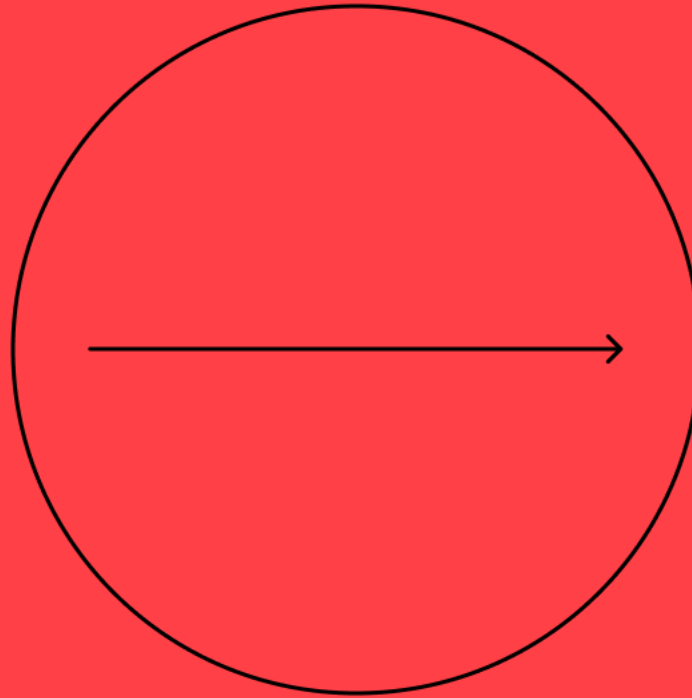
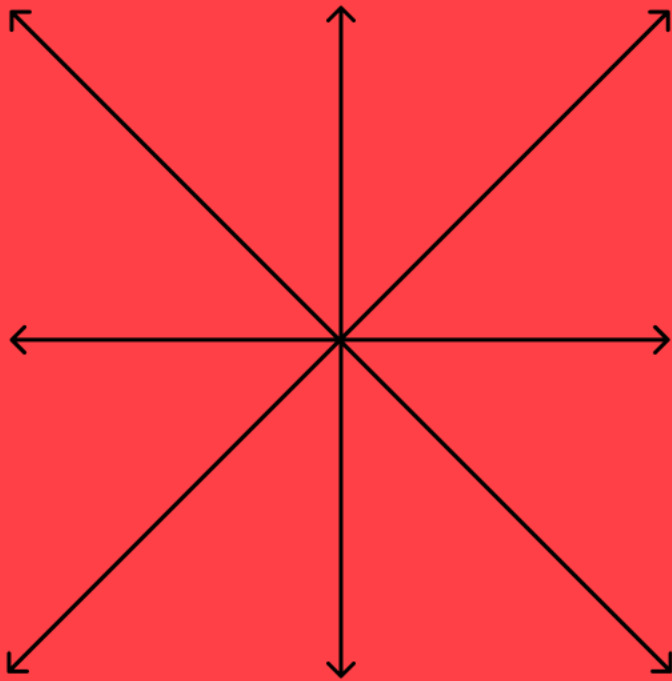


국내 주택시장의 이해 및 전망

RSQUARE 



CONTENTS

01 해외와 다른 국내 주택시장: 보증금

02 보증금과 수익률-위험

03 전세-매매가격의 관계

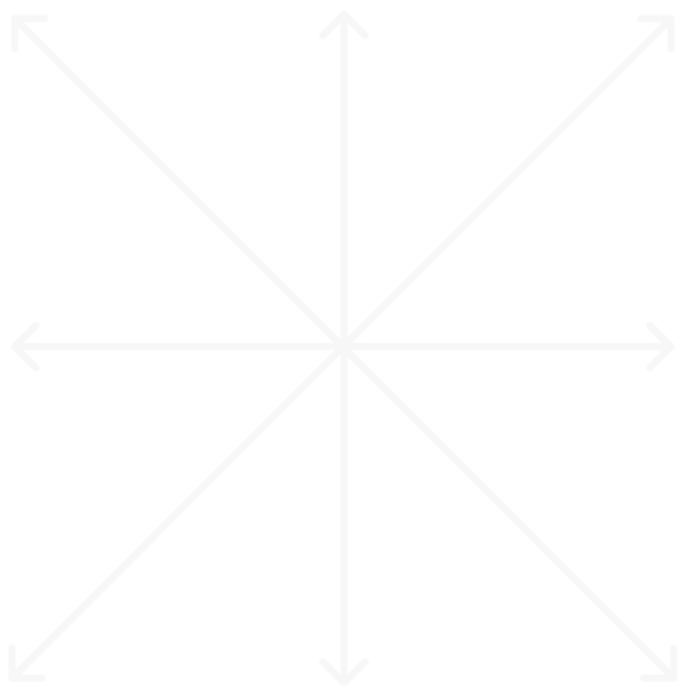
04 공급상황

05 매매가격

06 기타 1: 오피스텔

07 기타 2: 자산유형별 매매가격 변화

부록 전월세전환율의 이론적 증명



01 국내와 해외의 주택 임대시장은 다름

- 해외와 달리 국내 보증금은 또 다른 임대료 지불수단이며, 보증금 비중이 높음
- 보증금만 있는 전세도 많은 비중 차지

02 전월세전환율이 금리와 다르게, 지역별로 차이가 나는 이유

- 보증금(또는 전세)을 은행에 예금하는 것이 아니라 자기자본(Equity)을 줄이는 용도로 활용
- 보증금의 수익률인 전월세전환율은 가격상승과 연관이 깊기 때문에, 금리와 다르게 지역별로도 차이 발생

03 전세-매매가격의 관계

- 기본
수급의 영향으로 월세의 상승 → 전세의 상승
→ 매매가의 상승 (비례)
- 조건
매매가 상승이 안정/하락할 때
① 낮은 금리일 때에는 전세가 상승, 월세 안정
② 높은 금리일 때에는 전세가 하락, 월세 상승

04 월임대료 대비 보증금 배수가 큰 시장은 매각수익률에 민감한 시장

- 보증금(또는 전세)이 자기자본(Equity)을 줄이는 역할을 하기 때문에 매각수익률에 민감
- 월임대료 대비 보증금 배수는
아파트 > 연립다세대 > 단독다가구 > 오피스텔 순으로 높음
아파트가 가격을 규제하는 부동산 정책의 영향에 가장 민감하게 반응

05 자/차가 모두 금리에 영향, 전세-매매 연결고리로 전세, 매매 모두 불안정

- 매매뿐만 아니라 전월세 모두 금리에 영향을 받는 구조
- 금리가 낮을 때, 매매가격 안정/하락으로 전세가격 상승
→ Gap투자 가능성 높여 매매가격 상승할 수 있음
전세가 상승으로 인해 다시 매매가 상승을 유도하는 연쇄반응
- 전세와 매매가격의 안정을 위해서는 많은 공급 필요하나
최근 서울 주택 인허가 물량 부족
공급이 많을수록 전세가 상승에 한계가 있기 때문에
전세-매매 간의 연결고리 약화

06 향후 신규공급 부족 및 금리 인하는 전세가 및 매매가 상승 전망

- 금리 인하와 서울 주택 인허가 물량 부족으로
공급 부족 예상되면서 전세가 상승
→ Gap투자 기회가 많아지면서 매매가격 회복 예상
- 단, 소득 대비 매매가격에 대한 부담 증가로
단기간 회복은 쉽지 않음

해외와 다른 국내 주택시장

보증금

국내와 해외 주택시장의 보증금은 다른 성격

해외 보증금은 원상복구나 임대료를 미납하였을 때를 대비한 보증수단(deposit)

국내 보증금은 보증수단 이외에 월임대료 대신 지불하는 임대료 수단

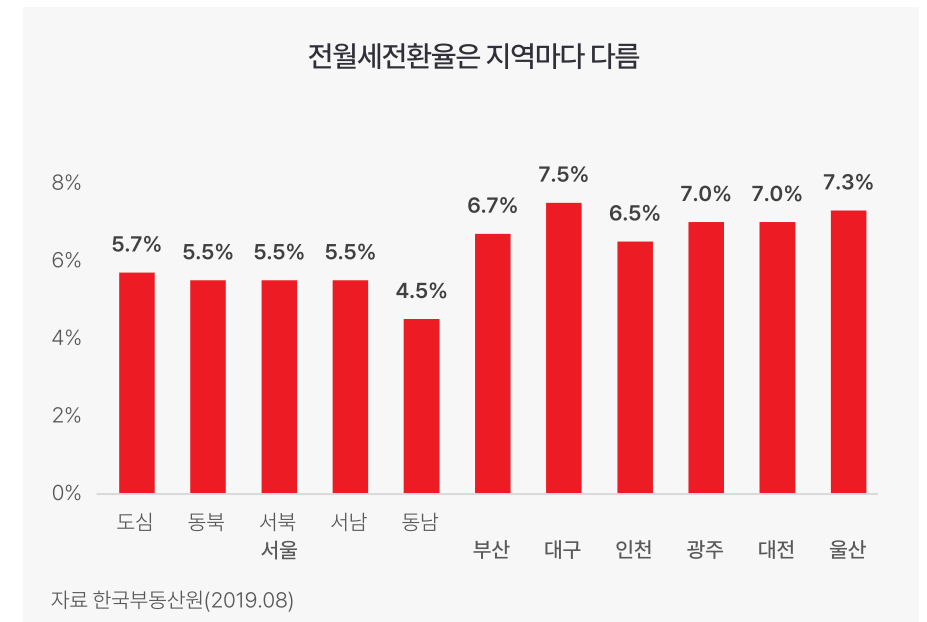
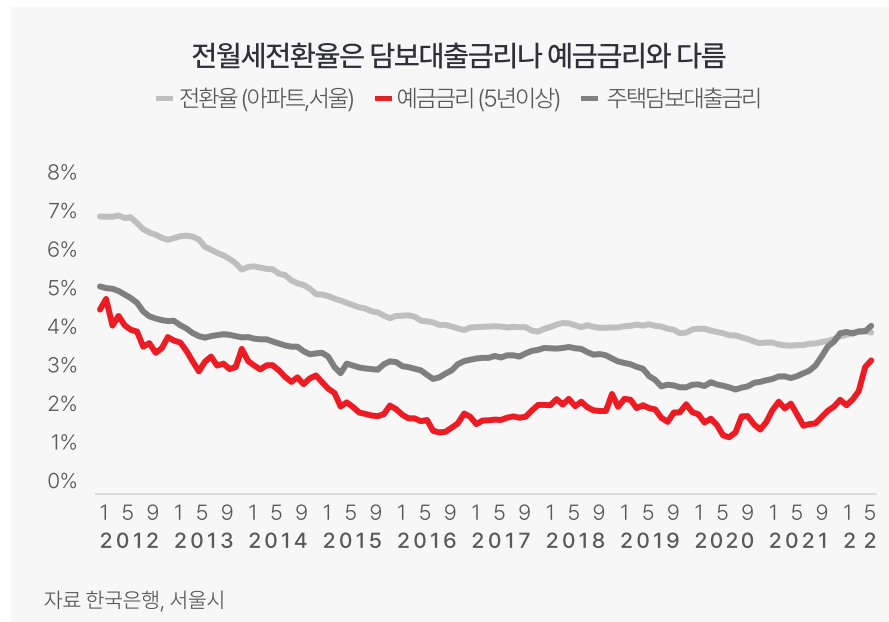
※ 보증금이 월임대료의 1~3배 수준인 해외와 달리 국내는 월임대료의 40배 이상, 심지어 보증금만 있는 전세 존재

전월세전환율의 의미와 특징

의미 보증금(또는 전세)을 월임대료로 전환할 때 사용하는 비율 $\approx$ 보증금의 수익률 *

※ 임대인이 전세를 통해 얻는 수익이 월세와 같다면, 전세든 월세든 상관 없으며, 시장에서 전세와 월세 다양하게 존재할 수 있음

특징 금리와 다르며, 지역마다 다름



해외와 다른 국내 주택시장

보증금

전월세전환율은 왜 금리와 다르게 지역마다 다른가 ➡ '보증금을 어떻게 사용하는가' 와 연결

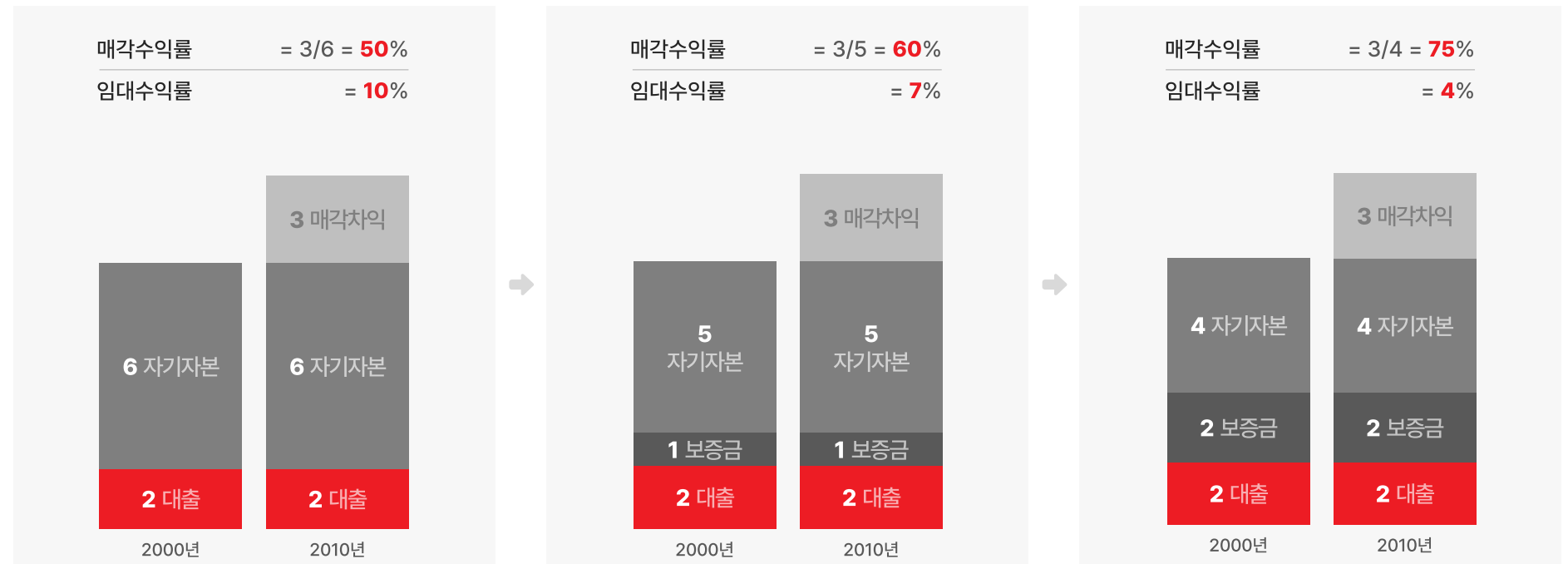
Case 1 보증금을 은행에 입금?

- 보증금의 수익이 예금이자 → 보증금을 월임대료로 전환할 때 전환율 = 예금금리

Case 2 보증금을 자기자본(Equity)을 줄이는 레버리지 수단?

- 보증금 + 내 돈(Equity) + 대출 = 주택 구매 : Gap 투자
- 보증금 비중이 클수록 매각수익률 증가, 운영수익은 감소 (아래 그래프)

보증금의 수익률이 매각수익률과 연결 → 전환율이 가격상승과 연결 → 금리와 다르게 지역별로도 차이가 발생하는 특징 설명 가능



01

해외와 다른
국내 주택시장

보증금

임대인의 보증금(전세금) 활용 행태

전세를 놓는 이유

- 전세를 안고 구입하거나 부채 상환으로 활용하거나 보증금 반환이 어려운 경우가 대부분

보증금(전세금) 금액 비중별 활용

- 잔존 보증금(전세금) 중 은행에 예치된 비율은 6% 불과
 - 전체 금액의 90% 가까이 반환이 어려운 활용
- 보증금 반환 및 월세로의 급격한 변화 어려움

전세로 세를 놓은 이유

중복 답변

출처

지규현 외 (2015)

항목	표본수(비율)
전세를 안고 구입했기 때문	67(42%)
부채상환 혹은 사업자금으로 활용 위해	47(29%)
월세연체나 임대관리가 귀찮음	19(12%)
월세전환시 반환 보증금마련이 어려움	20(12%)
지역에 보증부월세 수요가 부족해서	9(6%)
불확실한 임차인의 신원을 보증	8(5%)
주택가격상승기대	12(7%)
기타	14(9%)
응답표본	161

보증금(전세금)

활용 방법

중복 답변

출처

지규현 외 (2015)

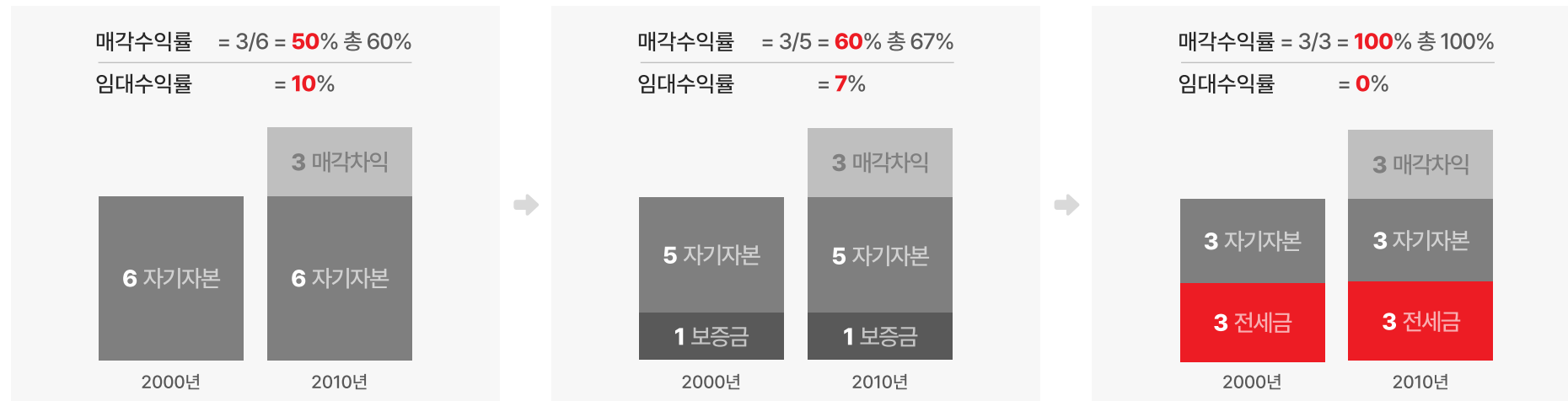
항목	보증부월세		전세		전체	
	응답수(비율%)	항목별 금액비율 평균	응답수(비율%)	항목별 금액비율 평균	응답수(비율%)	항목별 금액비율 평균
부동산 구입시 레버리지로 활용	50(31%)	39%	56(34%)	40%	99(33%)	40%
은행에 예금	21(13%)	9%	13(8%)	4%	31(10%)	6%
주식 등에 투자	12(7%)	3%	8(5%)	2%	17(6%)	2%
대출금 상환에 사용	30(19%)	14%	30(18%)	14%	55(18%)	14%
다른 부동산 구입자금으로 사용	23(14%)	12%	40(24%)	23%	59(20%)	18%
생활비나 기타소비로 사용	31(19%)	15%	34(21%)	12%	58(19%)	13%
기타	27(17%)	9%	23(14%)	6%	43(14%)	7%
응답표본	165	89	161	90	301	168

보증금과 수익률

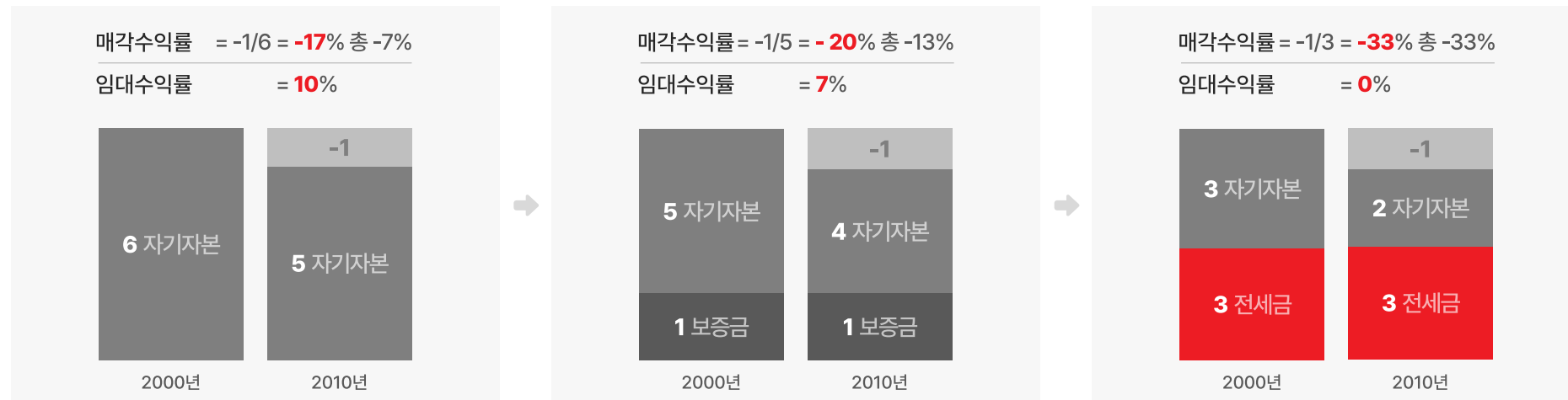
위험

보증금 비중과 수익률의 관계

가격이 상승할 때 수익률



가격이 하락할 때 수익률

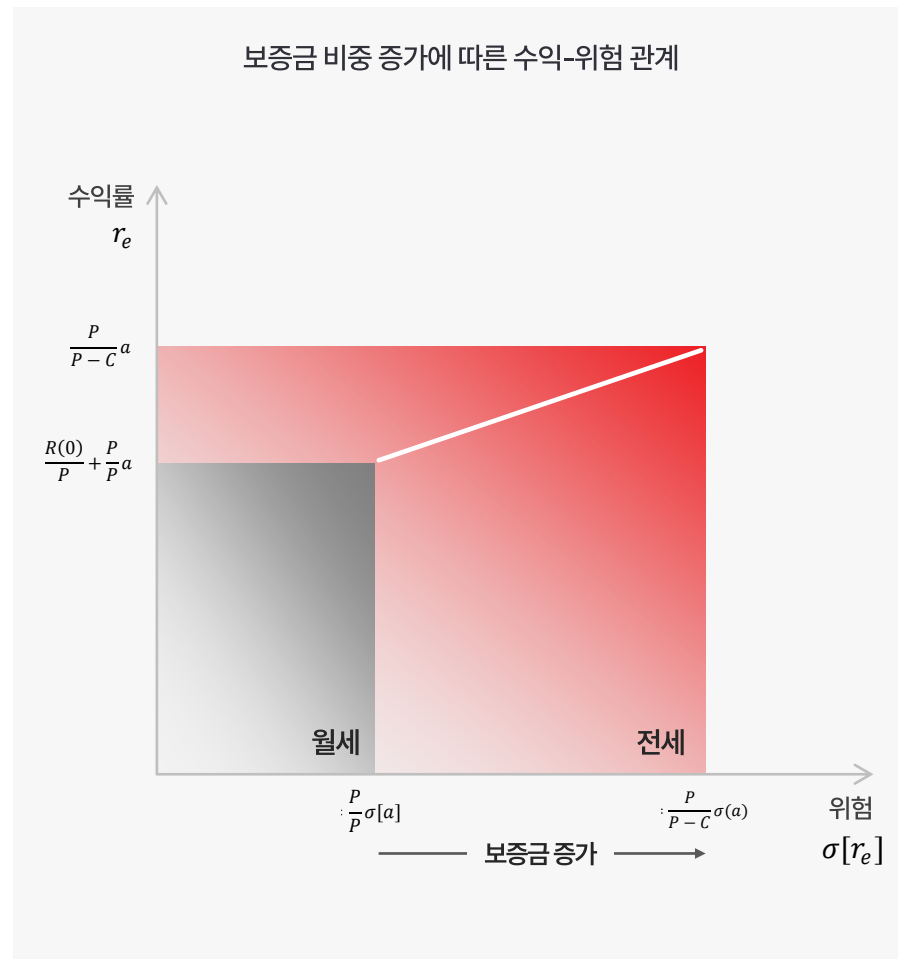


보증금과 수익률

위험

보증금 비중과 수익 - 위험

- 앞서 살펴본 것과 같이 보증금 비중이 클수록 수익률과 위험 상승
- 투자자의 선호에 따라 전세(고위험-고수익)와 월세(저위험-저수익) 선택



수익률 : 보증금에 따른 수익률 변화

완전월세

$$r_e(0) = \frac{R(0)}{P} + \frac{P}{P}a$$

보증부월세

$$r_e(D) = \frac{R(D)}{P-D} + \frac{P}{P-D}a$$

전세

$$r_e(C) = \frac{0}{P-C} + \frac{P}{P-C}a$$

위험: 가격변동의 위험

월세미납 및 공실 위험도 존재할 수 있음

완전월세

$$\sigma[r_e(0)] = \frac{P}{P} \sigma[a]$$

보증부월세

$$\sigma[r_e(D)] = \frac{P}{P-D} \sigma(a)$$

전세

$$\sigma[r_e(C)] = \frac{P}{P-C} \sigma(a)$$

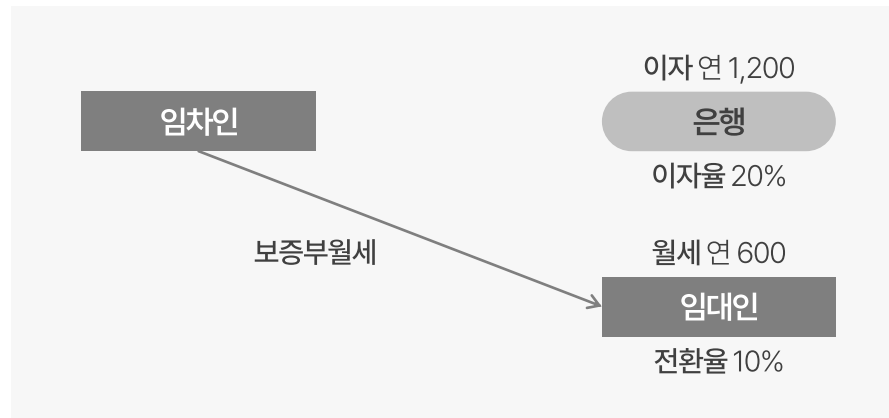
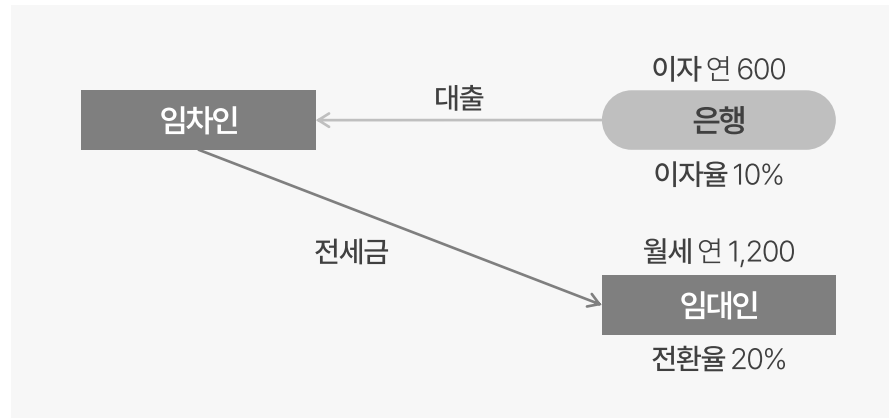
$r_e(D)$ 보증금 D일 때 총 수익률 $R(D)$ 보증금 D일 때 월세 *12개월(연세)

a 기대가격상승률 P 주택의 가격 r 전월세전환율 $\sigma(a)$ 기대가격상승률 표준편차

전세-매매가격의 관계

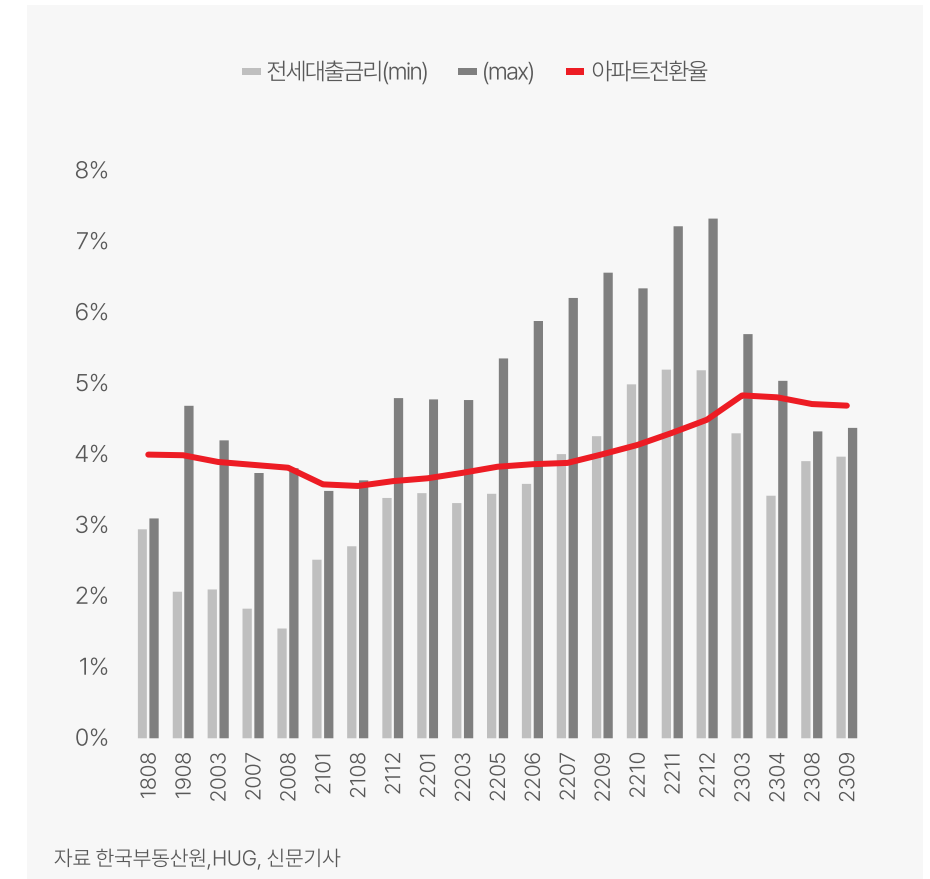
임차인의 금리 vs 전환율에 따른 월세/전세 선택

- 임차인이 이사가기 위해 전세금 중 6,000만원이 부족할 때,
- ① 전환율 > 금리 이면, 전세금을 대출 받아 전세로 계약
- ② 전환율 < 금리 이면, 보증부월세로 계약



'21~'22년 전월세전환율이 금리보다 낮아진 이유

- 전환율은 보증금의 수익률로 매각수익률과 연계
- 금리의 큰 인상으로 인한 매매가격 침체는 매각수익률을 낮아지게 하여 전환율이 하락
- 결국 전환율 < 금리



전세-매매가격의 관계

임대인의 전환율에 따른 월세/전세 선호 유도

- 임차인은 전환률이 하락할수록 전세 → 월세 전환시 혜택, 또한 월세 → 전세 전환시에는 전세가격 상승효과 전환율이 높아질수록 전세 매력, 낮아질수록 월세 매력 증가
- 소형 오피스빌딩 역시 대출부담을 덜기 위해 전환율을 높여 보증금 비중을 높임

전세	전환율	전환된월세	전환율	전환된전세
6000	15%	75		
6000	10%	50	15%	4000
		50	10%	6000

전세-매매가격의 관계

[기본] 비례관계

- 수요과 공급의 요인에 의해 월임대료의 상승 → 전세의 상승 → 매매가격의 상승

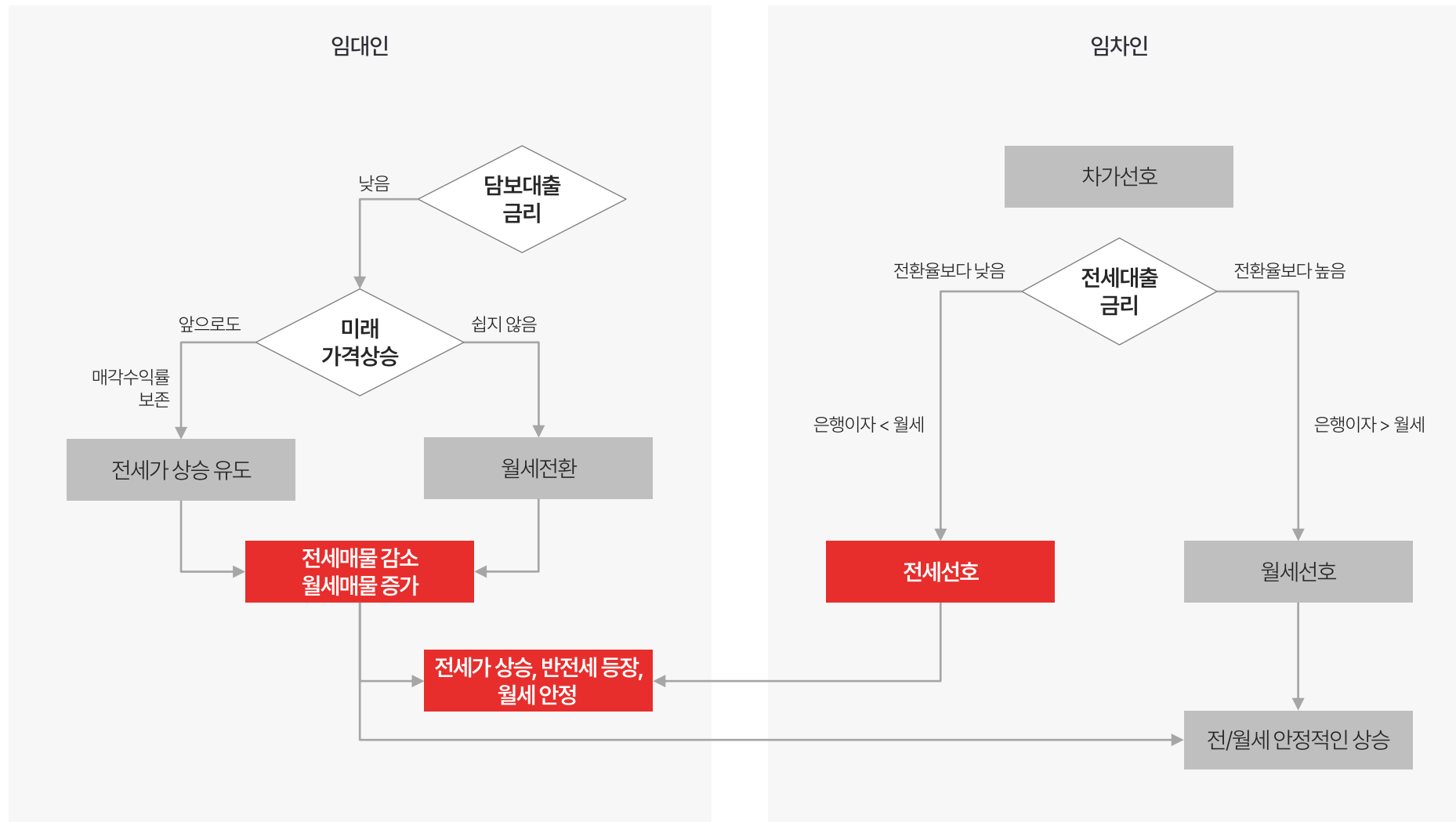
[조건] 매매가 상승이 둔화(또는 침체)될 때 금리에 따라 다른 관계 형성

- 낮은 금리
매매가 안정 · 침체에도 전세 상승으로 매매와 전세 반비례 / 반면 월세 안정
- 높은 금리
매매가격과 같은 방향으로 전세가 하락하여 매매와 전세 비례 / 반면 월세 상승

전세-매매가격의 관계

개념도 1

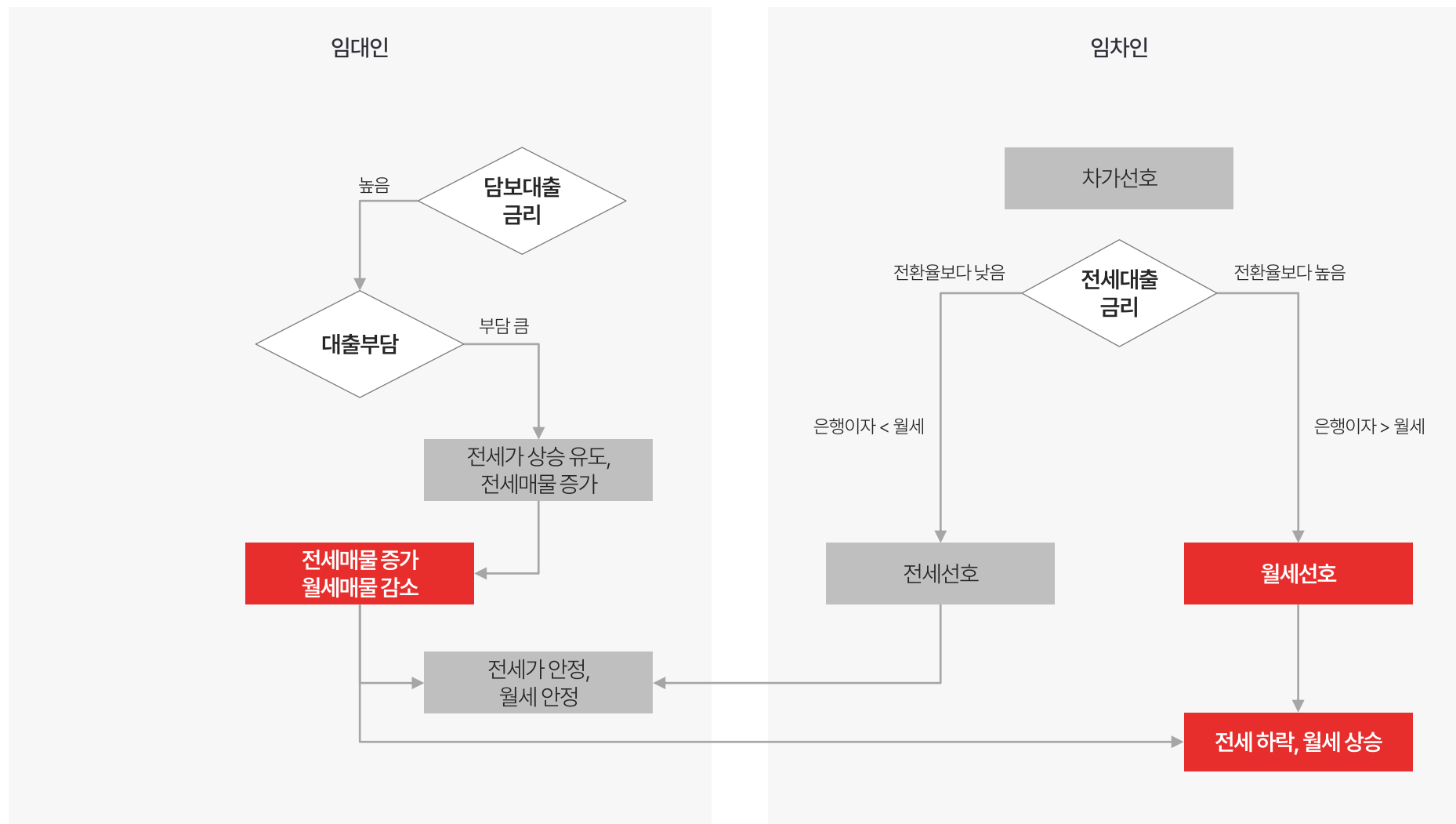
- 매매가 안정/침체 낮은 금리



전세-매매가격의 관계

개념도 2

- 매매가 안정/침체 높은 금리



전세-매매가격의 관계

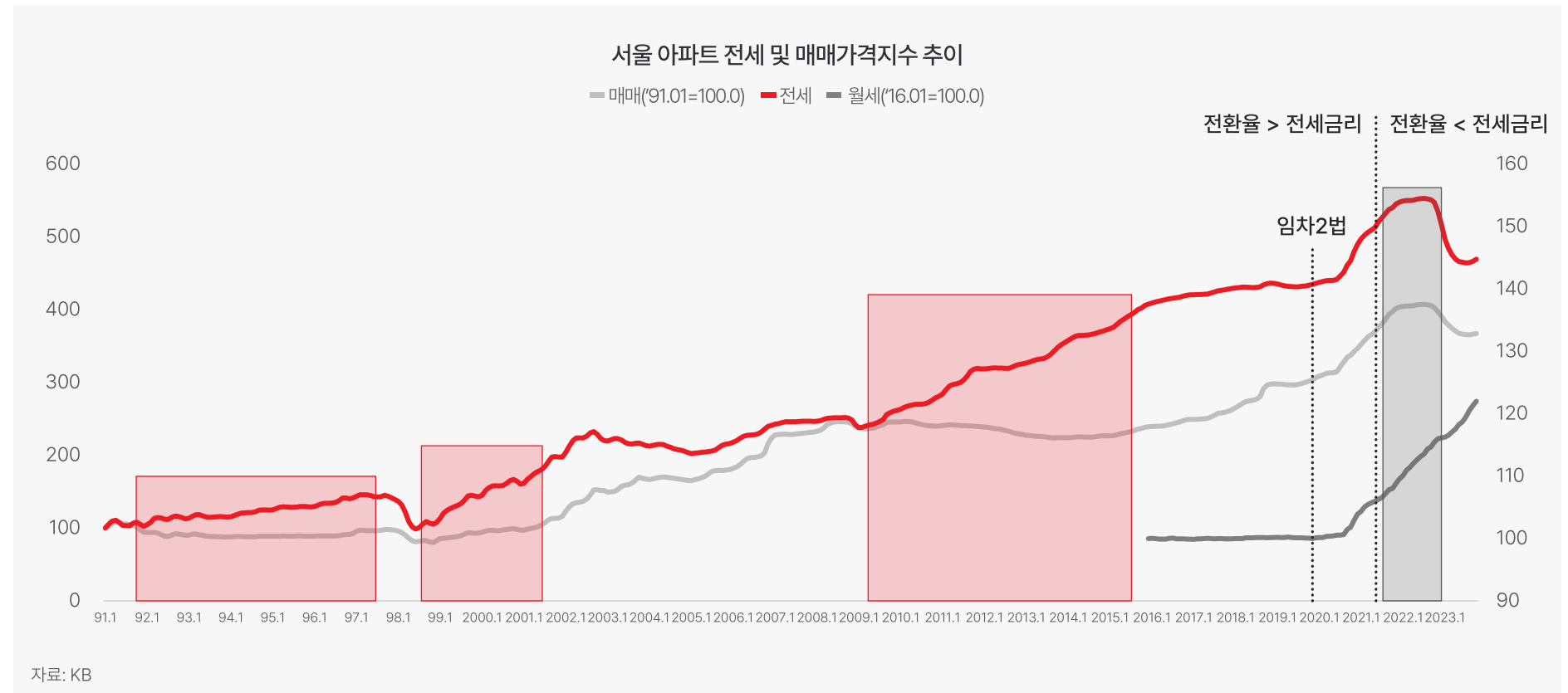
서울 아파트의 전세-매매가격의 관계

[기본] 비례관계

- 수급의 영향으로 전세가 상승과 매매가격 상승은 비례

[조건] 매매가 상승이 둔화(또는 침체)될 때 금리에 따라 다른 관계 형성

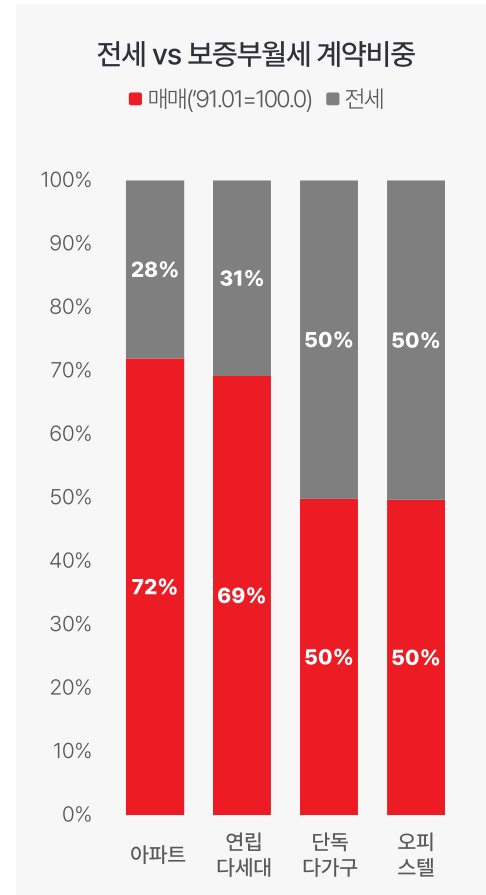
- 매매가 상승 안정/침체할 때 전환율>금리이면, 전세가격 상승(빨간 box), 전환율<금리이면 전세가격 하락(회색 box)



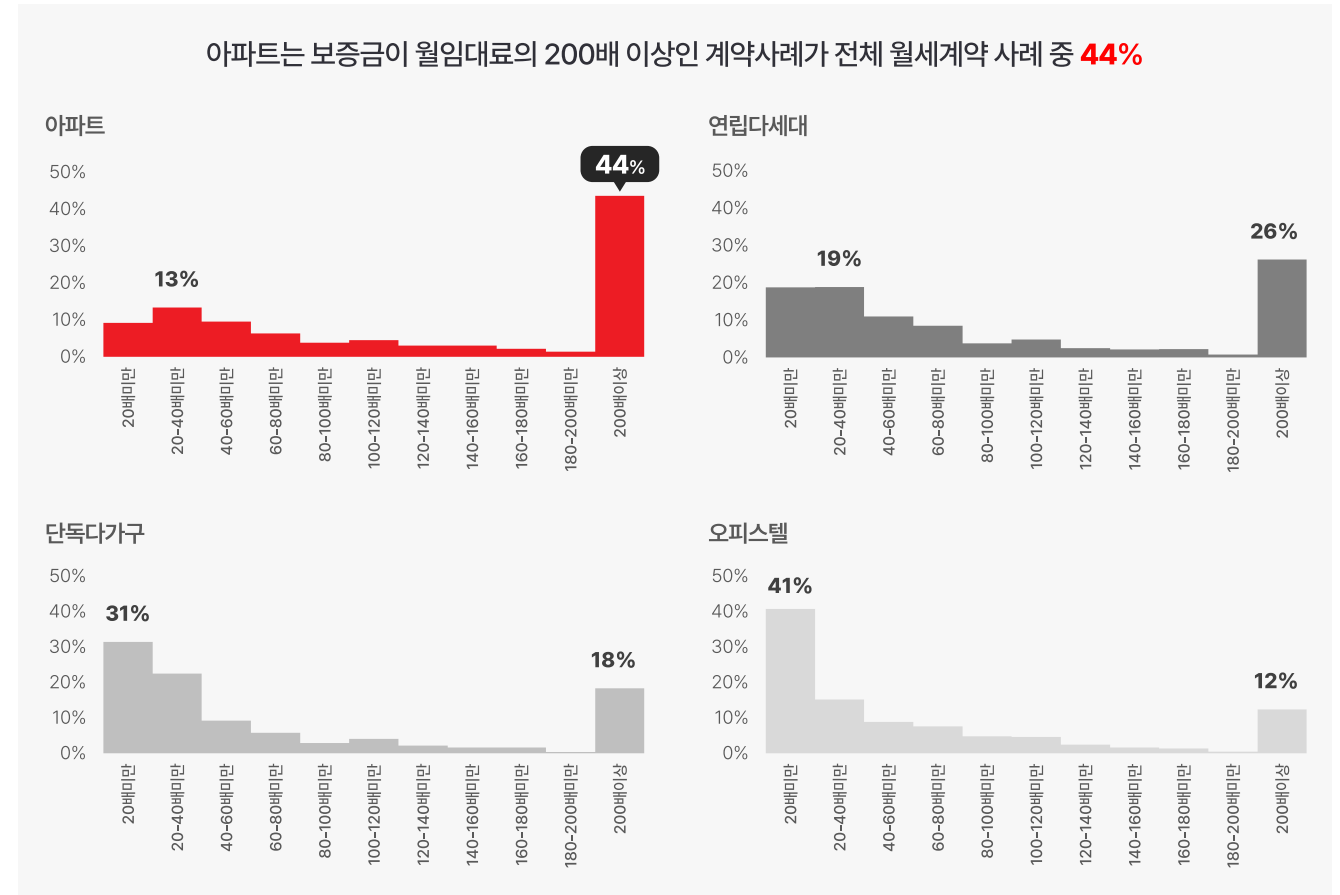
전세-매매가격의 관계

월임대료 대비 보증금 비중

- 전세계약 비중이 높거나 월임대료 대비 보증금 배수가 클수록 운영수익률보다는 매각수익률에 민감한 시장
- 월임대료 대비 보증금 배수는 아파트 > 연립다세대 > 단독다가구 > 오피스텔 순 (vs 오피스는 10배 전후)



자료 국토부 실거래가 공개자료('18.08~'19.08)

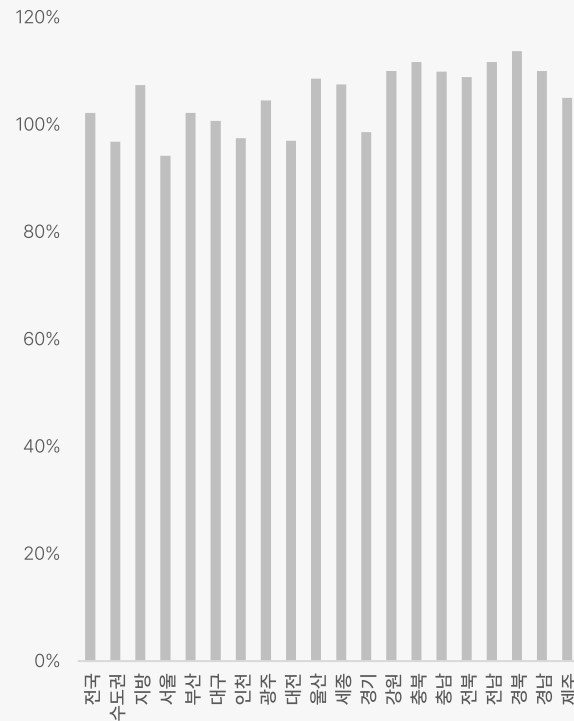


공급상황

공급은 충분한가

- 주택보급률 100%의 의미: 1가구 1주택, 이사하기 위해서는 다른 집이 이사 가야 하는 경직된 구조, 공실률 0%
- 글로벌 국가 비교에서 국내 천인당주택수: 43개 국가 중 한국 38위, 일본 17위, 미국 27위

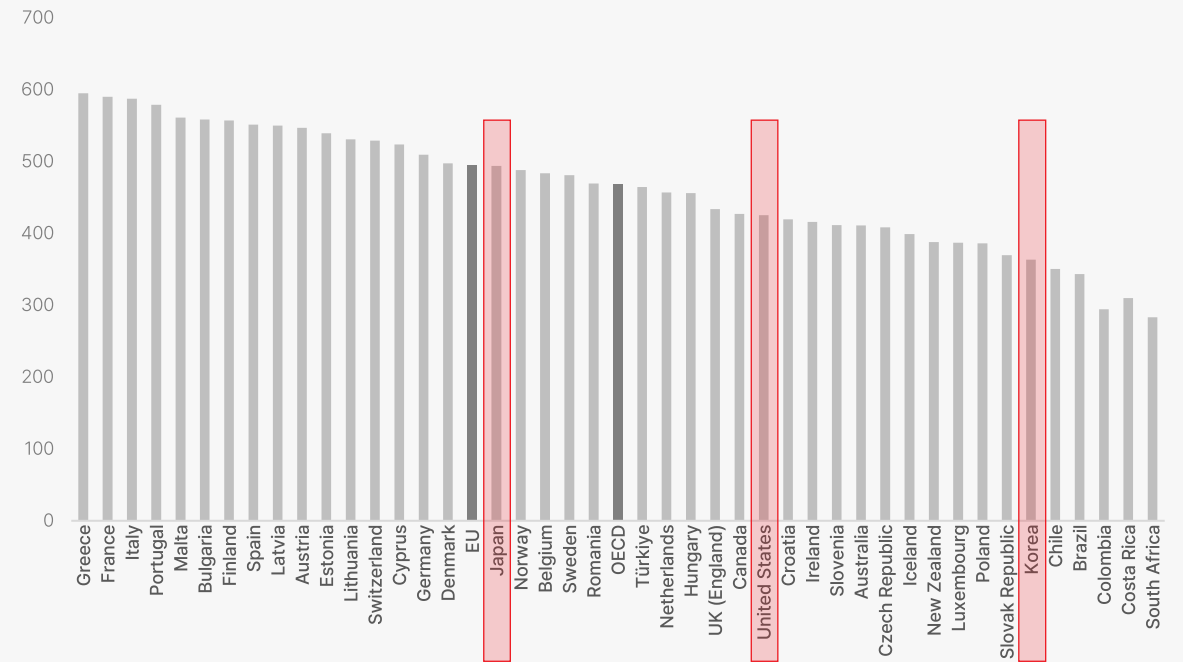
2021년 주택보급률



자료 통계청

OECD 천인당 주택수 (호/천명)

■ 2020 or latest year available

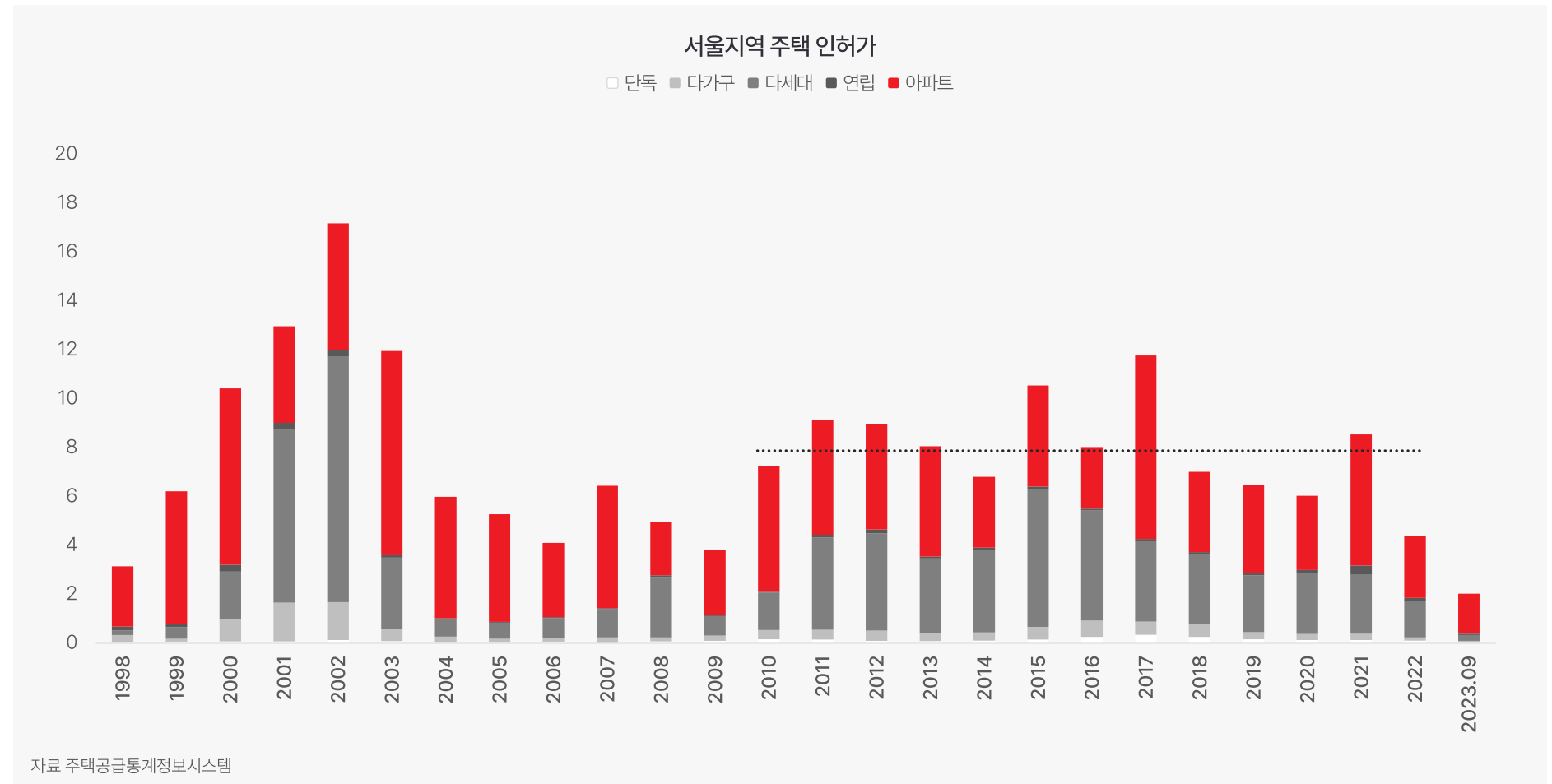


자료 OECD, 국내 값은 통계청값 비율로 재조정

공급상황

신규공급은 충분한가

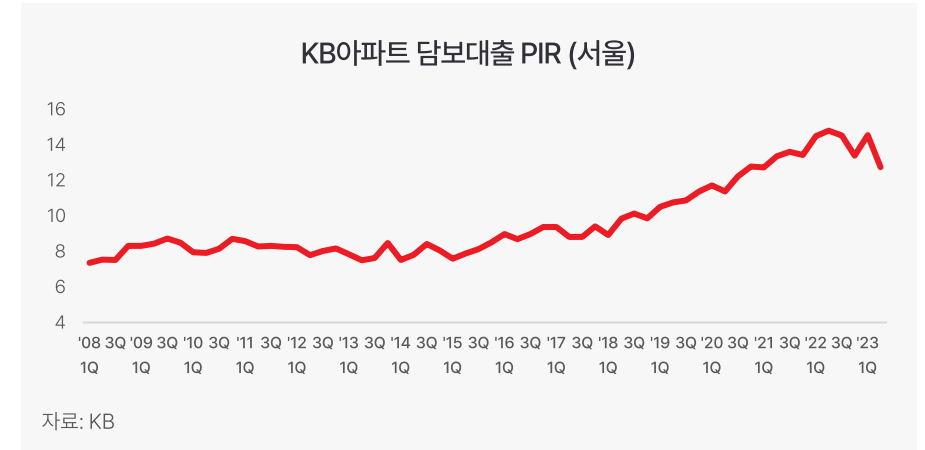
- 2010~2022년 서울시 연평균 주택인허가 물량은 7.9만호, '22년, '23년 급격한 감소
- '23년 아파트뿐만 아니라 비교적 빠른 공급이 가능한 다가구, 다세대 인허가 크게 감소



매매가격

매매가격의 변화

- 물가 상승보다 높으며, 금리가 인상('06~'08년, '21~'22년, 노란 음영)한 상황에서도 큰 폭으로 상승 (과열or거품)
- 과거 '90년대와 '13년부터 '15년까지 공급의 증가로 안정된 가격 유지
- '24년 공급감소(+), 금리인하(+), 전세가 상승(+), 매수부담(-)으로 인해 가격회복 예상



서울 아파트 매수비용 증가율 vs 소득 증가율

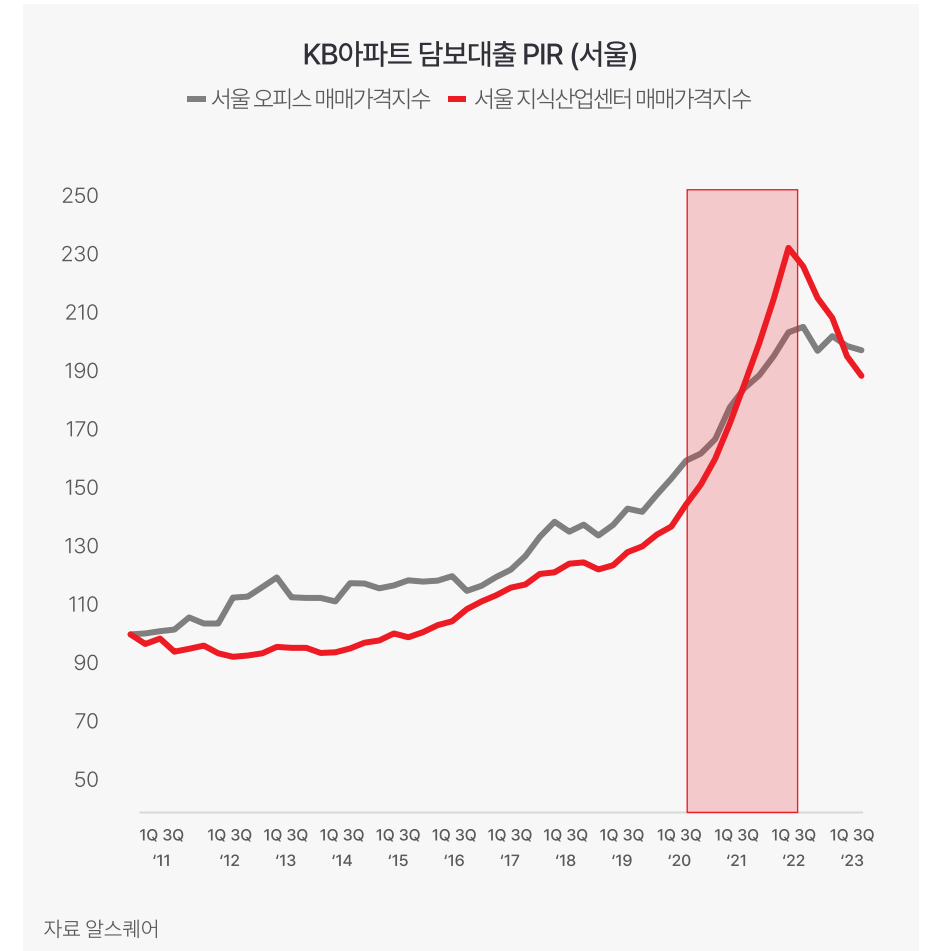
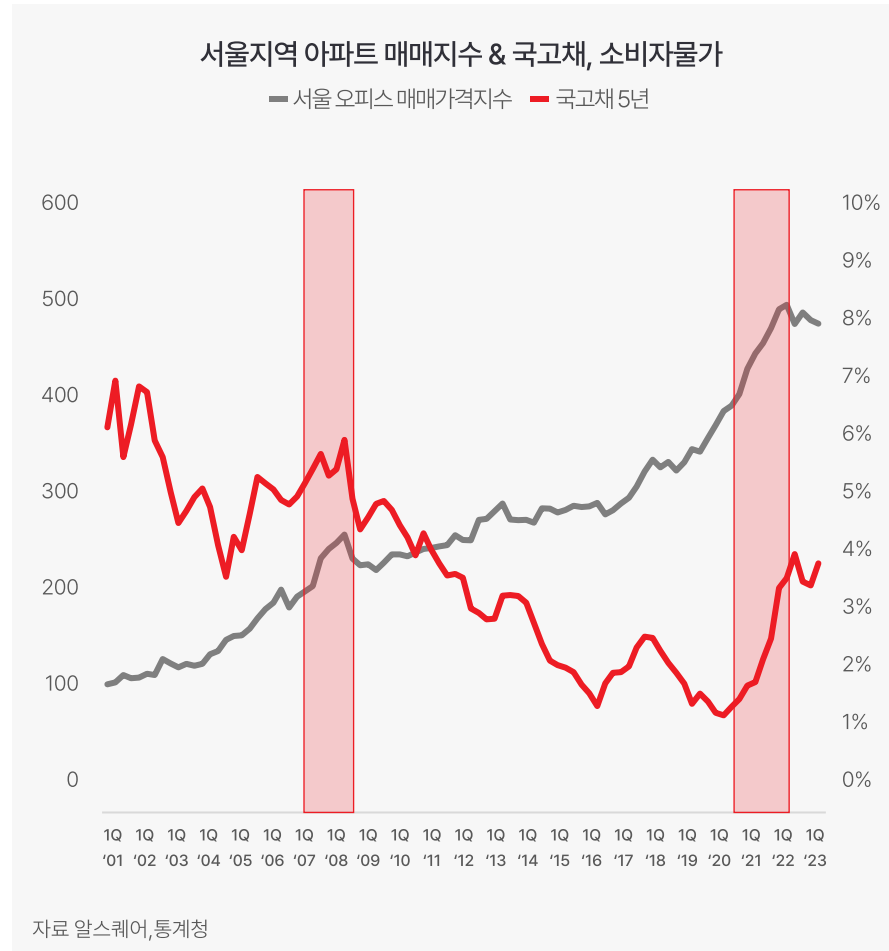
연도	1인당면적 m ²	가구당면적 m ²	매매지수 연말값	매수비용 지수*면적	소득 도시,2인 이상
2000	20.2	62.9	97.2	6,112	2,220,775
2005	22.8	66.0	180.4	11,906	2,973,020
2010	25.9	69.9	240.1	16,788	3,677,973
2015	31.0	77.5	238.4	18,476	4,407,116
2020	31.2	71.8	346.7	24,880	5,348,110
2021	31.4	69.1	403.6	27,878	5,515,394
상승률 00년vs21년	55.4%	9.8%	315.3%	356.1%	148.4%

자료 통계청, KB 자료 재구성

매매가격

타자산 매매가격 변화 비교

- 오피스는 아파트와 같이 금리가 인상('06~'08년, '21~'22년, 노란색 음영)한 상황에서도 큰 폭으로 상승
- 지식산업센터는 주택 투자수요 이전으로 큰 폭의 가격 상승을 보였지만, 최근에 크게 하락



임차인 특성

만족도

- 오피스텔의 주거환경 만족도는 아파트와 비슷
- 단, 도로와의 양호한 접근성으로 교통소음이 존재

임대료와 거주기간

- 평당 임대료가 다른 주택유형보다 높음
- 주거비에 대한 부담으로 거주 기간은 1.5년 수준

임차인 특성

- 8평 대의 작은 주거면적으로 1인 가구 선호
- 임차인 평균 35세의 젊은 연령층
- 시설/주차/치안의 양호한 환경으로 여성 선호 높음

자가는 최근 주택수요 이전으로 대형평형 선호

종합 주거비 부담으로 잦은 손바뀜, 임대료 상승에 민감 ➡ 다른 주택유형과 차별적인 임차인 특성

주택유형별 면적 및 임대료 수준

자료
주거실태조사(2021),
서울시, 전용면적 기준

구분	단독다가구	연립다세대	아파트	오피스텔
주거면적(평)	13.5	15.8	20.7	8.8
전세(만원/평)	1,126.2	1,402.9	2,054.9	2,320.1
보증금(만원/평)	215.8	336.9	446.4	319.9
월세(만원/평)	4.6	4.0	2.3	6.9

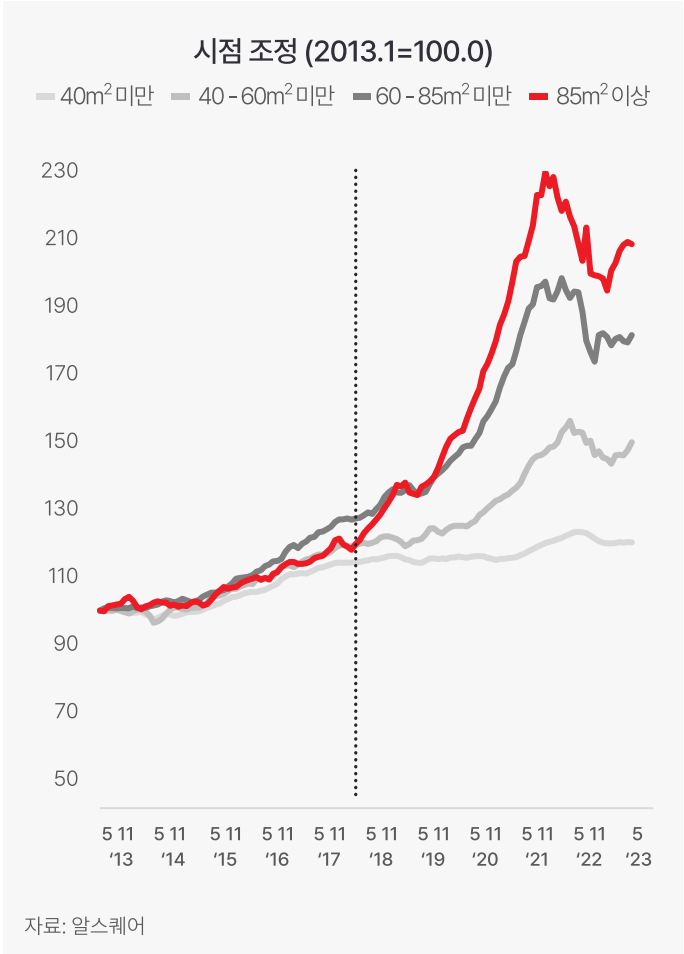
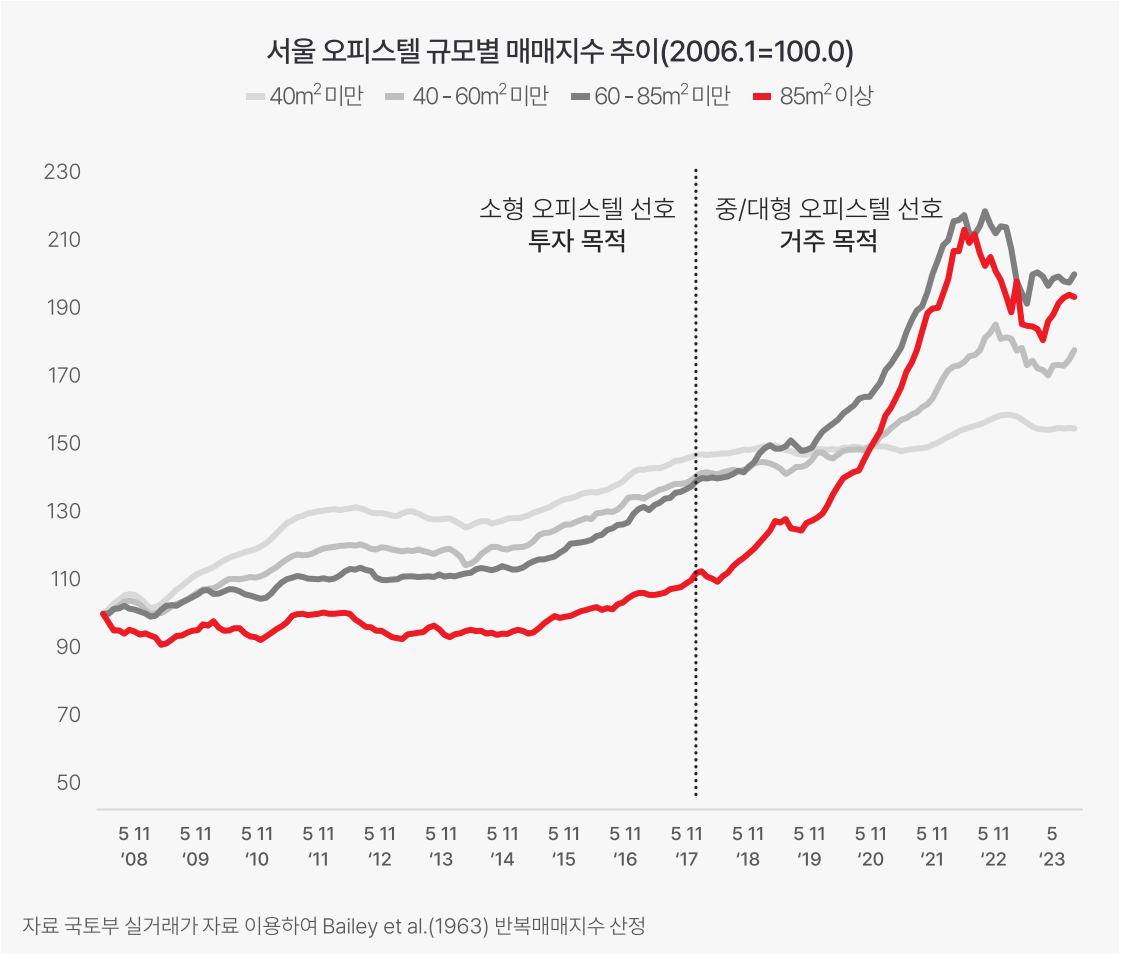
주택유형별 임차인 특성

자료
주거실태조사
(2018,2021)

구분	단독다가구		연립다세대		아파트		오피스텔	
	2018	2021	2018	2021	2018	2021	2018	2021
가구주연령(세)	52.5	47.7	49.8	45.9	55.0	47.4	35.1	42.2
30세이하비율(%)	14.0%	10.6%	8.0%	10.4%	2.0%	7.1%	43.0%	16.3%
60세이상비율(%)	38.0%	22.6%	28.0%	17.5%	37.0%	19.9%	4.0%	6.1%
가구주여성비율(%)	35.0%	30.0%	26.0%	25.1%	21.0%	20.1%	41.0%	49.6%
가구원수(명)	2.00	1.94	2.50	2.23	2.80	2.66	1.20	1.23
거주기간(년)	4.3	3.7	3.2	2.9	5.9	5.1	1.5	1.4
월임대료/월소득(%)	15.0%	20.8%	7.0%	19.2%	5.0%	12.4%	19.0%	21.2%
보증금/자산(%)	81.0%	78.5%	84.0%	79.4%	79.0%	78.2%	83.0%	70.8%

매매가격 변화

- 2017년 이전까지 투자목적의 소형 오피스텔의 매매가 상승이 비교적 양호하게 나타남
- 2017년 이후부터 거주목적의 수요가 이전함에 따라 중/대형 오피스텔의 매매가 상승이 높게 나타남

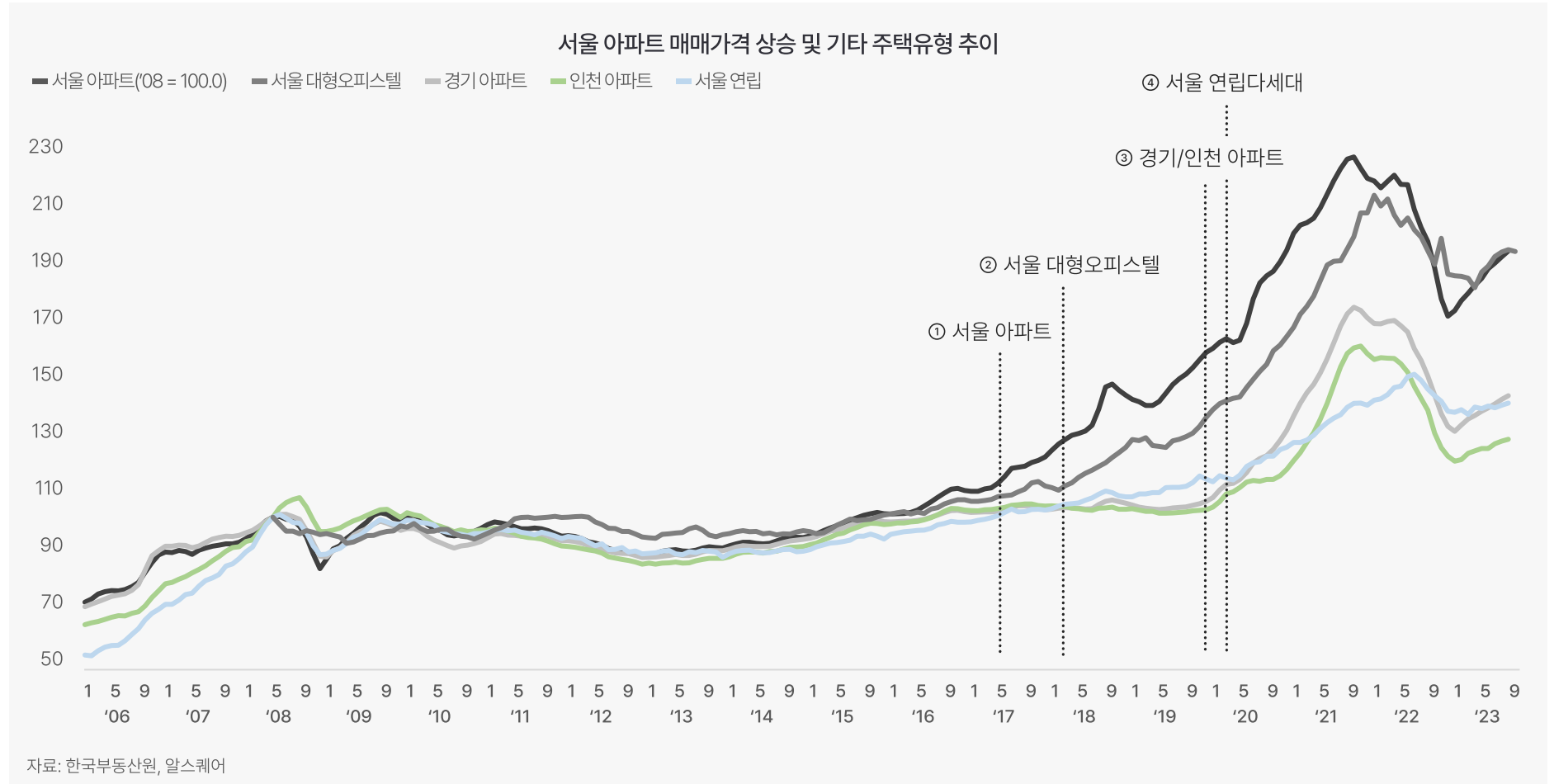


기타 2

자산유형별
매매가격 변화

매매가격 변화

- 2017년 서울 아파트 가격 상승 이후 대형 오피스텔 가격이 시차를 가지고 상승
- 2019년 경기, 인천의 아파트 가격도 상승하였으며, 2020년 초에 서울 연립다세대 상승



전월세전환율의 이론적 증명

출처
류강민(2015), 이창무(2012)

$r_e(D)$ 보증금 D일 때 총 수익률 $R(D)$ 보증금 D일 때 월세 *12개월(연세)
 α 기대가격상승률 P 주택의 가격 r 전월세전환율

1. 주택의 총수익률은 다음과 같이 나타남

$$r_e(D) = \frac{R(D) + \alpha \cdot P}{P - D}$$

2. 보증금(D)의 변화에 따른 수익률 변화는 다음과 같음

$$\frac{\partial[r_e(D)]}{\partial D} = \frac{\frac{\partial[R(D)]}{\partial D} \cdot (P - D) + R(D) + \alpha \cdot P}{(P - D)^2}$$

3. 위 식에서 $-\frac{\partial[R(D)]}{\partial D}$ 보증금 변화에 따른 월세 변화에 의한 비율로 전환율을 의미함 전환율이 r 이라면 식을 다음과 같이 다시 쓸 수 있음

$$\frac{\partial[r_e(D)]}{\partial D} = \frac{-r(P - D) + R(D) + \alpha \cdot P}{(P - D)^2}$$

4. 한편 월세와 보증금의 관계는 다음과 같음

$$R(0) = R(D) + rD$$

5. 위 식을 정리하면 다음과 같이 나타남

$$\frac{\partial[r_e(D)]}{\partial D} = \frac{-r \cdot P + R(0) + \alpha \cdot P}{(P - D)^2}$$

6. 수익률의 위험(표준편차) 다음과 같이 나타남

$$\sigma[r_e(D)] = \frac{P}{P - D} \sigma(\alpha)$$

7. 보증금(D)의 변화에 따른 수익률 위험의 변화는 다음과 같음

$$\frac{\partial[\sigma[r_e(D)]]}{\partial D} = \frac{P}{(P - D)^2} \sigma(\alpha)$$

8. 보증금(D)의 변화에 따른 수익률과 위험의 관계는 비례 ($\beta > 0$) 관계를 가짐

$$\begin{aligned} \frac{\partial[r_e(D)]}{\partial D} &= \beta \cdot \frac{\partial[\sigma[r_e(D)]]}{\partial D} \\ \frac{-r \cdot P + R(0) + \alpha \cdot P}{(P - D)^2} &= \beta \cdot \frac{P}{(P - D)^2} \sigma(\alpha) \end{aligned}$$

9. 전환율 r 은 다음과 같이 가격 상승률에 영향을 받음

$$r = \frac{R(0)}{P} + \alpha - \beta \cdot \sigma(\alpha) = r_e(0) - \beta \cdot \sigma(\alpha)$$

보증금 비중 증가에 따른 수익-위험 관계

