



# Samil PwC

## 프리미어 부동산 레터

Vol.11 | Aug 2024



삼일회계법인

안녕하세요. 삼일PwC 프리미어 부동산 letter입니다.

삼일PwC는 차별화된 고객서비스의 일환으로 프리미어 부동산 letter를 보내 드립니다. 한국과 글로벌 부동산 시장에 관한 다양한 투자 정보를 분석해드립니다. 프리미어 부동산 letter에서는 단순한 뉴스 정리가 아닌 실제로 부동산 시장을 분석하고 전망하며 부동산 전문가(이광수 대표, (주)광수네 복덕방)의 Insight를 포함하고 있습니다.

최근 개봉된 인사이드 2편은 사춘기 소녀의 감정에 대한 이야기입니다. 사춘기가 된 소녀에게 새로운 감정이 생겨 납니다. 심심(Boredom), 당황(Embarrassment), 시샘, 부러움(Jealousy) 그리고 바로 불안(Anxiety)입니다. 아이에서 성인이 되면서 새로운 생겨난 감정들이 흥미롭습니다. 심심, 당황, 시샘, 불안. 이제야 아이가 커가면서 왜 자꾸, “엄마, 나 심심해.”라는 말을 자주 하는지 이유를 알게 되었습니다.

새로 생겨난 감정 중에서 주목하는 것은 불안(Anxiety)입니다. 불안은 영화에 등장하면서 다른 감정들에게 자기 소개를 합니다.

“We all have a job to do you make Riley happy, sadness makes her sad, fear protects her from the scary stuff she can see and my job is to protect her from the scary stuff she can't see. I plan for the future.”

“우리 감정들은 모두 일이 있어. 기쁨이는 라일리에게 행복감을 주지. 슬픔은 그녀를 슬프게 하고 두려움은 보이는 위험에서 라일리를 지켜. 나 불안은 안보이는 위험을 대비해 미래를 계획하는 일을 하지.”

불안은 미래를 계획하는 중요한 일을 한다며 자랑합니다. 그러나, 미래를 계획할 때 불안은 잘못된 의사결정을 하게 만들 수 있습니다. 불안은 감정이지만 미래는 감정에 따라서 움직이지 않기 때문입니다. 불안한 실수요자들이 한국 부동산 시장에서 수요를 증가시키고 있습니다. 불안이 움직이는 시장은 이후 어떻게 변화할까요? 시장을 분석하고 미래를 예측하기 위해서는 불안감을 억제할 필요가 있습니다. 사춘기가 지나면 불안감은 자연스럽게 줄어들 수 있습니다.

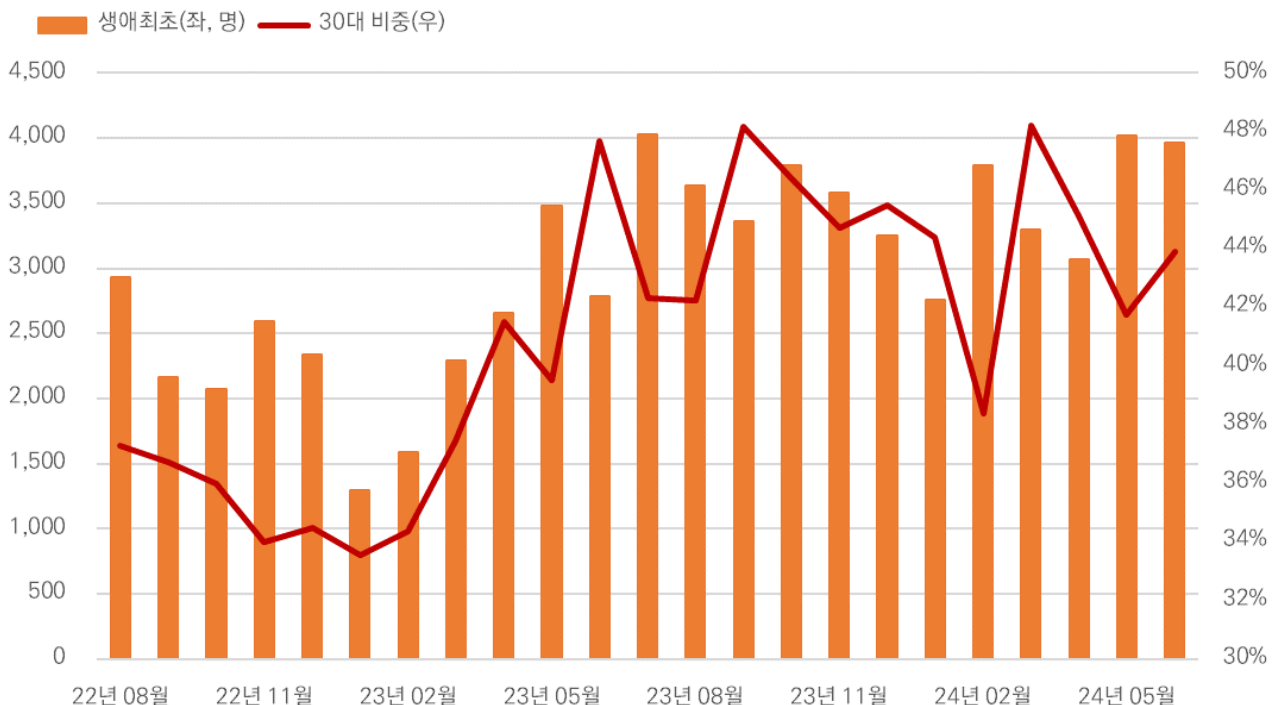
## 수요가 가격을 결정

자산의 가격은 미래의 일에 영향을 받기 때문에 가격과 수익률이 매우 불안정한 특징을 가지고 있습니다. 또한 자산의 가격은 공급보다 수요 상황에 더욱 민감하게 반응하게 됩니다. 장기적으로 보면 대부분의 자산 가격은 결국 수요에 의해서 결정됩니다. 수요가 중요한 이유입니다.

부동산 가격도 마찬가지입니다. 수요와 공급에 의해서 가격은 결정되지만 더욱 중요한 것은 수요입니다. 그렇다면 부동산 가격을 결정하는 수요는 무엇일까요? 수요를 구분하는 이유는 부동산 수요는 다른 자산과 다르게 수요가 구별되기 때문입니다. 바로 실수요와 투자 수요입니다.

아파트를 직접 거주하려고 매입하는 사람도 있고 투자 목적으로 전세를 끼고 집을 사는 사람들도 있습니다. 부동산이 다른 자산과 다른 점이기도 합니다. 최근 서울 아파트 시장을 중심으로 실수요가 증가하고 있습니다. 아래 그림을 보면 서울 아파트를 중심으로 최근 실수요자인 생애최초 매수인과 30대 매수인 비중이 증가하고 있습니다. 아파트가 가격이 상승하는 이유입니다. 시장 전망을 위해서 실수요에 대해서 검토해볼 필요가 있습니다.

**그림 1. 서울 아파트 생애최초 매수인과 30대 비중**



(자료: 법원, 삼일PwC경영연구원)

실수요는 직접 거주하고 사용하려고 주택을 매입하는 경우를 의미합니다. 실수요를 검토하기 전에 수요가 무엇인지 그리고 왜 중요한지 살펴보겠습니다.

1차 세계대전 이후 1920년대 미국 경제는 대단한 경제 호황을 경험합니다. 그러나 1920년대 말부터 상황이 바뀌게 됩니다. 1929년부터 1933년까지 4년동안 산업생산이 30% 이상 감소하고 실업률은 26%에 이르는 극심한 경제 불황을 경험하게 됩니다. 바로 대공황(Great Depression)입니다.

경제 위기에 맞서 경제학자들은 대공황 원인을 찾고 해결책을 제시하고자 노력합니다. 위대한 경제학자 케인즈(J. M. Keynes)가 등장한 이유이기도 합니다. 케인즈는 유명한 유효수요이론(effective demand theory)을 발표합니다. 유효수요이론은 경제불황의 원인을 ‘수요부족’에서 찾습니다.

케인즈가 유효수요이론을 제시하기 전까지 대부분의 경제학자들은 ‘공급은 스스로 수요를 창출한다.’는 세이의 법칙(Say's law)을 절대적으로 믿고 있었습니다. 세이의 법칙에 따르면 모든 사람은 충분히 상품을 살 능력이 있기 때문에 공급만 하면 수요는 스스로 창조됩니다. 따라서, 세이는 경기 불황이나 실업은 존재할 수 없다고 주장합니다. 공급이 수요를 스스로 창출하기 때문에 시장 전체로 보면 수요와 공급은 항상 일치하게 됩니다. 일시적으로 수요가 부족하거나 공급이 초과될 수 있습니다. 그러나, 물건가격과 임금이 빠르게 변동되기 때문에 수요부족이나 초과공급이 상황이 빠르게 해소될 수 있다고 생각했습니다.

케인즈는 물가나 임금이 빠르게 조정될 수 없다고 주장합니다. 독점, 생산과정의 비효율, 노동조합의 영향력 등으로 인해 물가와 임금이 빠르게 움직이지 않는다면 수요가 부족한 상황이 지속되면서 경기 불황이 나타날 가능성이 있고 대공황의 원인은 결국 유효수요 부족이라고 이야기합니다. 따라서 케인즈는 경기침체가 나타날 때 정부지출을 늘리는 수요확장정책을 써야 한다고 했고 실제로 미국에서는 적극적인 재정지출 확대를 통해 경기 불황에 대처했습니다. 유효수요이론은 우리에게 중요한 두가지 이야기를 해주고 있습니다. 첫째, 수요가 중요하다. 둘째, 물건을 살수 있는(유효) 수요가 중요하다. 너무나 당연한 소리 같지만 당시에는 가히 혁명적인 발상이었습니다.

## 그림 2. 미국 대공황 시기 구직자 모습



(자료: NY times, 삼일PwC경영연구원)

한국 부동산 시장은 아직도 세이의 법칙이 지배하고 있습니다. 공급은 스스로 수요를 창출한다는 생각하고 주택공급은 항상 부족하고 원자재 가격 인상으로 집값은 계속 오를 수밖에 없다고 주장합니다. 아파트 가격 상승은 부족한 공급으로 불가피한 현상이라고 이야기합니다.

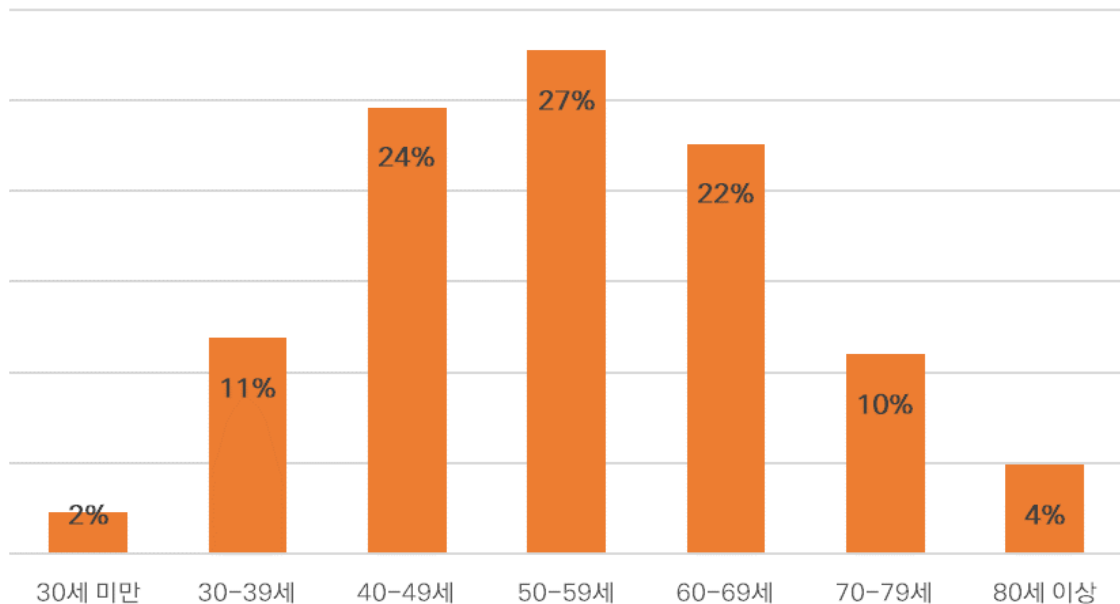
원자재 가격이 계속 올라서 집값이 상승한다고 합니다. 그런데, 집값이 계속 오르기 위해서는 누군가 계속 높은 가격에 지속 사주어야 합니다. 철근가격 상승 → 건축비 인상 → 분양가격 상승 → 가격 상승으로 매수 있는 여력을 가진 수요 감소 → 미분양 증가 → 분양가격 하락 → 집값 하락으로 가는 것이 당연한 순서입니다. 가격을 결정하는 것은 공급과 함께 수요가 있고 수요도 구매여력을 가진 수요가 중요합니다. 구매여력을 가진 수요는 사고 싶은 구매욕구와는 구별되어야 합니다.

강남 아파트는 모두 살고 싶어 합니다. 그러나, 모두 살 수 없습니다. 가격이 오르면 살 수 있는 사람이 줄어들게 됩니다. 구입할 수 있는 능력이 중요합니다. “강남에 모두 살고 싶으시죠? 그래서, 강남은 수요가 줄지 않습니다.”라고 이야기하는 사람은 사기꾼이거나 아직도 1970년대를 살고 계신 분들입니다. 지금 한국 부동산 시장에서 실수요가 감소하고 있는 이유는 빠른 가격 상승으로 구매여력을 가진 수요 즉 유효수요가 줄어들고 있기 때문입니다.

전국 기준 연령대별 아파트 소유자 현황을 보면 본격적으로 아파트 소유가 증가하는 세대는 30대 이상입니다. 이후 40대 아파트 소유자수가 크게 증가합니다. 증가하던 아파트 소유자수는 60대가 들어가면서 감소합니다. 30대에 주택을 매수하고 40대와 50대에 늘리다가 60대부터는 아파트 소유를 줄이는 모습을 보입니다. 2022년 기준으로 아파

트를 소유한세대주는 총 851만 명입니다. 그 중에서 30대 비중은 11%에 불과합니다. 반면 50대는 27%, 60대는 22%입니다.

**그림 3. 가구주 연령대별 아파트 소유 가구 비중**



(자료: 통계청, 삼일PwC경영연구원)

30대를 주목합니다. 30대는 아파트 소유율이 낮으나 40대로 가면서 소유율이 증가합니다. 그렇다면 30대가 아파트를 매수하면 실수요일 가능성이 높습니다. 그렇다면 유효수요 관점에서 30대가 현재 아파트 가격을 감당해낼 수 있는 유효수요인가를 판단하는 것이 중요합니다.

유효수요를 판단할 수 있는 중요한 지표가 있습니다. 바로 주택구입물량지수입니다. 주택구입물량지수란 전체 주택 중 중위소득가구가 구입가능한 주택 비율입니다. 즉, 중간소득가구가 자기자본과 대출을 통해 구입할 수 있는 주택의 양을 의미합니다. 지수가 낮은 지역일 수록 주택 구입이 어렵다는 이야기입니다.

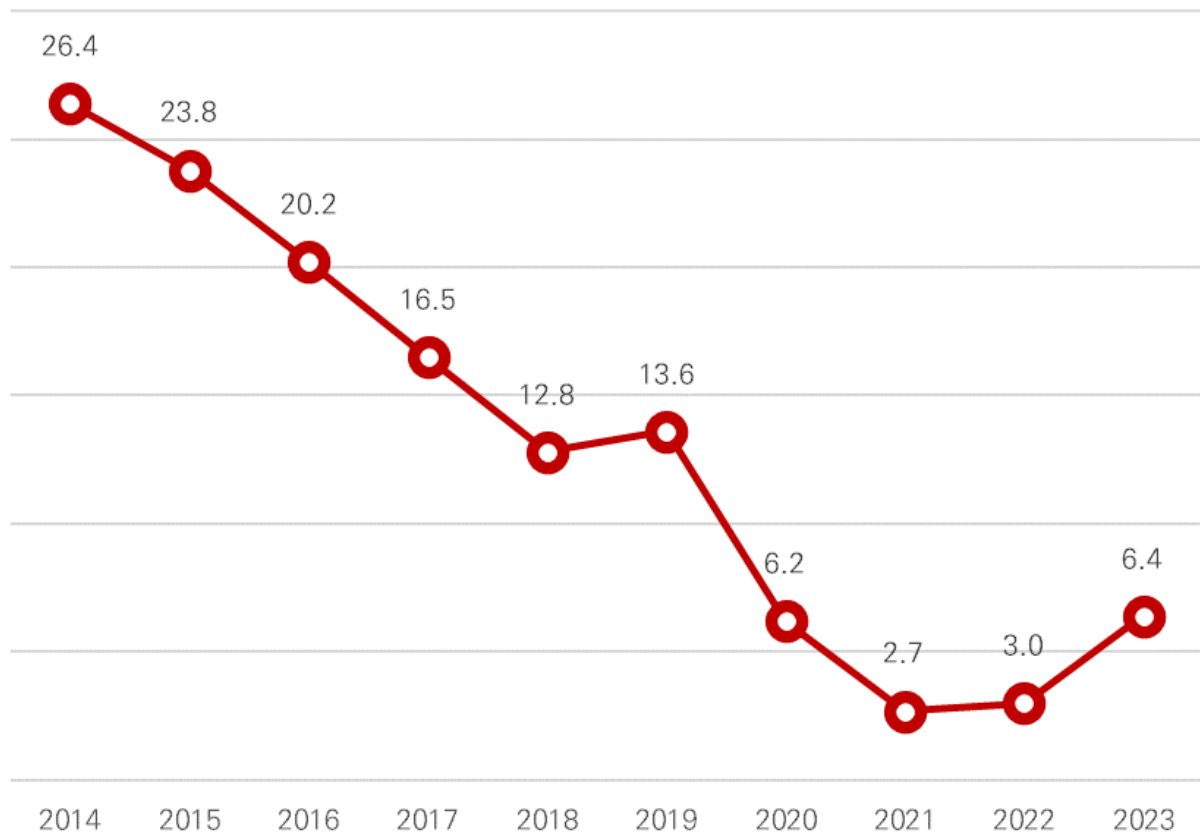
2023년 기준 서울의 주택구입물량지수는 6.4입니다. 서울의 중위소득가구가 순자산과 대출을 이용해서 살 수 있는 주택이 100채 중에서 6채에 불과하다는 의미입니다. 10년전에는 30치에 근접했습니다.

소득이 증가했지만 주택가격이 급등하면서 살 수 있는 주택수가 급감했습니다. 주택가격이 급등하면서 가격을 감당해낼 수 있는 유효수요가 급감했습니다. 전국의 주택구입물량지수로 하락 추세입니다. 경기(44.4)와 제주(47.4)에서도 중위소득가구가 구입할 수 있는 아파트가 2채 중 1채에 못 미쳤습니다. 이어 부산(50.7), 인천(52.3), 대전(58.1),



대구(65.1), 광주(68.3), 울산(73.8), 충북(80.4), 전북(82.7), 강원(84.7), 충남(87.7), 전남(87.9) 등의 순이었다. 경북은 91.6으로 전국에서 가장 높았습니다.

**그림 4. 서울 주택구입물량지수**



(자료: 주택금융공사, 삼일PwC경영연구원)

실수요의 핵심인 30대는 대부분 중위소득일 가능성이 높습니다. 그렇다면 현재 서울 아파트 가격은 실수요가 감당할 수 있는 가격대가 아닙니다. 따라서, 소득이 증가하지 않거나 주택가격이 충분하게 하락하지 않으면 실수요는 지속적으로 증가하기 어렵다는 결론이 가능합니다.

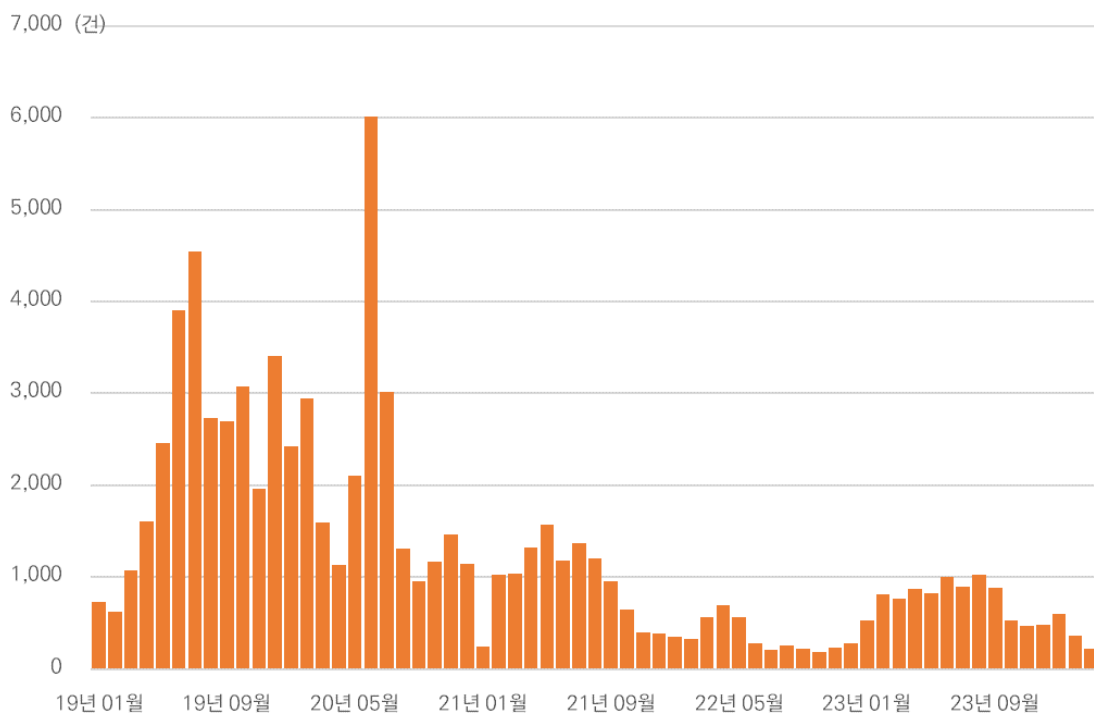
유효수요 관점에서 정부의 대출 정책은 수요 증가의 원인이 될 수 있습니다. 특히, 무주택자와 30대를 중심으로 한 정책대출은 실수요를 증가시킬 수 있습니다. 그러나, 대출이 지속적으로 증가하지 않는 한 대출을 기반으로 한 수요도 한계가 존재합니다.

실수요 증가로 일시적인 가격 상승이 가능할 수 있습니다. 그러나, 유효수요 관점 즉 아파트를 구매할 수 있는가를 판단하면 현재 서울을 중심으로 한 아파트시장에서 지속적인 수요 증가는 제한적이라는 판단입니다.

실요가가 지속적으로 증가하지 않아도 투자수요가 늘어나면 주택가격은 상승할 수 있습니다. 투자수요가 중요한 이유입니다. 투자수요는 어떤 상황일까요?

대표적인 투자수요는 갭 투자입니다. 즉, 전세를 끼고 주택을 매입하는 투자입니다. 서울 아파트를 중심으로 갭투자를 살펴보면 2021년 하반기 이후 지속적인 감소 추세입니다. 2021년은 아파트 가격이 급등했던 시점입니다. 주택 가격이 급등하면서 갭투자는 감소했고 2023년 집값이 하락하면서 일시적으로 증가했지만 여전히 과거와 비교해서 갭 투자 즉 투자수요는 늘어나고 있지 않습니다.

### 그림 5. 서울아파트 갭 투자 현황



(자료: 아실, 인터넷 부동산 거래, 삼일PwC경영연구원)

투자수요가 감소하고 있는 이유는 분명합니다. 현재 주택가격과 시장을 전망할 때 투자하기에는 불확실성이 크기 때문입니다. 쉽게 이야기해서 투자자들은 지금 서울 아파트를 매수해서 돈을 벌기 쉽지 않다고 생각하는 것입니다.

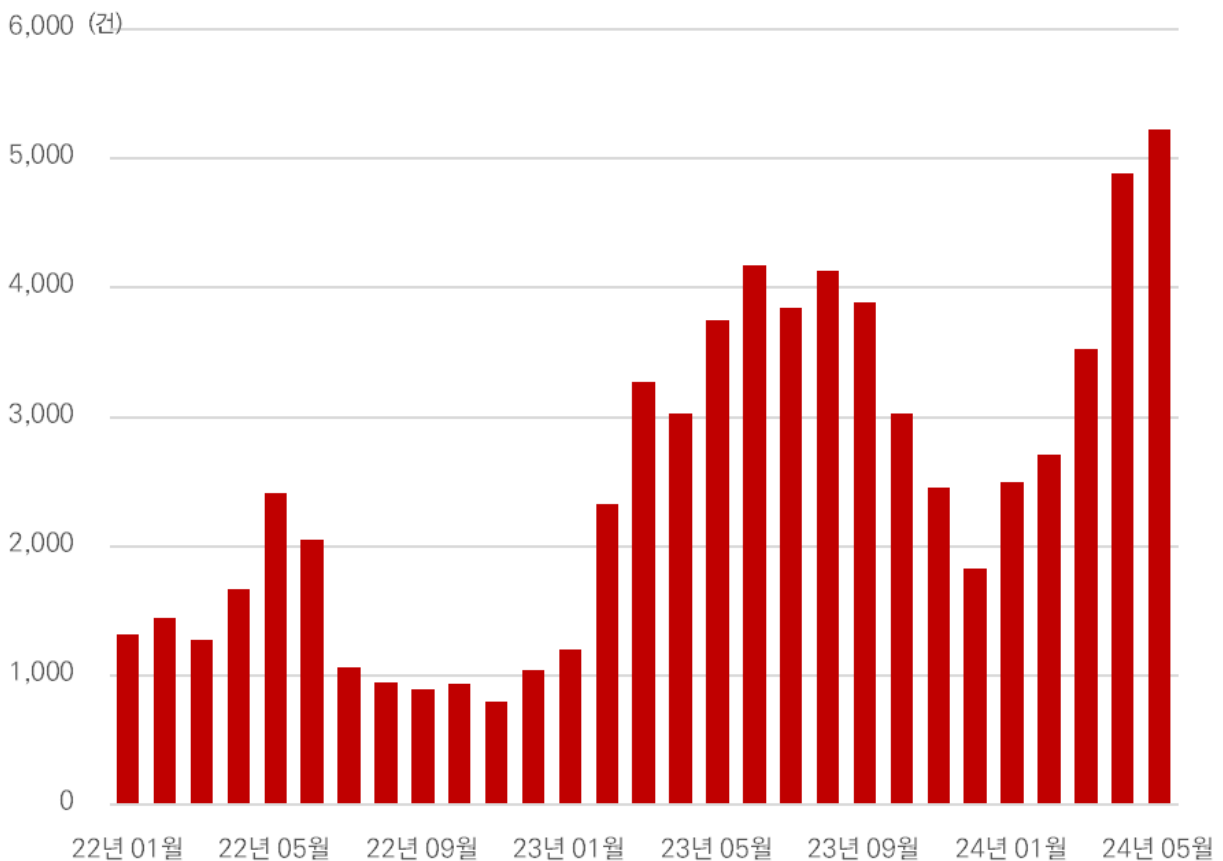
최근 가계대출이 증가하면서 실수요가 늘어나고 아파트 가격이 상승하고 거래량이 증가하고 있습니다. 중요한 것은 현재가 아니라 전망입니다. 시장을 예측하면서 중요한 것은 실수요 증가의 지속 가능성입니다. 지속해서 실수요가 증가할 수 있는가? 답은 '아니다'에 가깝습니다. 유효 수요가 충분하지 않기 때문입니다. 높은 가격을 지속해서 감당할 수 있는 수요가 시장에 충분하지 않습니다. 수요가 지속해서 증가하지 않으면 주택가격은 어떻게 될까요?



## 아파트 거래량 감소와 가격 변화

수요가 다시 감소하면 시장에 제일 먼저 나타나는 변화는 거래량 감소입니다. 서울 아파트 거래량을 보면 2024년 1월부터 증가하기 시작했습니다. 2024년 5월에는 거래량이 5천건을 넘었고 6월에는 7천건 이상일 것으로 추정됩니다. 실수요가 늘어나면서 서울 아파트 거래량이 증가했습니다.

그림 6. 서울아파트 월간거래량



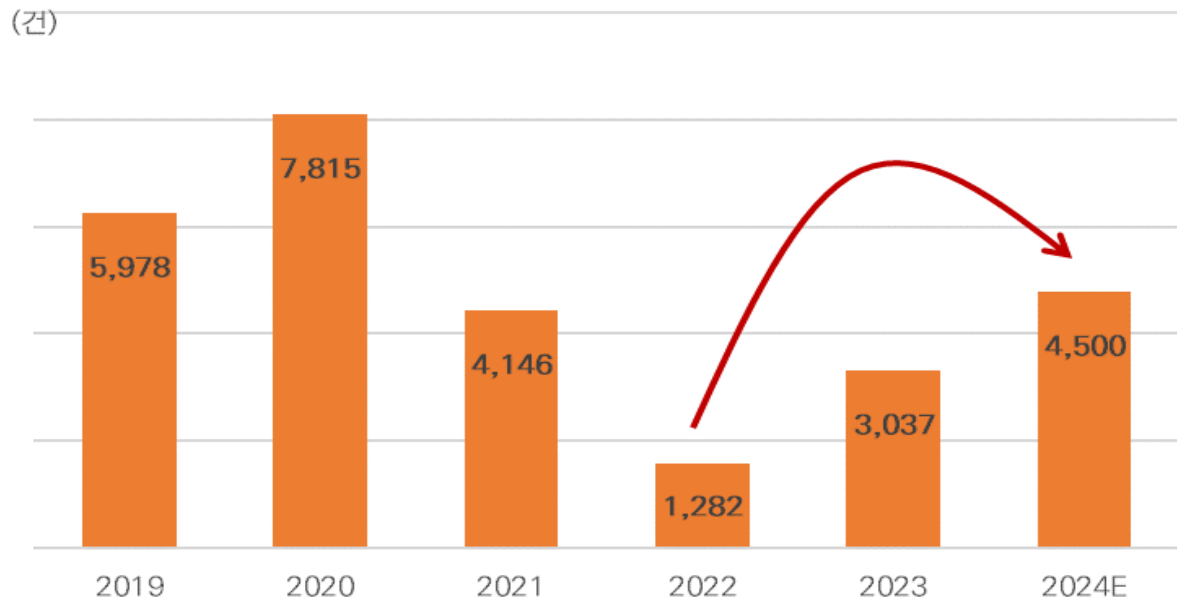
(자료: 한국부동산원, 삼일PwC경영연구원)

유효수요 감소로 서울 아파트 거래량은 2024년 4분기부터 다시 감소할 것으로 전망됩니다. 주택구입가능능력과 대출 규모 등을 감안할 때 서울 아파트 월간 구입가능 건수는 약 4,500건으로 추정됩니다. 따라서, 7천건 대의 거래량은 이후 거래량 감소가 불가피함을 보여줍니다.

결국, 실수요가 감소하는 원인은 두가지입니다. 첫번째는 아파트 가격 상승입니다. 특히, 호가가 상승하면서 가격을 감당할 수 있는 실수요가 줄어들 가능성이 높습니다. 두번째는 유효수요 감소입니다. 현재 유효수요는 새롭게 증가

한 수요가 아니라 미뤄왔던 실수요가 구매하고 있다는 판단입니다. 따라서, 실수요가 증가하고 난 이후에는 다시 감소할 가능성이 큼니다.

**그림 7. 서울 아파트 월평균 거래량**

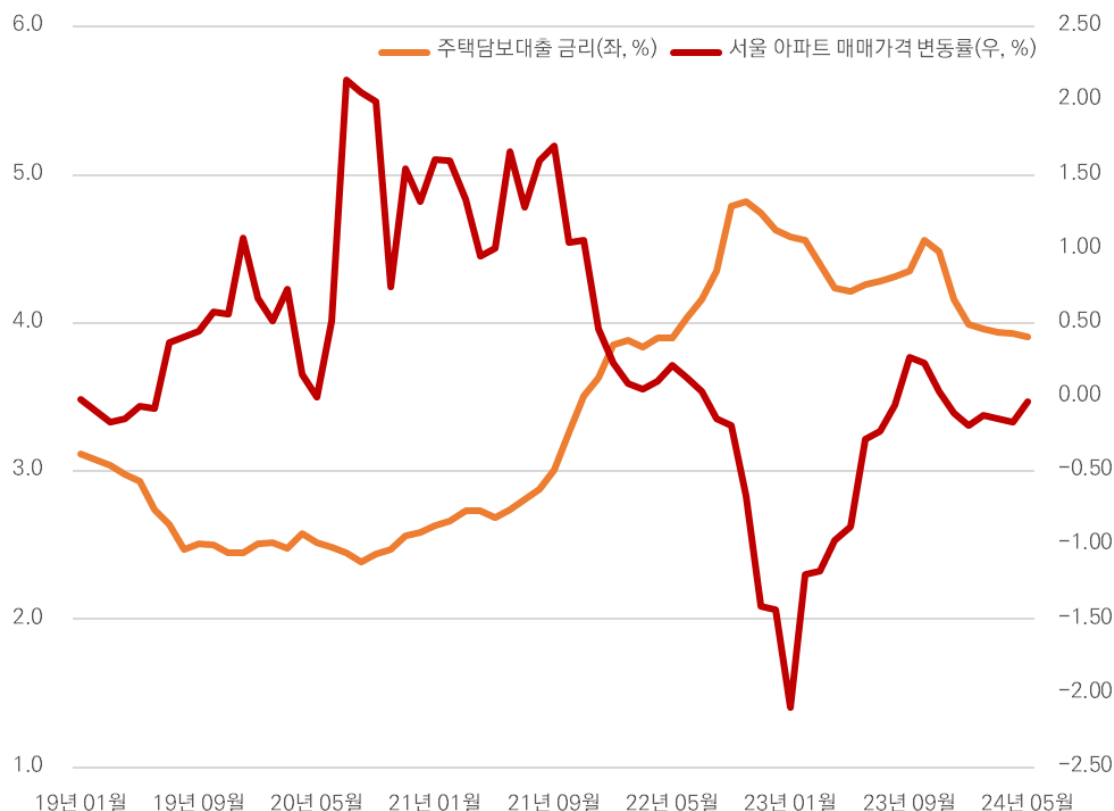


(자료: 한국부동산원, 삼일PwC경영연구원)

수요가 감소하면 아파트 가격은 어떻게 될까요? 실수요 감소로 매매거래량이 줄어들면 가격 하락 가능성은 다시 커지게 됩니다. 최근 유사한 변화가 있었습니다. 서울 아파트 가격이 하락한 시점은 2022년 3분기부터 시작되었습니다. 2021년 말부터 수요 감소로 거래량이 감소하고 3분기가 지난 이후 가격 하락이 시작되었습니다.

당시와 비교되는 점은 2022년 하반기부터 시작된 아파트 가격 하락은 금리 인상으로 수요 감소가 촉발되었다는 점입니다. 기준금리가 인상되고 시장 수요가 위축되면서 단기 가격 하락폭을 키웠습니다. 아파트 가격 상승으로 유효수요가 줄어든 상황에서 금리 인상이 시장 변화를 빠르게 일으켰다고 판단할 수 있습니다. 수요가 충분하기 않은 시장에서 예상치 못한 상황이 발생하면 충격이 클 수 있다는 것을 보여주었습니다. 자산 시장에서 수요 즉, 유효수요가 중요한 이유입니다.

그림 8. 서울 아파트 가격 변동률과 주택담보대출 금리



(자료: 한국부동산원, 삼일PwC경영연구원)

유효수요 감소로 거래량이 줄어들고 아파트 가격 상승세는 둔화될 가능성이 높습니다. 물론 가격 하락의 폭과 변화 그리고 시점은 달라질 수 있습니다.

2010년 초반 주택가격이 급격하게 하락하면서 ‘하우스 푸어’라는 말이 쓰이기 시작합니다. 하우스 푸어는 집을 가진 가난한 사람들이라는 뜻을 가지고 쓰였습니다. 당시 한 이야기를 들어보겠습니다.

부동산 폭등기인 2006년 중반 분당신도시에 집을 산 김씨 33평 아파트 가격이 6억 원을 넘어 7억 원을 향해가고 있을 때였다. 당연히 주택을 구입하면서 대출을 받을 수밖에 없었다. 하지만 이번 기회를 놓치면 영영 분당과 같은 지역에 집을 살 수 없을 것 같은 불안감과 또 가격이 더 오를 것이라는 기대감 속에 4억 원이 넘는 빚을 얻어 집을 샀다. 집을 산 뒤 1년간량은 좋았다. 매수 이후 호가가 1억 원 이상 올랐기 때문이다.

월 200만 원이 넘는 이자 부담도 '이 정도쯤 이야' 라고 생각했다. 문제는 1년이 지난 2008년 엄습했다. 시간이 갈수록 거래가 줄어드는 것 같더니 더 이상 집을 사는 사람이 없었다. 처음에는 이러다 또 오르겠지 했지만, 집값은 2008년 말 6억 원 밑으로 떨어졌고 더 이상 버틸 수 없다는 생각에 집을 내놓기도 했지만 보러 오는 사람도 없었다.

하지만 2009년 들어 집값이 다시 상승하자 다시 매물을 거두어 들였다. 결국에는 '오르는 구나'하고 생각했다. 그러나, 2009년 9월 이후 집값은 다시 떨어지기 시작하더니 6억 원대, 심지어 5억 원대로 하락했다. 집값 하락으로 인한 극심한 스트레스로 불면증까지 생겼다. 2012년 시점에 김 씨는 자산가치 하락으로 2억 원가량, 은행 이자 비용과 거래 비용 등으로 1억 원 이상 날렸다. 그동안의 다른 기회비용 등을 감안하지 않아도 이 정도 손실을 본 것이다.

처음에는 현실을 부정하고 싶었다. 김 씨는 집을 산 뒤 약 4년동안 입을 것 못 입고, 먹을 것 못 먹는 수준으로 살았다고 한다. 대기업의 중견 간부로 매월 500만 원이 넘는 월급을 받았지만 원금과 이자로 매월 300만 원 내고 나면 200만 원으로 가게를 꾸려나가야 했다. 그나마 2009년 이후 저금리가 되면서 상황이 많이 나아진 것이 이 정도다. 중학교 2학년과 초등학교 4학년인 두 아이를 둔 김 씨 가정은 항상 적자에 시달리고 있다. 그동안 외식이나 가족여행도 못 다니고 흔한 과외도 시키지 못했다. 부모님 용돈 한번 제대로 드리지 못했다고 푸념했다. 집 파는 문제와 돈 문제 등으로 부부싸움도 잦아졌다. 그는 말했다.

“집값이 오를 수도 있겠죠. 그럼 뭐합니까? 은행의 월세 세입자이고 집의 노예일 뿐 사는 게 사는 게 아닙니다.”

하우스 푸어라는 책에서 인용하여 각색한 글입니다. 2013년 조사 자료에 의하면 당시 약 248만 가구가 하우스 푸어를 체감했다는 통계가 있습니다. 아파트 가격이 하락한 이후 최근 다시 상승하고 있습니다. 무주택자와 실수요자들이 빚을 내서 집을 사고 있습니다. 무리한 대출을 일으켜서 집을 산다는 것은 집값이 떨어진다는 가능성을 전혀 고려하지 않는 행동입니다. 시장의 예측은 힘들지만 합리적인 전망과 예상은 가능합니다. 지금은 한국 부동산 시장에서 유효수요를 고민해야 하는 이유입니다.

### 이은영 Managing Director

삼일PwC 경영연구원

### 이광수 자문위원

독립 부동산 리서치 '광수네, 복덕방' 대표,  
전 미래에셋증권 리서치센터 수석연구위원

삼일PwC 프리미어 부동산 뉴스레터는 삼일회계법인의 고객을 위한 일반적인 정보제공 및 지식전달을 위하여 배포되는 것으로, 삼일PwC경영연구원과 이광수 대표의 주관적 의견으로 삼일회계법인의 의견을 포함하고 있는 것은 아닙니다. 삼일PwC 프리미어 부동산 뉴스레터에 담긴 보다 깊이 있는 이해나 의사결정이 필요한 경우에는, 삼일PwC경영연구원으로 연락주시기 바랍니다.

© 2024 Samil PricewaterhouseCoopers. All rights reserved.