

# 경제주평

- 부동산 경기 반등, 실수요 요건 충족이 중요하다!  
- 최근 부동산 경기 동향과 시사점

# 목 차

## ■ 부동산 경기 반등, 실수요 요건 충족이 중요하다!

- 최근 부동산 경기 동향과 시사점

Executive Summary .....	i
1. 개요 .....	1
2. 최근 부동산 경기 동향 .....	2
3. 부동산 경기 상하방 요인 점검 .....	5
4. 부동산 경기 판단 및 향후 전망 .....	11
5. 시사점 .....	15
<참고> 주택가격 고평가 정도 지수(Z-score) 산출 방법 .....	17

□ 비상업 목적으로 본 보고서에 있는 내용을 인용 또는 전재할 경우 내용의 출처를 명시하면 자유롭게 인용할 수 있으며, 보고서 내용에 대한 문의는 아래와 같이 하여 주시기 바랍니다.

□ 주 저 자 : 이 형 석 연 구 위 원 (2072-6247, walden0230@hri.co.kr)

## Executive Summary

### □ 부동산 경기 반등, 실수요 요건 충족이 중요하다!

#### - 국내 부동산 경기 동향과 시사점

##### ■ 개 요

최근 국내 부동산 시장은 주택매매 및 전세 가격의 하락세가 둔화되는 가운데 가계의 금리 수준 전망이 낮아지고 주택가격 전망은 상승하면서, 부동산 경기에 대한 낙관론이 대두되고 있다. 작년 6월 이후 하락세로 전환된 전국 아파트 매매가격 및 전세가격 증감률(KB국민은행, 전월대비)은 올해 초 이후 완만하게 둔화되고 있다. 또한, 가계의 1년 후 금리전망을 나타내는 금리 수준 전망 CSI도 작년 11월을 고점으로 하락하기 시작하였으며, 주택가격전망 CSI 역시 작년 11월 최저점을 기록한 이후 상승세로 전환되었다. 이에 본 보고서에서는 부동산 경기 동향과 상·하방 요인을 점검하고 시사점을 제시하고자 한다.

##### ■ 최근 부동산 경기 동향

주택매매 가격과 거래량은 작년 하반기 이후 급격한 하락세로 전환되었다. 주택매매가격(전국, KB국민은행)은 2022년 하반기 이후 하락세로 반전되면서 연간으로 1.8% 하락하였으며, 올해에도 하락세를 지속하고 있다. 또한, 2022년 주택매매 거래량(전국, 한국부동산원)은 50.9만 건으로 2021년 101.5만 건 대비 절반 가까이 하락하였으며, 2022년 12월과 2023년 1월 전국 주택매매 거래량은 3만 건을 하회하였다.

미분양주택은 분양가격이 상승하면서 지방을 중심으로 급증하였다. 전국 아파트매매가격은 하락세를 유지하고 있는 반면에 평균 분양가는 상승하면서, 기존 아파트매매가격에 비해 분양가가 상대적으로 비싸지자 초기분양률이 급격하게 하락한 것이다. 이로 인해, 아파트 미분양이 급증하면서 2023년 2월 기준 미분양 아파트는 7만 5,438호까지 증가하였으며, 이중 지방 비중은 66.8%로 나타났다.

전세에서 월세로 임대수요가 전환되기 시작하면서 전세 시장은 위축되고 월세 시장은 확장 국면을 지속하고 있다. 전세매매가격(전국, KB국민은행)은 2022년 2.5% 하락세로 반전된 이후 올해 초에도 하락세를 지속 중이다. 반면, 월세의 가격 상승률(수도권, 한국부동산원)은 2022년 연간으로 2.3% 상승하였으며, 올해 들어서도 이런 추세가 이어지고 있다. 또한, 전월세 거래량이 증가하는 가운데 월세 거래량 비중이 급격히 증가하기 시작하면서 작년 4월 이후 50%를 상회하고 있다.

##### ■ 부동산 경기 상하방 요인 점검

###### ① 상방요인

(주택가격 고평가 완화) 주택가격의 고평가가 빠르게 조정되어 잠재수요가 확대되고 있는 것으로 보인다. 주택가격의 고평가 여부를 가늠하기 위해 IMF(2018)의 방법

을 적용한 주택가격 고평가 정도 지수 (Z-score index)를 산출하였다. Z-score index 산출을 위해 주택가격소득비율(Price Income Ratio, PIR), 주택가격임대료비율 (Price-Rent Ratio, PRR), 주택관련 대출금리를 활용하였으며 PIR과 PRR이 높고 금리가 낮으면 주택가격이 고평가될 수 있다는 점에 착안해 각 지표를 표준화(기간중 평균=0, 표준편차=1)한 후 세 지표의 평균값을 계산하였다. 국내자료를 이용해 주택가격 고평가 지수(Z-score Index)를 산출한 결과, Z-score index는 2022년 4분기 0.3p를 기록(0보다 크면 고평가)하면서 고평가 국면에 있으나, 코로나19 이전(2019년 2분기, 0.5p) 대비 낮은 수준을 기록하면서 고평가 수준이 조정되고 있는 것으로 나타났다. 특히, OECD 자료를 이용해 주택가격 Z-Score index의 장기 추이를 살펴봐도, 현재 주택가격의 고점 인식은 과거에 비해 빠르게 조정받고 있는 것으로 나타났다.

< 주택가격 고평가 지수 (Z-Score Index) 장기 추이 >



자료 : OECD "Housing prices", 한국은행, 현대경제연구원.  
 주1. 1996.1분기~2022.4분기의 PIR, PRR, 가계대출금리(역수)를 표준화한 이후 시점별 평균값 계산  
 주2. 0보다 크면 '고평가', 낮으면 '저평가'.

**(부동산 규제완화 정책) 정부의 적극적인 규제 완화 조치가 부동산 경기의 하방 압력을 완화시키는 요인으로 작용하고 있다.** 현 정부는 다주택자에 대한 양도소득세 한시적 유예를 시작으로 부동산 대출 규제를 빠르게 완화하였으며, 2023년 1월 3일에는 전국(강남 3구, 용산구 제외)의 규제지역을 해지하였다. 현 정부의 부동산 규제 완화 속도는 과거에 비해 빠르게 이루어지고 있어 주택경기의 급격한 침체를 완화시키고 있는 것으로 판단된다.

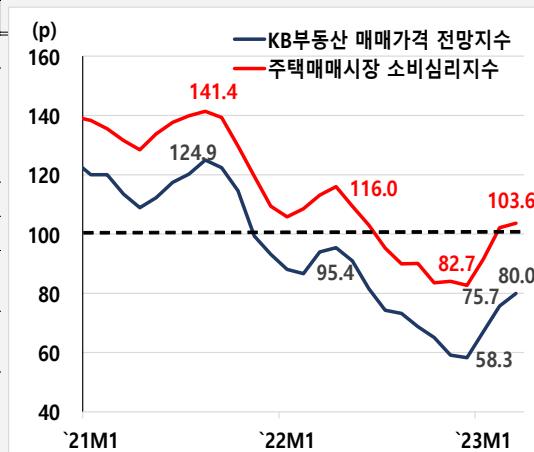
**(반등하고 있는 부동산 심리) 부동산 심리는 여전히 위축 국면에 있으나, 최근 최저점을 지나 반등하고 있다.** 작년 11월과 12월 주택 및 전세 시장의 심리를 나타내는 지수는 통계공포 이래로 가장 낮은 수치를 기록하였으나, 올해 초부터는 전반적으로 개선되고 있다. 향후 부동산 심리는 금리 인상 사이클 종료 및 정부의 부동산 규제 완화 기조 등을 고려했을 때 추세적으로 상승할 가능성이 높다.

< 정부의 규제 완화 대책 >

일자	정책 내용
'22년 5월	- 다주택자 양도소득세 중과 유예
'22년 6월	- 규제지역 주택담보대출 처분 기간 완화 및 전입의무 폐지 - 분양가상한제 거주 의무 완화 - 250만 호 주택공급 발표
'22년 7월	- 생애최초 주택구입자 LTV 완화
'22년 9월	- 5개 광역시 및 규제지역 해제
'22년 10월	- 중도금 대출 보증 12억 원까지 확대, 무주택자 LTV 50%로 단일화
'22년 12월	- 다주택자 취득세 중과 완화, 양도세 중과 배제, 대출 규제 완화
'23년 1월	- 규제지역과 분양가 상한제 폐지 - 전매 제한 완화와 분양가상한제 실거주 의무 폐지

자료 : 국토교통부 보도자료.

< 전국 주택시장 가격전망 및 소비심리지수 추이 >

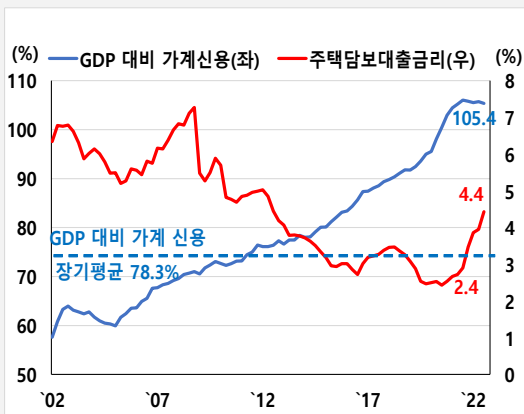


자료 : 국토교통부, KB국민은행.

② 하방요인

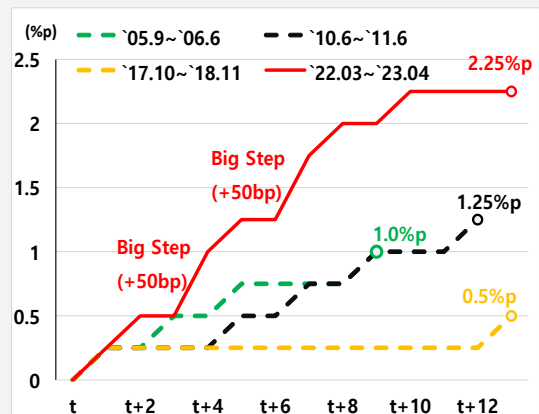
(금리 인상의 누적효과) 고금리에 따른 이자상환 부담으로 주택 수요가 위축되면서 부동산 경기의 하방 요인으로 작용하고 있다. 2022년 3분기 기준 GDP 대비 가계신용은 105.4%로 과거 20년 평균(78.3%)을 크게 상회면서, 가계의 금리 민감도가 과거에 비해 높아진 것으로 판단된다. 특히, 급격한 기준금리 인상은 가계의 금리 민감도가 높은 상황 속에서 주택·전세의 수요 위축의 주요 요인으로 작용한 것으로 보인다.

< GDP 대비 가계신용 및 주택담보대출금리 추이 >



자료 : 한국은행, 현대경제연구원.  
주 : 가계신용은 BIS 기준.

< 한국은행 기준금리 인상 시기 금리 인상 속도 비교 >



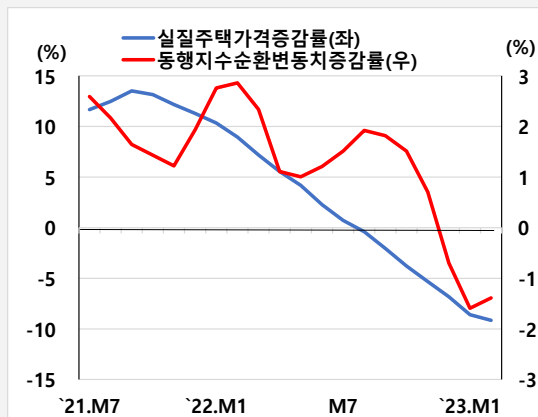
자료 : 한국은행, 현대경제연구원.  
주 : t는 각 한국금리인상 시기에 한국은행이 기준금리 인상을 시작한 시점.

(실물경기 침체가 주택경기 부진으로 전이) 실물경기의 침체로 주택경기가 위축되고 있다. 주택가격 상승기에는 실물경기과 주택가격은 탈동조화되는 것으로 나타나지만, 주택가격 하락기에는 동조화가 뚜렷한 것으로 보인다. 주택가격 상승기에는 가

격에 대한 추가 상승 기대감으로 주택에 대한 투자수요가 확대되면서 실물경기 둔화에도 주택가격은 상승세를 지속할 수 있다. 반면, 주택가격이 하락하고 있는 상황에서 실물경기마저 침체되면 가계의 소득이 감소하고 매수심리가 위축되면서 부동산 시장의 하방 압력이 가중된다. 최근 주택가격이 하락 국면에 진입하는 가운데, 고물가·고금리 충격으로 내수 위축이 본격화되면서 실질 주택매매가격(주택매매가격증감률과 소비자물가증감률 차이)은 감소세를 보이고 있다.

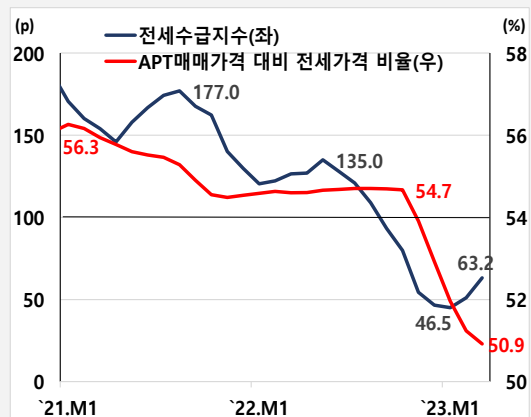
**(전세시장 위축) 전세가격 급락 역시 부동산 투자수요 감소 요인으로 작용하고 있는 것으로 평가된다.** 전세가격 하락은 주택 투자수요 감소와 이에 따른 가격상승 기대감 위축으로 이어지면서 주택매도물량을 증가시킬 수 있다. 특히, 갭투자 입장에서는 전세가격이 주택매매 가격에 비해 크게 하락하면 주택 구입을 위한 추가 자금 때문에 주택 투자 및 매매 수요를 감소시킨다. 최근 전세시장은 금리 인상 여파와 전세사기 등의 이슈로 크게 위축되면서 전세가격이 급락해 아파트 매매가격 대비 전세가격 비율도 하락하면서 주택 투자수요가 감소하고 있는 것으로 평가된다.

< 동행지수순환변동치 증감률과 실질주택매매가격 증감률 추이 >



자료 : KB국민은행, 통계청, 현대경제연구원.  
주 : 실질주택매매가격은 주택매매가격 증감률과 소비자상승률의 차이.

< 서울 아파트 매매가격대비 전세가격 비율 및 전세수급지수 >

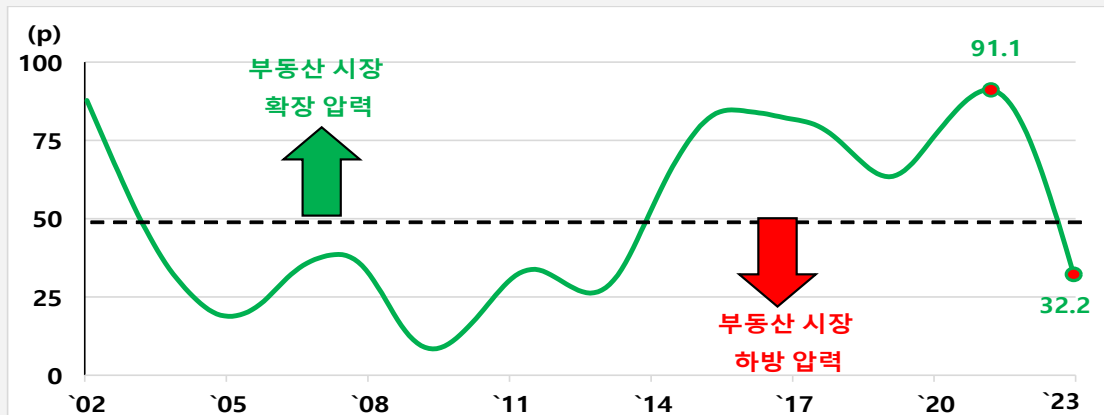


자료 : KB국민은행.  
주 : 전세수급지수는 100미만시 초과공급.

■ 부동산 경기 판단 및 향후 전망

**(현 부동산 경기 판단)** 현재 부동산 경기의 하방 압력이 높으나, 완화되고 있는 고금리 기조와 주택가격의 하방경직성으로 경착륙 가능성은 제한적인 것으로 판단된다. 부동산 경기의 향방을 점검하기 위해 거시경제, 주택공급 및 수요, 금융 등의 변수를 이용해 부동산시장압력지수(Real Estate Market Pressure Index)를 산출하였다. 부동산시장압력지수가 상승하면 부동산 시장의 확장, 하락하면 시장의 하방 압력이 높아지는 것을 의미한다. 산출결과, 부동산시장압력지수는 2021년 하반기 이후 하락세가 이어지고 있으며, 2023년 2월에는 32.2p를 기록해 기준선(50p)을 하회하고 있는 것으로 나타났다.

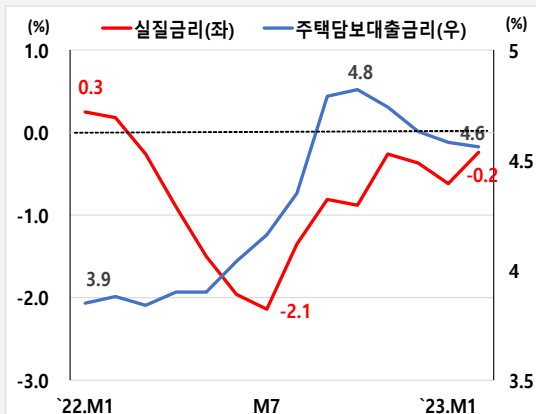
< 부동산시장 압력지수 추이 >



자료 : 현대경제연구원.  
 주 : 장기평균인 50p를 상회하면 부동산 시장 확장 압력, 50p를 하회하면 하방 압력이 확대.

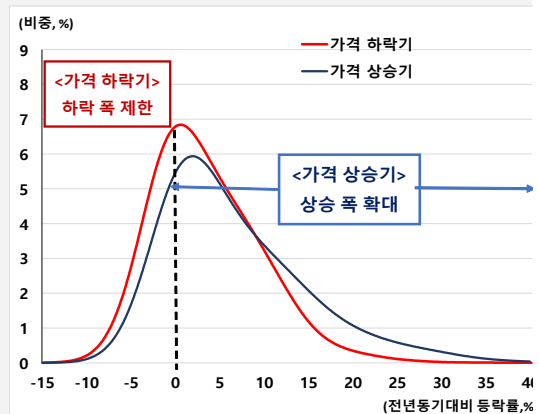
한편, 실질금리(주택담보대출금리와 소비자물가상승률의 차이)가 마이너스(-)로 전환되는 등 시장 금리가 고점 형성 이후 하락하고 있어 부동산 경기의 하방 압력은 점차 완화될 것으로 판단된다. 또한, 가격 하락기에는 일정 수준 이상 가격이 하락하면 주택보유자가 거래를 통한 손해를 기피해 매도를 유보하는 반면, 실수요자들의 매수 수요가 발생하면서 가격의 급락이 제한된다. 이러한 국내 주택가격의 하방 경직적인 특성으로 주택가격은 단기간 일정 수준 하락하고 하반기에는 보합권을 유지할 가능성이 상존한다.

< 실질금리와 주택담보대출금리 추이 >



자료 : KB국민은행, 현대경제연구원, 한국은행.  
 주 : 실질금리는 주택담보대출금리와 소비자물가상승률의 차이.

< 주택가격 상승/하락기 가격변동을 분포 >

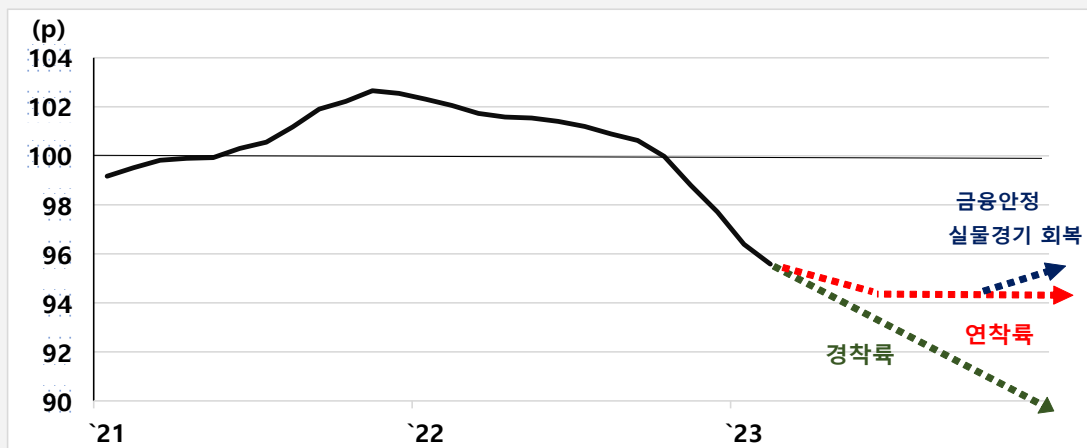


자료 : KB국민은행, 현대경제연구원.  
 주 : 상승기는 2006, 2011, 2020, 2021년  
 하락기는 2012, 2019, 2022년.

**(부동산 경기 전망) 부동산 경기는 향후 ‘L’ 자형의 연착륙 형태가 나타날 가능성이 높으며, 실물경기 회복에 따른 실수요 충족 시 연말 반등 가능성도 상존한다.** 부동산 PF부실 위험이 상존하는 가운데 글로벌 은행 위기가 심화될 경우 국내 일부 취약 금융기관에 대한 신용 경계감이 확대되면서, 부동산 경기의 하방 압력으로 작

용할 것으로 보인다. 또한, 실물경기는 상반기에 내외수 부진으로 하방 압력이 높으나, 하반기에는 중국의 리오프닝, 고금리 사이클 완화 등으로 회복 국면에 진입할 가능성이 높으며, 실물 경기 회복 강도에 따라 연내 부동산 경기 반등 여부가 결정될 것으로 보인다. 부동산 경기는 주택가격이 일정 수준 하락한 이후 보합권을 유지하는 'L' 자형의 부동산 경기 추세가 나타날 것으로 보인다. 또한, 금융안정과 실물경기 회복 수준에 따라 연말 경기 반등 가능성 병존한다. 다만, 실물경기 부진이 지속되고 금융불안정 심화 시 경착륙 시나리오도 배제할 수 없을 것으로 판단된다.

### < 시나리오별 부동산 경기 향방 >



자료 : KB국민은행, 현대경제연구원.

주 : HP필터를 통해 주택매매가격 종합지수를 추세를 제거한 이후 100p로 표준화.

#### ■ 시사점

국내 부동산 경기는 현재로서는 연착륙 가능성이 높으나, 상존해 있는 리스크 요인이 심화될 경우 경착륙 가능성도 배제할 수 없어 금융안정 및 실물경기 부양과 더불어 부동산PF 부실 관리 및 전세시장 안정 등의 정책대응을 통해 부동산 경기의 연착륙을 유도해야 한다. 첫째, 부동산 경기는 연착륙 가능성이 높으나, 하방 리스크 심화 시 경착륙 가능성도 배제할 수 없어 정책대응을 통해 부동산 경기의 연착륙을 유도하는 것이 중요하다. 둘째, 부동산 경기는 실물경기의 회복 수준에 따라 연말 반등 여부가 결정될 것으로 보여 실물경기 회복을 위한 정책적인 노력이 지속되어야 한다. 셋째, 금융시장의 불안정성 확대가 부동산 경기의 위축요인으로 작용할 가능성이 높아 금융안정을 위한 지속적인 모니터링과 선제적인 조치가 필요하다. 넷째, 부동산 PF 부실이 시스템 리스크로 확산되지 않기 위해 정책수단을 확보해 대응하는 것이 필요하다. 다섯째, 전세시장 위축에 따르는 전세보증금 미반환 리스크가 확대될 우려가 있어 전세가율이 높은 지역에 대한 모니터링과 세입자 보호를 위한 제도적인 개선을 지속함과 동시에 전세사기 범죄를 근절하기 위한 정책적인 노력이 병행되어야 한다.



## 1. 개요

○ 최근 국내 부동산 시장은 주택매매 및 전세가격의 하락세가 둔화되는 가운데, 가계의 금리 수준 전망이 낮아지고 주택가격 전망은 상승하는 등 부동산 경기에 대한 낙관론 대두

- 아파트 및 전세 매매가격의 하락률은 올해 1월 이후 둔화되는 추세<sup>1)</sup>

- 전국 아파트 매매가격 증감률(KB국민은행, 전주대비)은 작년 6월 이후 하락세로 전환되기 시작하였으며, 11월과 12월의 하락 폭이 매우 컸음
- 그러나, 아파트 매매가격은 여전히 하락세이나 등락률은 완만하게 둔화
- 특히, 올해 3월 이후 전세 매매가격의 하락률이 급감

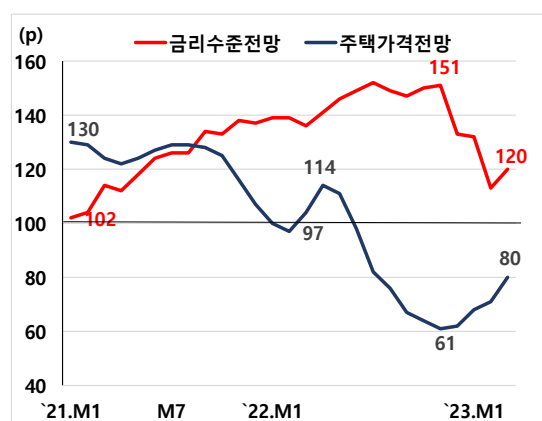
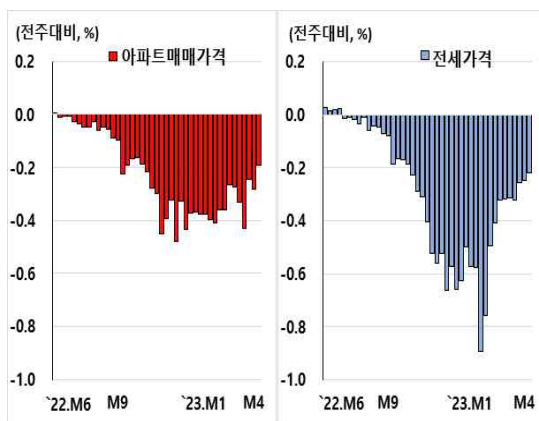
- 가계의 금리 수준 전망이 낮아지고 주택가격 전망도 반등하기 시작하면서 부동산 경기에 대한 낙관론 대두

- 가계의 1년 후 금리전망을 나타내는 금리 수준 전망 CSI는 작년 11월을 고점으로 완화되기 시작
- 주택가격전망 CSI도 작년 11월 최저점을 기록한 이후 상승세로 전환

○ 이에 따라 본 보고서에서는 부동산 경기 동향과 상·하방 요인을 점검하고 시사점을 제시하고자 함

< 아파트매매 및 전세가격지수 증감률 >

< 금리수준 및 주택가격 전망 CSI >



자료 : KB국민은행.  
주 : 전국 기준.

자료 : 한국은행.  
주 : 1년 후 전망을 의미.

1) 본고에서 사용하는 부동산 가격 변수 자료는 주로 시계열 자료 가용 기간이 가장 긴 'KB국민은행'의 부동산 통계 자료를 사용. KB국민은행 통계는 부동산 중개업소 기반의 가격 데이터를 기준으로 작성되며, 타자료(한국부동산원, 주택가격 실거래가)에 비해 변동성이 낮은 것으로 알려져 있음.

## 2. 최근 부동산 경기 동향

### ○ 주택매매 가격과 거래량은 작년 하반기 이후 급격한 하락세로 전환

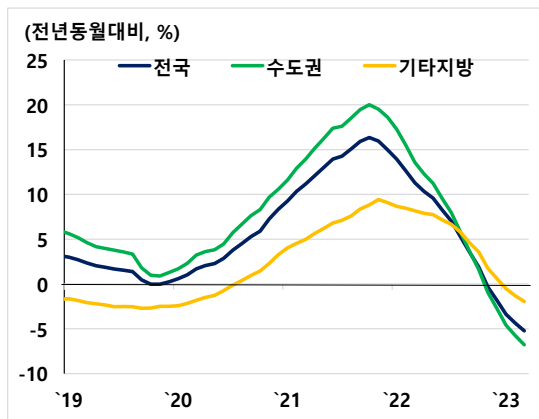
- 주택매매 가격은 코로나19 위기 이후 급등하였으나, 작년 하반기 이후 급격한 하락세로 전환

- 주택매매가격(전국, KB국민은행)은 코로나19 위기 이후 2020년 연간 8.3% 상승, 2021년에는 15.0% 상승
- 그러나, 2022년 주택매매가격은 하반기 이후 하락세로 급격히 반전되기 시작하면서 연간 1.8% 하락
- 올해 초에도 주택매매가격의 하락세는 지속되고 있는 상황
  - ※ 주택매매가격(전국, y.o.y): '23년 1월  $\Delta$ 3.4%, 2월  $\Delta$ 4.4%, 3월  $\Delta$ 5.2%

- 주택매매 거래량도 작년 하반기 이후 급감하면서, 장기평균을 큰 폭으로 하회

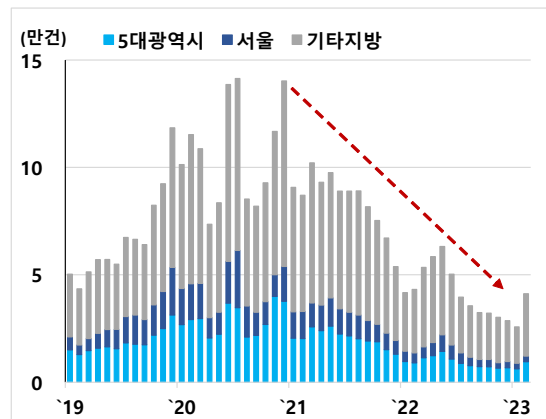
- 2022년 주택매매 거래량(전국, 한국부동산원)은 50.9만 건으로 2021년 101.5만 건 대비 절반 가까이 하락
- 특히, 2022년 12월과 2023년 1월 전국 주택매매 거래량은 3만 건을 하회하면서, 장기평균(2006년~2022년)인 7.7만 건을 큰 폭으로 하회
- 한편, 2023년 2월 주택매매 거래량은 전월대비 59.9% 증가한 4.1만 건을 기록하였으며, 이는 정부의 1.3 대책과 특례보증자리론에 기인한 것으로 판단

< 주택매매가격 추이 >



자료 : KB국민은행.

< 주택매매 거래량 추이 >

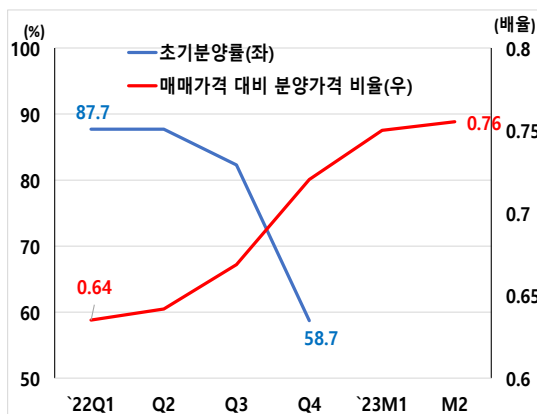


자료 : 한국부동산원.

○ 미분양은 분양가가 상승하면서 지방을 중심으로 급격하게 증가

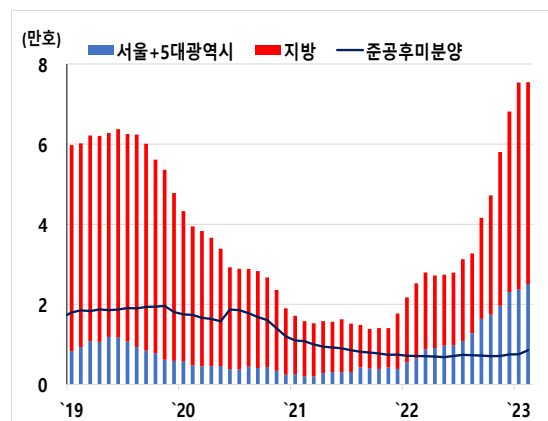
- 아파트매매가격은 하락하는 반면 분양가격은 상승하면서, 초기분양률은 급감
  - 전국 아파트매매가격(평균, KB국민은행)은 하락세를 기록하고 있는 반면, 평균 분양가(평균, HUG)는 상승
    - ※ m<sup>2</sup> 당 아파트매매가격 (전국, y.o.y): '22년 4분기 △1.7%, '23년 1월 △5.2%  
2월 △7.7%, 3월 △9.4%
    - ※ m<sup>2</sup> 당 분양가격 (전국, y.o.y): '22년 4분기 9.5%, '23년 1월 10.9% 2월 9.0%
  - 과거에 비해 분양가가 아파트매매가격에 비해 비싸지기 시작하자, 초기분양률이 급격하게 하락
- 미분양은 지방을 중심으로 급증하고 있으나, 준공 후 미분양은 장기 평균 하회
  - 2023년 2월 미분양 아파트는 7만 5,438호를 기록하면서, 정부의 위험신호 기준선인 6만 2,000호를 상회2)
  - 2023년 2월 미분양의 지방 비중은 66.8% 지방을 중심으로 급증하기 시작
  - 다만, 악성 미분양이라 평가되는 준공 후 미분양은 증가 추세를 기록하고 있으나, 8천호 중반 수준을 유지하며 장기평균(2006년 1월~2023년 2월) 2만 2천호를 하회

< 아파트매매가격 대비 분양가격 비율 및 초기분양률 추이 >



자료 : 주택도시보증공사, KB국민은행.  
주 : m<sup>2</sup> 평균 아파트매매가격 대비 평균 분양가격 비율.

< 미분양 추이 >



자료 : 국토교통부.

2) 한편, 정부(2023.3.21)는 최근 올해 미분양을 10만호까지 증가할 것으로 예측하고 있으나, 현재까지 위기 수준은 아니라고 언급.

○ 전세에서 월세로 수요가 전환되기 시작하면서 전세 시장은 위축되고 월세 시장은 확장 국면 지속

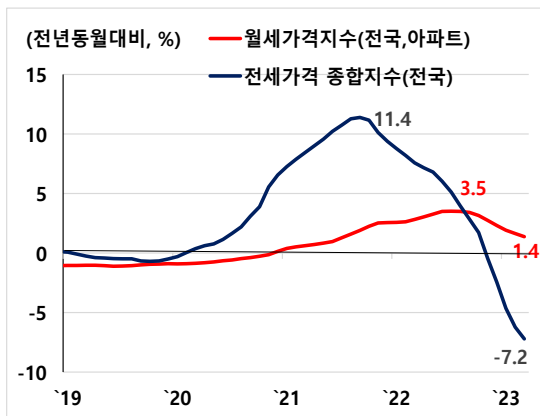
- 전세매매가격은 작년 하반기 이후 급격한 하락세를 나타내고 있으나, 월세가 가격은 상승세를 기록

- 전세매매가격(전국, KB국민은행)은 연간으로 2020년에는 6.5%, 2021년 9.4% 상승하였으나, 2022년에는 2.5% 하락세로 반전
- 올해 초에도 전세매매가격은 하락세를 지속하고 있는 상황
  - ※ 전세종합매매가격(전국, m.o.m): '23년 1월  $\Delta$ 2.0%, 2월  $\Delta$ 1.5%, 3월  $\Delta$ 0.9%
- 반면, 아파트 기준 월세가격 상승률(전국, 한국부동산원)은 2022년 연간으로 2.3% 기록하였으며, 올해 초에도 상승세를 지속

- 전월세 거래량이 증가하는 가운데, 월세 거래량 비중이 급격히 확대되기 시작하면서 작년 4월 이후 50%를 상회

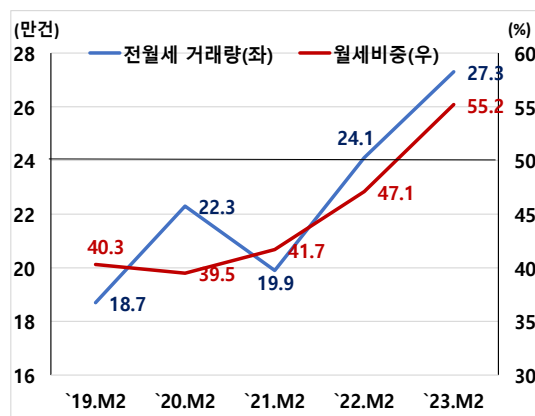
- 2019년 이후 전월세 거래량은 지속적으로 증가하기 시작하면서, 2023년 2월 27.3만건으로 전월대비로는 27.0%, 전년동월대비 13.2% 증가
- 이 중 월세 거래량 비중이 확대되기 시작하면서 2022년 4월 이후 50%를 지속적으로 상회하고 있는 상황
  - ※ 월세 거래량 비중(국토교통부): '22년 11월 52.2%, 12월 54.4%, '23년 1월 54.6%, 2월 55.2%

< 전월세가격지수 증감률 추이 >



자료 : KB국민은행, 한국부동산원.

< 전월세 거래량 및 월세비중 추이 >



자료 : 국토교통부.

주 : 매년 2월 기준.

### 3. 부동산 상하방 요인 점검

#### ① 상방요인

○ (부동산 규제완화 정책) 정부의 적극적인 규제 완화 조치가 부동산 경기의 하방 압력을 일정 부분 완화시키는 요인으로 작용

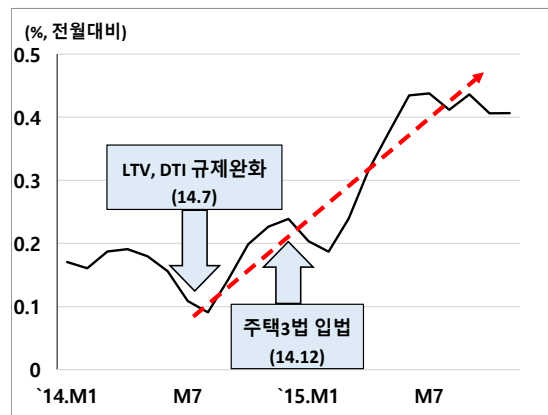
- 현 정부는 부동산 경기 부양을 위한 규제 완화 조치를 지속적으로 단행
  - 정부는 작년 5월 다주택자의 양도소득세에 대한 한시적 유예 조치를 발표한 이후 부동산 대출 규제를 빠르게 완화하기 시작
  - 2023년 1월 3일에는 전국(강남 3구, 용산구 제외)의 규제지역이 해지되면서, 주택담보대출비율(LTV)이 70%로 완화되고, 세채 및 전매제한 등 다수의 규제에서도 벗어나게 됨
- 현 정부의 규제 완화가 과거에 비해 빠르게 진행되고 있어 주택경기의 급격한 침체를 일정 부분 완화시키고 있는 것으로 판단
  - 박근혜 정부 시기에는 부동산 경기가 침체 국면에 있을 때 규제 완화(2014.7월, LTV·DTI 규제 완화)를 단행해 부동산 경기가 반등
  - 현 정부의 부동산 완화 정책도 부동산 경기가 침체하고 있는 상황에서 경기의 급락을 제한하는 요인으로 작용하고 있는 것으로 판단
  - 특히, 현 정부의 부동산 규제 완화는 과거 이명박(2008~2013), 박근혜(2013~2017) 정부에 비해 빠르게 진행 중

#### < 정부의 규제 완화 대책 >

일자	정책 내용
'22년 5월	- 다주택자 양도소득세 중과 유예
'22년 6월	- 규제지역 주택담보대출 처분 기간 완화 및 전입의무 폐지 - 분양가상한제 거주 의무 완화 - 250만 호 주택공급 발표
'22년 7월	- 생애최초 주택구입자 LTV 완화
'22년 9월	- 5개 광역시 및 규제지역 해제
'22년 10월	- 중도금 대출 보증 확대, 무주택자 LTV 50%로 단일화
'22년 12월	- 다주택자 취득세 중과 완화, 양도세 중과 배제, 대출 규제 완화
'23년 1월	- 규제지역과 분양가 상한제 폐지 - 전매 제한 완화와 분양가상한제 실거주 의무 폐지

자료: 국토교통부 보도자료 취합.

#### < 박근혜 정부 시기 규제완화 정책과 전국 주택매매가격 추이 >

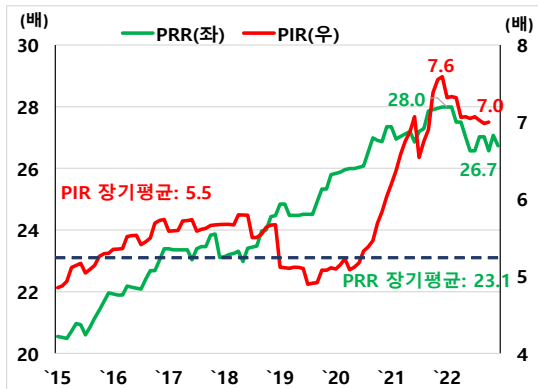


자료: 국토교통부 보도자료, KB국민은행.

○ (주택가격 고평가 완화) 주택가격의 고평가가 빠르게 조정되어 잠재수요 확대

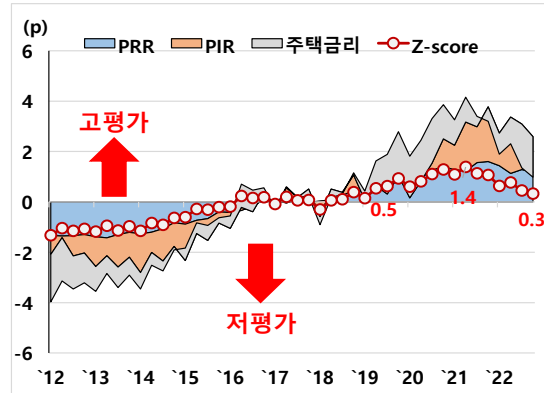
- 주택가격의 고평가 수준이 조정되면서 코로나19 이전 대비 낮은 수준 기록
  - 임차료 대비 주택가격(Price-Rent Ratio, PRR)과 소득 대비 주택가격(Price Income Ratio, PIR)은 장기평균을 상회하고 있으나, 2021년 말을 정점으로 하락세
  - 또한, 주택가격의 고평가 수준을 종합적으로 나타내는 주택가격 고평가 지수(Z-score Index)의 단기 추이를 산출해본 결과, 2022년 4분기 0.3p를 기록하며 코로나19 이전(2019년 2분기, 0.5p) 대비 낮은 수준을 기록<sup>3)</sup>

< 전국 임차료대비 주택가격(PRR) 및 소득대비 주택가격(PIR) 추이 >



자료 : KB국민은행, 한국부동산원  
 주 : PRR은 매매가격대비 전세비율, 전월세전환율 이용해서 산출.

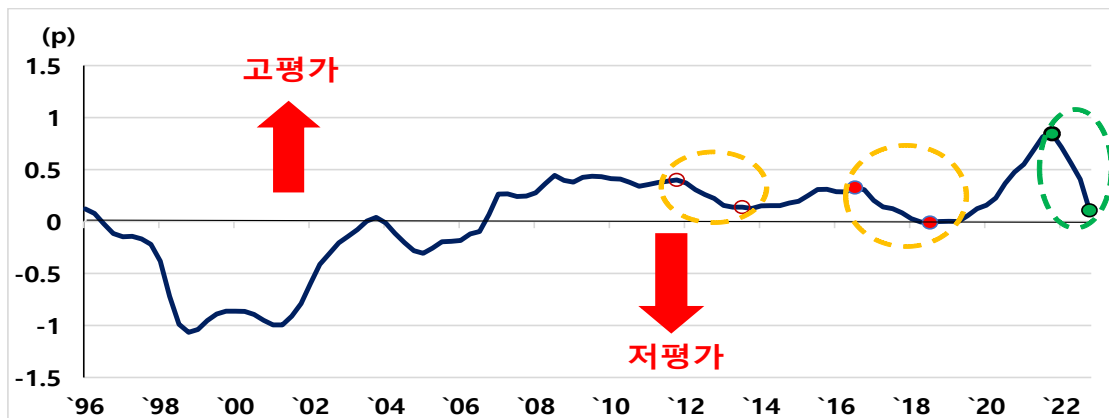
< 주택가격 단기 Z-score index 및 세부항목 추이 >



자료 : KB국민은행, 한국은행, 현대경제연구원.  
 주 : 0보다 크면 '고평가', 낮으면 '저평가'.

- OECD 자료를 이용해 주택가격 Z-Score Index의 장기 추이를 살펴봐도, 현재 주택가격의 고평가 인식은 과거에 비해 빠르게 조정받고 있는 것으로 나타남

< 주택가격 Z-Score Index 장기 추이 >



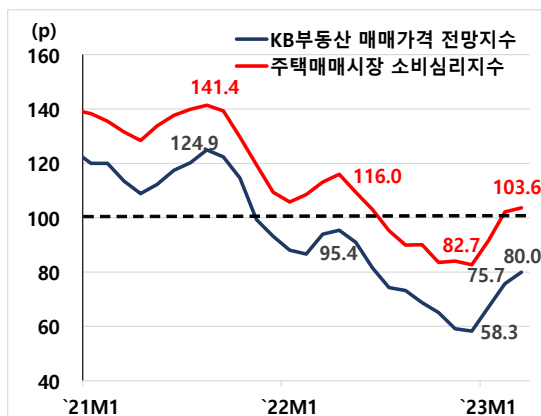
자료 : OECD "Housing prices", 한국은행, 현대경제연구원.  
 주 : 1996.1분기~2022.4분기의 PIR, PRR, 가계대출금리(역수)를 표준화한 이후 시점별 평균값 계산.

3) 산출방법과 사용변수는 “<참고> 주택가격 고평가 정도 지수(Z-score Index) 산출 방법”을 참조.

○ (반등하고 있는 부동산 심리) 부동산 심리는 여전히 위축 국면에 있으나, 최근 최저점을 지나 반등

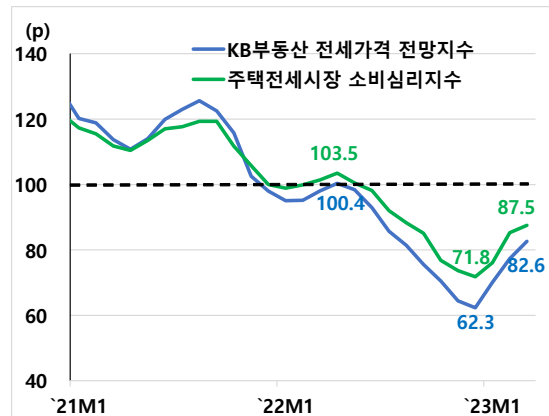
- 주택 및 전세 시장의 심리는 작년 말 통계공표 이후 최저점을 기록하였으나, 올해 1월부터 반등하기 시작
  - 작년 11월과 12월 주택 및 전세 시장의 심리를 나타내는 지수는 통계공표 이래로 가장 낮은 수치를 기록
  - 다만, 작년 말 최저점 기록 이후 올해 들어서부터 부동산 심리지수가 전반적으로 반등하는 추세
  - 특히, 국토교통부의 주택매매시장 소비심리지수는 올해 3월 103.6p를 기록하며 기준치(100p)를 상회하여 보합권에 진입
  
- 부동산 심리는 전반적으로 위축 국면에 있지만, 고금리 사이클 완화 및 정부의 부동산 규제 완화기조를 고려했을 때 회복세를 지속할 가능성
  - 부동산 시장 심리지수는 기준선인 100p를 하회하는 경우가 존재해 아직까지 시장의 심리는 위축 국면에 있는 것으로 나타남
  - 다만, 작년 말의 소비심리 지표가 통계집계 이래 최저점이었던 점을 감안하면, 소비심리는 향후 반등세를 유지할 것으로 판단
  - 특히, 부동산 심리는 향후 금리인상 사이클 종료 및 정부의 부동산 규제 완화기조 등을 고려했을 때 추세적으로 상승할 가능성

< 전국 주택시장 가격전망 및 소비심리지수 >



자료: 국토교통부, KB국민은행.

< 전국 전세시장 가격전망 및 소비심리지수 >



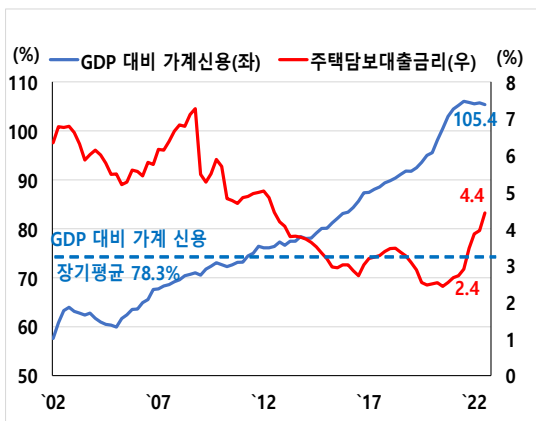
자료: 국토교통부, KB국민은행

② 하방요인

○ (금리 인상의 누적효과) 고금리에 따른 이자상환 부담으로 주택 수요가 위축되면서 부동산 경기의 하방 요인으로 작용

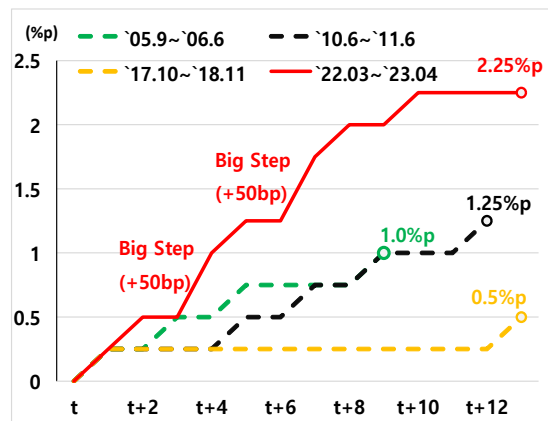
- 가계의 금리 민감도는 누증된 가계부채로 과거보다 높은 것으로 판단
  - 2022년 3분기 기준 GDP 대비 가계신용은 105.4%로 과거 20년 평균(78.3%)을 크게 상회하고 있는 것으로 나타남
  - GDP 대비 가계부채 수준이 과거 대비 매우 높아진 상황이기 때문에 가계의 금리 민감도가 높아진 것으로 평가
- 과거 대비 급격한 기준금리 인상은 가계의 금리 민감도가 높은 상황 속에서 주택 및 전세 수요에 대한 주요 위축요인으로 작용4)
  - 작년 하반기 이후 단행된 기준금리 인상 속도는 과거 기준금리 인상기 대비 매우 빠른 것으로 평가
  - 기준금리의 급격한 인상으로 가계의 이자상환 비용이 급증하면서 주택 매수심리 및 실수요·투자수요가 빠르게 위축

< GDP 대비 가계신용 및 주택담보대출금리 추이 >



자료 : 한국은행, 현대경제연구원.  
주 : 가계신용은 BIS 기준.

< 한국은행 기준금리 인상 시기 금리 인상 속도 비교 >



자료 : 한국은행, 현대경제연구원.  
주 : t는 각 한국금리인상 시기에 한국은행이 기준금리 인상을 시작한 시점.

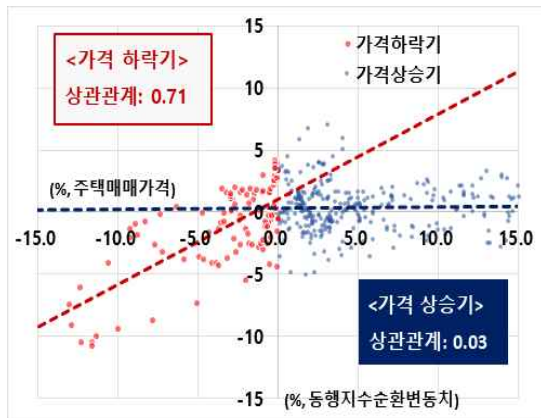
4) 대부분의 국내 연구(송인호, 2015; 이근영, 2016; 최윤영 외, 2017; 허종만·이용수, 2019; 정확영, 2022; 김대용 외, 2022)에 의하면, 금리상승 시 주택가격이 하락하는 것으로 나타남. 단, 주택가격은 금리 외에 다양한 요인에 영향을 받기 때문에 금리상승 시 경제적 여건에 따라 주택가격의 변동 폭도 다르게 나타날 수 있음.



○ (실물경기 침체가 주택경기 부진으로 전이) 주택가격 하락기 실물경기의 침체로 주택가격이 급락

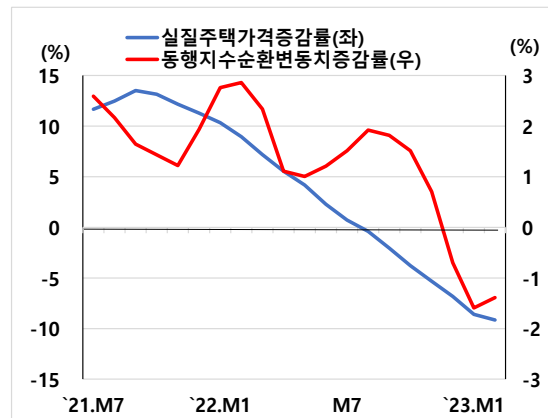
- 주택가격 하락기에는 실물경기의 침체가 주택경기의 부진에 큰 영향
  - 주택가격 상승기에는 실물경기과 주택가격은 탈동조화되는 것으로 나타나지만, 주택가격 하락기에는 동조화가 뚜렷
  - 주택매매가격과 동행지수순환변동치 증감률(전년동월대비)과의 관계를 주택가격 상승기와 하락기로 구분했을 때, 상승기에 두 변수 간의 상관관계수는 0.03으로 매우 낮으나, 하락기에는 0.71로 높은 상관관계 나타남
  - 이는 가격 상승기에 가격의 추가 상승에 대한 기대감으로 주택에 대한 투자 수요가 증가하면서 실물경기 둔화에도 가격은 추세적 상승 유지할 가능성
  - 반면, 주택가격이 하락하고 있는 상황에서 실물경기마저 침체되면 가계의 소득이 감소하고 매수심리가 위축되면서 부동산 시장의 하방 압력 가중
- 최근 내수·외수 부문의 부진으로 국내 실물경기 하강 속도가 가팔라지면서, 주택가격의 하방 압력으로 작용하고 있는 것으로 평가
  - 고물가·고금리 충격으로 내수위축이 본격화되고, 글로벌 경기 둔화로 외수 부문의 부진이 이어지면서 국내 경기의 하강 속도가 가속화
  - 주택가격이 하락 국면에 진입하는 가운데, 내수 부문의 위축으로 실질 주택매매가격(주택매매가격증감률과 소비자물가증감률 차이)은 감소세로 전환

< 가격 상승기/하락기 주택매매가격과 동행지수순환변동치 관계 >



자료 : KB국민은행, 통계청, 현대경제연구원.  
 주1. 1987년 1월~2022년 2월 자료  
 주2. 전년동월대비 기준.

< 동행지수순환변동치 증감률과 실질 주택매매가격 증감률 추이 >

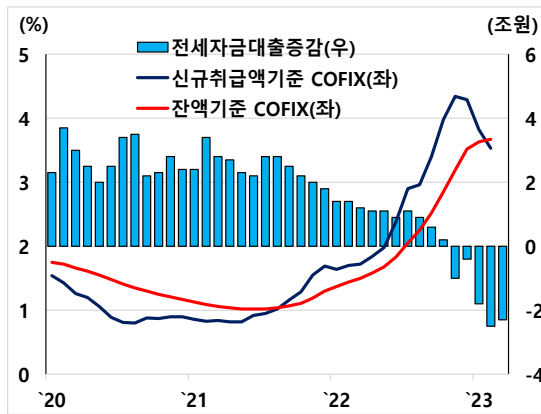


자료 : KB국민은행, 통계청, 현대경제연구원.  
 주 : 실질주택매매가격은 주택매매가격 증감률과 소비자물가증감률의 차이.

○ (전세시장 위축) 전세가격의 급락으로 부동산 투자수요 감소

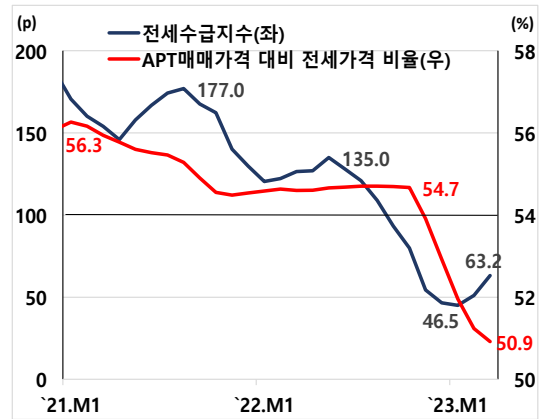
- 전세가격의 하락은 부동산에 대한 투자수요 감소로 이어짐
  - 국내 주택 투자는 갭투자(전세자금을 활용한 주택 매입)를 통해서 이루어짐
  - 전세가격 하락은 주택 투자수요 감소와 이에 따른 가격상승 기대감 위축으로 이어지면서 주택매도물량이 증가
  - 특히, 갭투자를 하는 입장에서 전세가격이 주택매매가격에 비해 크게 하락(주택매매 가격 대비 전세가격 비율 하락)하면 주택매매를 위한 추가 자금 때문에 주택 투자·매매 수요가 감소<sup>5)</sup>
- 최근 전세시장은 금리 인상 여파와 전세사기 등의 이슈로 크게 위축되면서 부동산 투자수요가 감소
  - 고금리 여파로 가계의 전세대출 부담이 가중되어 전세수요가 위축되면서 초과공급이 나타나 전세수급지수(100미만이면 초과공급)가 큰 폭으로 하락
  - 또한, 작년 하반기부터 문제가 되었던 전세사기 이슈로 전세시장의 혼란이 가중되면서 월세 선호현상이 나타나 전세수요 위축이 심화<sup>6)</sup>
  - 이로 인해 전세가격이 크게 급락해 아파트 매매가격 대비 전세가격 비율이 하락하면서 주택에 대한 투자수요가 감소

< 전세자금대출증감 및 코픽스 금리 추이 >



자료 : 한국은행, 한국투자협회.  
주 : 신규취급액 기준.

< 서울 아파트 매매가격대비 전세가격 비율 및 전세수급지수 >



자료 : KB국민은행.  
주 : 전세수급지수는 100미만시 초과공급.

5) 예를 들어, 10억원 아파트를 투자목적으로 매수하는 경우 주택매매 가격 대비 전세가격 비율이 70%면 투자금은 추가로 3억원이 필요하지만, 50%로 감소하는 경우 투자자금은 5억원이 추가적으로 필요.  
6) HUG(주택도시보증공사)에 의하면, 2022년 전세금반환 보증사고 금액은 약 1조 1,731억원으로 전년 대비 2배 가량 상승.

#### 4. 부동산 경기 판단 및 향후 전망

○ (현 부동산 경기 판단) 여전히 부동산 경기의 하방 압력이 높으나, 완화되고 있는 고금리 기조와 주택가격의 하방경직성으로 경착륙 가능성은 제한적인 것으로 판단

##### - 부동산 경기의 향방을 살펴보기 위해 부동산시장압력지수 산출<sup>7)</sup>

- 부동산 경기의 향후 추세를 점검하기 위해 거시경제, 주택 공급 및 수요, 금융 등의 주요 변수를 이용해 부동산시장압력지수(Real Estate Market Pressure Index) 산출
- 부동산시장 압력지수가 상승하면 부동산시장의 확장, 하락하면 시장의 하방 압력이 확대되는 것을 의미
- 분석자료: 주택매수매도 우위지수, 동행지수순환변동치, M2 증가율, 미분양 주택수, 주택담보대출금리, 아파트매매가격 대비 전세가격 비율, 주택허가면적
- 2002.3월부터 2023.2월까지 각 변수를 표준화한 이후 평균을 계산하고, 100p로 지수화

##### - 부동산 경기의 상하방 요인을 종합한 결과, 여전히 부동산 경기의 하방 압력이 높은 것으로 나타남

- 부동산시장압력지수는 2021년 하반기 이후 추세적으로 하락을 지속
- 2023년 2월 32.2p로 기준선인 50p를 하회하고 있으며, 추세적인 하락을 지속

< 부동산시장압력지수 추이 >



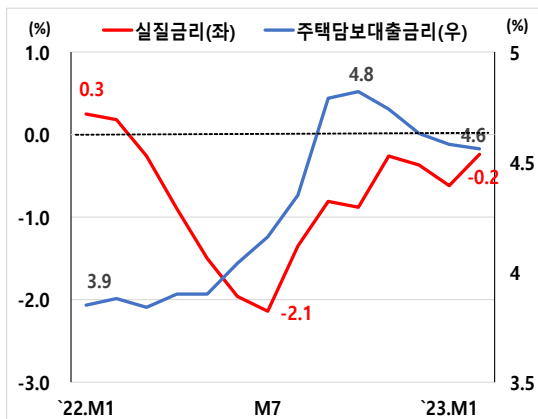
자료 : 현대경제연구원.

주 : 장기평균인 50p를 상회하면 부동산 시장 확장 압력, 50p를 하회하면 하방 압력이 확대.

7) 국토연구원 (2009), “부동산시장 선진화 시스템 구축 연구: 부동산시장 진단 및 전망 모형(K-REMAP)의 고도화와 활용도 제고 방안”을 참고해 부동산압력지수를 산출.

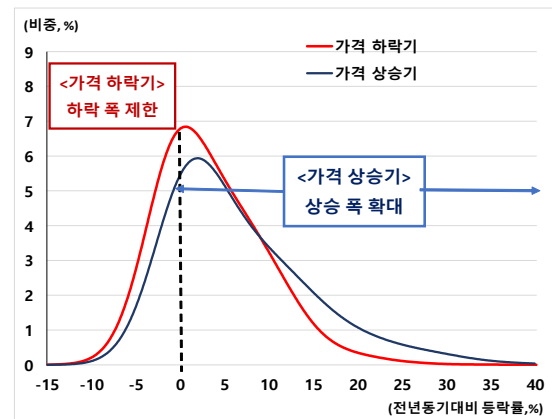
- 그러나, 실질금리는 마이너스(-)를 기록하고 있는 가운데, 시장 금리가 고점 형성 이후 하락하고 있어 부동산 경기의 하방 압력은 점차 완화될 것으로 판단
  - 여전히 시장 금리는 높은 수준이나, 실질금리가 마이너스(-) 영역에 있어 주택에 대한 잠재적인 수요는 유지될 가능성
  - 또한, 주택담보대출 금리가 작년 10월 고점을 기록한 이후 시장 금리는 하락세가 나타나고 있는 상황
  - 국내 통화정책 긴축기조도 완화되고 있어 가계의 금리부담은 완화되어 부동산 경기의 하방 압력이 점차 약해질 것으로 판단
- 또한, 국내 주택가격의 하방 경직적인 특성으로 주택가격은 단기간 일정 수준 하락하고 유지할 가능성 상존
  - 가격 상승기에는 가격의 추가 상승에 대한 기대감으로 투자수요가 확대되면서 주택매매 가격이 큰 폭으로 상승
  - 반면, 가격 하락기에 일정 수준 이상 가격이 하락하면 주택보유자가 거래를 통한 손해를 기피해 매도를 유보하는 반면, 실수요자들의 매수 수요가 발생하면서 가격의 급락이 제한되는 경향
- 현재 주택경기의 하방 압력이 높지만, 국내 주택가격의 하방경직적인 특징과 고금리 사이클의 완화로 부동산 경기의 경착륙 가능성은 제한적일 것으로 판단

< 실질금리와 주택담보대출금리 추이 >



자료 : KB국민은행, 현대경제연구원, 한국은행.  
 주 : 실질금리는 주택담보대출금리와 소비자물가상승률의 차이.

< 주택가격 상승/하락기 가격변동을 분포 >



자료 : KB국민은행, 현대경제연구원.  
 주1. 상승기는 2006, 2011, 2020, 2021년  
 하락기는 2012, 2019, 2022년.  
 주2. 커널밀도추정(Kernel Density Estimation) 방식을 이용해 분포 추정.

8) 주택가격 증감률은 하락률과 상승률이 좌우대칭인 정규분포 형태를 지니기보다는 특정 분포를 따르지 않는 모습을 보여, 본고에서는 특정 분포를 가정하지 않는 비모수 추정방식인 커널밀도추정을 사용.

○ (부동산 경기 전망) 부동산 경기는 향후 'L' 자형의 연착륙 형태가 나타날 가능성이 높으며, 실물경기 회복에 따른 실수요 충족 시 연말 반등 가능성도 상존

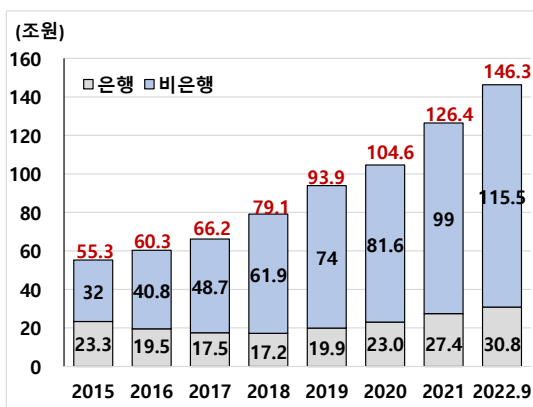
- 부동산 PF부실 위험이 상존하는 가운데 국내 금융시장 불안정성이 심화되면 부동산 경기의 회복을 제한하는 요인으로 작용

- 부동산 PF는 부실위험이 큰 비은행권 중심으로 급격히 증가하면서 부동산 경기의 리스크로 작용할 가능성
- 한편, 미국의 SVB 파산 사태 이후 발생하는 글로벌 은행 불안 확산이 현재까지 국내 금융시장 안정성에 미치는 직접적인 영향은 제한적
- 다만, 작년 이후 국내 금융 불안정성이 확대되고 있는 가운데 글로벌 은행 위기가 심화되는 경우 국내의 일부 취약 금융기관에 대한 신용 경계감이 확대되면서, 부동산 경기의 하방 압력으로 작용할 가능성

- 하반기 실물경기의 회복 수준이 부동산 경기 향방에 큰 영향을 줄 전망

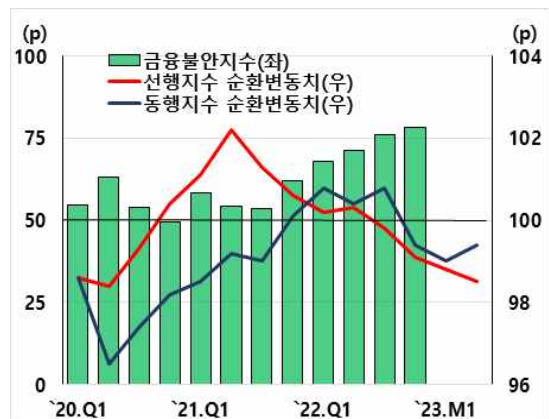
- 실물경기는 상반기에 내외수 부진으로 하방 압력이 높으나, 하반기에는 중국의 리오프닝, 고금리 사이클 완화 등으로 회복 국면에 진입할 가능성
- 실물경기가 회복되면 부동산 투자심리가 회복되고 가계의 주택 구매력 확대
- 하반기 국내 실물경기 회복 정도에 따라서 연내 국내 부동산 경기 반등 여부가 결정될 것으로 판단

< 부동산 PF 관련 익스포저 추이 >



자료: 한국은행.  
주: 비은행권은 여전사, 보험사, 증권사, 저축은행을 의미.

< 금융불안지수<sup>9)</sup> 및 선행/동행지수 순환변동치 추이 >



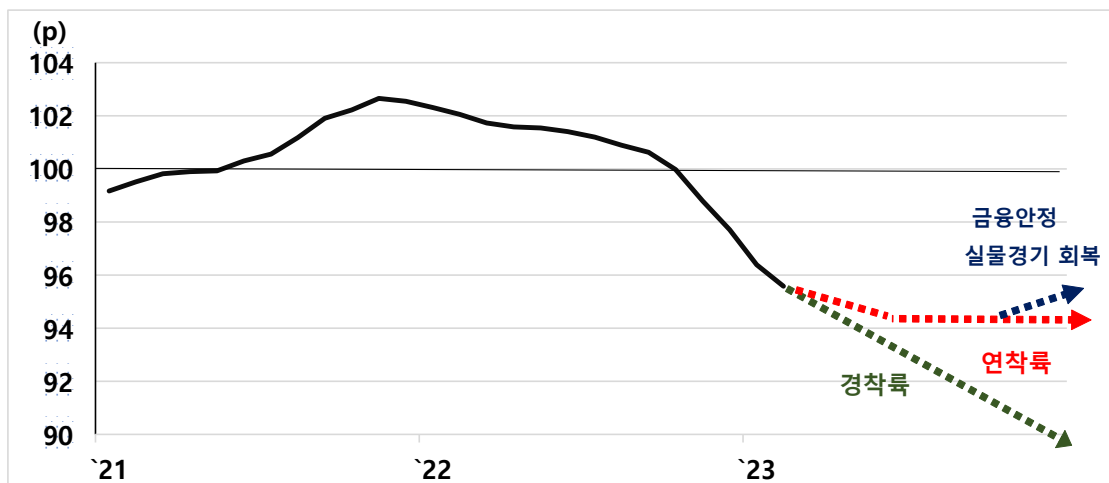
자료: 현대경제연구원, 통계청.  
주: 금융불안지수는 50p 기준.

9) 금융불안지수 산출 방법은 현대경제연구원 주평(2022.8, 22-09호) “금융불안정성, 장기균형선 넘고 있다!”를 참조.

- 향후 부동산 경기는 'L'자형의 연착륙 시나리오 가능성이 높으며, 금융안정과 실물경기 회복 수준에 따라 연말 경기 반등 가능성 병존

- 연착륙 시나리오는 주택가격이 일정 수준 하락한 이후 보합권을 유지하는 'L'자형의 부동산 경기 추세를 의미
- 경착륙 시나리오는 실물경기 침체 가속화로 주택가격이 지속적으로 하락하는 추세가 나타나는 것을 의미
- 현재까지 연착륙 시나리오 가능성이 높은 것으로 판단되며, 국내 금융시장의 안정성을 유지하는 가운데 실물경기의 회복 정도에 따라 연말 부동산 경기 반등 가능성 상존
- 한편, 실물경기의 위축과 금융불안정성이 심화되는 경우 경착륙 시나리오도 배제할 수 없을 것으로 판단

< 시나리오별 부동산 경기 향방 >



자료 : KB국민은행, 현대경제연구원.

주 : 주택매매가격 종합지수를 HP필터를 통해 추세를 제거한 이후 100p로 표준화.

#### 4. 시사점

- 국내 부동산 경기는 연착륙 가능성이 높으나, 상존해 있는 리스크 요인 심화 시 경착륙 가능성도 배제할 수 없어 금융안정 및 실물경기 부양과 더불어 부동산PF 부실 관리 및 전세시장 안정 등의 정책대응을 통해 부동산 경기의 연착륙을 유도해야 한다.

첫째, 부동산 경기는 연착륙 가능성이 높으나, 하방 리스크 심화시 경착륙 가능성도 배제할 수 없어 정책대응을 통해 부동산 경기의 연착륙을 유도해야 한다.

- 부동산 경기는 상반기에는 일정 수준 하락 후 하반기에는 보합권을 유지하는 연착륙 가능성이 높으나, 실물경기 침체 및 금융불안정성 심화 등 상존해 있는 부동산 경기의 하방 리스크 요인으로 경착륙 가능성도 배제할 수 없음
- 부동산 정책은 적절한 시점에 시행될수록 효과가 크기 때문에 부동산 경기 위축이 상대적으로 큰 올해 상반기에 집중적으로 시행하는 것이 필요
- 다만, 과도한 부동산 경기 부양정책은 신용시장 불균형 등 부작용을 일으킬 가능성도 존재해 거시건전성을 훼손하지 않는 합리적인 수준에서 정책을 실시하는 것이 주요

둘째, 부동산 경기는 실물경기의 회복 수준에 따라 연말 반등의 여건이 마련될 것으로 판단되어 실물경기 회복을 위한 정책적인 노력이 지속되어야 한다.

- 실물경기 회복의 강도가 커질수록 부동산 시장에 대한 투자심리가 회복되고 가계의 실질소득이 개선되어 부동산에 대한 구매력이 확대될 것으로 예상
- 따라서, 실물 경제정책의 무게중심을 '물가 안정'보다 '경기 안정'에 두어, 재정·통화정책을 경기 안정 기조로 전환하는 것이 필요

셋째, 금융시장의 불안정성 확대가 부동산 경기의 위축요인으로 작용할 가능성이 높아 금융안정을 위한 지속적인 모니터링과 선제적인 조치가 필요하다.

- 주요국 통화긴축 기조, SVB 및 CS 파산 등 대외여건에 영향으로 받아 국내 금융시장 불안정성이 확대되는 경우 부동산 경기에 대한 하방 압력이 심화

- 특히, PF대출 유동화를 매개로 부동산 시장과 금융시장 간 연계성이 높아졌기 때문에 국내 금융시장 침체는 부동산 경기 위축으로 전이될 가능성
- 글로벌 주요 은행에 잠재되어 있는 리스크와 국내 금융시장에 미칠 영향을 면밀히 점검하고, 주요 정책기관 간 공조를 강화해 선제적인 조치를 단행

**넷째, 부동산 PF 부실이 시스템 리스크로 확산되지 않기 위해 잠재적인 리스크 요인에 대한 선제적인 정책수단을 확보해 대응하는 것이 필요하다.**

- 부동산 PF는 아직까지 시스템 리스크로 평가하기는 어려우나, 부동산 경기 위축이 심해지면서 PF 사업장의 부실화 위험이 높아지고 있어 내재되어 있는 불안 요인에 대한 정책수단을 확보해두는 것이 필요
- PF 사업장의 부실이 PF시장 전반의 심리 위축으로 확산되지 않도록 시장과 정책당국 간의 커뮤니케이션에 유의해야 하며, 건설 부문 자금 조달 시장의 신용경색 문제를 완화하기 위해 중소 건설사에 대한 긴급 운영 자금 지원 및 PF 한도 확대 등의 방안을 마련하는 것이 필요

**다섯째, 전세보증금 미반환 리스크가 확대되고 있어 전세가율이 높은 지역에 대한 모니터링과 세입자 보호를 위한 제도적인 개선을 지속하는 가운데 전세사기 범죄를 근절하기 위한 정책적인 노력이 병행되어야 한다.**

- 주택시장의 위축으로 전세보증금의 미반환 리스크가 심화되면서 세입자의 주거 안전성이 크게 훼손될 가능성이 높아 전세가율이 높은 지역에 대한 관리 감독을 철저히 하고 전세보증금 반환 보증보험에 대한 탄력적인 운용을 실시하는 등 세입자 보호를 위한 제도적인 개선 노력이 필요
- 또한, 전세사기 범죄 근절을 위해 전세 거래질서의 투명성을 확립하고 엄정한 수사를 지속하는 노력이 필요하며, 세입자 입장에서는 계약 전 부동산의 시세 및 전세가율 등을 면밀히 확인해 리스크를 사전에 차단하는 것이 필요 **HRI**

이 형 석 연 구 위 원 (2072-6247, walden0230@hri.co.kr)  
이 부 형 이 사 대 우 (2072-6306, leebuh@hri.co.kr)



<참고> 주택가격 고평가 정도 지수(Z-score Index) 산출 방법

- 주택가격의 고평가 수준을 파악하기 위해 주택가격 고평가 정도 지수(Z-score Index)를 산출
  - IMF(Global Financial Stability Report, 2018.10)는 주택가격의 고평가 수준을 평가하기 위해 가격소득비율(PIR), 가격임대료비율(PRR), 주택관련 대출금리를 활용해 Z-score Index를 산출
  - PIR과 PRR이 높고 금리가 낮으면 주택가격이 고평가될 수 있다는 점에 주목하여 각 지표를 표준화(기간중 평균=0, 표준편차=1)한 후 세 지표의 평균값을 산출
  - Z-score Index가 0보다 크면 “고평가”, 낮으면 “저평가”로 해석
- Z-score Index 산출을 위해 국내 자료인 KB부동산 통계, 한국부동산원 자료를 이용하였으나, 국내 자료 이용시 시계열 범위가 제한
  - 2012.1분기~2022.4분기 중 통계청의 근로소득(전국, 근로자)과 KB부동산 평균주택매매가격을 이용해 PIR을 산출. PRR은 한국부동산원의 매매가격 대비 전세비율, 전월세전환율을 이용, 주택담보대출금리(한국은행)는 역수를 취해 지수를 계산
  - 단, 한국부동산원 자료의 경우 시계열 범위가 2012년 1분기부터 이용 가능해 분석의 범위가 제한
- 한편, Z-score Index의 장기 추이를 살펴보기 위해서 OECD의 “Housing prices” 자료 사용<sup>10)</sup>
  - OECD “Housing prices” 자료는 OECD 국가의 Price to Income ratio, Price to rent ratio의 장기 추이(1986.1분기~2022.4분기)를 제공
  - 국내 Z-score Index의 장기 추이(1996.1분기~2022.4분기)를 살펴보기 위해 OECD의 PIR, PRR, 가계대출금리(역수)를 표준화한 이후 시점별 평균값 계산

< Z-Score 산출 자료 >

구분	자료명	기간	자료출처	비고
PIR	평균주택매매가격	2012.1Q~2022.4Q	KB국민은행	-
	근로소득	2012.1Q~2022.4Q	통계청	전국, 근로자
	Price to Income ratio	1996.1Q~2022.4Q	OECD “Housing prices”	2015년 기준 100p
PRR	중위매매가격	2012.1Q~2022.4Q	한국부동산원	-
	매매가격 대비 전세가격 비율	2012.1Q~2022.4Q	한국부동산원	-
	전월세전환율	2012.1Q~2022.4Q	한국부동산원	-
	Price to rent ratio	1996.1Q~2022.4Q	OECD “Housing prices”	2015년 기준 100p
대출금리	주택담보대출 금리	2012.1Q~2022.4Q	한국은행	신규기준
	가계대출 금리	1996.1Q~2022.4Q	한국은행	신규기준

자료 : 현대경제연구원.

10) <https://data.oecd.org/price/housing-prices.htm>