요지부동이었던 서울 아파트 가격이 상승세로 전환하자 부동산 시각이 변하고 있다.

최근의 상승세가 어디까지 이어질지, 중장기적으로 부동산을 볼 때 어떤 변수들을 우위에 두어야 할지 재정립이 필요해졌다

[발간 순서]

- I. 부동산의 다섯 가지 특징 (5/13)
- II. 무거운 부동산의 '단기' 전망 : 공급이 답이다 (5/18)
- III. 한국 부동산은 정말 일본처럼 될까 : no를 외치는 2가지 이유 (5/20)
- IV. 영국, 뉴질랜드, 대만 부동산에서 얻은 Implication (5/22)

들어가며 : 미국 금리 인상 대신 한국 부동산을 분석하는 이유

[하반기 Issue] 글로벌 : 미국 금리 인상, 국내 : 부동산 반등

대외적으로 미국 금리 인상이 있다면, 국내적으로는 부동산 반등이 가장 큰 변수다. 중요도로 본다면 올해 하반기는 물론, 내년까지도 금융시장에 가장 큰 변수는 미국 금리 인상일 것이다. 금리 인상의 시점, 속도 모두 자산가격에 주요 변동요인이 될 것은 분명하다. 단, 이미 2013년 5월 Tapering 소동 이후 꼬박 2년, 길게는 QE1이 종료되었던 2010년부터 지속된 금리 인상 논의에서 새로운 시각은 거의 없을 듯 하다.

저 멀리 미국 금리 인상보다는 국내 부동산 반등이 궁금

멀리 미국의 금리 인상 보다는 국내 부동산의 반등이 이어질 지가 더욱 궁금하다. 지방 부동산 가격은 작년에도 상승했지만, 전반적인 부동산 사이클 반등으로 보기는 어려웠다. 전세가격 상승에도 요지부동이었던 서울 아파트 가격 마저 상승세로 전환하자 부동산에 대한 시각과 생각들이 변하고 있다. 최근의 상승세가 어디까지 이어질지, 중장기적으로 어떤 변수들을 우위에 두어야 할지 재정립이 필요해졌다.

부동산의 가장 큰 특징 : '누구나', '반드시', '적어도 하나'는 거래해야 한다

이번 자료에는 개인적인 궁금증이 가득 들어있다. 부동산의 특징 중 하나는 '누구나', '반드시', '적어도 하나'는 거래해야 한다는 점이다. 전망이나 자금 여유에 따라 투자를 할 수도, 안할 수도 있는 주식이나 채권과는 다른 특징이다. 그만큼 bias 역시 클 수 있는 주제임도 분명하다.

미리 고백하는 Bias

필자의 개인적인 bias를 미리 밝힌다

나이 : 30대 중반

가족 구성원 : 배우자, 자녀 2, 첫째아이 4세(2019년 초등학교 입학 예정)

주거형태 : 전세(2016년 5월 만료 예정)

바램 : 첫째 아이 7살 전까지 안정적인 주거지 마련

가장 궁금한 것 : 전세 가격 급등세가 언제까지 이어질지. 레버리지를 안고서라도 주택 구입에 나서야 할지. 학군 프리미엄은 점차 없어질 것인가. 한국 부동산은 정말 일본처럼 될 것인가. 최근 상승세가 계속 이어질 가능성은 없는 건지. 십수년째 지속된 가계부채 우려는 언제쯤 현실화될지.....과연 내가 집을 살 수 있을지

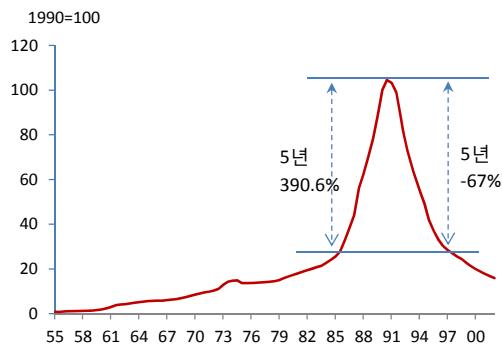
[앞으로 발간할 자료의 순서]

- 부동산의 다섯 가지 특징
- 무거운 부동산의 단기 '전망' : 수급이 답이다
- 한국 부동산은 정말 일본처럼 될까 : no를 외치는 2 가지 이유
- 영국, 뉴질랜드, 대만 부동산에서 얻은 Implication

미리 보는 Chart Quiz

부동산 관련 데이터를 보면 흥미로웠던 차트들을 미리 공유하고자 한다. 주식, 채권, 환율 그 어느 것 하나 쉬운 분석 대상과 주제가 없지만, 부동산 역시 국가마다 다양하고 종잡을 수 없는 자산이라는 것을 새삼 확인할 수 있었다. 차트 중 범례가 빠져있는 것들이 있다. Quiz는 아니지만, 편견 없이 봤으면 하는 생각에서 데이터만 넣었다.

Case1. 5년 새 4배 상승. 5년 뒤 다시 제자리로...



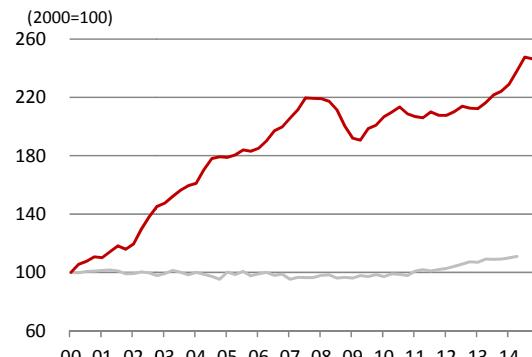
Case 2. 주가 50% 오르는 동안 거의 3배 오른 부동산



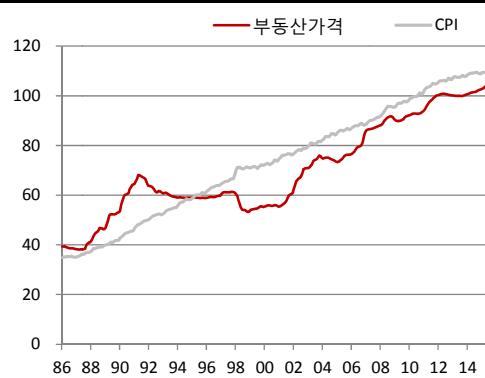
Case 3. 부동산, 주가 수익률 Top



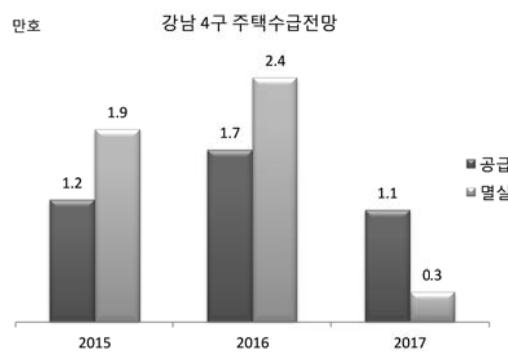
Case 4. 같은 유럽, 다른 부동산 가격



Case 5 물가 대비 버블이 거의 없는 부동산



Case 6. 연도별 부동산 공급 vs. 멸실 예상



자료 : Bloomberg, SK증권

자료 : Bloomberg, SK증권

Case1. 일본/ Case 2. 뉴질랜드/ Case 3. 러시아/ Case 4. 영국, 독일 / Case 5. 한국 / Case 6. 강남구

부동산의 특징

자산의 특성을 과악하는 일이 분석과 이해, 전망의 결과를 좌우하기도 한다.

- ① 누구나, 반드시, 적어도 하나는 거래한다
- ② Closed Market 이다
- ③ 경기에 '아주' 좋은 선행지표이다
- ④ 상승하는 부동산 가격은 지수함수의 형태를 띤다. 자기 실현적 예언
- ⑤ 비슷한 환경, 다른 결과를 나타낸 사례를 쉽게 찾을 수 있다

[특징 1] 누구나, 반드시, 적어도 하나는 거래한다

사람들과의 대화에서 빠지지 않는 화두가 있다. 바로 부동산이다. 부동산이 경제에 전방위적으로 영향을 미치기도 하지만, 모든 개인이 부동산과 맞닿아 있기 때문이기도 하다. 채권, 주식 등과는 달리 부동산은 누구나, 반드시, 적어도 하나는 거래 해야 한다. 강남 혹은 제주도, 자가부터 월세까지 어딘가에는 살아야 하기 때문이다.

부동산, 모든 경제주체가 참여자가 되는 시장

누구나, 반드시, 적어도 하나는 거래한다는 사실은 그리 가벼운 부분은 아니다. **모든 개인이 참여자가 되는 자산은 부동산이 거의 유일하기 때문이다.** 다른 자산에 비해 경제에 미치는 영향이 훨씬 크다는 점 역시 모두 참여자가 될 수 밖에 없는 부동산의 특징에 기인한다. 쉽게 비교할 수 있는 예는 미국의 IT 버블 붕괴와 08년 경기침체다.

IT 버블 붕괴와 서브프라임 모기지 - 주가 하락폭은 비슷했지만 실업률 상승폭은 크게 달랐다. 이유는 부동산

IT 버블과 서브프라임 모기지 사태의 주가
하락폭은 크게 차이 나지 않는다

IT 버블 붕괴 : 1년 4개월간 -43%

서브프라임 모기지 : 1년 8개월 -50%



실업률 상승폭은 크게 차이난다.

IT 버블 붕괴 때 1% 올랐던 올랐지만,

서브프라임 때는 두배까지 올랐다.



부동산이 관건

01년에는 부동산 상승 vs. 08년 폭락

주식은 소수가, 부동산은 전체가

참여자라는 것이 경기 침체의 폭을 좌우



자료 : Bloomberg, SK증권

IT 버블 붕괴와 2008년 세계경기침체 당시의 주가 하락폭과 기간은 비슷했다. IT 버블 붕괴 당시 주가는 1년 4개월 간 43% 하락, 08년 경기침체 때는 1년 8개월간 50%의 하락을 기록했다.

주가 하락이 비슷했던데 비해 실업률의 반응은 크게 달랐다. 2001년 실업률은 4%에서 5% 초반으로 1% 남짓 올랐지만, 2008년 경기 침체 때는 5%에서 10%로 두배 상승을 기록했다. 미국에서만 전체 근로자 중 6% 넘는 수가 집으로 돌아가야만 했다.

이런 차이를 가져온 것은 바로 부동산이다. 주식은 소수가 투자하는 자산이지만, 부동산은 전체가 참여자이기 때문이다. 얼만큼의 사람이 참여하는가가 경기 침체의 폭을 좌우하는 요소임을 확인시켜준다.

[특징 2] Closed Market 이다

주식과 채권도 국가별로 다른 제도와 다른 통화로 거래되지만, 부동산보다는 개방된 구조를 가지고 있다. 부동산이 국가별로 큰 편차를 보이는 것은 물론이고, 한 국가 내에서도 지역별로, 동네 부동산 '별로도 다른 정보와 물건을 가지고 있다는 점도 특이한 부분이다.

인터넷 정보 사이트와 어플리케이션의 등장에도 발품이 필요한 시장

요즘은 포털 사이트의 부동산 코너를 통해 쉽게 시세를 알아볼 수 있고, 방을 직접 구해주는 어플리케이션도 등장했다. 그럼에도 불구하고 인터넷을 통해 알아본 부동산 가격, 물건과 직접 발품을 팔아본 실제는 차이가 나는 경우가 꽤 있다. 인터넷이 발달된 한국이 이럴 정도라면, 해외의 경우는 더욱 폐쇄적인 시장이 아닐까 하는 추측도 가능하다. 부동산이 Closed Market 이라는 점은 정보의 비대칭으로, 가격의 변동성을 확대시키는 결과를 가져온다.

내손안의 부동산 정보_네이버 부동산



자료 : SK증권

방 구할 때 직방이 직방_직방



자료 : SK증권

[특징 3] 경기에 '아주' 좋은 선행지표이다

미국 부동산의 18년 주기설

두말할 것도 없이 부동산은 경기에 아주 '좋은 선행지표이다. 국가별로 예외적인 사례도 있지만, 부동산에 대한 다양한 연구가 이루어진 미국의 사례는 놀라울 정도이다. 미국에서는 부동산의 18년 주기설이 설득력 있는 주장 중 하나이다. 1800년대 이후 대부분 부동산 주기가 대부분 18년을 기록했기 때문이다.

Business Cycle에 '항상' 선행하는 Property Cycle

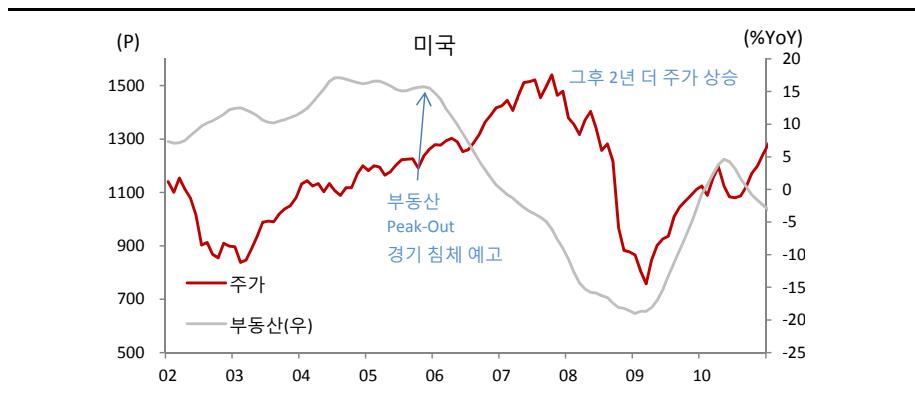
18년 주기와 함께 눈에 들어오는 것은 Business Cycle의 고점보다 부동산 고점이 1~2년 선행했으며 거의 예외가 없었다는 점이다. 1900년대 초 한번의 예외를 제외하면, 200년간 총 10번의 사이클 중 부동산 Peak-Out 이후 1~2년, 걸어야 3년 이내에 경기 역시 Peak-Out 했다.

미국 부동산의 18년 주기설. 부동산 가격은 경기 사이클에 비해 '예외없이' 선행했다

Peaks in Land Value Cycle	Interval (Years)	Peaks in Construction Cycle	Interval (Years)	Peaks in Business Cycle	Interval (Years)
1818	-	-	-	1819	-
1836	18	1836	-	1837	18
1854	18	1856	20	1857	20
1872	18	1876	15	1873	16
1890	18	1892	21	1893	20
1907	17	1909	17	1918	25
1925	18	1925	16	1929	11
1973	48	1972	47	1973	44
1979	6	1978	6	1980	7
1989	10	1986	8	1990	10
2006	17	2006	20	2008	18

자료 : Fred E. Foldvary, "the Depression of 2008"

2006년 등장한 침체 경고. 주가는 2년 더 갔지만, 결국은 글로벌 경기침체



자료 : Bloomberg, SK증권

[특징 4] 상승하는 부동산 가격은 지수함수의 형태를 띤다. 자기 실현적 예언

자기 실현적 예언(self-fulfilling prophecy)은 케인즈가 설명한 개념으로, 실제 원인과 결과 보다는 경제주체들이 기대하는 대로 행동하기 때문에 경제가 결국은 기대한 방향으로 움직인다는 이론이다. 90년대 후반 한국이 다른 동아시아 대비 건전한 체력을 가지고 있었음에도, 위기가 발생할 수 있다는 예상이 결국은 실제로 자본 유출을 일으키고 외환위기까지 이어졌다는 설명에도 이 이론을 적용할 수 있다.

자기 실현적 예언은 부동산 시장을 설명하는 데도 유효한데, Case and Shiller(1998, 2003)에 따르면, 사람들이 주택을 구입할 때 가까운 과거, 혹은 현재 주택 가격 추세를 바탕으로 향후 가격 상승 가능성은 낙관적으로 전망하고 이에 따라 주택을 구입하는 성향이 있다. 즉, 주택가격 결정 요인에 대한 냉정한 분석 보다는 주관적 기대심리가 주택구입을 좌우하며, 이러한 구입행태가 주택 가격 상승폭을 확대하는 경향이 있다.(장성수 외, 2003 재인용)

Bubble이 생기는 이유. 자기실현적 예언

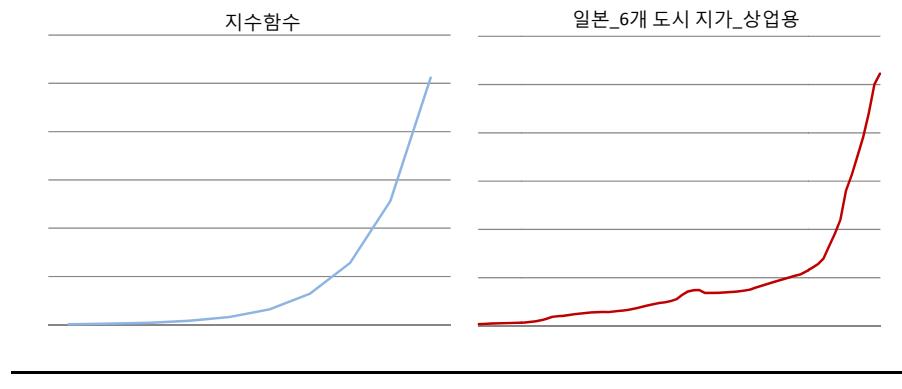
주택 가격이 버블이 생기는 이유 역시 자기실현적 예언에서 단서를 찾을 수 있다. 초기의 가격 상승은 내재적 가치 변화에 의한 것이지만, 비탄력적 택지 공급 등으로 자산가격이 장기 균형 수준 이상으로 상승하게 되고, 이것이 투기적 수요를 촉발하는 기폭제 역할을 한다는 것이다. 여기에 연결고리는, 자산가격의 상승기대가 확산되면서 투기 수요가 증가하고, 일정 기간 동안 투기 수요가 수익을 올린다는 점에 있다. 이것이 반복되며 버블은 커지게 된다.

아울러 부동산 시장에서는 상품이 이질적이며, 거래비용이 크고, 상품에 대한 시장 정보가 불완전하며, 공급이 비탄력적임에 따라 신속한 가격 조정이 어려워, 버블이 커지고 오래 지속되는 경향이 있다.(대한주택공사 주택도시연구원, 2008)

상승도 빠르지만, 하락은 더 가파르다

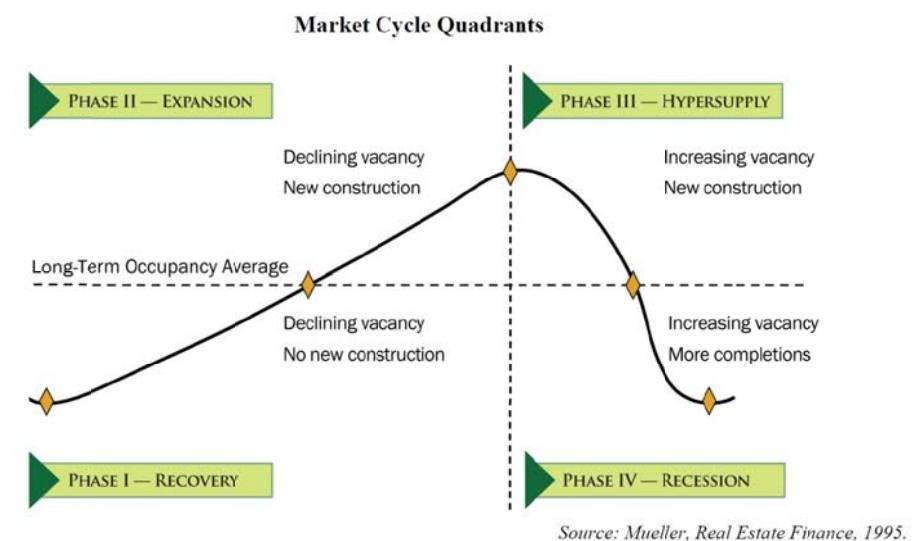
자기 실현적 예언의 특징, 비탄력적인 공급은 부동산 가격의 상승과 하락 움직임을 지수함수 형태를 띠게 한다. 오스트리아 학파 역시 부동산 가격이 지수 함수과 같은 움직임을 보인다는 점을 지목한 바 있다. 일본의 부동산 가격 상승이 대표적인 예이며, 거의 10년 동안 변동 없던 미국 부동산 역시 일단 상승세로 전환 이후에는 상승폭을 점차 키웠다. 상승 뿐만 아니라 하락 할 때도 마찬가지다. 상승 보다는 하락이 훨씬 빠르게 진행된다는 점도 주의할 부분이다.

지수함수와 일본 부동산 가격의 평행이론
자산가격의 상승기대가 확산되면서 투기 수요가 증가하고, 일정 기간 동안 투기 수요가 수익을 올린다



자료 : Bloomberg, SK 증권

상승도 빠르지만, 하락은 더 빠르다



자료 : Mueller, Real Estate Finance, 1995, SK 증권

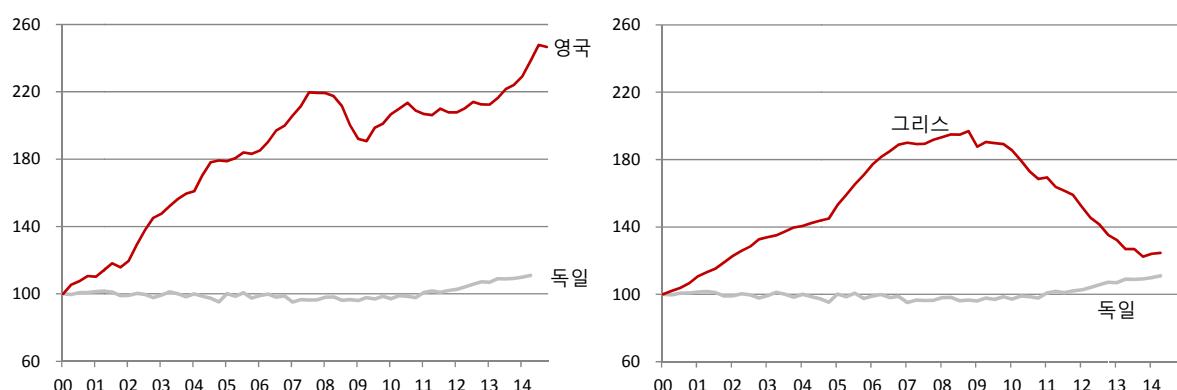
[특징 5] 비슷한 환경, 다른 결과를 나타낸 사례를 쉽게 찾을 수 있다

부동산 가격에는 성장, 제도, 인구, 금융환경 등 다양한 요인들이 영향을 미친다. **Closed market**, 모든 경제주체가 참여자라는 특이점은 부동산 가격 전망을 더욱 어렵게 하는 요인이다. 그런 만큼 비슷한 환경에도 전혀 다른 가격 추이를 나타낸 사례가 종종 발견된다.

구제해주는 독일보다, 구제받는 그리스 부동산이 더 올랐다

유럽만큼 주변국의 영향이 서로에게 큰 영향을 미치는 지역은 없을 것이다. 같은 화폐, 같은 금리를 적용받는 만큼 당연한 부분이기도 하다. 그럼에도 실제로 국가별 유럽 부동산 가격을 보면 전혀 다른 경로로 움직인 국가들이 눈에 들어온다. 유럽에서 가장 강한 독일 부동산은 00년대 이후 거의 전혀 움직이지 않은데 반해, 최근 구제금융을 재협상 중인 그리스는 8년간 80%가 넘는 상승세를 기록했다. 독일과 그나마 성장세가 비슷한 영국의 부동산 역시 15년간 150% 상승했다.

같은 유럽. 다른 부동산- 구제해주는 독일보다 구제받는 그리스 부동산이 더 올랐다



자료 : BIS SK증권



서울 영등포구 국제금융로 2길 24 (여의도동)
대표전화 : 3773-8245

고객행복센터 : 1588-8245 / 1599-8245

본 보고서의 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의
동의없이 어떠한 경우, 어떠한 형태로든 복제, 배포,
전송, 변형, 대여할 수 없습니다.

본 보고서는 당사 고객에 한해 배포된 것으로 입수
가능한 모든 정보와 자료를 토대로 최선을 다하여
작성하였습니다. 그러나 실적치와는 오차가 발생할
수 있으니 최종 투자결정은 투자자 여러분들이
판단하여 주시기 바랍니다.

본 보고서는 투자판단의 참고자료이며, 투자판단의
최종책임은 본 자료를 열람하시는 이용자에게
있습니다. 어떠한 경우에도 본 보고서는 고객의 투자
결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로
사용될 수 없습니다.

투자판단 4단계 (6개월 기준)

- 1) 25% 이상 → 적극매수
- 2) 10~25% → 매수
- 3) -10%~+10% → 중립
- 4) -10% 이하 → 매도

서울

영업부PIB센터	3773-8245	서울시 영등포구 국제금융로2길 24, 2F (여의도동)
강남PIB센터	738-8245	서울시 서초구 서초대로 411, 4F (서초동,GT타워)
서초PIB센터	521-8245	서울특별시 서초구 방배로 73, 1F (방배동, 양지빌딩)
압구정PIB센터	515-8245	서울특별시 강남구 논현로176길 14, 1F 4F (신사동,증권빌딩)
송파PIB센터	449-8245	서울시 송파구 중대로 97, 4F (가락동,효원빌딩)
명동PIB센터	774-8245	서울시 중구 명동7길 13, 4F (명동1가증권빌딩)

경기,인천

서인천지점	(032)568-8245	인천시 서구 서곶로 293, 4F (심곡동,우민빌딩)
일산지점	(031)918-8245	경기도 고양시 일산서구 일산로 544, 5F (일산동, 흥운빌딩)
남양주지점	(031)594-8245	경기도 남양주시 늘을1로16번길 29, 3F (호평동,늘봄타워)
경기PIB센터	(031)708-8245	경기도 성남시 분당구 황새울로360번길 25, 2F (서현동,한국학원빌딩)
경인PIB센터	(032)325-8245	경기도 부천시 원미구 송내대로 88, 3F (상동,산업은행빌딩)
안산지점	(031)416-8245	경기도 안산시 상록구 상록수로 28, 2F (본오동,안산보노피아빌딩)
이천지점	(031)634-8245	경기도 이천시 이설대천로 1233, 5F (창전동,화창빌딩)

충청

대전지점	(042)472-8245	대전시 서구 둔산로 59, 2F (둔산동,아이빌딩)
청주지점	(043)268-8245	충북 청주시 흥덕구 풍산로 14, 3F (가경동, 청주여객터미널)
공주지점	(041)858-8245	충청남도 공주시 무령로 204, 금성빌딩 3F (반죽동,금성빌딩)
홍성지점	(041)634-8245	충남 홍성군 홍성읍 조양로 166, 5F (선일빌딩)

호남

광주PIB센터	(062)374-8245	광주시 서구 상무중앙로 9, 4F (치평동,동양빌딩)
전주지점	(063)287-8245	전북 전주시 완산구 백제대로 141, 2F(효자동1가,영광빌딩)
남원지점	(063)633-8245	전북 남원시 남문로 437, 3F (하정동,유남빌딩)

대구,경북

대구PIB센터	(053)651-8245	대구시 달서구 구마로 176, 3F (본동,송림백화점)
대구지점	(053)254-8245	대구시 중구 달구벌대로 2095, 2F (덕산동,삼성생명빌딩)
포항지점	(054)249-8245	경북 포항시 북구 중앙로 264, 2F (남빈동,대홍빌딩)
영천지점	(054)336-8245	경북 영천시 역진로 8, 5F (완산동,청우빌딩)
왜관지점	(054)975-8245	경북 칠곡군 왜관읍 중앙로 215, 2F

부산,경남

해운대마린 PIB센터	(051)720-8245	부산시 해운대구 우동 1408 현대 I-PARK Mall 4F
부산지점	(051)633-8245	부산시 동구 조방로16번길 5, 2F (범일동,SK네트웍스빌딩)
구서지점	(051)581-8245	부산시 금정구 중앙대로 1925, 3F (구서동,금정타워빌딩)
울산지점	(052)258-8245	울산시 남구 삼산로 243, 2F (달동,종범빌딩)
마산지점	(055)298-8245	경남 창원시 마산회원구 315대로 650, 4F (석전동,건설공제조합빌딩)
창원지점	(055)262-8245	경남 창원시 성산구 상남로 73, 1F (상남동,서울메디칼센터)
진주지점	(055)759-8245	경남 진주시 동진로 183, 3F (상대동,태웅빌딩)
삼천포지점	(055)834-8245	경남 사천시 중앙로 85, 3F (동금동,경남은행빌딩)