

# 전월세 시장의 구조적 변화와 주거부담 관련 이론적 고찰

2015. 12



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

# ■ ■ ■ 목 차 ■ ■ ■

I. 개요 .....	1
1. 연구 배경 및 목적 .....	1
II. 매매, 전세, 월세의 이해 .....	2
1. 매매, 월세의 관계 .....	2
2. 전세, 월세의 관계 .....	3
III. 전월세 시장의 구조적 변화 .....	7
1. 전월세 시장의 수요·공급 변화 .....	7
2. 전월세 시장의 구조적 변화 .....	8
IV. 구조적 변화와 주거부담 .....	11
1. 전세의 이중적 속성 .....	11
2. 전세, 월세의 주거부담 .....	13
3. 주거부담 시뮬레이션 .....	14
V. 결론 및 시사점 .....	18
1. 분석결과 종합 .....	18
2. 시사점 및 향후 연구과제 .....	19

## < 요약 >

- ◆ (연구배경) 전세에서 월세로 구조적 전환기에 있는 현 시점에서는 구조적 변화에 따른 주거부담의 추이를 측정하는 것이 중요함. 그럼에도 불구하고 현재의 전월세 지수는 이를 잘 설명하고 있다고 보기 어렵기 때문에 주거부담에 대한 이론적 고찰이 필요함
- ◆ 전세의 월세화는 사실상의 주거비를 상승시키는 효과가 있기 때문에 전세, 월세 각각의 지표 변화 뿐 아니라 전세에서 월세로의 전환부담을 고려할 수 있는 지수를 개발하여 현재의 구조적 변화를 반영하는 지수를 개발하고자 함
- ◆ 임대인 입장에서 전세와 월세는 서로 바꾸어 공급할 수 있는 전환성을 가짐. 특히 주택가격 상승률 변화나 월세의 변화 폭이 클 때에는 전세 공급이나 월세 공급 한 쪽으로 치우치는 경향이 있음
- ◆ 전세는 월세시장과 매매시장 모두의 영향을 받고 있기 때문에 월세시장과 매매시장의 이중적 속성을 지니고 있음. 임차인 입장에서는 전세는 월세를 대체하는 주거비용이기 때문에 임차인은 월세보다 낮은 비용으로 주거비를 부담할 수 있으며, 임대인 입장에서는 전세 자금을 주택 구입 시 활용함으로써 전세는 매매시장에서 사실상의 주택구매 수요의 한 축으로 작용함
- ◆ 전세의 이중적 속성으로 인하여 전세위주의 임대 시장에서 임차인은 적정 월세보다 낮은 주거비를 부담하였고, 임대인은 높은 주택가격 상승률을 통하여 추가적인 이익을 얻게 됨. 반면 월세 위주의 임대 시장에서 임차인은 월세라는 상대적으로 더 많은 주거비를 부담하여야 하며, 임대인(매수인)은 균형가격보다 높아진 주택가격에 대한 부담을 가지게 됨
- ◆ (향후 연구과제) 본 연구 결과를 토대로 현재 우리나라 주택임대차 시장의 구조적 변화를 잘 반영할 수 있는 즉, 현실 설명력 높은 주거부담 측정 지표를 개발할 필요

## 1. 연구 배경 및 목적

- (배경) 최근 가파른 전세가 상승세로 인하여, 임차가구 중에서 그 비중이 높은 전세가구의 주거비 상승에 대한 우려가 높은 상황임. 또한, 임대인들이 전세를 월세로 전환하거나, 전세가 상승분을 월세로 받는 등 전세를 준전세, 준월세로 전환함으로써 임차인들이 매달 지출해야하는 주거비가 급증하고 있는 실정임
- 가계의 주거비 증가에 대한 우려의 목소리가 높아 주거비 부담을 객관적으로 측정하여 부담의 변화 정도를 확인할 수 있는 통합지표가 필요함. 그러나 주거비 부담에 대한 현실을 잘 반영할 수 있고, 신뢰할 수 있는 통합 주거비 지수 산출에 있어서 어려움을 겪고 있음
- 그 이유는, 첫째 우리나라의 임차제도는 크게 전세와 월세 두 가지로 구성되어 있기에 이를 단일 지수로 통합하는 것이 이론적으로나 실무적으로나 매우 어려움이 따르기 때문임. 둘째 전세에서 월세로 전환하는 구조적 변화를 잘 반영할 수 있는 지수가 필요하나 현재의 지수는 이러한 변화 양태를 잘 반영하지 못하고 있기 때문임
- (목적) 본 연구에서는 전세와 월세의 관계 그리고 두 제도의 주거비 부담에 대한 이론적 고찰을 통하여, 전세지수, 월세지수를 모두 통합하고 전세에서 월세로의 구조적 변화를 반영할 수 있는 주거부담지수의 구축 방법에 대한 시사점을 도출함

## 1. 매매, 월세의 관계

□ 먼저 주택 시장 내에서 주택의 내재가격과 월세의 관계에 대하여 살펴 보고자함. 자산의 내재가격 즉 시장근본가치는 구매한 자산을 되팔지 않고 영원히 소유한다고 했을 때 그 자산으로부터 기대되는 수익을 의미함.<sup>1)</sup> 주택의 경우 주택 서비스 제공으로 발생하는 연세 수익을 시간할인율로 할인하여 현재가치로 합산한 것을 의미한다고 할 수 있음

- 주택의 내재가격(시장근본가치)<sup>2)</sup>과 연세의 관계는 다음과 같이 표현할 수 있음

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

- 이 식에서  $R_{t+i}$ 는  $t+i$ 기의 연세<sup>3)</sup> 수익,  $r_t$ 은  $t$ 기 시장이자율(시간할인율),  $P_t^*$ 는 주택 내재가격을 의미함

□ 주택시장 뿐 아니라 다른 자산 시장의 수익률을 동시에 고려하여 비교해 볼 수 있는데, 시장이 효율적이라고 가정하면 각 시장의 수익률은 균형을 이루어야 할 것임. 왜냐하면 만약 하나의 시장이 다른 시장보다 수익률이 높으면 많은 시장 참가자들이 높은 수익률을 보이는 곳에 투자할 것이고 이에 따라 해당 시장의 자산 가격이 상승하여 그 시장의 수익률은 다른 시장의 수익률 수준으로 하락할 것이기 때문임. 이러한 균형을 일반 균형이라고 하며, 시장이 효율적이라고 가정하면 아래와 같이 일반 균형식이 성립함<sup>4)5)</sup>

1) Flood, R.P. and R.J. Hodrick(1990) 참고.

2) 이정전(1999) 참고

3) 월세를 연 단위로 환산한 금액(연세=월세\*12)

4) 이창무(2015) 참고

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

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

◦ 식 (1)에서  $g_t$ 는 주택가격 상승률,  $P_t$ 는 주택의 시장가격을 의미함. 식 (1)이 의미하는 바는 주택시장의 수익률이 시장수익률(이자율)<sup>6)</sup>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

□ 그러나 선행 연구<sup>7)</sup>에 따르면 우리나라 주택시장은 초과 수익률이 존재하는 비효율적인 시장임을 주장하는 연구들이 많이 있음. 따라서 우리나라 주택시장에서는 식 (1)에서 등호 아닌 다음과 같이 주택시장의 수익률이 높은 일정기간 존재하였다고 할 수 있음

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

## 2. 전세, 월세의 관계<sup>8)</sup>

□ (전세제도 성립요건) 세계 각국의 임차제도를 비교해 볼 때 전세 제도는 극소수 국가에서만 찾아볼 수 있는 흔하지 않는 임차 제도임. 수익률 관점에서 보면 전세는 효율적 시장 즉 일반 균형 상태를 만족하는 시장이 아닌 주택시장 초과 수익률 상태에서 존재할 수 있는 제도임. 이에 전세 제도가 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 상태<sup>9)10)</sup>에 있어야함

6) 시장수익률은 주택시장 이외의 자산 시장의 수익률을 의미함.

7) 김관영(1988), 김종일·송의영·이우현(1998) 참고

8) 모델을 간략화하기 위하여 순수전세와 순수월세만 있는 임대차 시장으로 가정함.

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

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

◦(임대인 요건) 임대인은 전세를 활용할 때의 수익률이 전세를 활용하지 않을 때의 수익률보다 높을 때 전세시장에 참여하게 될 것임. 전세를 활용한 경우 임대인의 투자금액은 주택가격에서 전세자금을 제외한 부분<sup>11)</sup> ( $P_t - C_t$ )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. 즉 전세를 이용함으로써 주거비용을 절약할 수 있을 때 전세를 선택하게 됨. 이를 수식으로 표현하면 다음과 같음

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

□ 전세가율<sup>12)</sup> 50%일 때, 매매가, 전세가, 월세가의 관계를 통한 임대인과 임차인의 cost와 benefit을 비교

**<전세 거래의 cost & benefit><sup>13)</sup>**

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

11) 이창무(2015)에 따르면 임대인들의 대부분은 전세자금을 주택구입자금이나 주택신축비용으로 사용함.

12) 전세가율은 전세가/매매가 비율을 의미함

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

**<월세 거래의 cost & benefit>**

	<b>Cost</b>	<b>비 교</b>	<b>Benefit</b>
월세 임대인	$r_t \cdot P_t$	<	$E(R_t) + g_t \cdot P_t$
비 교	$\equiv$		$\vee$
월세 임차인	$E(R_t)$	=	$E(R_t)$

- (전세 임대/임차인 비교) 전세 임대인의 cost는 주택가격에서 전세자금을 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 큼을 알 수 있음. 이는 임대인 요건에 전세가율  $c_t = \frac{P_t}{2}$ 을 대입하여 정리하면  $\frac{E(R_t)}{P_t} < g_t$  즉  $E(R_t) < g_t \cdot P_t$ 임을 확인할 수 있음
- (월세 임대/임차인비교) 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
- (전/월세 시 임대인 수익비교) 동일한 금액(주택가격  $P_t$ ) 투자 시 전세 임대인의 수익은  $2g_t \cdot P_t$ 이며, 월세 임대인의 수익은  $E(R_t) + g_t \cdot P_t$ 임. 따라서 역시 임대인 요건을 고려하면 전세 임대인의 수익이 더 높음을 알 수 있음
- (전/월세 시 임차인 수익비교) 두 경우 benefit은 동일한 가운데, 임차인 시장 성립 조건에 따라 자명하게 전세임차인의 비용이 월세임차인에 비하여 낮은 구조임. 즉 전세제도가 존재하는 경우는 전세를 이용함으로써 주거비( $E(R_t)$ )보다 낮은 전세 비용으로 거주 가능함을 알 수 있음

□ (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 가정<sup>14)15)</sup>

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

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

전세의 수요, 공급 식에 따라 다음과 같은 균형식을 얻게 되는 데 이것은 우리나라 주택임대차 시장에서 사용되고 있는 전월세 전환식<sup>16)</sup>의 형태를 지니고 있음을 알 수 있음

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

통상적으로 전월세 전환율은 전세가와 월세가에 따라 사후적으로 결정되었음. 그러나 전세를 주거 서비스에 대한 비용이 아니라 월세, 이자율, 주택가격 상승률이 반영된 전세 시장의 수요와 공급에 의하여 결정되는 것으로 이해하면 전월세 전환식에 나타난 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

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

15)	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	$C_t(g_t + r_t) = 2E(R_t)$

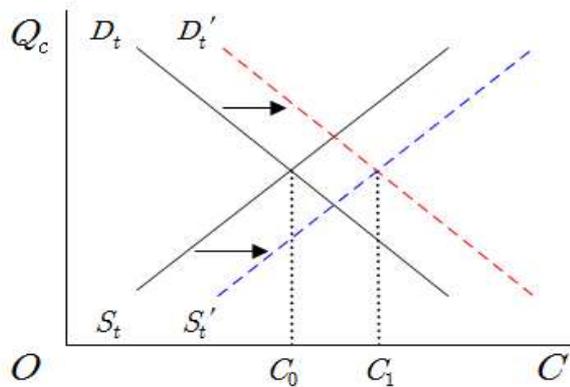
16) 본 보고서의 흐름상 전연세 전환율이라고 표기하는 것이 옳으나 학술적/사회적으로 전월세 전환율이라는 용어가 두루 쓰이고 있으므로 여기에서도 전월세 전환식으로 쓰기로 함

1. 전월세 시장의 수요·공급 변화

□ 지금까지 살펴본 바와 같이 전세의 수요, 공급곡선은 식 (4), (5)와 같이 나타낼 수 있으며, 이를 통하여 전세 시장 내에서의 주택가격 상승률, 월세, 이자율 변화에 따른 전세가의 변화를 살펴보고자 함

- 월세가 상승한 경우에는 전세 수요곡선은 오른쪽 위로 이동하면서 수요는 증가하나 공급곡선은 오른쪽 아래로 이동하면서 공급은 감소함. 월세 상승으로 인하여 수요곡선과 공급곡선 모두 전세가가 상승하는 방향으로 움직이기 때문에 전세가는 매우 가파르게 상승하게 되는데 이를 그림으로 표현하면 아래와 같음

<월세 변화에 따른 전세가의 변화<sup>17)</sup>>

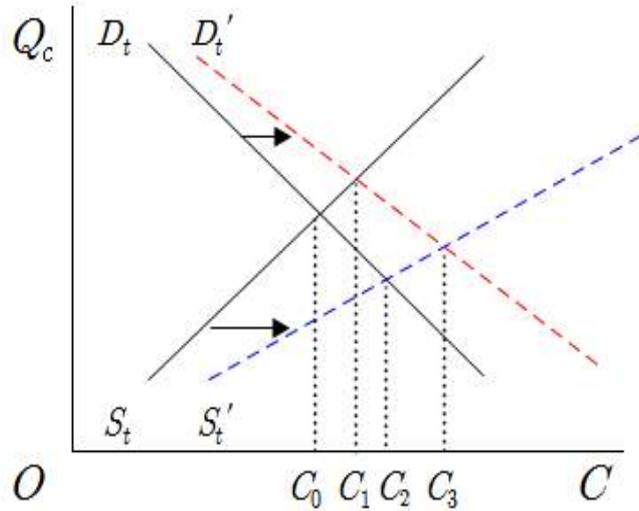


- 월세가 상승할 경우 수요곡선( $D_t \rightarrow D'_t$ )과 공급곡선( $S_t \rightarrow S'_t$ )이 이동하면서 전세가는  $C_0 \rightarrow C_1$ 로 매우 가파르게 상승
- 다른 조건이 동일하게 유지 될 때, 주택가격 상승률이 하락하는 경우에는 공급곡선의 기울기가 완만하게 변화하며, 이자율이 하락하는 경우에도 수요곡선의 기울기의 절대값이 작아짐으로써 역시 수요곡선의 기울기를 더 완만하게 변화시킴. 결국 주택가격 상승률 하락과 이자율

17) 일반적으로 경제학에서는 가격( $C_t$ )을 Y축에, 수요/공급량( $Q_c$ )을 X축에 표기하나, 수식 변화에 따른 이해의 편의를 위하여 독립변수인 가격( $C_t$ )을 X축에 표기함

하락은 모두 전세가가 증가하는 방향으로 변하게 됨에 따라 월세 상승과 유사하게 전세가가 급상승하는 결과를 가져오게 됨

<주택가격 상승률, 이자율 변화 하락에 따른 전세가의 변화>



- 주택가격 상승률( $g_t$ )이 하락하는 경우에는 공급곡선이  $S_t \rightarrow S'_t$ 로 변화하여 기울기가 완만해 짐으로써 전세가는  $C_0 \rightarrow C_2$ 으로 상승하게 됨. 이자율이 하락하는 경우에 수요곡선은  $D_t \rightarrow D'_t$ 으로 변화하여 역시 기울기가 완만해짐으로써 전세가는  $C_0 \rightarrow C_1$ 로 상승하게 됨. 주택가격 상승률 하락과 이자율 하락이 동시에 나타날 때에는 수요곡선, 공급 곡선의 기울기가 모두 변화하여 전세가는  $C_0 \rightarrow C_3$ 로 급격히 상승하게 됨

## 2. 전월세 시장의 구조적 변화

- (소비에 있어서 대체성) 수요(소비)에 있어서 전세와 월세는 일반적으로 대체관계에 있는 상품으로 생각할 수 있음. 이러한 대체성이 전세와 월세 시장간 수요변화에 어떠한 영향을 주는지 살펴보고자 함
- 전세와 월세는 동일한 주택 서비스에 대하여 지불 방법만을 달리하는 것이기 때문에 차입제약이 없을 경우 전세와 월세는 대체성이 높을 것임. 그러나 현실에서는 전세자금이 높아질수록 차입제약이 존재할 뿐 아니라 전세자금 조달 비용이 높아지기 때문에 월세와 전세조달

비용이 비슷할 경우에는 전세가가 높아질수록 전세 수요량이 감소하는 일반적인 수요함수 형태를 나타냄. 따라서 이자율의 변화가 크지 않을 때에는 아래의 파란색 얇은 대시선과 같이 우하향하는 일반적인 수요곡선 형태를 유지하면서 변화하게 됨

<전/월세간 시장간 수요 변화>

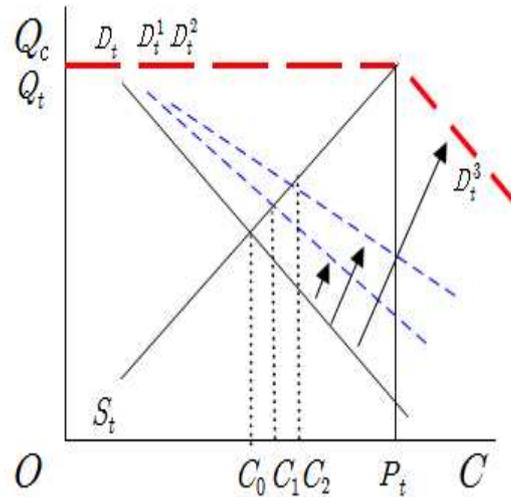
$$E(R_t) - C_t \cdot r_t \approx 0$$

(파란색, 얇은 대시,  $D_t^1, D_t^2$ )

⇒

$$E(R_t) - C_t \cdot r_t \gg 0$$

(붉은색, 굵은 대시선,  $D_t^3$ )



- 그러나 현재 우리나라의 주택임대차 시장과 같이 이자율이 매우 낮아 전세자금 차입비용이 월세에 비하여 월등히 낮은 경우에는 거의 모든 사람이 주거비용이 낮은 전세를 선택하게 될 것임. 즉 전세가가 주택가격  $P_t$ 에 이르기 전까지는 어떠한 전세가격 하에서도 모든 수요자는 전세만을 수요하려 할 것임. 즉 전세 수요곡선이 일반적인 우 하향 수요곡선이 아닌 붉은색 굵은 대시선과 같은 꺾은 선 모양의 곡선으로 바뀌게 될 것임

□ (공급에 있어서의 전환성<sup>18)</sup>) 수요자 입장에서 전세와 월세는 대체 상품으로서 대체성을 가지는 반면 공급자 입장에서는 경제상황에 따라 전세를 월세로, 월세를 전세로 바꾸어 공급할 수 있기 때문에 전환성을 가진다고 할 수 있음. 주택을 임대하는 공급자 입장에서도 전세를 월세로 전환하는 것은 계약 형태만 바꾸면 되는 것이기 때문에 전월세간 전환성은 높은 편임. 따라서 월세 수입과 전세자금을 통한 레버리지 수입의 차이가 크지 않을 때에는 우 상향하는 일반적인 공급곡선을 나타냄

18) 전환성(convertible)은 전세에서 월세로, 월세에서 전세로 상품을 바꾸어 공급할 수 있는 성질로 정의함. 유사한 용례로는 회사채를 주식으로 전환할 수 있는 전환사채 등이 있음

- 그러나 주택가격 상승률 하락폭이 일정 수준을 넘어서 전세를 공급함으로써 얻는 수익이 월세 공급을 통하여 얻는 소득에 비하여 현저히 낮은 수준까지 하락할 때는 모든 공급자가 월세를 선호하게 됨. 이러한 경우에는 차입 제약 등의 임대인의 사정으로 전세금을 상환하고 월세를 공급하는 것이 불가능한 소수의 임대인만이 전세를 공급하게 됨
- 이렇게 주택가격 상승률이 일정 수준 이하로 하락하여, 모든 공급자가 전세에서 월세를 공급하는 변화가 나타나게 되는데, 이러한 변화에 의하여 전세에서 월세로의 구조적 변화가 일어난다고 할 수 있음. 이때의 공급곡선은 임대인의 사정으로 전세를 공급할 수밖에 없는<sup>19)</sup> 소수의 전세 공급자를 제외하고는 모두 월세를 공급을 선택하게 될 것임. 이 경우에 전세가가 주택가격 보다 높아지는 지점까지는 전세 공급이 증가하지 않다가 주택가격  $P_t$  보다 높은 가격대에서 우상향하는 공급곡선을 나타내게 됨
- 이를 그래프로 살펴보면 아래와 같이 주택가격 상승률이 매우 크게 하락하여 월세 수익률이 전세 수익률 보다 월등히 커지는 경우, 공급곡선은 일반적인 우상향 곡선( $s_t$ )인 파란색 얇은 대시선 형태에서, 붉은색 굵은 대시선의 꺾은 선 모양의 그래프로( $s_t^3$ )로 구조적인 변화에 직면하게 됨

**<전/월세 시장간 전세 공급의 변화>**

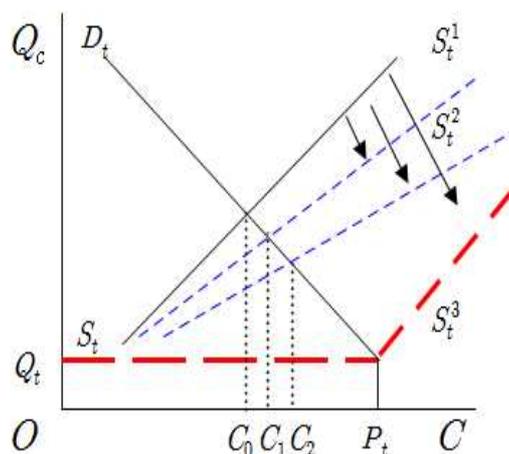
$$C_t \cdot g_t - E(R_t) \approx 0$$

(파란색, 얇은 대시선,  $s_t^1, s_t^2$ )

⇒

$$C_t \cdot g_t - E(R_t) \ll 0$$

(붉은색, 굵은 대시선,  $s_t^3$ )



19) 예를 들어 분양 후 입주 시기가 되었으나 금융권에서 대출을 받지 못하여 잔금을 치르지 못하는 경우 등

## 1. 전세의 이중적 속성

- (전세에 대한 개념화) 전세제도는 임대계약임과 동시에 금융계약의 속성, 월세시장과 동시에 매매시장의 속성을 지니고 있음. 이와 같은 전세의 속성을 포괄할 수 있도록 전세를 개념화하고 이를 통하여 전세가 주택시장에 미칠 수 있는 효과를 고찰함
- (환매조건부 이표채) 전세제도가 임대차 계약의 성격과 금융의 성격을 가진다는 대전제는 동의하나 그 구체적 이행 방식에 대한 개념을 달리 하여 전세계약을 “환매조건부 이표채”로 개념화 하고자 함
  - (임대인) 월세와 전세금의 이자를 상쇄<sup>20)</sup>시키는 계약이 아니라 임대인은 월세를 포기하는 대신 전세자금 운영수익<sup>21)</sup>을 통하여 수익을 얻는 것으로 개념화함. 특히 실제 운영 수익은 대부분 주택구입을 통한 레버리지로 수익을 추구하기 때문에 임대인에 의한 전세 공급곡선은 다음과 같이 가정할 수 있으며 이는 앞장의 가정과 같음

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

- (임차인) 임차인은 전세계약 만료 시점에 전세자금을 되돌려 받기 때문에 전세라는 환매조건부 채권을 구매한 것임. 그런데 임차인이 명목상 받는 것은 없으나 주택을 사용함으로써 내야할 월세를 내지 않음으로써 사실상 매달 월세를 받고 있는 상황임. 사실상 매달 받는 월세를 이표(쿠폰)로 간주하면 전세 계약을 “환매조건부 이표채권” 계약으로 개념화할 수 있음. 임차인에 의한 전세 수요곡선 역시 앞서와 같이 다음과 같이 가정함

20) 서로 간에 상쇄시키는 계약으로 이해할 때 그 비율로 나타나는 것이 전월세 전환율인데, 이창무(2015) 전월세전환율이 지속적으로 시장이자율보다 높은 상태로 유지되었기 때문에 그 해석에 있어서 일치된 견해를 찾기 어려움

21) 이창무(2015)에 따르면 임대인(집주인)들은 대부분의 전세자금을 주택구입자금이나 주택신축비용으로 사용하고 있다고 함. 그 한 예로 국토연구원(1998)의 연구에서는 조사대상자의 71.8%가 전세금을 주택구입자금이나 주택신축비용으로 활용하고 있음을 보고함.

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

- (균형식) 전세를 “환매조건부 이표채”로 개념화 하고, 이를 수요, 공급 곡선에 의한 균형식을 아래와 같이 나타내면 전세시장은 월세의 영향을 받는 임대시장 속성과 주택가격 상승률의 영향을 받는 매매시장의 영향을 동시에 받을 수 있음을 다음과 같이 간명하게 보일 수 있음

$$C_t(g_t + r_t) = 2E(R_t)$$

□ (전세의 이중적 속성) 전세를 위와 같이 간명하게 개념화함으로써 전세의 이중적 속성 즉 임대시장과 매매시장에 어떠한 효과를 미치는지 다음과 같이 고찰해볼 수 있음

- (임대시장 속성) 전세제도가 존재할 수 있는 경제적 환경 하에서 임대인은 월세보다 전세를 통하여 더 많은 수익을 창출할 수 있기 때문에 월세 공급량은 줄어들고 전세 공급이 주를 이루게 됨. 역시 동일한 환경 하에서 임차인 또한 전세 자금 조달비용이 월세비용보다 낮기 때문에 월세보다 전세를 선호함으로써 전세 수요가 주를 이루게 됨. 이렇듯 전세제도가 존재할 수 있는 과거 우리나라와 같은 경제 환경 하에서 전세 제도는 김선웅(2000)이 주장한 바와 같이 임대인은 월세보다 더 높은 수익을 창출할 수 있고, 임차인들은 저렴한 비용으로 주택 주거 서비스를 이용할 수 있는 장점을 지니게 됨
- (매매시장 속성) 전세금이 대부분 주택구입자금이나 주택신축비용으로 지불됨으로써 결과적으로 임차인의 전세자금은 주택매매에 있어서 사실상의 지분투자<sup>22)</sup>를 통한 주택 수요증가의 결과를 가져올 수 있음. 특히나 주택금융공급이 보편화되지 않았던 1998년 이전의 한국적 상황 하<sup>23)</sup>에서 민간주택금융제도인 전세를 통한 주택수요증가는 주택가격 상승의 한 요인이 될 수 있었을 것임<sup>24)</sup>

22) 임차인에게는 소유권이 없기 때문에 법리적, 형식적으로 지분투자라고 할 수 없으나, 전세자금이 주택 구매 자금으로 이어지기 때문에 시장관점에서 보면 주택 매매 지분투자과 다를 바가 없음

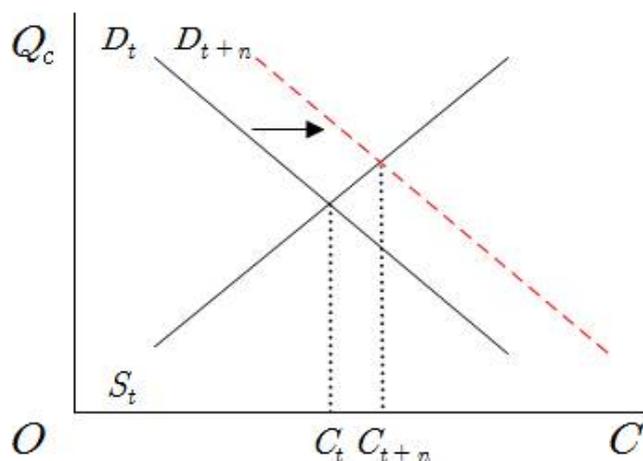
23) 김선웅(2000) 참조

24) 주택금융이 발달한 현재의 한국의 주택시장 하에서도 전세는 유의미한 주택수요로 이어질 수 있음. 왜냐하면 위정환·지규현·이창무(2013)에 따르면 전월세 전환율이 시장이자율 보다 높아 은행 대출로 전세 보증금을 대체하면 투자수익률이 향상될 것이라고 임대인(집주인)에게 주지시켰음에도 대출받고 싶지 않다는 응답이 42%로 가장 높음(대출받아 월세 조정 39%, 잘 모름 19%). 또한 집주인들의 신용상황이 각기 다른 만큼 일정부분 민간주택금융에 대한 전세에 대한 수요는 존재할 것으로 생각해 볼 수 있음

## 2. 전세, 월세의 주거부담

- (주거부담 전이) 전세의 이중적 속성으로 인해 임대인은 전세자금을 레버리지로 활용함으로써 더 많은 수익을 추구할 수 있었고, 임차인은 전세를 이용함으로써 주거비용을 낮출 수 있었음. 그러나 이러한 초과이윤 상태는 일반 균형을 벗어난 것으로 지속적으로 유지될 수는 없음. 즉 주택시장이 일반 균형 상태로 회귀하는 상황에서는 전세로 인한 높아진 주택가격으로 인하여 월세 전환 시 주거 부담은 더 커질 수 있음
- (높아진 주택가격) 전세제도가 상당 기간 존재함으로써 주택가격은 정상가격 보다 높은 이른바 버블이 존재할 수 있는 가능성이 있음. Kim(1990)은 한국의 전세제도로 인하여 주택가격 버블 즉 주택시장의 비효율성이 야기될 수 있음을 실증적으로 보였음. 오랜 기간 전세가 존재함으로써 균형가격보다 높은 주택가격이 존재할 수 있음. 아래 그림은 이를 나타낸 것인데  $D_t$ 는 전세가 없는 주택시장의 수요곡선을 나타낸 것이고  $D_{t+n}$ 은 n년 동안 전세가 존재할 때 전세자금이 주택 구입자금으로 사용된 경우를 나타내는 수요곡선임

<전세제도 유무에 따른 주택 수요곡선>



### 3. 주거부담 시뮬레이션

- 지금까지 살펴본 바와 같이 전세의 주거비용이 월세보다 구조적으로 낮음을 알 수 있음. 또한 전세 제도의 이중적 속성으로 인하여 전세가 더 이상 지속되지 못하는 시장 환경 하에서는 전세가 존재하는 세대와 월세를 부담해야하는 세대 간 주거 부담의 전이가 일어날 수 있음. 그런데 많은 전문가들이 지적하는 바와 같이, 지금 우리나라의 주택시장은 전세에서 월세로의 구조적 전환기에 있을 가능성이 높은 상황임.
- 즉 그간 전세제도를 활용함으로써, 전세 시대의 임차인과 임대인은 각각 낮은 주거비용과 지속적인 주택가격 상승으로 경제적 이익을 누렸다고 한다면, 지금과 같이 월세 위주로 재편되는 상황에서는 임차인과 임대인은 각각 월세 부담과 높아진 주택가격 부담에 직면할 수 있음
- 이에 다음과 같은 조건 하에서 시뮬레이션을 통해 주거부담 변화에 대하여 살펴보기로 함
  - 우선 이자율 추이는 5% 내외에서 변동하다가 최근 국고채 이자율<sup>25)</sup>과 유사한 2% 내외까지 떨어지는 것으로 가정함. 주택가격 상승률은 2008년 금융위기 이후 주택가격이 하락하다가 상승하는 형태를 반영하였으며, 최근 기대 주택가격 상승률이 낮아지는 추이를 반영하여 1%까지 하락하는 것으로 가정하였음. 월세는 전월세전환율이 약 6%<sup>26)</sup> 내외임을 반영하여 약 1억원 내외의 전세가를 기준으로 한 600만원을 가정함. 또한 월세의 소폭하락 또는 홍보 추세를 반영하여 650만원<sup>27)</sup>에서 600만원으로 소폭 하락하는 것으로 가정하였음
  - 이상과 같은 가정에 따른 그래프는 아래의 <이자율, 주택가격 상승률 추이> 와 <월세가 추이> 임. 또한 이를 통한 전세가 시뮬레이션 결과는 아래의 <전세가 추이> 그래프와 같음
  - <전세가 추이> 그래프에서는 첫째 월세가 하락하는 것을 가정한 상황에서도 전세가는 상승할 수 있음을 보여주고 있음. 둘째 이자율과 기대 주택가격 상승률이 동시에 하락하는 경우에는 전세가가 매우 급등할 수 있음을 확인할 수 있음

25) 2015.12.4.일 현재 국고채 이자율 1.781(국고채 3년), 2.010(국고채5년), 2.301(국고채 10년)

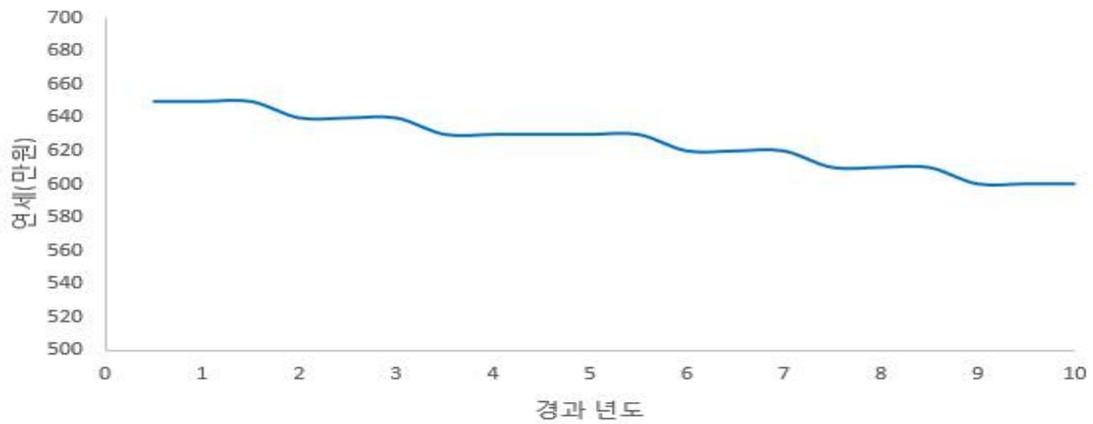
26) 한국 감정원에 따르면 전국 단위로 전월세 전환율 평균이 약 7.2%로 나타나고 있으나 상향 편의에 대한 지적이 있음.

27) 2000년대 초반 높은 전월세 전환율을 고려하여 약 15~16%의 전환율로 환산될 수 있는 월세가임

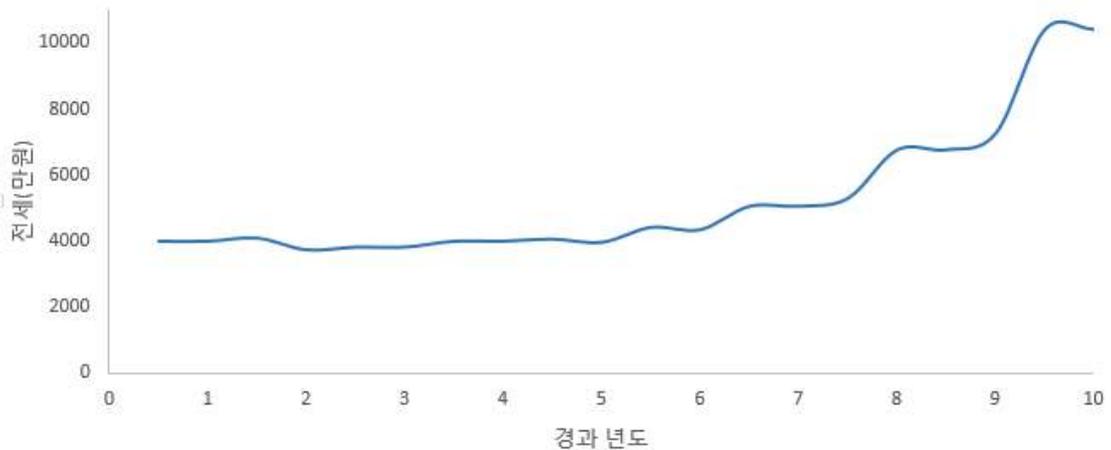
### <이자율, 주택가격 상승률 추이>



### <월세가 추이>



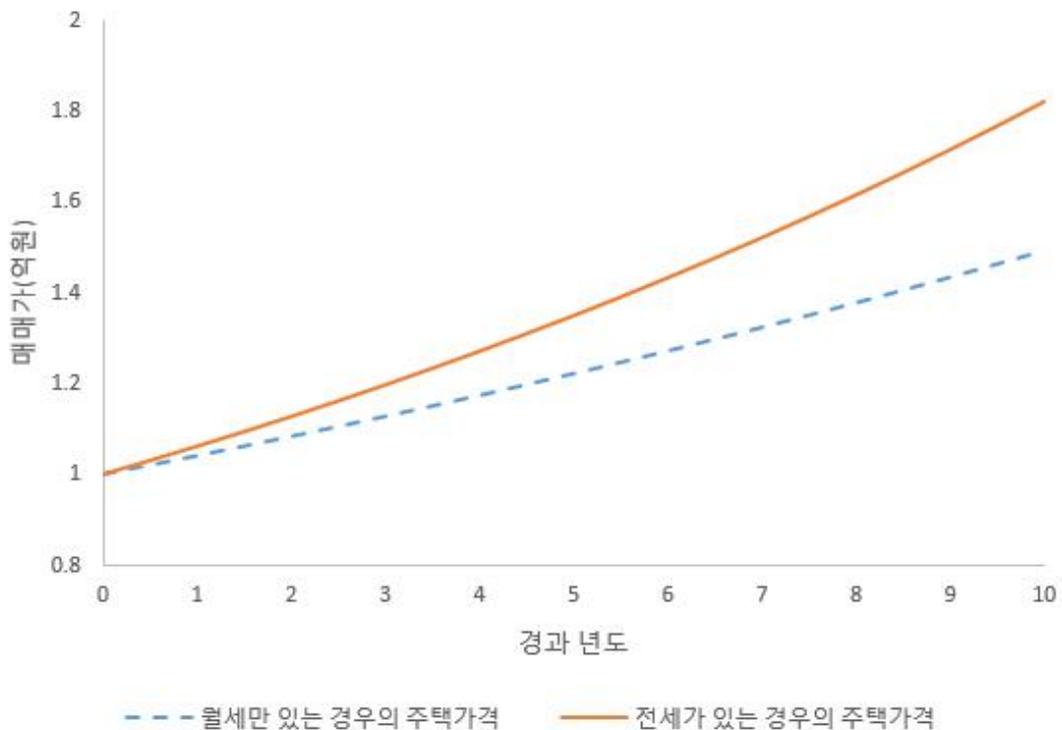
### <전세가 추이>



※ 전세와 월세의 관계는  $C_t = \frac{2}{1.5 \times g_t + 5 \times r_t} \cdot E(R_t)$ 로 가정함.

- (주택 매매가격 추이) 외국에서와 같이 월세만 존재하는 경우의 주택 가격 상승률과 우리나라와 같이 전세가 존재하는 경우에 있어서 주택 가격 상승률을 비교하고자함
- 이를 위하여 월세만 존재하는 경우에는 연 4%의 주택가격 상승률을 가정하며, 전세가 존재하는 경우에는 전세자금의 대부분이 주택구입자금으로 쓰인다는 즉 전세자금이 주택 수요 자금으로 활용된다는 점을 고려하여 주택가격 상승률을 연 6%의 상승률을 가정함. 아래 <주택가격 상승률 비교> 그래프에서 점선은 월세만 존재하는 시장에서의 주택가격 상승률을 나타냄. 실선은 전세가 존재할 경우의 주택가격 상승의 패턴을 보여주고 있음. 이러한 가정 하에서 전세가 존재할 때의 주택가격 변화 양태를 비교하면 아래와 같음

### <주택가격 상승률 비교>



- 마지막으로 지금까지의 시뮬레이션 결과를 바탕으로 하여 전세가 존재 하면서 전세 위주의 임대 시장을 형성하던 시장과 전세에서 월세로의 구조적 변화가 일어난 월세 위주 시장에서의 주거부담 정도를 비교함
- 위의 시뮬레이션에서와 같이 두 시장의 시장 이자율과 주택가격 상승

률은 전세위주의 시장은 이자율과 주택가격 상승률 각각 5%로 상대적으로 높은 수준으로 가정함. 반면 월세 위주의 임대차 시장은 시장 이자율 2%, 주택가격 상승률은 1%로 가정함

- 이러한 조건 하에서 전세 위주의 시장과 월세 위주의 시장에서 전세가의 차이는 매우 큰 편차를 보이고 있음. 반면 전세가가 상대적으로 많이 높아지긴 하였으나 이자율 하락 또한 크기 때문에 전세자금 조달 비용은 큰 차이를 보이지 않는 것을 알 수 있음. 월세 또한 소폭 하락 하기는 하였으나 월세의 변동성이 크지 않는다는 현실을 반영하여 두 시장간 월세의 편차는 크지 않은 것으로 가정함
- 이러한 상황 하에서 지금 일어나고 있는 구조적 변화에 의하여 “변화 이전”에는 전세로, “변화 이후”에는 월세로 거주한다고 가정하였을 때의 주거비 부담을 비교함. 전세 위주의 시장에서 전세로 거주할 때의 비용은 연간 200만원인 반면, 월세 위주의 시장에서 월세의 주거비용은 연간 600만원으로 급등할 수 있음을 확인할 수 있음

**<구조적 변화에 따른 주거부담의 변화>**

구 분	전세가 위주 임대차 시장	월세 위주 임대차 시장
시장 이자율	5%	2%
주택가격 상승률	5%	1%
<b>전세</b>	<b>4,000만원(200만원)</b>	<b>1억400만원(208만원)</b>
<b>연세</b>	<b>650만원</b>	<b>600만원</b>

※ 괄호 안은 시장 이자율로 전세자금 조달 시 조달비용

## 1. 분석결과 종합

- 전세가 존재하는 경제 환경 하에서는 구조적으로 전세에 비하여 월세의 주거비가 높을 수밖에 없음. 그렇기 때문에 전세의 월세화는 사실상의 주거비를 상승시키는 효과가 있음. 다시 말해 전세의 월세화 속도가 빠를수록 주거비 부담 증가 속도는 더 커질 수 있음
- 전세는 월세 뿐 아니라 주택가격 상승률, 이자율 등 여러 요인에 의하여 결정됨. 따라서 주택가격 상승률과 시장이자율이 급속히 낮아지는 상황에서는 월세가 하락하더라도 전세가가 오르는 등 서로 다른 방향성을 가질 수 있음
- 통상적인 전·월세 수요공급의 변화 상황에서는 월세가 상승하게 되면, 수요, 공급 곡선이 모두 전세가가 증가하는 방향으로 이동함으로써 전세가가 급등하는 양태를 보임. 또한 지금과 같이 기대 주택가격 상승률 하락과 이자율 하락이 동시에 진행될 때에도 수요, 공급 모두 전세가가 증가하는 방향으로 이동함. 이렇게 전세 수요와 공급에 영향을 주는 요인이 동시에 작동하는 경향이 있는 것이 전세가의 변동성이 높은 이유임
- 주택가격 상승률에 대한 기대가 낮아 전세 수익이 월세보다 크게 낮아질 때에는 우상향하는 일반적인 공급 곡선과 달리 일정 가격까지는 공급이 증가하지 않는 수평한 형태를 보이다가 높은 가격대에서 수요가 증가하는 우상향의 꺾은 선 형태의 공급곡선을 보이게 됨. 이러한 전세 공급 곡선의 변화를 전월세 시장의 구조적 변화로 볼 수 있음
- 전세는 월세시장과 매매시장의 영향을 받고 있기 때문에 월세시장과 매매시장의 이중적 속성을 지니고 있음. 임대시장 속성으로 그간 우리나라에서 전세는 월세를 대신하여 낮은 임대비용으로 주된 임차제도로 자리매김하였으며, 매매시장에서 전세는 사실상 주택구매 수요의 한 축으로 작용함

- 전세 제도의 이중적 속성 때문에 전세 위주의 임대 시장을 경험한 임차인은 적정 월세보다 낮은 전세 주거비를 부담하였고, 임대인은 높은 주택가격 상승률을 통한 초과 수익을 얻기도 함. 반면 월세 위주의 임대차 시장에서 임차인은 상대적으로 높은 월세를 주거비로 부담하여야 하며, 임대인(매수인)은 균형가격보다 높은 주택가격에 대한 부담을 지게 됨

## 2. 시사점 및 향후 연구 과제

- 임대차 시장의 구조적 변화에 직면한 현 상황에서는 주거부담의 변화를 객관적으로 측정할 수 있는 통합된 설명 체제를 개발해야 할 것임
- 이를 위하여 전월세 통합 지수에는 전월세 전환부담을 고려할 수 있는 지표를 만들고 이 지표를 주거비 부담 변화 측정 시 반영하여야 함
- 주거비 부담 관점에서는 같은 임차인이 동일 주택에 계속 거주한다는 가정 하에서 주거비의 변화를 산출하는 것임. 그러나 지금과 같이 임차인이 높은 전세가 상승률을 감당하지 못하고 기존 주거지보다 비용이 낮은 아파트에서 연립주택으로, 서울에서 경기도로 이사하는 경우에는 오히려 주거비가 감소하는 결과가 나올 수 있기에 주의하여야 함
- (향후 연구과제) 본 연구 결과를 토대로 현재 우리나라 주택임대차 시장의 구조적 변화를 잘 반영할 수 있는 즉, 현실 설명력 높은 주거부담 측정 지표를 개발할 필요

< 참고 문헌 >

- 김관영, “주택매매시장의 비효율성 분석,” 『한국개발연구』, 제 10권 3호, 한국개발연구원, 1988.
- 김선웅, “전세제도의 특성과 전세자금의 유동화 방안,” 『주택금융』, 2000년 가을호
- 김종일·송의영·이우현, “서울 아파트 시장에서의 전세-매매가격 비율과 시장의 효율성”, 『한국경제의 분석』, 제4권 제1호, 금융연구원, 1988.
- 위정환·지규현·이창무, “임대인 설문에 기초한 임대계약형태 선택요인 분석,” 『부동산분석학회 2013년도 정기학술대회(추계) 발표논문집』, 부동산 분석학회, 2013.
- 이상영, 『아파트의 경제학』, 박영출판사, 2002
- 이정전, 『토지경제학』, 박영사, 1999
- 이창무, 『한국 주택시장의 새로운 이해』, 다산출판사, 2015
- 최성호·이창무, “매매, 전세, 월세 시장간 관계의 구조적 해석,” 주택연구, 2009
- Flood, R.P. and R.J. Hodrick, “On testing for speculative bubbles”, Journal of Economic Perspectives, Vol. 4, No. 2, 1990, p.89.
- Kim, Kyung-Whan, An Analysis of inefficiency Due to Inadequate Mortgage Financing : The Case of Seoul, Korea, Journal of Urban Economics 28, 1990.
- KIM, Se-Jik and Song Shin Hyun, “Financing Growth without Banks : Korean Housing Repo Contract,” Working Paper, 2011.