



## 부동산 시리즈 Ⅲ

# 한국 부동산은 정말 일본처럼 될까 : no를 외치는 2가지 이유

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

MAY, 2015

## 미국 금리인상보다 한국 부동산이 궁금합니다 (시리즈)

한국 부동산의 ‘일본화’ 우려가 높지만, 두가지 이유로 한국 부동산은 일본과 다를 것을 예상한다.

### ① 부동산이 꼭 인구를 따라가는 것은 아니다

인구 추이는 비슷했지만, 이탈리아 부동산 가격은 일본과 반대로 상승했다. 프랑스, 독일 등에서도 노령화와 부동산 가격 상승이 동시에 나타나는 사례는 쉽게 발견된다. 인구는 부동산 가격에 중요한 영향을 미치지만 절대적으로 좌우하는 요인은 아니다.

### ② 한국 부동산, 냉정하게 비싸지 않다

소득, 물가 등 펀더멘털에서 벗어났던 부동산 가격은 결국은 조정을 피할 수 없다. 한국 부동산은 물가 추이를 충실히 따라가고 있으며, 소득 추이에 비하면 오히려 낮다. 개인적으로는 비싸지만 데이터만 보면 저평 가 되었다는 평가도 가능하다. 2017년 이후 공급확대와 함께 한국 부동산 조정을 예상하지만, 폭이 깊지 않을 것을 전망하는 이유이기도 하다.

## [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)

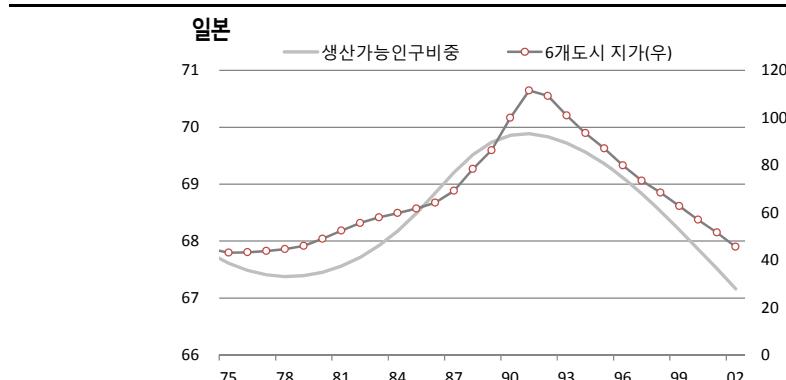
### III. 한국 부동산은 정말 일본처럼 될까. No 를 외치는 2 가지 이유

한국 부동산이 일본의 전철을 밟을 거라는 우려가 널리 퍼져있다. 피하고 싶지만 결국은 일본과 같은 길을 걸을 거라는 의견과, 한국은 다를 것이라는 의견이 팽팽하게 갈려 있다.

#### ① 부동산 가격이 꼭 인구를 따라가는 것은 아니다

부동산에서 중요한 요인 중 빼놓을 수 없는 것은 인구이다. 경제활동 인구 peak-out 시점과 자산 버블 붕괴 시점이 거의 정확하게 일치했던 일본의 경험 역시 인구 요인을 무시할 수 없게 만드는 요인이다.

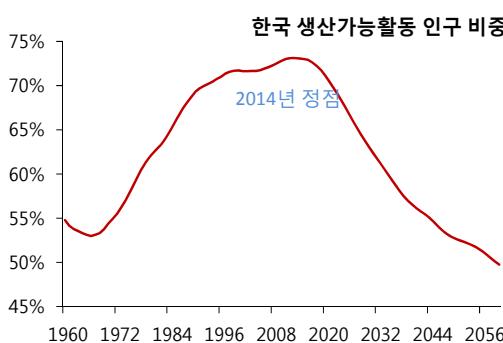
**생산기능인구비중이 Peak-Out 한 이후 부동산이 하락 일로를 걸었던 일본의 사례**



자료 : Bloomberg, SK 증권

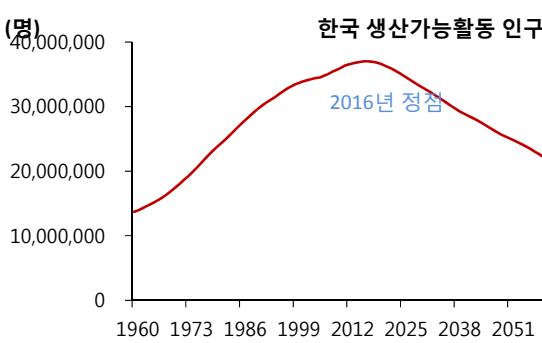
한국 생산가능활동인구 비중은 2014년 정점을 기록하고 이미 하락세로 접어들었다. 통계청의 전망에 따르면, 15-64 세 절대 인구도 2016년을 정점으로 감소 구간으로 진입한다. 한국이 일본과 비슷한 전철을 밟을 것이라는 우려도 바로 인구에서 출발한다.

**한국의 생산가능활동인구 비중 - 2014년 정점**



자료 : 통계청, SK 증권

**한국의 생산가능활동인구 - 절대 인구도 내년 정점**



자료 : 통계청, SK 증권

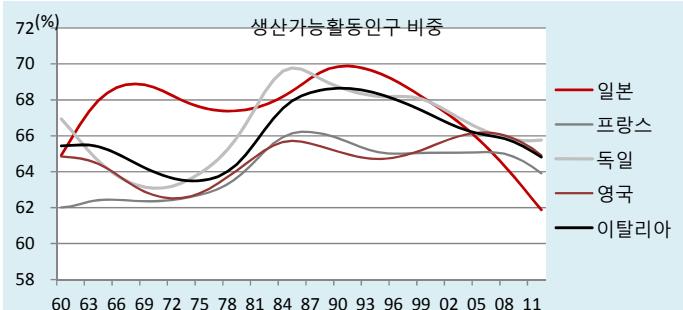
## 노령화, 저성장이 이미 오래된 유럽. 부동산 가격은 일본과 다르게 움직였다

일본과 같이 생산가능활동인구 비중이 이미 정점을 지난 국가들의 부동산 가격에서 실마리를 얻을 수 있다. 결론은, 부동산 가격이 꼭 인구를 따라가는 것은 절대 '아니라는 것이다.

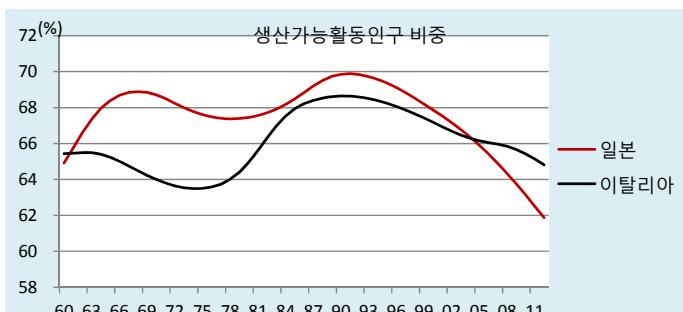
국가별 부동산 데이터를 보면서 놀라웠던 점은 이미 저성장 국면에 진입했다고 평가받는 유럽 부동산의 상승세가 생각보다 가파르게 오랫동안 지속된 것이다. 일본 만큼은 아니지만, 노령화, 저성장이 장기화된 상황에서 나타난 부동산 가격 상승은, 과연 한국이 일본의 전철을 밟을 것인가 하는 대목에 의미 있는 시사점을 준다.

특히 일본과 이탈리아의 생산가능인구 비중은 비슷한 추세로 움직였지만, 일본과 이탈리아의 부동산 가격은 거의 반대로 움직였다.

### 인구와 다르게 움직임 부동산 가격 사례를 찾는 것은 그리 어렵지 않다



일본은 유럽 국가들과 비슷한 인구 추이를 그렸다.



특히 이탈리아와 일본의 생산가능활동 인구 비중 추이는 매우 유사하다. 일본의 노령화가 훨씬 빠르게 진행되었지만, Peak-Out 시기는 이탈리아가 더 빨랐다.



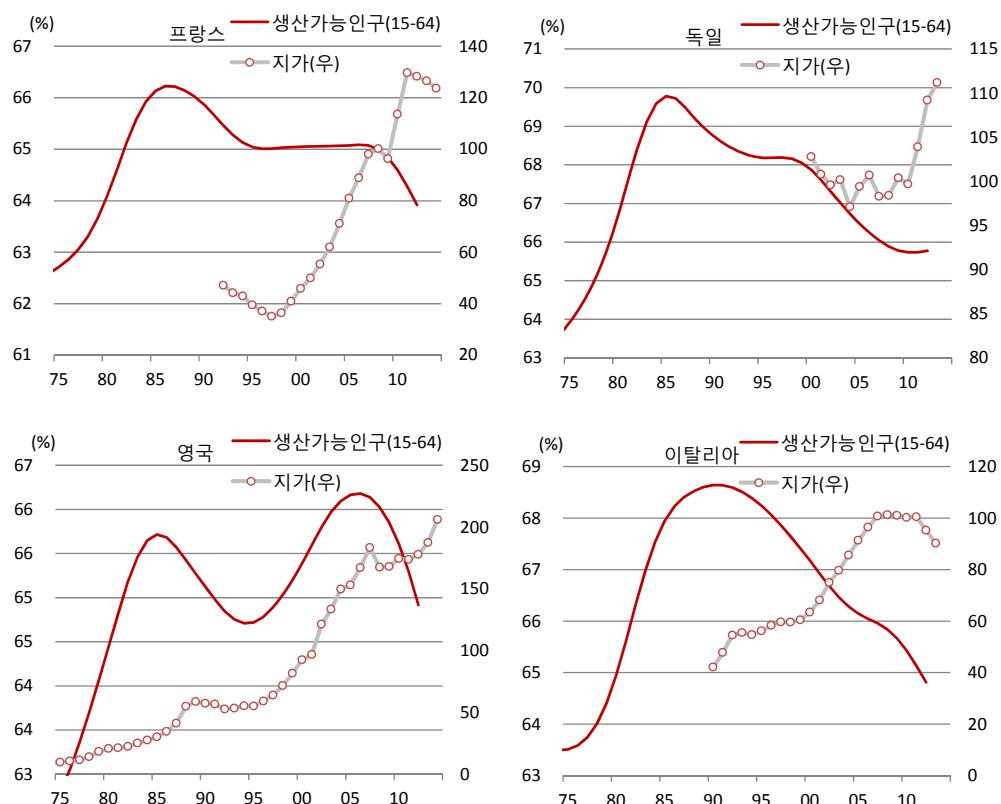
그러나, 일본과 이탈리아의 부동산 가격 추이는 거의 반대로 움직였다. 이탈리아 부동산 시계열이 짧은 것이 아쉽지만, 일본은 90년 이후 급락한 데 반해, 이탈리아 부동산 가격은 90년대 횡보 이후 00년대 가파른 상승세를 나타냈다.

자료 : Bloomberg, SK증권

## 프랑스, 독일, 영국, 이탈리아는 인구 감소에도 부동산 가격은 올라갔다

이탈리아 뿐만 아니라, 프랑스, 독일, 영국 부동산 가격 상승 역시 불리한 인구 구조 진행에서 나타났다는 점은 인상적이다. 생산가능활동인구가 Peak -Out 할 당시에는 일정 부분 영향을 받지만, 이후에는 오히려 생산가능인구 비중이 꾸준하게 줄더라도 부동산 가격은 상승하는 패턴을 보였다.

### 인구와 다르게 움직임 부동산 가격 사례를 찾는 것은 그리 어렵지 않다(2)



자료 : Bloomberg, SK증권

자세히 보면, 생산가능 활동인구 비중이 정점을 지날 때 부동산 가격에 하락 압력이 있는 것은 분명하다. 80년대 중반 영국, 90년대 초반 이탈리아 부동산 가격은 생산가능 활동인구 비중의 Peak -Out 과 함께 주춤했다. 다만, 주목하는 것은 조정 기간이 길지 않았으며, 폭 또한 조정이라기 보다는 횡보에 가까웠다는 사실이다. 2017년 이후 한국 부동산의 조정을 예상하지만, 폭이 크지 않을 것을 예상하는 이유이기도 하다.

## ② 냉정하게, 한국 부동산은 그리 비싸지 않다

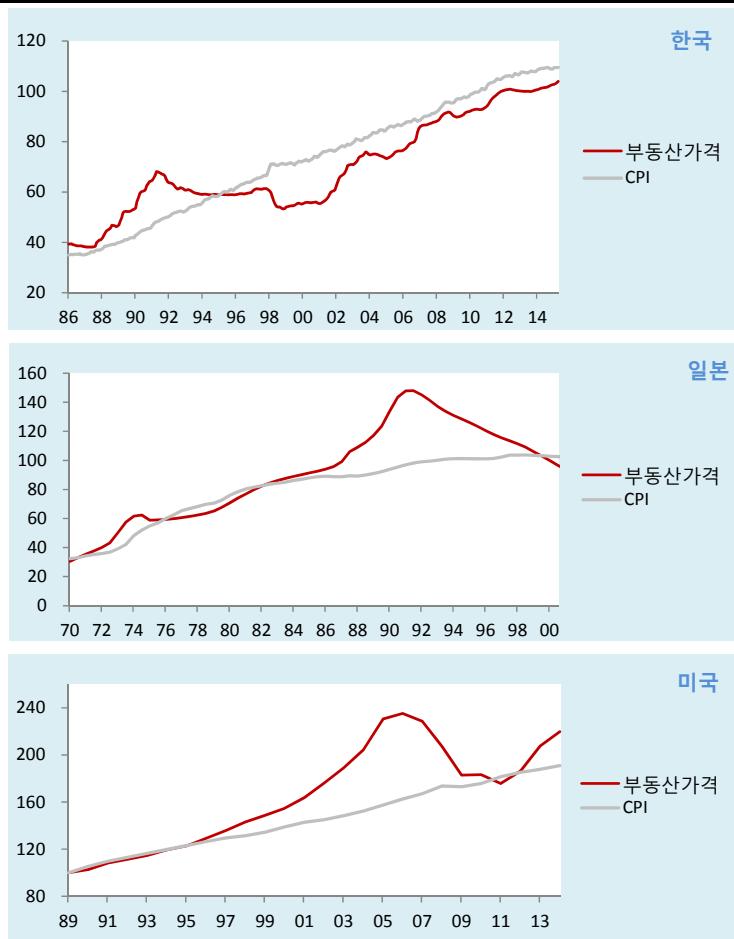
물가와 소득대비 부동산 버블이 심하지 않다는 점 역시 한국 부동산이 일본과 같이 되지 않을 것이라는 이유 중 하나이다. 오히려 물가, 소득과 비교한다면 한국 부동산 가격은 적정하거나 혹은 상승 여력까지 있어 보인다.

한국과 일본, 미국의 부동산 가격을 비교해보면, 침체를 겪기 전 부동산 가격은 물가, 소득 등 편더멘털 추세를 크게 이탈하는 모습을 보인다. 이탈한 추세는 5년 넘게도 계속 간극이 벌어지지만, 결국은 부동산 침체로 마무리되는 모습을 보였다.

물론 개개인의 입장에서 보면 부동산이 비싸지만, 한국 부동산 가격은 물가 경로를 충실히 따라가고 있으며, 소득 대비해서는 오히려 낮은 수준에 머물러 있다. 만약 데이터만 본다면 한국 부동산은 저평가되었다는 판단까지도 가능할지 모른다. 반대로 부동산이라는 자산이 세계적으로 부담스러운 수준까지 올랐다는 말이 될지도 모르겠다.

### 한국 부동산에 버블이 없다(1)-한국 부동산은 물가 경로를 충실히 따라가고 있다

#### 한국 부동산은 물가 경로를 충실히 따라가고 있다



부동산 가격의 조정 폭이 커던 나라들을 살펴보면, 모두 물가나 소득 등 편더멘털 대비 부동산 가격 상승이 훨씬 커던 경우가 대부분이다. 물가를 벗어난 부동산 가격 상승세는 5년 넘게, 혹은 10년까지도 지속되지만, 결국은 편더멘털로 회귀하는 모습을 보였다.

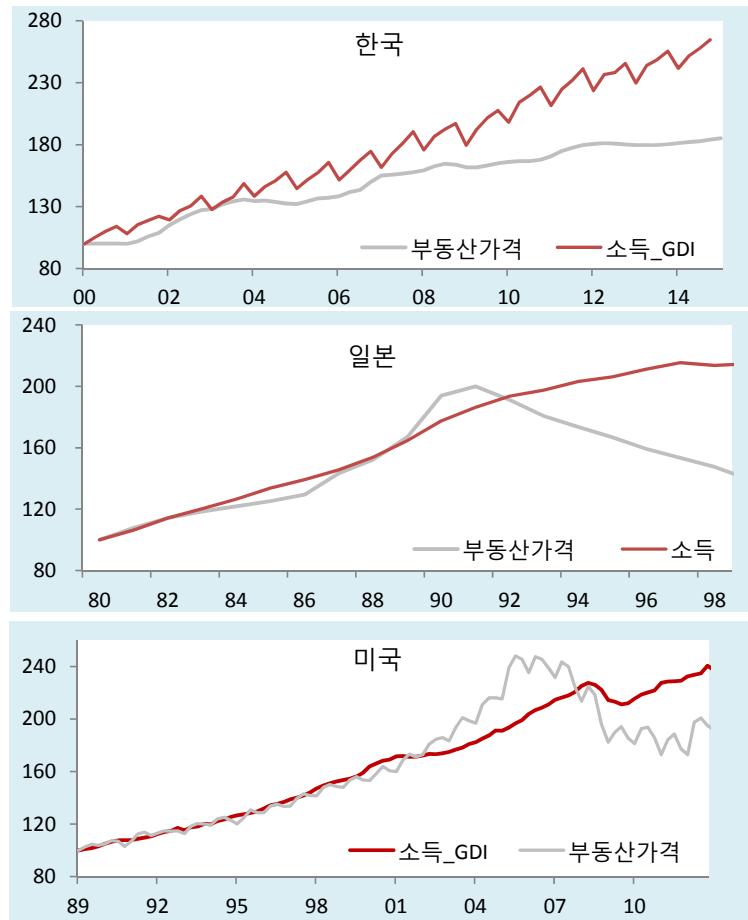
한국 부동산 가격은 그에 반해 아주 모범적인 경로를 따라가고 있다. 물가 추이에서 거의 벗어난 적이 없는 흐름을 나타내고 있다.

자료 : BIS, Bloomberg, SK 증권

## 한국 부동산에 버블이 없다(2) – 소득에 비하면 한국 부동산은 오히려 저평가되었다

물가보다 놀라웠던 것은 소득에 비교한 한국 부동산 가격이다. 소득(Gross Domestic Income)에 대비한 부동산 가격은 오히려 저평가되어 있다는 판단도 가능해 보인다. 미국과 일본 모두 소득을 넘어선 부동산 상승을 기록했지만, 결과는 하락이었다. 이에 반해 한국은 부동산 가격보다 소득이 계속 빠르게 늘어나는 흐름을 보이고 있다. 근로자 평균 임금 추세와 비교해도 마찬가지 결과를 나타냈다.

### 소득에 비하면 한국 부동산은 오히려 저평가되었다



물가보다 놀라웠던 것은 소득에 비교한 한국 부동산 가격이다. 소득(Gross Domestic Income)에 대비한 부동산 가격은 오히려 저평가되어 있다는 판단도 가능해 보인다.

미국과 일본 모두 소득을 넘어선 부동산 상승을 기록했지만, 결과는 하락이었다. 이에 반해 한국은 부동산 가격보다 소득이 계속 빠르게 늘어나는 흐름을 보이고 있다. 근로자 평균 임금 추세와 비교해도 마찬가지 결과를 나타냈다.

자료 : BIS, Bloomberg, SK 증권

## ②-1. 산이 깊어야 골도 깊다

모든 자산 가격이 그렇지만, 상승폭이 커야 하락할 가능성도 크다. 한국 부동산은 다른 국가와 비교할 경우, 오히려 매우 안정적인 가격 추이를 보이는 그룹에 속한다. 홍콩, 러시아, 영국이 20~30년 기간 동안 10 배 혹은 그 이상의 부동산 가격 상승을 기록했으며, EU 국가들은 3~5 배 내외의 상승을 기록했다. 호주, 스위스, 한국은 2~3 배 이하의 상승에 머물렀다.

### 못난이 그룹에 속해있는 한국 부동산

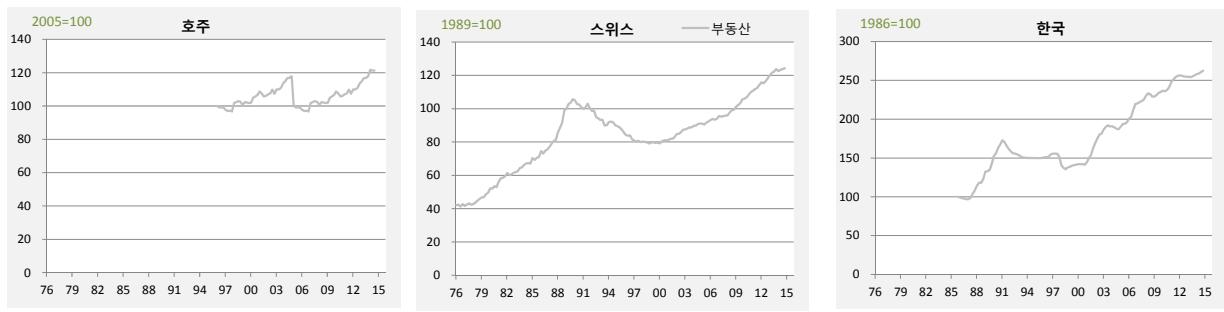
Peer 1. 10 배, 혹은 그 이상의 상승을 보여준 국가 : 홍콩, 러시아, 영국 등



Peer 2. 3~5 배 내외의 상승을 기록한 국가 : 유럽 국가



Peer 3. 2~3 배 이하의 상승에 머문 국가 : 호주, 스위스, 한국 등

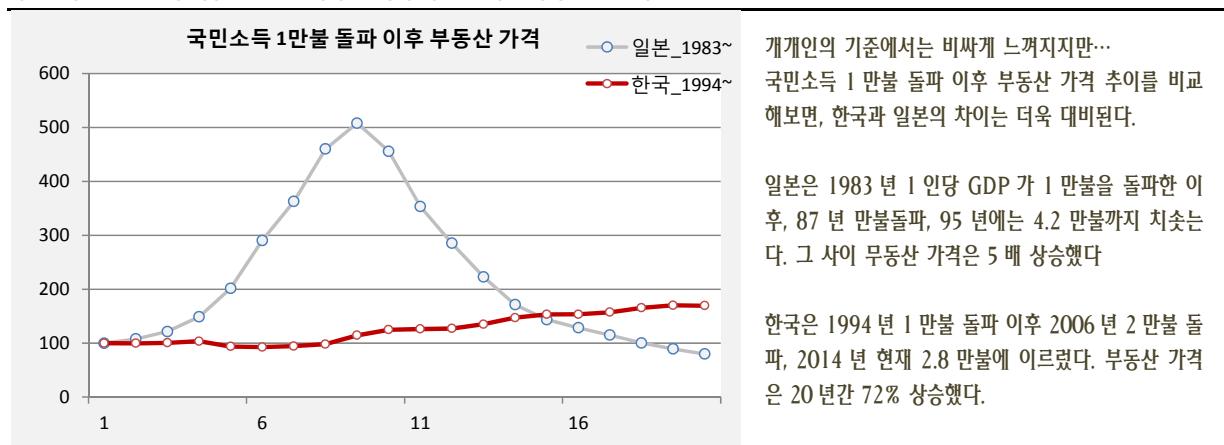


자료 : BIS, SK 증권

일본과의 비교는 더욱 극명하다. 국민소득 1만불 돌파 이후 부동산 가격 추이를 비교해보면, 한국과 일본의 차이는 더욱 대비된다. 일본은 1983년 1인당 GDP가 1만불을 돌파한 이후, 87년 2만불 돌파, 95년에는 4.2만불까지 치솟는다. 그 사이 무동산 가격은 5배 상승했다.

한국의 1인당 GDP는 1994년 1만불 돌파 이후 2006년 2만불 돌파, 2014년 현재 2.8만불에 이르렀다. 부동산 가격은 20년간 72% 상승했다. 일본과 비교한다면 상승폭은 1/4에도 미치지 못한다.

#### 국민소득 1만불 돌파 이후 한 vs. 일 부동산 가격 비교 산이 높아야 골도 깊다



자료 : 통계청 SK증권

소득, 물가 등 편더멘털에서 벗어났던 부동산 가격은 결국은 조정을 피할 수 없다. 한국 부동산은 물가 추이를 충실히 따라가고 있으며, 소득 추이에 비하면 오히려 낮다. 개인적으로는 비싸지만 데이터만 보면 저평가되었다는 평가도 가능하다. 2017년 이후 공급 확대와 함께 한국 부동산 조정을 예상하지만, 폭이 깊지 않을 것을 전망하는 이유이기도 하다.

#### Compliance Notice

- 본 보고서는 외부의 부당한 압력이나 간접없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다.
- 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 것으로서 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 투자결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.