

매매, 전세, 월세의 관계를 통한 전세의 이해

- 지금까지 우리는 전세와 월세를 동일한 성격을 가지는 주택 임차제도의 하나로 이해해왔음. 그러나 최근 전세지수와 월세 지수의 방향성이 달라짐에 따라 그 해석의 어려움 발생
- 이에 매매, 전세, 월세 가격의 관계를 고찰함으로써 서로간의 관계를 이해하고 나아가 전세 제도를 좀 더 명확히 이해
- 전세제도가 존재할 수 있는 시장경제 환경 하에서는 월세가 전세보다 고비용 구조임을 이해
- 전세가는 전세 수요와 공급에 의해 결정됨을 이해

1 연구배경

- 우리나라에서 전세 관련 많은 연구들¹⁾을 보면 전세를 월세와 동일한 성격²⁾을 가지는 임차형태의 하나로 간주하고 있음. 이들 연구들은 대부분 시장이자율을 이용하여 전세보증금을 월세로 전환하여 전세를 이해하고 연구하여 왔음
- 그러나 시장이자율보다 전월세전환율이 지속적으로 높은 수준을 유지해 왔음³⁾. 또한 최근 일부 지역에서는 전세와 월세가 동시에 상승하고, 다른 지역에서는 전세는 상승하는 반면 월세는 하락하는 등

1) 김종일·송의영·이우현(1998), “서울 아파트 시장에서의 전세-매매가격 비율과 시장의 효율성”, 『한국경제의 분석』, 제4권 제1호, 금융연구원.
이용만(2000) “구조적 변화인가 가격상승의 징조인가?-전세/주택가격 비율의 상승에 대한 해석”, 『부동산학연구』, 제 6월 제 1호, 부동산분석학회

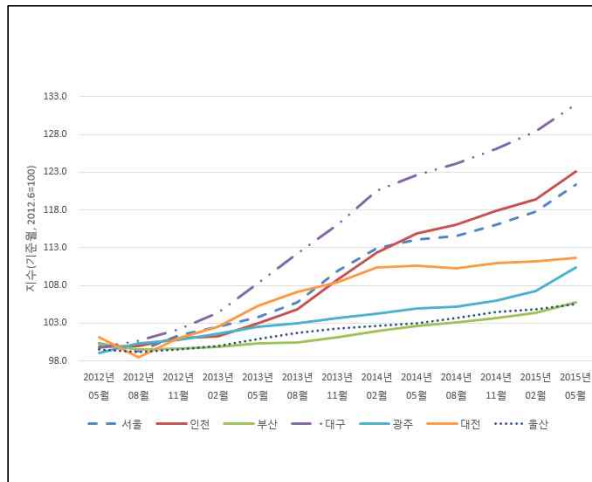
2) 전세, 월세 모두 주택서비스에 대한 대가로 해석함으로써 나오는 특성

3) 이창무(2015), 『한국 주택시장의 새로운 이해』, 다산출판사

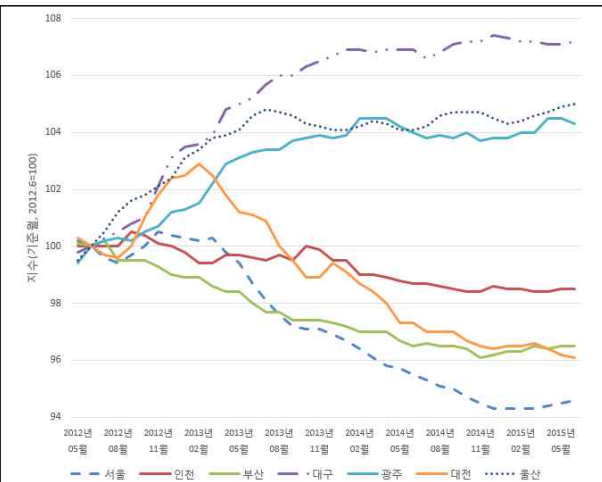
- 작성자 : 변준석 연구위원 (051-663-8177 / bjs@hf.go.kr)
- 본고의 내용은 필자의 개인 의견으로 한국주택금융공사의 공식적인 견해와 다를 수 있습니다.

동일한 성격을 가가진다는 종래의 이론으로는 설명하기 어려운 현상 발생. 따라서 매매가, 전세가, 월세가의 관계에 대한 새로운 인식과 접근이 필요하며 이를 통하여 전세를 더욱 폭넓게 이해할 필요 있음

<광역시별 아파트 전세지수>



<광역시별 아파트 월세지수>



자료 : 한국감정원

2 주택가격의 정의와 균형

□ (내재가격-부분균형) 자산의 내재가격 즉 시장근본가치는 구매한 자산을 되팔지 않고 영원히 소유한다고 했을 때 그 자산으로부터 기대되는 수익을 의미함.⁴⁾ 주택의 경우 주택 서비스 제공으로 발생하는 연세 수익을 시간할인율로 할인하여 현재가치로 합산한 것을 의미함

○ 주택의 내재가격(시장근본가치)⁵⁾

$$P_t = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{E(R_{t+i})}{(1+r_t)^i}$$

○ 이 식에서 R_{t+i} 는 $t+i$ 기의 연세⁶⁾ 수익, r_t 은 t 기 시장이자율(할인율), P_t 는 주택 내재가격을 의미함. 위 관계식은 주택시장만의 균형으로 부분균형모형임

4) Flood, R.P. and R.J. Hodrick(1990), "On testing for speculative bubbles", Journal of Economic Perspectives, Vol. 4, No. 2, p.89.

5) 이정전(1999), 『토지경제학』, 박영사

6) 월세를 연 단위로 환산한 금액(연세=월세*12)

□ (일반균형) 주택시장을 포함한 다른 자산시장을 동시에 고려하는 것이 일반균형모형임. 시장이 효율적이라고 가정하면 아래와 같이 일반균형식이 성립함

○ 일반균형 모형식⁷⁾⁸⁾

$$r_t = \frac{E(R_t) + g_t \cdot P_t}{P_t} \dots\dots\dots (1)$$

○ 식 (1)에서 g_t 는 주택가격 상승률임. 식 (1)이 의미하는 바는 주택시장의 수익률이 시장수익률(이자율)과 동일하여야함을 의미함. 주택에 투자함으로써 얻을 수 있는 수익은 t 기 연세 수익의 기대치인 $E(R_t)$ 와 주택가격 상승에 따른 수익 $g_t \cdot P_t$ 임. 따라서 식 (1)의 우변은 주택시장 투자에 따른 수익률을 의미함

○ 시장이 효율적이라면 위 식(1)의 좌변과 우변이 동일해야함. 왜냐하면 주택시장에서 초과 수익이 발생하면 주택시장에 더 많이 투자함으로써 주택가격이 상승하게 되고, 그 결과로 주택시장 수익률은 다른 자산시장 수익률과 같아질 때까지 하락할 것임

□ (주택시장 초과수익률) 그러나 선행 연구⁹⁾에 따르면 우리나라 주택시장은 초과 수익률이 존재하는 비효율적인 시장이었음. 따라서 식 (1)에서 등호가 성립하지 못하고 다음과 같이 부등호가 성립함

$$r_t < \frac{E(R_t) + g_t \cdot P_t}{P_t} \dots\dots\dots (2)$$

7) 이창무(2015), 전계서

8) 본 고에서의 수익은 매매가, 전세가, 월세가의 관계를 이용하여 직관적인 의미를 해석하기 위함으로 risk neutral을 가정하고 수익률만으로 논의를 진행함

9) 김관영(1988), “주택매매시장의 비효율성 분석”, 『한국개발연구』, 제 10권 3호, 한국개발연구원
김종일·송의영·이우현(1998), “서울 아파트 시장에서의 전세-매매가격 비율과 시장의 효율성”, 『한국경제의 분석』, 제4권 제1호, 금융연구원.

3 전세의 이해

□ (전세제도 성립요건) 위와 같이 전세 제도는 일반균형상태가 아닌 초과 수익률 상태에서 존재할 수 있는 제도임. 이에 전세제도가 성립하기 위한 시장요건, 시장 참여자인 임대인, 임차인 요건을 살펴볼 필요가 있음

○ (시장요건) 전세가 존재하기 위한 시장 요건은 식 (2)와 같이 주택 매매시장이 지속적으로 초과이윤 상태¹⁰⁾에 있어야함

○ (임대인 요건) 임대인은 전세를 활용할 때의 수익률이 전세를 활용하지 않을 때의 수익률보다 높을 때 전세시장에 참여. 전세를 활용한 경우는 임대인의 투자금액은 주택가격에서 전세자금을 제외한 부분($P_t - C_t$)이 되며 수익은 주택가격 상승분임($g_t \cdot P_t$). 이를 수식으로 나타낸 것이 아래의 우변이며, 좌변은 전세를 활용하지 않을 때의 수익률을 나타냄

$$\frac{E(R_t) + g_t \cdot P_t}{P_t} < \frac{g_t \cdot P_t}{P_t - C_t} \dots\dots\dots (3)$$

○ (임차인 요건) 임차인의 입장에서는 시장이자율로 전세자금을 조달하는 비용보다 월세 비용이 더 클 때 전세 시장 참여. 이를 수식으로 표현하면 다음과 같음

$$r_t \cdot C_t < E(R_t)$$

□ (매매가, 전세가, 월세가) 전세가율¹²⁾ 50%일 때, 매매가, 전세가, 월세가의 관계를 통한 임대인과 임차인의 cost와 benefit을 비교

10) 초과이윤 상태가 아니어도 전세시장 성립은 가능하나 현재 우리나라 전세시장과 같이 전세시장참여가 많아 전세시장이 활성화되기 위해서는 필요한 조건임

11) 제도적으로는 주택금융이 발달하지 않았다는 점 그리고 월세시장이 발달하지 않았다는 점을 들 수 있음

12) 전세가율은 전세가/매매가 비율을 의미함

<전세 거래의 cost & benefit>¹³⁾

	Cost	비 교	Benefit
전세 임대인	$r_t \cdot \frac{P_t}{2}$	<<	$g_t \cdot P_t$
비 교	=		∨
전세 임차인	$r_t \cdot C_t (= r_t \cdot \frac{P_t}{2})$	<	$E(R_t)$

<월세 거래의 cost & benefit>

	Cost	비 교	Benefit
월세 임대인	$r_t \cdot P_t$	<	$E(R_t) + g_t \cdot P_t$
비 교	≡		∨
월세 임차인	$E(R_t)$	=	$E(R_t)$

- (전세 임대/임차인 비교) 전세 임대인의 cost는 주택가격에서 전세 자금을 제외한 $r_t \cdot \frac{P_t}{2}$ 이고, 전세가율이 50%로 가정하였으므로 전세 임차인의 비용 또한 동일함. 반면 임대인의 benefit은 주택 가격 상승분($g_t \cdot P_t$)으로 임차인이 월세를 납부하지 않음으로써 누릴 수 있는 혜택($E(R_t)$) 보다 큼¹⁴⁾을 알 수 있음
- (월세 임대/임차인 비교) 임대인의 경우 cost는 주택가격 조달 비용 ($r_t \cdot P_t$)이고 benefit은 주택 소유로부터 얻는 기대이익($E(R_t) + g_t \cdot P_t$)임. 임차인의 경우는 주택서비스에 대한 비용을 지불하고 이를 소비하는 것이므로 cost와 benefit은 모두 동일한 월세($E(R_t)$)로 가정. 월세 거래의 경우에도 전세성립 시장요건이 성립하면 임대인은 초과수익을 얻을 수 있음

13) 전세가율이 높은 경우에는 레버리지 효과가 높기 때문에 낮은 g_t 상황에서도 전세제도 성립 가능함.

14) 식 (3) 즉 임대인 요건에 전세가율 $C_t = \frac{P_t}{2}$ 을 대입하여 정리하면 $\frac{E(R_t)}{P_t} < g_t$ 임

- (전/월세시 임대인 수익비교) 동일한 금액(주택가격 P_t) 투자시 전세 임대인의 수익은 $2g_t \cdot P_t$ 이며, 월세 임대인의 수익은 $E(R_t) + g_t \cdot P_t$ 임. 따라서 전세 임대인의 수익이 더 높음
 - (전/월세시 임차인 수익비교) 두 경우 benefit은 동일한 가운데, 임차인 시장 성립 조건에 따라 전세임차인의 비용이 월세임차인에 비하여 낮은 구조임. 즉 전세제도가 존재하는 경우는 전세를 이용함으로써 주거비($E(R_t)$)보다 낮은 전세 비용으로 거주 가능
- (전세가 결정 구조) 전세가 존재할 수 있는 경제 환경 하에서 전세거래를 통하여 임대인과 임차인 모두 높은 수익을 올리고 있음. 전세 거래의 균형은 전세 거래를 통한 임대인과 임차인의 수익구조가 서로 다른 가운데, 전세의 수요와 공급에 의하여 전세가가 결정됨. 전세의 수요곡선과 공급곡선은 다음과 같이 가정¹⁵⁾¹⁶⁾

$$D_t = E(R_t) - C_t \cdot r_t \dots\dots\dots (4)$$

$$S_t = C_t \cdot g_t - E(R_t) \dots\dots\dots (5)$$

전세의 수요, 공급의 균형식에서 다음과 같은 전월세 전환식¹⁷⁾을 얻을 수 있음

$$C_t(g_t + r_t) = 2E(R_t) \dots\dots\dots (6)$$

지금까지는 통상적으로 전월세 전환율은 전세가와 월세가에 따라 사후적으로 결정되었음. 그러나 전세를 주거 서비스에 대한 비용이 아니라 월세, 이자율, 주택가격 상승률이 반영된 전세 시장의 수요

15) 실제 수요곡선과 공급곡선은 이자율, 주택가격 상승률, 전세가율, 월세의 함수로 결정될 것이나 본 보고서에서는 전세와 월세의 방향성만을 논의하기 위한 것이므로 선형의 수요곡선과 공급곡선을 가정함.

16)	수요 곡선 (전세 임차인)	월세가 높을수록 전세 수요 증가(정의 관계) 전세 조달 비용이 높을수록 전세 수요 감소(부의 관계)	$D_t = E(R_t) - C_t \cdot r_t$
	공급 곡선 (전세 임대인)	전세 자금을 주택 구입에 투자 시 주택가격 상승을 통한 자본이익이 높을수록 전세 공급 증가(정의 관계) 월세가 높을수록 전세로 인한 기회비용이 높아지므로 전세 공급 감소(부의 관계)	$S_t = C_t \cdot g_t - E(R_t)$
	균형식	수요 곡선과 공급곡선이 같이 지는 식	$C_t(g_t + r_t) = 2E(R_t)$

17) 본 보고서의 흐름상 전연세 전환율이라고 표기하는 것이 옳으나 학술적/사회적으로 전월세전환율이라는 용어가 두루 쓰이고 있으므로 여기에서도 전월세 전환식으로 쓰기로 함

와 공급에 의하여 결정되는 것으로 이해하면 전월세 전환계수는 주택가격 상승률과 이자율의 평균($\frac{g_t + r_t}{2}$)으로 나타남. 따라서 연세($E(R_t)$) 하락률 보다 전월세 전환계수($\frac{g_t + r_t}{2}$) 하락률이 더 큰 경우에는 연세(월세)가 하락하더라도 세가(C_t) 상승하는 서로 다른 방향성을 가질 수 있음

4 시사점

- (전세의 월세화 속도) 현재와 같이 전세가 존재하는 경제 환경 하에서는 구조적으로 전세에 비하여 월세의 주거비가 높을 수밖에 없음. 그렇기 때문에 전세의 월세화는 사실상의 주거비를 상승시키는 효과가 있음. 다시 말해 현재와 같이 전세의 월세화 속도가 빠를수록 주거비 부담 증가율은 더 커질 수 있음. 이에 현 상황에서 통합 주거비 부담지수 산출을 위해서는 전월세 전환속도를 하나의 지표로 고려할 필요 있음
- (전세가 결정 구조) 전세는 가장 비중이 높은¹⁸⁾ 임차제도 중의 하나로 전세비용은 사실상의 주거비역할을 하고 있음. 그러나 앞서 살펴본 바와 같이 전세가는 주거비가 아닌 전세의 수요, 공급에 의하여 결정됨을 이해할 필요 있음
- (전세와 월세의 방향성) 전세는 주택가격, 주택가격 상승률, 전세가율, 이자율, 월세를 요인으로 하는 전세의 수요 공급에 의하여 결정됨. 따라서 전세 레버리지(주택가격 상승률)와 시장이자율이 급속히 낮아지는 상황에서는 전세가가 오르더라도 월세는 하락하는 등 서로 다른 방향성을 가질 수 있음

18) 2010 인구주택총조사에 따르면 자가 54.2%, 전세 21.7%, (보증부)월세 21.5%, 기타 2.7%임.