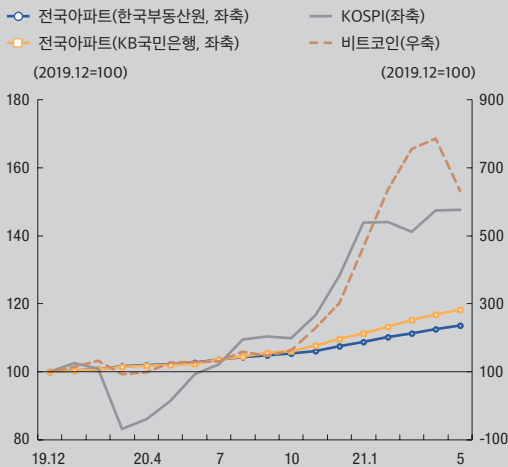


참고 4.

최근 자산시장에 대한 평가

지난해 코로나19 위기 이후 전세계적으로 주택, 주식, 암호자산 등 대부분의 자산가격이 크게 상승하였다.¹⁾ 그런데 최근과 같이 국내외 경기가 위기에서 벗어나는 초기 단계에서 거의 모든 자산가격이 동시에 급등하면서 일부 과열 조짐을 보이는 것은 매우 이례적인 현상이다. 이처럼 자산가격이 단기간에 급등함에 따라 향후 유동성 감소, 자본유출 등 대내외 충격이 발생할 경우 대규모 가격조정(re-pricing)이 나타날 가능성에 대한 우려가 증대되고 있다. 이에 따라 이하에서는 최근 자산시장 상황을 평가하고 자산가격 상승의 경제적 영향을 살펴본 후 시사점을 도출하고자 한다.

코로나19 이후 주택, 주식, 암호자산 가격 추이



자료: 한국부동산원, KB국민은행, 한국거래소, coinmarketcap

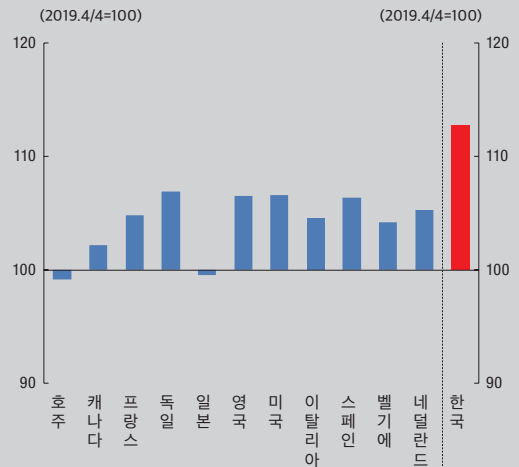
자산시장 현황 및 평가

(부동산시장)

2020년중 주택가격은 높은 상승세를 보였으며, 최근 들어서도 여전히 오름세를 지속하고 있다. 이는 주택 수급불균형에 대한 우려, 가격 상승 기대심리, 코로나19 확산에 따른 거시정책 완화기조 등 다양한 요인이 복합적으로 작용한 결과이다. 주요국에서도 금번 위기 이후 회복 과정에서 주택가격이 크게 상승하였는데, 최근 우리나라의 주택가격 상승 속도는 다른 국가와 비교해도 빠른 상황이다.

특히 주택가격은 장기추세, 주요 통계지표 등을 통해 볼 때 서울지역을 중심으로 고평가되어 있을 가능성이 높은 것으로 보인다. 최근 들어 서울지역의 주택가격은 장기추세를 상회하고 있으며, 소득대비 주택가격의 비율(PIR: Price Income Ratio)도 2017년 이후 가파르게 상승한 것으로 나타났다.

소득대비 주택가격 비율(PIR)¹⁾²⁾



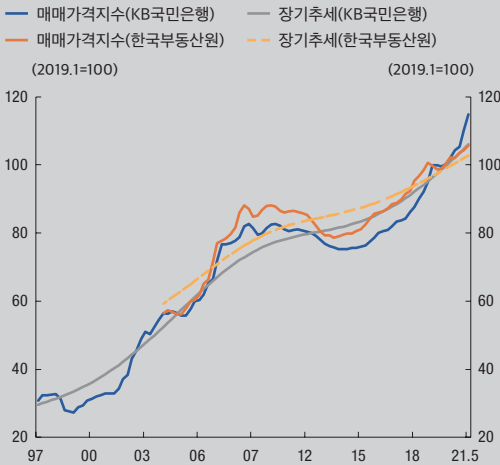
주: 1) 2019년 4/4분기 대비 2020년 4/4분기 기준

2) 실거래가지수 기준(한국은 공동주택 실거래가지수 기준)

자료: 한국은행 자체 사산, OECD, 한국부동산원

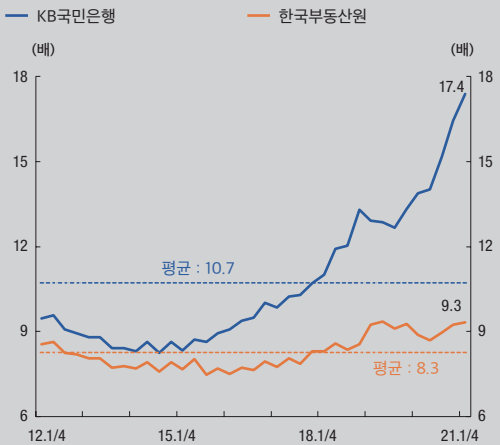
1) 일각에서는 원자재가격 급등을 포함하여 이를 'everything rally' 현상으로 표현한다.

서울지역 아파트 매매가격지수 추이¹⁾²⁾



주: 1) 장기추세는 HP필터로 추출
 2) 한국부동산원 지수는 2004년 1/4분기 이후부터 이용 가능
 자료: 한국은행 자체 추정, KB국민은행, 한국부동산원

서울지역 소득대비 주택가격 비율(PIR)¹⁾²⁾



주: 1) 3분위 평균주택가격 및 도시지역 가구소득 기준
 2) 평균은 2012년 1/4분기~2021년 1/4분기중 기준
 자료: KB국민은행, 한국부동산원, 통계청 「가계동향조사」

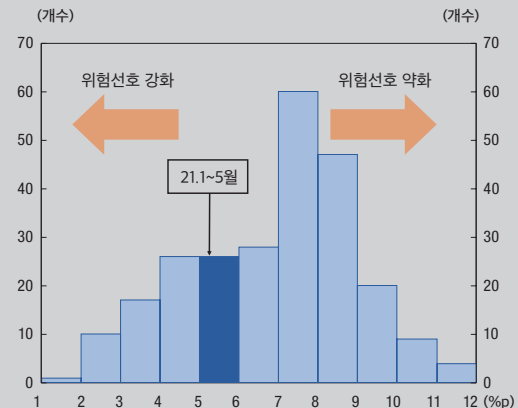
(주식시장)

주가(KOSPI 기준)는 코로나19 확산으로 급락했던 지난해 3월 이후 금년 5월까지 약 120% 상승하였다

다. 이는 같은 기간 주요국의 주가 상승률을 상당폭 상회하는 수준이다.²⁾ 최근 주가 상승은 거시정책 완화기조가 이어지는 가운데 국내외 경기회복에 따른 기업실적 개선 기대가 가세한 데 주로 기인하며, 특히 글로벌 저금리는 주식 투자를 통한 미래 기대이익의 현재가치를 높이고 투자자의 위험선호 성향을 강화시킴으로써 주가 상승 요인으로 작용한 것으로 보인다.

주요 지표를 통해 볼 때 주가의 고평가 여부는 단정하기 어려운 측면이 있다. 실례로 주식의 무위험자산(국채) 대비 초과수익률(리스크 프리미엄)³⁾이 매우 낮은 수준이라는 점은 주가가 고평가되었을 가능성을 시사하지만, 주당 순이익 대비 주가 수준(주가수익비율, PER: Price Earning Ratio)은 여전히 주요국에 비해 크게 낮은 수준이다. 다만 지난해 이후 주식거래를 위한 대출이 크게 확대된 점을 통해 볼 때 주식시장내 투자자들의 위험선호 성향은 과거에 비해 크게 증대된 것으로 보인다.

주가의 국채 대비 리스크 프리미엄¹⁾



주: 1) 채권 대비 주식의 상대 수익률로 동 비율이 낮을수록 위험선호 성향이 높음을 의미(주당 수익률(1/forward PER) - 10년 국채수익률), 대상기간은 2000년 11월~2021년 5월
 자료: Refinitiv, 금융투자협회

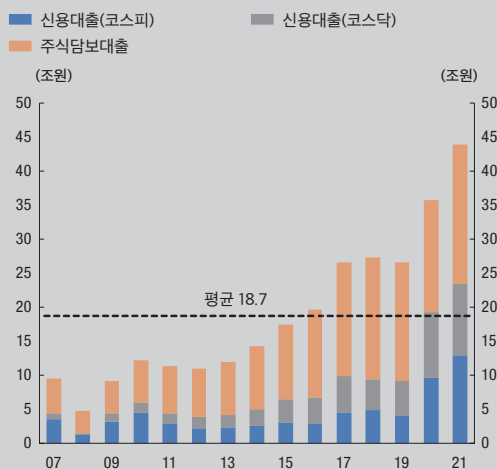
2) 2020년 저점 대비 2021년 5월말 기준 주가 상승률은 한국 119.8%, 미국 87.8%, 일본 74.4%, 독일 82.7%, 캐나다 75.7%, 영국 41.8%, 중국 35.9% 수준이다.
 3) 주식 투자자의 초과수익률(리스크 프리미엄)이란 투자자가 위험이 없는 국채를 보유해서 얻는 수익에 비해 주식을 보유함으로써 얻을 것으로 기대하는 추가 수익을 의미한다.

주요국 주가수익비율¹⁾



주: 1) 12개월 선행 PER 기준
2) 미국, 캐나다, 영국, 프랑스, 일본, 독일, 이탈리아, 중국
자료: Bloomberg

주식 관련 신용대출 및 주식담보대출¹⁾²⁾



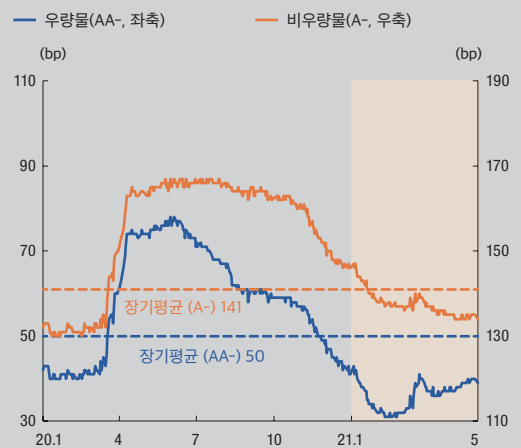
주: 1) 2021년은 4월 30일, 평균은 2007년 1월~2021년 4월중 기준
2) 코스피 및 코스닥 기준
자료: KOSCOM, 금융투자협회

(회사채시장)

회사채시장은 금년 들어 수급여건이 양호한 가운데 금리도 안정적 움직임을 지속하고 있다. 회사채 발

행 또한 호조를 보이고 있으며, 신용스프레드도 대체로 안정된 모습을 이어가고 있다. 최근 수요 과열 가능성이 제기되고 있는 미국 회사채시장과 유사한 정도는 아니지만, 우리나라에서도 국고채 대비 회사채 수익률 스프레드가 장기평균을 지속적으로 하회하고 있는 점은 국내 채권 투자자의 위험선호가 과거에 비해 커졌을 가능성을 시사한다.⁴⁾

회사채 신용스프레드¹⁾²⁾



주: 1) 회사채 수익률과 국고채(3년) 수익률간 격차
2) 장기평균은 2010년 1월~2021년 5월중 기준
자료: 금융투자협회

(암호자산시장)

암호자산 가격은 2020년 4/4분기 이후 크게 상승하였다가 최근 중국의 규제 강화, 투자심리 약화 등으로 상당폭 하락하였다.⁵⁾ 실제로 2017년 이후 주요 암호자산 가격 추이와 비교해 보면 최근의 가격 급등 정도가 현저히 큰 것으로 나타난다. 이에 따라 코로나19 위기 이전 대비 암호자산 가격의 상승폭도 여타 자산가격의 상승폭을 크게 상회하고 있다. 이처럼 암호자산 가격이 상승한 것은 전세계적으로 위험선호 성향이 심화된 가운데 글로벌 유동성 증

4) 미 연준은 2021년 5월 발간한 「2021년 상반기 금융안정보고서」에서 최근 미국내 회사채시장의 위험 프리미엄이 과거 수십년 동안의 가장 낮은 값 중 하나를 기록하면서 높은 위험선호 성향을 나타내고 있다는 점을 지적하고 있다.

5) 비트코인 가격: 2020년 1월 1일 0.7만달러 → 3월 12일 0.5만달러(연중 최저) → 2021년 4월 13일 6.4만달러(연중 최고) → 5월 31일 3.7만달러

가로 향후 암호자산 가격이 상승할 것으로 기대되면서 전세계적으로 투기적 수요가 급증한 데 상당 부분 기인한다.

주요 암호자산 가격



자료: cryptocompare

이러한 암호자산 가격의 적정성 여부를 평가하기는 어렵지만, 최근 국내 거래금액이 주식 거래금액을 상회하는 경우가 발생⁶⁾하고 가격 상승폭도 여타 자산가격 상승폭을 크게 상회하는 점을 합리적으로 설명할 만한 근거를 찾기 어려워 보인다. 암호자산의 경우 주식 배당, 부동산 임대료 등과 같은 기초현금흐름이 없고, 유무형의 편익 발생 가능성도 최근 크게 달라진 점이 없기 때문이다. 이러한 상황에서 시장가격이 일부 시장참가자의 관심, 정부의 규제 가능성 등에 따라 급등락하는 현상이 반복되고 있고, 앞으로도 높은 가격 변동성이 지속될 가능성이 큰 것으로 판단된다.

자산가격 상승의 경제적 영향

자산가격 상승은 일반적으로 부(富)의 효과를 통해 가계 소비 증가 요인으로 작용한다. 또한 주가 상승은 기업 자금조달 여건을 완화함으로써 투자를 증대시키는 효과를 가져올 수 있다. 뿐만 아니라 자산가격 상승은 차입 경제주체가 보유한 순자산(담보 가치)을 늘려 민간신용을 확대함으로써 경기회복세를 강화시키는 효과도 있다.⁷⁾

그러나 자산가격이 고평가되어 있거나 투기적 수요가 지속될 경우 자산시장이 대내외 충격에 취약해지면서 금융안정이 저해될 우려가 있다. 이 경우 작은 시장상황 변화에도 투자심리가 급변하고 대규모 가격조정으로 이어질 가능성이 높다. 자산가격이 하락할 경우 경제주체들의 재무상황이 악화되면서 소비와 투자 등 실물경제에도 부정적 파급효과가 나타날 우려가 있다. 특히 자산가격 상승은 코로나19 위기 이전부터 이어져 온 민간 부문 레버리지(차입 투자) 확대와 밀접히 관련되어 있어 향후 시장불안 고조 시 금융시스템과 거시경제의 안정성을 저해시키는 요인이 될 수 있다.⁸⁾

6) 실례로 2021년 4월 19일 KOSPI 거래금액은 15.2조원이었는데, 국내 암호자산 거래소 업비트의 거래금액은 전일 22.8조원을 기록하였다.

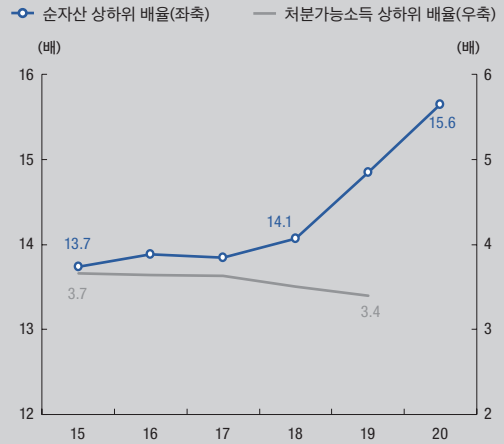
7) Kiyotaki and Moore(1997), Pouvell(2012) 등은 자산가격(담보가치)이 은행대출에 큰 영향을 미치며, 양자간 자기강화적 관계가 경제적 충격의 영향을 증폭시키는 주된 기제라는 점을 강조하고 있다.

8) IMF는 「글로벌 금융안정보고서」(21년 4월)를 통해 저금리 기초의 장기화로 위험추구 행위가 심화될 경우 금융취약성을 증대시켜 성장의 하방리스크를 증대시킬 위험을 경고한 바 있다.

명목GDP 대비 가계 및 기업 부채 비율¹⁾²⁾

주: 1) 가계는 비영리단체 포함, 기업은 비금융법인 기준
 2) 기업은 채권, 대출금, 정부용자, 해외차입 등 합산
 자료: 한국은행 「자금순환표」

또한 부동산 등 자산가격 상승은 경제주체 간 자산 불평등 확대 요인으로도 작용한다. 이는 가구별로 볼 때 자산 상위계층일수록 자산내 부동산 비중이 높아 부동산가격 상승시 자산증대 효과가 크게 발생하는 데 주로 기인한다.⁹⁾ 실제로 자산불평등 정도는 소득불평등 정도에 비해 더 크게 나타나고 있다. 이처럼 자산 보유가 편중된 경우 자산가격 상승에 따른 부(富)의 효과도 주로 소비성향이 낮은 자산 상위계층에 집중되면서 자산시장 호황에 따른 소비 개선 효과가 크지 않을 가능성이 있다.

가구별 순자산 및 처분가능소득 상하위 배율¹⁾²⁾

주: 1) 순자산 및 소득 기준 「상위 40%/하위 40%」 비율(평균)
 2) 순자산 보유액은 각 연도 3월말 기준
 자료: 통계청 「가계금융복지조사」

시사점

최근 주식, 부동산 등 자산가격의 상승은 코로나19 위기 이후 경기회복 과정에서 미래에 대한 기대를 반영한 측면이 있지만, 단기간에 급격히 상승하였다는 점에서 경제주체의 위험선호 성향 심화, 민간 부문 부채 증가와 같은 리스크 요인에도 주목할 필요가 있다. 자산가격 수준의 적정성 여부를 명확히 평가하기는 어렵지만, 국내 일부 자산가격이 고평가되어 있을 가능성이 높다. 특히 향후 감염병 위기가 진정되면서 국내외 거시정책 기조가 전환되거나 투자심리가 위축될 경우 투기적 수요에 기반한 자산가격 상승분은 상당부분 조정될 여지가 있다.

자산시장에서의 투자는 경제주체의 개별적 경제활동 영역에 속하지만, 그 집합적 결과는 금융안정 및 거시경제에 영향을 미칠 수밖에 없다. 따라서 앞으로 민간신용 확대와 자산가격 상승에 따른 금융불균형 누증에 대해 거시경제 및 금융안정 차원에서 지속적으로 유의할 필요가 있다.

9) 2020년 3월말 가구별 자산내 부동산 비중을 보면 순자산 기준 하위 20% 가구는 29.7%인 데 반해 상위 20% 가구는 77.1%에 이른다.