

BOK 이슈노트

2025년 6월 15일

주택가격 기대심리의 특징과 시사점

김우석

한국은행 경제연구원
금융통화연구실 조사역
Tel. 02-759-5486
wskim@bok.or.kr

황인도

한국은행 경제연구원
금융통화연구실장
Tel. 02-759-5308
hid@bok.or.kr

이재원

한국은행 수석이코노미스트 겸
경제연구원장
Tel. 02-759-5401
jwlee7@bok.or.kr

- [분석 배경]** 주택가격에 대한 기대심리 과열은 '영끌', '패닉바잉'과 같은 과도한 시장 반응을 유발하며, 자산가격 급등과 가계부채 확대를 통해 금융안정에 잠재적인 위협이 될 수 있다. 특히 우리나라에서는 주택이 자산으로서의 성격이 강해 기대심리가 실제 시장에 미치는 영향력이 큼에도 불구하고, 관련 실증 연구는 아직 충분하지 않은 실정이다. 이에 본고는 한국은행 소비자동향조사의 주택가격전망CSI 항목을 활용하여, 주택가격 기대심리의 특징과 거시경제적 파급효과, 주요 정책 변수와의 관계를 실증적으로 분석하였다.
- [주택가격 기대심리의 특징]** 주택가격 기대심리는 높은 변동성과 강한 지속성을 동시에 지니는 것으로 나타났다. 이는 기대심리가 비교적 짧은 기간에도 크게 변동할 수 있지만, 일단 형성된 방향은 장기간 유지됨을 의미한다. 실제로 기대심리는 특정 방향으로 일정 기간 유지되다가 추세가 한번 전환되면 반대 방향으로 지속적으로 움직이는 등, 진폭이 크면서도 순환 주기도 긴 사이클을 형성하는 특징이 있다. 아울러, 주택가격 기대심리는 물가 기대심리와 달리 실제 주택가격 변동에 선행하며, 특히 8개월 후 주택가격 상승률과 가장 높은 상관관계를 갖는 것으로 확인되었다.
- [거시경제적 파급효과]** 주택가격 기대심리가 상승할 경우 실제 주택가격, 가계부채, 산업생산, 물가 등 주요 거시지표가 모두 상승하는 것으로 나타났다. 특히, 3~4개월 후부터는 산업생산보다 가계부채 상승세가 더 크게 나타나는 경향이 확인되었으며, 이는 기대심리 과열이 신용 팽창 및 금융불균형을 초래할 수 있음을 시사한다.
- [정책변수와의 관계]** 통화정책 완화(금리 인하)는 주택가격 기대심리를 유의하게 자극하며, 특히 거시건전성 정책이 함께 완화된 국면에서는 자극 효과가 크게 확대되는 것으로 나타났다. 반대로, 규제가 강화된 경우에는 기대심리의 반응이 제한적으로 나타났다. 이러한 결과는 통화정책이 완화되는 시기에 주택가격 기대심리의 과열을 억제하기 위해서는, 거시건전성 정책과의 긴밀한 공조가 필수적임을 보여준다.
- [반사실적 시나리오 분석]** 주택가격 기대심리가 실제 주택가격과 가계부채에 미치는 영향을 정량적으로 평가하기 위해, 2020년 5월부터 2022년 5월까지(2년간) 기대심리가 2020년 4월의 중립적 수준에서 유지되었을 경우를 가정한 반사실적 시나리오 분석을 수행하였다. 분석 결과, 2022년 5월 기준으로 실제보다 주택가격 상승폭은 절반 수준(기간 중 24% 상승→11% 상승), GDP 대비 가계대출(예금취급기관 기준) 비율 상승폭은 약 1/3 정도 낮았을 것(기간 중 7.6%p 상승→4.9%p 상승)으로 추정되었다. 이는 주택가격 기대의 안정적 앵커링(anchoring)이 정책적으로 중요함을 시사한다.

- 본 자료의 내용은 한국은행의 공식견해가 아니라 집필자 개인의 견해라는 점을 밝힙니다. 따라서 본 자료의 내용을 보도하거나 인용할 경우에는 집필자명을 반드시 명시하여 주시기 바랍니다.
- 자료 작성 과정에서 유익한 조언을 해주신 한국은행 경제연구원 이예일 과장, 곽보름 과장, 심세리 과장, 김동재 조사역 그리고 모든 원내 세미나 참석자들에 감사드립니다. 또한 자료 작성에 도움을 주신 한원형, 성연진 통계조사보조원께도 감사드립니다. 본문에 남아있는 오류는 저자의 책임임을 밝힙니다.

I. 검토배경

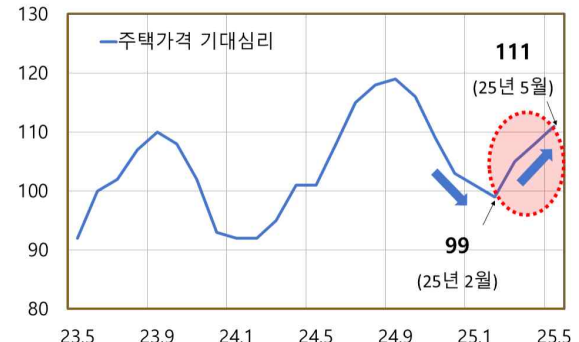
주택시장은 가계의 자산·부채·소비와 밀접하게 연결된 핵심 부문으로, 실물경제는 물론 가계부채를 매개로 금융안정에도 영향을 미친다. 우리나라의 전체 가계자산 중 부동산이 차지하는 비중은 71.5%에 달하며(가계금융복지조사, 2023), 전체 가계신용 중 58.3%는 주택담보대출로 구성되어 있다(2024년 10월 기준, 한국은행). 이러한 구조하에서 주택가격의 급격한 변동은 단순한 자산가치의 변화를 넘어 금융시스템의 안정성과 실물경제 전반에 광범위한 영향을 미칠 수 있다(추명삼 외, 2025).

이러한 주택시장에서는 ‘기대심리’가 매우 중요한 역할을 한다. 주택가격에 대한 기대는 단순한 심리적 요인을 넘어 실제 주택 매매와 가격 형성에 실질적인 영향을 미치기 때문이다. 상승 기대가 형성되면 실수요자가 주택 구입을 앞당기고 투기 수요도 유입되면서 실제 거래량과 가격 상승으로 이어진다. 즉, 기대가 자기실현(self-fulfilling)적 성격을 지니는 것이다. 특히 우리나라 아파트는 높은 동질성과 가치저장 수단으로서의 특성, 그리고 매매의 용이성 등으로 인해 자산으로서의 성격이 강하게 나타난다(성병목 외, 2022). 이에 따라 향후 가격에 대한 기대는 시장 참여자의 의사결정에 더욱 크게 영향을 미친다. 실제 우리나라 주택시장에서는 주택가격 상승 기대가 이른바 ‘영끌’, ‘패닉바잉’ 등으로 이어져 실제 주택가격 급등을 초래했으며, 가계부채 또한 급증하여 금융불균형을 야기한 바 있다.

이러한 맥락에서 ‘주택가격 기대심리’를 체계적으로 분석하고, 그 실물경제 및 금융부문에 대한 파급효과를 규명하는 작업은 거시경제 운영과 금융안정 측면 모두에서 중요한 과제라 할 수 있다. 그러나 주택가격 기대심리에 대한 국내 연구는 그 중요성에 비해 여전히 부족한 실정이다. 지금까지의 기대 관련 연구는 주로 ‘일반 물가수준’, 즉 ‘기대인플레이션’에 초점을 두었으며, 주택가격에 대한 기대를 본격적으로 다룬 연구는 많지 않다. 주택가격 기대심리를 다룬 국내 문헌도 일부 존재하지만, 주택시장 외부의 거시변수와의 상호작용을 충분히 반영하지 못했다는 한계를 지닌다.¹⁾

특히, 최근 흐름을 보면 지난 3월 이후 기대심리가 상승세로 전환되었으며[그림1] 서울지역 아파트 가격과 금융권의 가계대출도 증가세가 확대되고 있다. 이처럼 기대심리가 다시 고조되고 있는 현 시점에서 이의 거시경제적 파급효과를 이해하고 정책적 시사점을 도출하는 것은 매우 시의적절하다 하겠다.

[그림 1] 주택가격 기대심리의 최근 추이



자료: 한국은행 소비자동향조사

1) 한국은행 소비자동향조사의 주택가격전망CSI를 활용한 선행연구들은 아래와 같다. 이들 연구는 주택시장 외부의 거시변수를 모형에 포함하지 않거나, 포함하더라도 외생변수로 취급하여 본고와는 차이가 있다.

저자(연도)	분석 모형	주요 변수	주요 결과
이상준 외 (2013)	VAR	주택가격 기대, 주택가격 * 국민은행 매수우위지수(중개업소 설문자료) 2000.1~2012.12 중심 이용 한국은행 자료도 이용(2008.8~2012.12월)	주택가격 기대심리(특히 거시변수로 설명되지 않는 기대심리의 변동)는 주택가격 변동에 큰 영향
임재만 외 (2017)	패널 VAR	주택가격 기대, 뉴스 보도, 주택가격, 주택거래량 * 2008.7월~2016.12월	주택가격 기대심리는 주택가격 변동의 10%, 주택거래량 변동의 14%를 설명
김경민 (2022)	VAR	내생변수: 주택가격 기대, 주택가격, 주택거래량 외생변수: 실질임대료, 주담대금리, 경기선행지수, 실질 M2, 물가상승률, 미분양주택 증감률, 주택시장 규제더미 * 2013.1~2022.1월	주택가격 기대심리가 아파트매매가격의 변동을 예측하지는 못하나 거래량에 대해서는 예측력을 보유했다

본고는 다음과 같이 구성되어 있다. 2장에서는 물가 기대심리와 비교를 통해 주택가격 기대심리가 갖는 특징에 대해 살펴본다. 3장과 4장에서는 주택가격 기대심리와 거시경제변수 간 관계를 VAR 모형 및 국소투영법(Local Projection)을 통해 살펴보고, 마지막 5장에서는 정책적 시사점을 도출하였다.

II. 주택가격 기대심리의 추이와 특징

본 장에서는 주택가격 기대심리가 지니는 기본적 특성에 대해 살펴본다. 주택가격 기대심리는 현재 대비 향후 주택가격이 어떻게 될 것인지 응답자의 예상을 조사하여 지수화²⁾한 지표이다. 지표가 100을 상회(하회)하면 상승(하락) 전망이 우세함을 의미한다. 한국은행과 국민은행에서 매월 조사하여 당월 하순에 공표하고 있는데, 일반 가계를 대상으로 한 조사는 한국은행의 것이 유일하다[표 1]. 일반 가계가 실제 주택 매매 행위의 주체인 만큼, 본고는 일반인을 대상으로 한 한국은행 소비자동향조사의 주택가격전망CSI³⁾ 항목을 이용한다. 한국은행의 자료는 여타 기대심리 항목(물가, 금리)과도 비교가 가능한 장점을 지닌다.

[표 1] 주택가격 기대심리 지표 현황

	주택가격전망CSI	매매가격전망지수
조사기관	한국은행	국민은행
조사내용	1년 후 주택매매가격	2~3개월 후 아파트 가격
조사대상	전국 2,500가구	전국 6,000여 중개업소
조사기간	매월 15일 ± 7일	매월 15일이 포함된 주의 월요일~금요일

자료: 한국은행, 국민은행

2.1 높은 변동성과 지속성

먼저 변동성과 지속성을 살펴보았다. 주택가격 기대심리는 물가 기대심리보다 훨씬 큰 변동성을 보이며, 동시에 높은 지속성을 지닌다. [그림 2]가 보여 주듯, 주택가격 기대심리는 비교적 짧은 기간에도 변화하는 폭이 크며 한번 형성된 기대는 장기간 유지되는 경향을 보인다. 즉 기대심리는 뚜렷한 방향성을 가지고 일정 기간 가파르게 변화하다가, 추세가 전환되면 또 다른 방향으로 가파르게 변화한다. 이에 따라 상하 진폭이 크면서 순환주기도 비교적 긴 사이클 형태를 보인다.

[그림 2] 주택가격 및 물가 기대심리^{1),2)} 추이



주: 1) 현재와 비교한 1년 후 소비자물가수준의 전망
2) 주택가격 기대심리와 동일한 방식으로 산출
자료: 한국은행 소비자동향조사

주택가격 기대심리의 높은 변동성은 물가 기대심리보다 큰 표준편차(14.44)와 변이계수(2.05)에서도 확인된다[표 2]. 변이계수는 표준편차를 평균으로 나눈 수치로, 평균 수준 대비 상대적 변동성의 크기를 보여 준다. 주택가격 기대심리의 변이계수(2.05)는 물가 기대심리(0.18) 대비 10배 이상 큰 것으로 나타났다.⁴⁾

2) “1년 후 우리나라의 주택매매가격은 현재와 비교하여 어떻게 될 것으로 예상하십니까?”에 대한 응답을 토대로 다음과 같이 산출. $100 + (\text{크게 상승 비중} + \text{약간 상승 비중} \times 0.5) - (\text{크게 하락 비중} + \text{약간 하락 비중} \times 0.5)$
3) 2008년 7월부터 조사가 시작되었으나 당시에는 상가를 포함하여 조사하는 등 질문 내용이 현재와 차이가 있다. 본 분석에서는 기준의 일관성을 유지하기 위해 2013년 1월부터의 주택가격전망CSI 자료만을 활용하였다.
4) 등락이 컸던 기간(2019.7~2023.6)을 제외해도 1.33 수준으로 물가보다 높게 나타난다.

[표 2] 기대심리의 변동성 및 지속성 측정 결과¹⁾

	주택가격 기대심리	물가 기대심리
평균	7.03	41.26
표준편차	14.44	7.54
변이계수	2.05	0.18
지속성	0.914	0.952

주: 1) 평균은 원자료에서 100을 차감한 수치이며, 분석 기간은 2013.1~2025.1월임

2) 지속성은 AR(p)모형($y_t^c = \alpha + \sum_{k=1}^p \phi_k y_{t-k}^c + \epsilon_t$)의 계수

의 합($\sum_{k=1}^p \phi_k$)으로 측정. 모형의 시차(p)는 Akaike

정보기준으로 선정

자료: 한국은행, 자체 시산

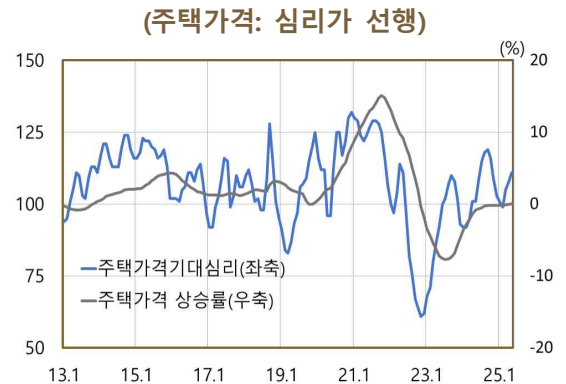
이렇게 높은 변동성을 보이는 데에는 몇 가지 구조적 요인이 작용하기 때문으로 보인다. 첫째, 가격이 주택을 소비재가 아닌 투자자산으로 인식하는 경향이 강해, 거시경제 여건의 변화가 기대 형성에 보다 직접적으로 반영되면서 변동성이 커졌을 개연성이 있다. 둘째, 지표의 복합성과 단일성 차이도 영향을 미칠 수 있다. 물가는 다양한 재화와 서비스의 가격을 가중평균하여 산출되는 지수이기 때문에 개별 품목의 변동이 상호 상쇄되며 평균화되는 특성이 있다. 반면, 주택가격 기대는 단일 자산군에 대한 인식을 반영하므로 변동성이 더 클 수 있다. 셋째, 제도적 장치의 유무 역시 중요한 요인일 수 있다. 물가는 중앙은행이 명시적으로 관리하는 정책 목표(2%)가 존재하고, 이에 따라 기대가 일정 수준에 안착될 수 있다. 반면, 주택가격은 이를 직접적으로 관리하는 전담 기관이나 명확한 목표치가 없어 기대가 특정 수준에 안착(anchoring)되기 어려운 환경이다.

아울러, 주택가격 기대심리는 지속성도 상당한 수준(0.914)으로 나타났다. 이는 한번 형성된 상승·하락 기대는 쉽게 소멸되지 않고 상당 기간 지속되는 경향이 강하다는 것을 의미한다.

2.2 뚜렷한 선행성

주택가격 기대심리는 실제 가격을 선행하는 것으로 나타났는데 이는 물가와 동행 또는 후행성을 보이는 물가 기대심리와 대비된다. [그림 2]에서는 기대심리(원계열)와 실제 가격의 전년동월대비 상승률의 추이를 살펴보았다. 주택가격 및 물가 모두 기대심리와 동조성이 높아 보이는 가운데, 주택가격 기대심리는 실제 가격상승률을 다소 선행하는 것으로 보인다. 한편 전월대비 상승률의 추이로 살펴보다도 주택가격 기대심리가 실제 가격 상승률(전월대비)을 선행하는 것으로 나타난다(<참고 1> 참조).

[그림 3] 기대심리와 실제 가격상승률¹⁾ 비교

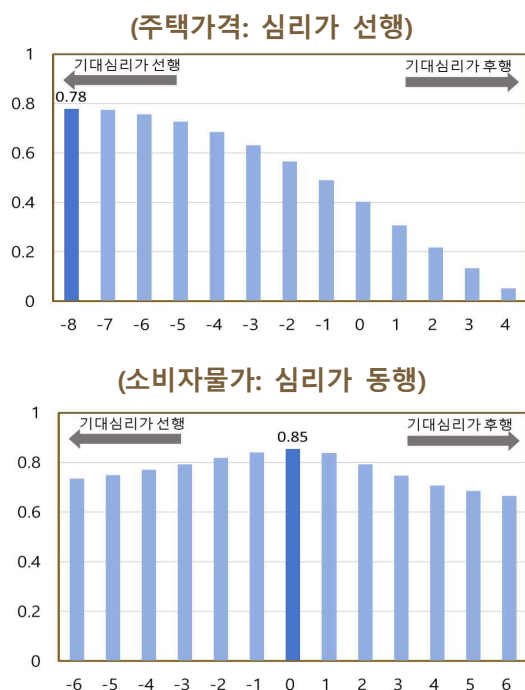


주: 1) 전년 동월 대비 상승률

자료: 한국은행, KB부동산, 자체 시산

시차 상관계수에서도 주택가격 기대심리의 선행성은 잘 나타난다. [그림 4]의 시차 상관계수를 살펴보면 주택가격 기대심리는 실제 주택가격 상승률을 약 8개월 선행하는 것으로 나타난다(상관계수: 0.78). 반면 물가 기대심리는 같은 달의 물가상승률과 가장 높은 상관계수를 보여 동행성이 강한 것으로 나타난다.

[그림 4] 가격상승률과 기대심리 간 시차 상관계수^{1,2)}



주: 1) t월의 가격상승률(전년 동월비)과 t+i월의 기대심리 간 시차상관계수이며 x축은 i를 의미
2) ARIMA-12로 계절조정된 자료를 활용
자료: 한국은행, KB부동산, 자체 시산

통계적으로 선행성 여부를 검증할 수 있는 그랜저 인과성(Granger Causality) 검정 역시 선행성을 뒷받침한다. 검정 결과 주택가격 기대심리는 주택가격 상승률에 통계적으로 유의하게 선행하여 미래지향적(forward looking) 성격이 강한 것으로 나타났다. 즉 주택가격의 경우, 모든 시차 및 유의수준에서 '주택가격 기대심리가 실제 주택가격 상승률에 선행하지 않는다'는 귀무가설이 기각되었다. 반대로 '주택가격 상승률이 기대심리에 선행하지 않는다'는 귀무가설은 기각할 수 없었다. 이렇게 주택가

격에 관한 기대가 미래지향적 특성을 보인다는 결과는 닥터아파트 가격전망지수를 활용한 최희갑 외(2009)의 결론과 유사하다.

반면, 물가 기대심리는 실제 물가상승률에 후행하는 것으로 나타났으며 이는 기대가 미래 물가를 예측한다기보다는 과거 물가 흐름을 반영하고 있다는 점을 시사한다. 이는 물가에 대한 기대는 과거지향적(backward looking)인 행태를 보인다는 선행연구(이정익, 2012; 남민호 외, 2018)와 부합한다.

[표 3] 가격상승률과 기대심리 간 그랜저 인과관계 검정 결과^{1),2)}

	귀무가설	
	심리→가격	가격→심리
주택가격: 심리가 선행		
시차=3	0.000***	0.463
시차=6	0.000***	0.757
시차=12	0.000***	0.417
소비자물가: 심리가 후행		
시차=3	0.454	0.000***
시차=6	0.718	0.001***
시차=12	0.175	0.044**

주: 1) ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10%에서 귀무가설을 기각할 수 있음을 의미
2) ARIMA-12로 계절조정된 자료를 활용
자료: 한국은행, KB부동산, 자체 시산

한편 전년동월대비 상승률에는 과거 정보가 일부 포함되어 있음을 감안하여 전월 대비 상승률을 이용하여 시차상관계수 및 그랜저 인과관계를 분석한 <참고 1>에서도 유사한 결론이 도출된다.

세부 인구·통계 속성별 기대심리의 특성은 <참고 2>에, 지역별 추이는 <참고 5>에 정리하였다.

2.3 기대심리 결정요인

주택가격 기대심리는 주택가격 자체의 과거 흐름보다, 산업생산, 주가, 금리, 착공실적 등 거시경제나 정책여건 전반을 반영해 형성되는 것으로 보인다. 주택가격 기대심리의 결정요인을 살펴보고자 이상준 외(2013)를 따라 아래의 식을 추정하였다. 분석 기간은 2013.1~2025.1이며 월별자료를 사용하였다.

• 기대심리 결정식

$$Sentiment_t = \beta_0 + \beta_1 Sentiment_{t-1} + BX + e_t$$

여기서 Sentiment는 기대심리를 나타내며, 이상준 외(2013)와 같이 기대심리에 모멘텀(momentum)이 존재할 수 있음을 고려하여 시차항을 포함하였다. X 는 t 시점(설문조사 시점)에 가계가 이용 가능한 정보(공표된 경제지표 등)를, B 는 계수 행렬을 의미하며, 구체적인 변수들은 [표 4]에 제시되어 있다. 설명변수 이용시 기대심리의 조사시점과 각 거시변수의 공표시점을 고려하여 주택가격상승률이나 주택착공실적, 소비자물가 등은 기 공표된 전월 수치를 사용하였다. 다만 실시간으로 확인 가능한 코스피, 콜금리, 대미환율 변수는 동월 값을 사용하였다.⁵⁾

주택가격 기대심리의 결정요인을 분석한 결과, 모형에 포함된 변수들 대부분이 통계적으로 유의하게 나타났다. 산업생산 및 코스피 지수는 소득 및 경기상황을 반영하는 지표로 가계의 구매 여력을 높여 실제 주택가격에 긍정적인 영향을 미칠 수 있으므로, 이들이 기대심리에 정(+)의 영향을 주는 결과는 경제적 직관과 부합한다. 또한, 금리 상승은 주택 수요를 위축시키고, 착공실적의 증가는 향후 주택공급 확대 기대를 유발함으로써 주택가격에 하방 압력을 가할 수 있다. 따라서 이들이 기대심리에 부정적 영향을 미친다는 결과 역시 타당해 보인다.

[표 4] 기대심리 결정식 추정 결과

	주택가격 기대심리
자기시차 항	0.87*** (24.476)
금리수준 기대심리(동월, p)	-0.07*** (-2.648)
실질 주택가격 상승률(전월, %)	0.26 (0.155)
주택착공 실적(전월, 만호)	-0.52** (-2.205)
소비자 물가 상승률(전월, %)	-0.12 (-0.067)
산업생산 증가율(전월, %)	0.73*** (2.851)
코스피 상승률(동월, %)	0.26*** (2.779)
콜금리 변화(동월, %p)	-7.95* (-1.845)
대미환율 변화율(동월, %)	-0.38*** (-2.716)
관측치 수	144
Adj R ²	0.87

주: 1) 현재 대비 6개월 후 금리수준에 대한 전망

2) ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10%에서 유의함을 의미

3) () 내는 robust t-statistics

4) Phillips-Perron test 결과, 5% 수준에서 모든 변수가 정상계열로 확인

5) 상승률, 증가율, 변화(율)은 모두 전월비(mom)이며, ARIMA-12로 계절조정된 자료를 활용

자료: 한국은행, KB부동산, 자체 시산

이 밖에도, 전월의 주택가격상승은 통계적 유의성은 없었다. 즉, 주택가격에 영향을 주는 변수들의 영향력이 제거된 과거 주택가격상승은 기대심리에 영향을 주지 못함을 의미한다. 이는 2절의 분석 결과와 더불어 주택가격 기대심리가 비교적 미래지향적으로 형성됨을 지지하는 결과로 해석할 수 있다.

본 장의 결과를 종합하면, 주택가격 기대심리는 주택가격 자체의 과거 흐름보다, 산업생산, 주가, 금리, 착공 등 다른 경제변수의 수준이 기대형성에 더 큰 영향을 주는 것으로 판단된다. 즉, 주택가격 기대형성의 핵심은 경기·정책적 요인인 것으로 보인다. 아울러 기대심리가 실제 주택가격 변동에 선행하며 자기실현적 성격을 띠고, 높은 변동성 및 지속성을 동반한다는 점을 고려할 때, 주택가격 기대심리와 거시경제 간의 상호작용은 결코 작지 않을 것으로 판단된다.

5) 이상준 외(2013)는 기대심리의 시차항을 제외하면 모두 동월값을 사용하였다.

Ⅲ. 주택가격 기대심리와 거시경제 변수 간의 관계

3.1 분석 개요

본 장에서는 본고의 핵심 관심사인 주택가격 기대심리와 거시변수 간 동태적 관계를 실증적으로 파악하기 위해 다음과 같이 외생변수가 포함된 벡터자기회귀(VAR) 모형을 구축하고 충격반응을 분석하였다. 분석 기간은 2013.1~2025.1월이며 월별 자료를 사용하였다.

• VAR 모형

$$Y_t = C + A_1 Y_{t-1} + A_2 Y_{t-2} + B_1 X_t + u_t$$
$$u_t = Se_t, \quad E[e_t e_t'] = I_5$$

여기서 Y 는 내생변수 벡터로 주택가격 기대심리, 전산업생산, 실질주택가격⁶⁾, 소비자물가지수, 콜금리로 구성하였다. 산업생산, 소비자물가, 콜금리는 DSGE 모형에서도 핵심이 되는 3대 거시변수이다. C 는 상수항 벡터, X 는 외생변수 벡터로 미국 전산업생산지수, 미국유효금리, 상품가격지수로 구성하였으며 대외요인을 의미한다. 우리 경제가 소규모 개방경제임을 감안하여 이들을 외생변수로 취급하였다.

구조충격은 축차 제약(recursive restriction)으로 식별하였다. 변수의 순서는 기대심리 형성 시점에 콜금리를 제외한 나머지 내생 변수들은 공포 시차로 인해 관측하기 어렵다는 점을 고려하여 기대심리를 가장 먼저 배치⁸⁾하였다. 구체적인 순서는 다음과 같다.

• 구조 충격식별을 위한 변수 순서

기대심리→산업생산→주택가격→물가→금리

축차 제약을 통해 구조충격을 식별하는 경우, 변수의 순서에 따라 분석 결과가 상이해질 수 있다. 이에, <참고 3>에서는 변수의 순서를 다르게 적용하여 구조충격을 식별하였으나 결과는 유사하다는 점을 미리 밝힌다.

3.2 충격반응 분석결과

3.2.1 기대심리 충격→거시변수의 반응

주택가격 기대심리의 충격은 본 모형에서는 설명할 수 없는 외부요인에 의한 변동이다. Barsky and Sims(2012)는 기대심리 충격을 뉴스(news)나 야성적 충동(animal spirits)에 의한 것으로 설명하였다. 예를 들어, 뉴스에는 거시건전성 정책이나 부동산 관련 규제 등과 같은 새로운 정책 소식이 포함될 수 있다.

이러한 기대심리의 충격이 거시경제에 어떤 영향을 미치는지 살펴본 결과는 다음과 같다.

주택가격 기대심리의 충격은 실제 주택가격에 정(+의 영향을 주며, 산업생산과 물가에도 정(+의 영향을 미치는 것으로 나타났다[그림 5].

먼저, 기대심리 충격에 따른 전산업생산의 반응은 3개월 후 최대 0.23%까지 상승한 뒤 점차 사라지는 양상을 보였다. 이렇게 산업생산의 증가로 이어진 것은 첫째, 주택자산의 가치 상승에 대한 기대가 소비자에게 부의 효과(wealth effect)를 유발했기 때문일 수 있다. 즉 가계가 주택가격 상승 기대를 자산가치 증가로 인식하면서 소비지출을 확대하고, 이것이 산업 전반의 생산을 견인했을 가능성이 있다. 이러한 부의 효과 외에도, 주택가격이 오르기 전 주택을 선제적으로 구매하려는 수요가 일부 유

6) 주택매매가격지수(KB)를 소비자물가지수로 나누어준 값을 사용하였다.

7) 콜금리, 미국유효금리를 제외한 모든 변수는 계절성을 제거하였으며, 로그를 취한 뒤 100을 곱하여 주었다. 따라서 이들의 충격 및 반응은 모두 %로 해석할 수 있다.

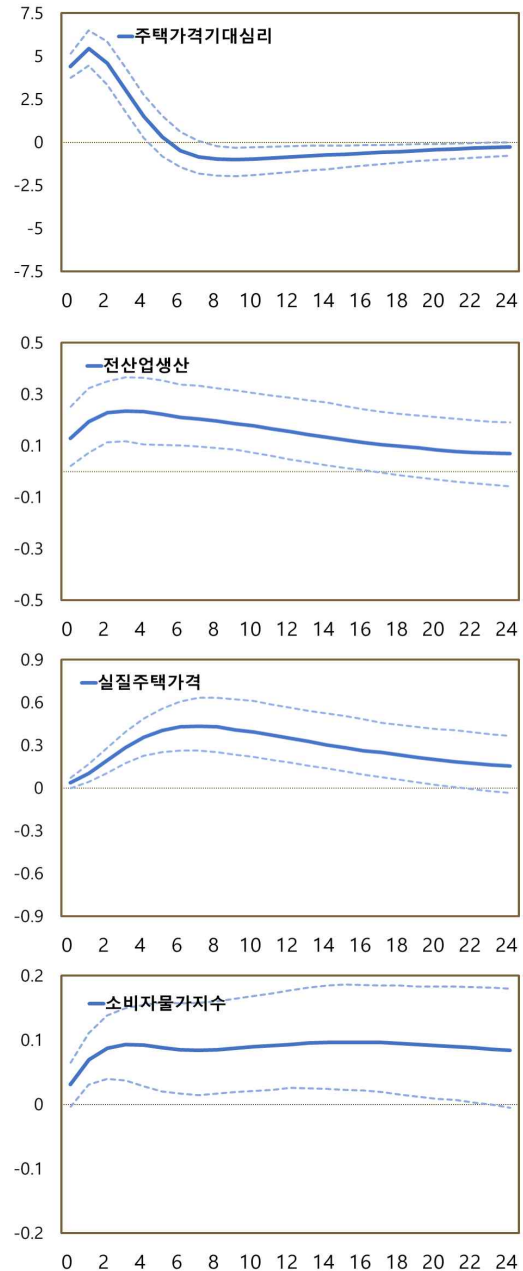
8) Barsky and Sims(2012)는 VAR 모형에서 소비자 신뢰지표(E5Y)를 맨 앞에 배치하여, 해당 충격이 나머지 변수의 동시적 정보와는 무관한 자율적 변동으로 식별되도록 설정하였다.

입됨에 따라, 이사 및 인테리어, 내구재 구입 등 일시적인 소비지출⁹⁾이 증가했기 때문일 수도 있다. 최희갑(2009)은 주택가격 상승 기대가 소비판매액 증가로 이어짐을 실증적으로 보이고 있다. 둘째, 주택가격 상승 기대는 담보가치의 상승으로 이어지므로, 가게와 기업의 신용제약을 완화하여 소비와 투자를 자극할 수 있다. 또한 주택시장 활황 기대는 건설투자 확대에 이어질 수 있다. 한편 주택가격 상승 시 무주택 가구의 소비를 위축시킨다는 견해도 있으나¹⁰⁾ 본고의 분석 결과는 수요와 생산을 자극하는 효과가 더 클 개연성을 시사한다.¹¹⁾

실질주택가격은 기대심리 충격 발생 후 빠르게 상승하여 7개월 뒤 최대 0.43%(명목 기준 0.52%)까지 오르는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 전현진 외(2020)와 정량적으로 유사한 수준이다.¹²⁾ 특히, 충격 발생 3개월 후 실질주택가격 상승폭(0.28%)이 산업생산 증가폭(0.23%)을 상회하게 되며 이러한 추세는 이후에도 지속되었다. 이는 기대심리의 상승이 소득 대비 과도한 주택 수요의 확대에 이어질 수도 있음을 간접적으로 시사한다.

소비자물가지수 또한 기대심리 충격에 반응하여 상승하는 것으로 나타났다. 이는 기대심리가 총소비를 증가시키고, 소비자물가지수에 전세가격이 포함되어 있다는 점을 고려하면 경제적 직관에 부합하는 결과이다. 나아가, 물가 안정이 주요 책무인 중앙은행의 정책 운영에도 중요한 시사점을 제공한다.

[그림 5] 기대심리 충격¹⁾에 따른 반응: 기본모형



주: 1) 1 표준편차 충격(4.61%)
 2) 실선 및 점선은 각각 1000회 부트스트랩을 통해 구한 50(중위값), 95 분위값을 의미
 3) 가로축은 월 단위이며 금리의 반응은 생략하였음
 자료: 자체 시산

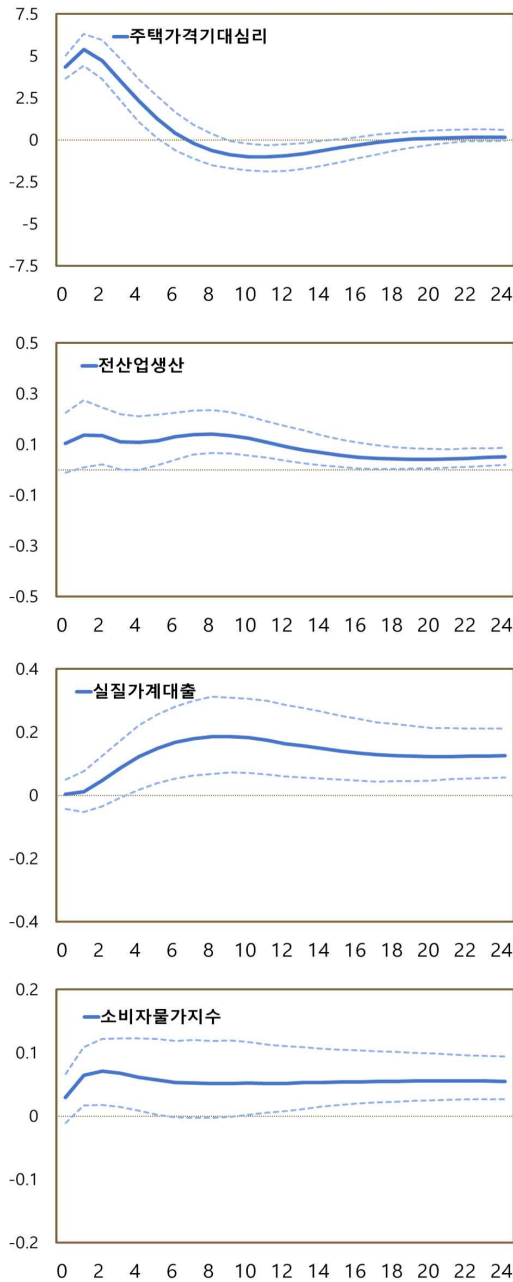
9) 주택구입 이후에는 그간 억제된 소비제약이 완화되어 비내구재 소비 또한 증가할 수 있다(Jung, 2020).

10) Chopra et al.(2023)은 주택가격기대가 상승하면 임차인의 소비가 감소함을 보였다.

11) 전체 가구 중 절반 이상(56.4%, 2023 주택소유통계)이 주택을 보유하고 있다는 점을 고려하면, 기대 부(wealth)의 증가에 따른 소비증대 효과가 크게 작용하였을 것으로 판단된다.

12) 전현진 외(2020)는 오차수정모형(ECM)을 활용하여 주택가격 기대상승률이 1%p 증가할 때 실제 주택가격이 0.38% 상승한다고 보고하였다. 분석기간 동안 주택가격전망CSI의 평균(7.03)이 평균 주택가격상승률(2.25%, 전년동월비 기준)에 비해 약 3배 높게 나타난다는 점, 기대심리의 충격의 크기는 4.61%라는 점을 고려하면 본 결과는 전현진 외(2020)와 유사한 수준으로 볼 수 있다.

[그림 6] 기대심리 충격¹³⁾에 따른 반응: 가계대출 모형



주: 1) 1 표준편차 충격(4.60%)
 2) 실선 및 점선은 각각 1000회 부트스트랩을 통해 구한 50(중위값), 5.95 분위값을 의미
 3) 가로축은 월 단위이며 금리의 반응은 생략하였음
 자료: 자체 시산

한편, 기본분석 모형에서는 가계대출은 제외하였다. 내생변수를 추가함에 따라 자유도를 잃어버리는 단점에 비해 그 실익이 크지 않

다¹³⁾고 판단했기 때문이다. 이를 보완함과 동시에 기대심리가 가계대출에 미치는 영향을 확인하기 위해 실질주택가격을 실질가계대출로 대체한 뒤 동일한 분석을 실시하였다.

분석 결과[그림 6, 기대심리의 충격은 실질가계대출에도 유의한 정(+)의 영향을 주는 것으로 확인되었다. 특히, 실질주택가격의 반응과 유사하게 충격 발생 4개월 후 실질가계대출 증가폭이 산업생산 증가폭을 상회하기 시작하는 양상을 보였는데, 이는 기대심리의 상승이 과도한 차입을 유발할 수 있음을 시사한다.

3.2.2 금리 인하 충격 → 기대심리의 반응

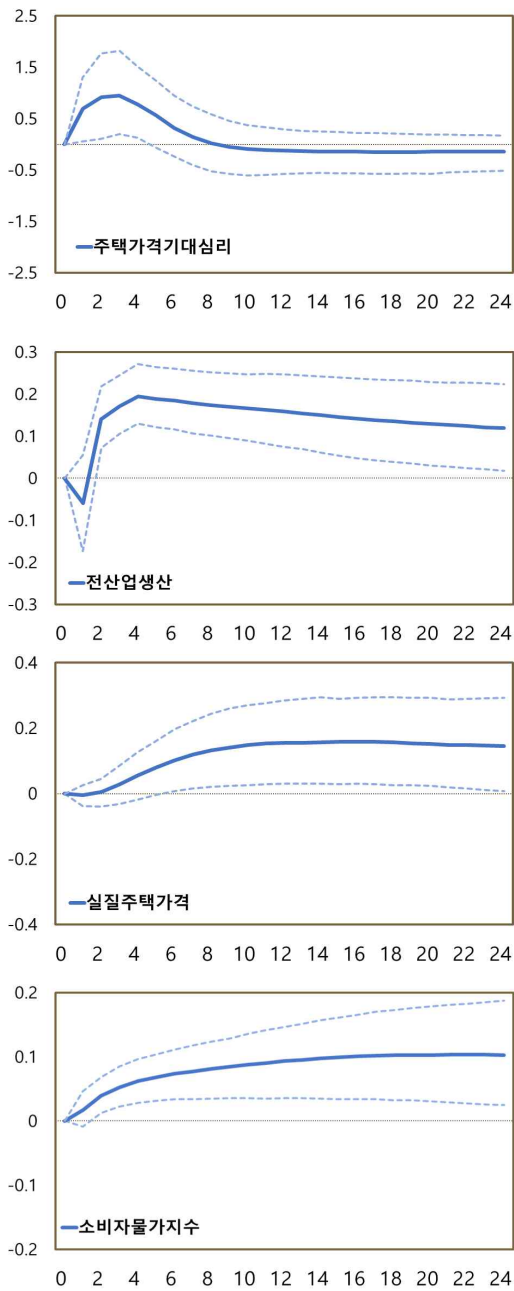
앞 절에서는 뉴스 등으로 '기대심리에 외생적 충격'이 왔을 경우 거시변수에 미치는 영향을 살펴보았다. 그런데 기대심리는 내생적으로 바뀔수도 있는데, 대표적인 것이 통화정책에 반응하여 변화하는 경우이다. 여기에서는 모형에 포함된 정책변수인 금리 충격에 대해 기대심리가 어떠한 반응을 보이는지 살펴본다.

이론과 부합하게 금리 인하 충격에 따라 산업생산, 주택가격, 물가는 상승하였으며, 특히 단기적으로 주택가격 기대심리를 자극하는 것으로 분석되었다[그림 7]. 구체적으로 기대심리는 3개월 뒤 최대 0.95%까지 상승하지만, 유의한 정(+)의 효과는 5개월 뒤 사라지는 것으로 나타났다. 그러나 기준금리 조정은 일정한 정책기조 하에서 상당기간에 걸쳐 이루어지는 경우가 많으므로 이 경우에는 기대심리 자극효과가 장기간 나타날 수 있는 점에 유의해야 할 것이다.

이렇게 높아진 기대심리는 다시 실물경제와 영향을 주고받을 수 있으며, 이는 앞서 살펴본 기대심리 충격이 경제에 미치는 영향과는 구별되는 것이다. 그 효과를 살펴보기 위해 [그림 8]에서는 통화정책을 비롯한 경제여건의 변화에도 기대심리가 움직이지 않도록 경로를 차단¹⁴⁾한 뒤 충격반응을 살펴보았다.

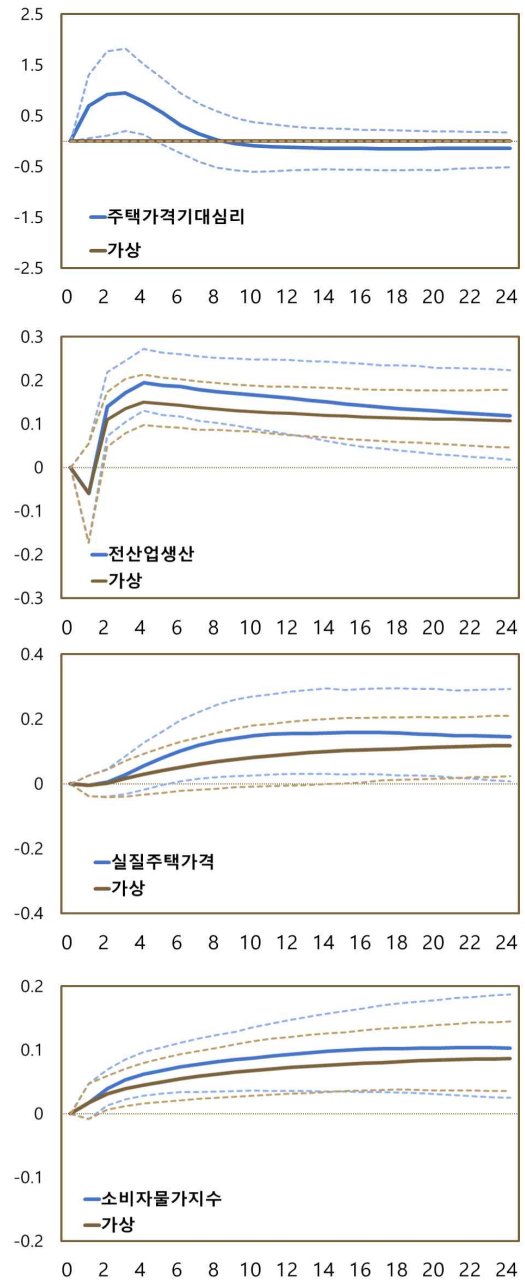
13) 주택가격과 가계대출 간에는 높은 정(+)의 상관성이 나타나므로, 주택가격과 가계대출을 동시에 모형에 포함하여 분석하더라도 유사한 결과가 도출될 것으로 기대된다. 강건성 점검을 위해 <참고 4>에서는 두 변수를 모두 포함한 분석을 실시하였다.

[그림 7] 금리 인하 충격¹⁾에 따른 반응: 기본모형



주: 1) 1 표준편차 충격(6.43bp)
 2) 실선 및 점선은 각각 1000회 부트스트랩을 통해 구한 50(중위값), 5,95 분위값을 의미. 가로축은 월 단위
 자료: 자체 시산

[그림 8] 금리 인하 충격¹⁾에 따른 반응: 기대심리 경로가 작동하지 않았을 경우(황색)



주: 1) 1 표준편차 충격(6.43bp)
 2) 실선 및 점선은 각각 1000회 부트스트랩을 통해 구한 50(중위값), 5,95 분위값을 의미. 가로축은 월 단위
 자료: 자체 시산

금리 충격에 대한 거시경제 변수의 반응은 기대심리 경로가 작동하지 않을 경우 더 약하게 나타난다(그림 8의 황색실선). [그림 8]은 기대심리 경로를 차단한 시나리오에서 금리 인하에 따른

14) Companion 행렬에서 기대심리에 대응되는 행, 즉 1행의 원소를 모두 0으로 두고 충격반응을 시산하였다.

산업생산, 물가의 반응이 기존 경로(파란 실선)에 비해 감소함을 보여 준다. 이는 완화적 통화정책이 전통적인 파급 경로 외에도, 기대심리의 상승을 매개로 정책효과를 증폭시키는 간접경로를 통해 작동할 수 있음을 시사한다. 비록 두 경로 간 차이는 통계적으로 유의하지는 않지만, 그 수준이 20~30%에 달하는 점은 향후 정책 분석 시 주의 깊게 살펴볼 필요가 있다.

특히 기대심리 경로가 차단되는 경우, 금리 인하가 주택가격을 자극하는 효과가 유의하게 나타나지 않았다. 이는 금리 인하기에도 기대심리를 잘 관리한다면 주택가격이 안정적으로 유지될 수 있음을 시사한다.

3.3 반사실적(counterfactual) 분석

본 절에서는 앞서의 가상적인 충격반응 분석에서 한걸음 더 나아가, 기대심리를 잘 관리했다면 주택가격과 가계부채가 구체적으로 어떠한 흐름을 보였을지 더욱 구체적으로 살펴보았다. 분석에서 가정한 시나리오는 다음과 같다.

· 반사실적 시나리오

시나리오①: 기대심리의 외생적 충격이 사라지는 경우¹⁵⁾

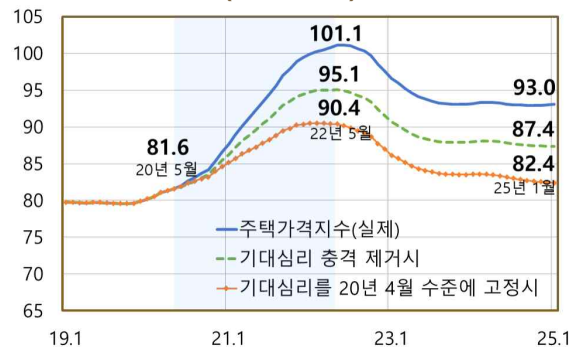
⇒ 모형 상에서 설명되지 않는, 심리를 자극하는 외생적인 충격이 발생하지 않았음을 의미

시나리오②: 기대심리가 2020년 4월 수준에서 변하지 않은 경우¹⁶⁾

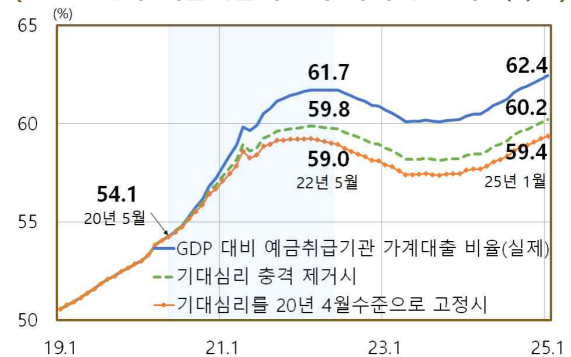
⇒ 강도 높은 다양한 정책, 가령 적절한 커뮤니케이션이나 주택 공급 확대 정책 등¹⁷⁾을 통해 기대심리가 더 이상 오르지 않도록 관리한 경우

분석 결과, 주택가격 기대심리가 더 안정적으로 관리되었더라면, 실제 주택가격과 가계대출은 보다 낮은 수준에서 안정적인 흐름을 보였을 것으로 나타났다[그림 9].

[그림 9] 반사실적 시나리오 분석 결과
(주택가격¹⁾)



(GDP²⁾ 대비 예금취급기관의 가계대출 비율(%^{3,4)})



주: 1) 기본모형을 통해 도출

2) GDP는 연간 자료를 활용하였으며 시나리오별 GDP가 변화하는 것은 고려하지 않은 결과임

3) 가계대출 모형을 통해 도출

4) 보험사, 카드사 등 비예금취급기관의 가계신용은 제외된 수치로 실제 가계부채비율과는 차이가 있음

5) 주택가격과 가계대출 모두 계절조정계열을 이용

자료: 한국은행, 자체 시산

[그림9]를 살펴보면, 주택가격의 경우 실제 경로(파란 실선)는 2020.5월부터 가파른 상승세를 보인 반면, 시나리오①에 따른 가상 경로(녹색 점선)에서는 상승폭이 제한되며 상대적으로 완만한 흐름이 나타났다(2025.1월 기준,

15) Sims and Zha(2006) 및 Finck and Tillmann(2019)의 방법론을 활용하여 2020.5월부터 2022.5월까지 기대심리의 구조충격을 0으로 대체하고($e_t^{CSI} = 0$) 주택가격 및 가계대출의 가상 경로를 생성하였다.

16) 시나리오①에 더해 추정된 기대심리 방정식의 계수를 조정하여 기대심리가 2020.4월 수준에서 변하지 않도록 하였다.

17) 이러한 정책 변수는 모형에 포함되지 않았으며, 독자의 이해를 위해 예시한 것임을 밝힌다.

6.1%↓). 특히 강도 높은 정책으로 기대심리를 20년 4월 수준(계절조정 기준, 100.0)에 고정환 시나리오②에서는 앞선 시나리오에 비해 더욱 완만한 흐름(적색 점선)을 보였다(2025.1월 기준, 11.4%↓).

가계대출 또한 유사한 양상을 보이며, 가상 시나리오 하에서는 실제보다 낮은 수준의 차입이 이루어졌을 것으로 나타났다. 이에 따라 GDP 대비 가계대출비율은 25년 1월 기준, 실제(62.4%)에 비해 시나리오①에서는 2.2%p, 시나리오②에서는 3%p 더 낮았을 것으로 나타났다. 이는 기대심리의 변동이 주택시장 및 가계부채 사이클에 지대한 영향을 미침을 재확인하는 결과라 할 수 있으며, 기대심리의 안정화가 금융안정에 핵심 요인 중 하나임을 시사한다.

이상의 분석을 종합해보면, 주택가격 기대심리가 단순한 심리요인 및 주택가격의 추이를 예측하는 선행지표에 그치지 않으며, 주택시장을 넘어 실물경제에도 영향을 미치는 구조변수임을 알 수 있다. 비록 주택가격 기대심리의 상승이 산업생산에 정(+)의 영향을 미치는 점은 긍정적이나, 이를 상회하는 주택가격의 상승 및 가계대출의 증가가 동반된다는 점은 우려스러운 부분이다. 과도한 주택가격의 상승 및 그에 따른 가계대출의 증가는 소비의 제약 외에도 제한된 자원의 부동산 쏠림 현상을 심화시켜 중장기적 성장동력을 잠식해 나갈 수 있으므로(추명삼 외, 2025) 정책당국에서 기대심리를 안정적으로 관리할 필요가 있다. 또한, 통화정책 운영 시에도 정책결정에 따른 기대심리의 변동이 여러 부문으로 파급될 수 있음을 고려할 필요가 있다고 하겠다.

IV. 상태 의존적 반응 분석

앞 장에서는 기대심리의 안정화가 실제 주택가격과 가계부채의 안정화에 중요함을 확인하였다. 통화정책과 함께 주택가격 기대심리에 영향을 미치는 또 다른 정책요인은 바로 거시건전성 정책이다(Rooj et al., 2025)¹⁸⁾. 따라서 통화정책에 따른 주택가격 기대심리의 반응은 거시건전성 정책 국면에 따라 이질적으로 나타날 수 있다. 본 장에서는 이를 확인한다.

Jordà(2005)가 제안한 국소투영법(Local Projection)을 활용하여 거시건전성 정책 기조에 따라 기대심리의 반응이 상이한지 확인하였다. 국소투영법은 h 기 뒤 반응을 직접 추정하는 것으로, VAR 모형을 통한 충격반응분석에 비해 모형설정 오류(misspecification)에 덜 민감하여 강건한 추정력을 제공하며, 비선형 분석에 유리한 것으로 알려져 있다. 분석 모형은 아래와 같다.

• 거시건전성 정책과의 상호작용 모형

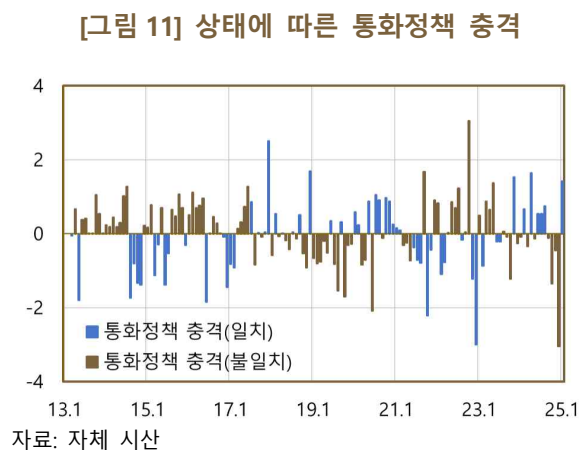
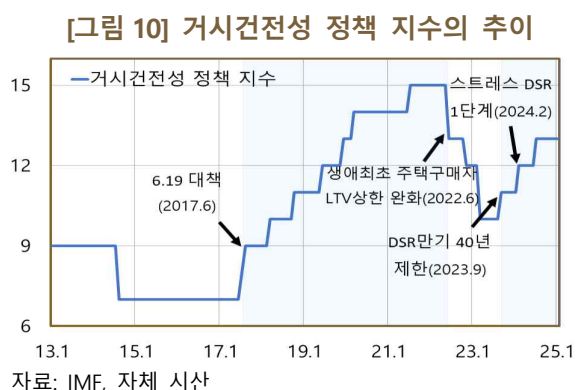
$$CSI_{t+h} = D_t^A(\alpha^A + \beta_h^A shock_t^{MP} + \sum_{i=1}^p \Pi_{i,h}^A Y_{t-i}) + D_t^B(\alpha^{B+} \beta_h^B shock_t^{MP} + \sum_{i=1}^p \Pi_{i,h}^B Y_{t-i}) + \sum_{j=0}^h \Gamma_j X_{t+j} + v_{t+h}, \quad h = 0, 1, \dots, 12$$

Y , X 에 포함된 변수들과 시차($p=2$)는 VAR 분석에서의 기본모형과 동일하게 구성하였다. $shock^{MP}$ 는 VAR 모형에서 추출¹⁹⁾하였으며, $D_t^A(D_t^B)$ 는 거시건전성 정책 기조와 VAR 모형에서 추출한 통화정책 충격이 같은 방향(다른 방향)이면 1을 그 외에는 0을 갖도록 설

18) Kim and Mehrotra(2019), Kim and Shim(2022), 석병훈(2022)는 거시건전성 정책이 가계대출과 주택가격에 상당한 영향을 미침을 보고하고 있다.

19) 마은성·이우석(2020), 강신혁(2024)에서도 본고와 유사하게 VAR 모형에서 추차 제약을 부과하여 충격을 추출하고 상태 의존적 국소투영법으로 충격반응을 시산한 바 있다.

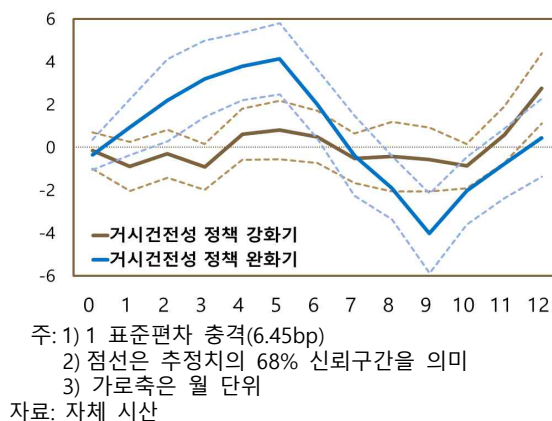
정하였다²⁰⁾. 거시건전성 정책 강화기는 거시건전성 지수의 추이를 바탕으로 상승 국면에 있는 경우로 설정하였다. 거시건전성 지수는 Kim and Shim(2022)의 방식과 같이 차주 중심의 규제만을 대상으로 시산하였다. 구체적으로, 2021년까지는 IMF에서 제공하는 LTV, DSTI 더미들, 그 이후 시점에는 LTV, DTI, DSR 규제비율 및 적용 범위를 고려하여 시점별로 강화(1), 완화(-1), 유지(0)를 갖는 더미변수를 만들고 이들을 누적하여 합산하였다[그림 10].



분석 결과, 금리 인하가 기대심리를 자극하는 효과는 거시건전성 정책이 완화된 국면에서는 더 크고 오래 지속되는 것으로 나타났다[그림 12]. 이는 거시건전성 정책이 신용 확대 경

로를 자극함으로써 통화정책의 파급 경로가 기대심리로 빠르게 전달될 수 있는 여건을 조성하기 때문으로 판단된다. 다시 말해, 금리 인하가 기대심리에 직접적으로 작용할 수 있는 “신호 효과”가 더 명확해지기 때문으로 보인다.

[그림 12] 완화적 통화정책 충격¹⁾에 따른 거시건전성 정책 국면별 기대심리의 반응



반면, 거시건전성 정책이 강화된 시기에는 금리 인하가 기대심리를 자극하는 정도가 크게 약화되었고, 통계적 유의성도 거의 관측되지 않았다.

이러한 결과는 주택가격 기대심리 관리를 위해서는 통화정책과 거시건전성 정책 간 적절한 정책조합(policy mix)이 중요함을 시사한다. 가령 금리 인하기에 주택가격 기대심리를 자극하지 않기 위해서는 거시건전성 정책을 보완적으로 강화할 필요가 있음을 의미한다.

	거시건전성 정책 강화기	거시건전성 정책 완화기
$shock^{MP} > 0$	$D_t^A = 1, D_t^B = 0$	$D_t^A = 0, D_t^B = 1$
20) $shock^{MP} < 0$	$D_t^A = 0, D_t^B = 1$	$D_t^A = 1, D_t^B = 0$

V. 정책적 시사점

본 장에서는 앞선 분석 결과들을 바탕으로 정책적 시사점을 제시한다.

주택가격에 대한 기대심리는 실제 가격과 가계부채에 큰 영향을 미치므로, 정책당국의 면밀한 모니터링과 세심한 관리가 필요하다. 주택가격 기대심리는 실제 주택가격에 선행하여 상당한 영향을 미치며, 가계부채와도 직결되어 있음을 확인하였다. 우리나라의 GDP 대비 가계부채 비율이 이미 높은 수준에 달해 있어, 기대심리가 과열되어 가계부채 확대로 이어지지 않도록 면밀히 모니터링하고 적극적으로 관리할 필요가 있어 보인다. 가령, 주택가격 기대심리가 펀더멘털과 괴리되어 비이성적으로 과열될 경우, 효과적인 커뮤니케이션을 통해 이를 안정화하려는 노력이 요구된다. 주택공급 확대 방안이나 투기 수요를 억제하는 조치 등을 통해 추가 상승 기대를 완화할 수 있을 것이다. 한편 주택가격 기대심리가 금리수준에 유의하게 반응한다는 점은 통화정책 수행 시에도 기대심리에 미치는 영향을 일부 고려할 필요가 있음을 시사한다. 금융안정이라는 중앙은행의 책무 측면에서도 주택가격 기대심리가 가계부채를 통해 금융불균형에 영향을 미치는 것으로 나타난 점에서 이는 타당해 보인다.

무엇보다, 통화정책과 거시건전성 정책 간 유기적인 정책공조가 매우 중요하다. 본고의 분석 결과는 통화정책과 거시건전성 정책이 같은 방향으로 운영될 경우에는 기대심리가 크게 변동하며, 두 정책이 반대로 운영될 경우에는 서로 상쇄하는 효과로 인해 기대심리에 큰 변화가 없음을 보여주고 있다.

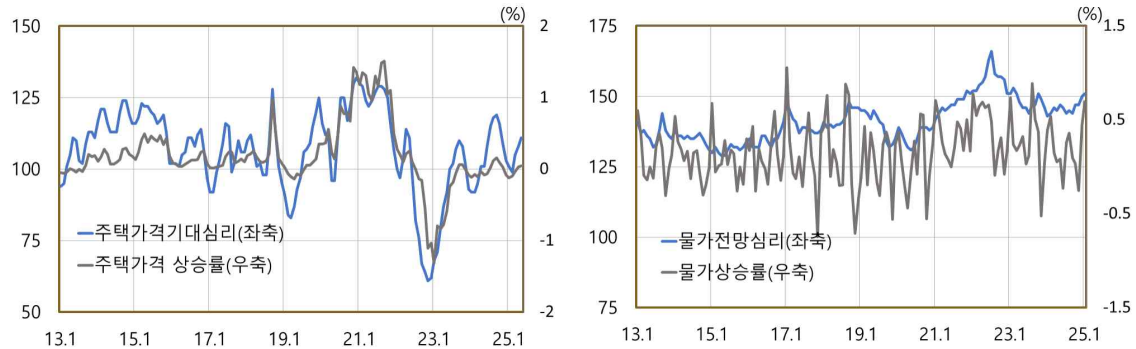
이상의 결과는 금리 인하기에 주택시장 과열로 인한 금융불균형이 확대되지 않도록 하기 위해서는, 거시건전성 정책을 보완적으로 강화하는 방향으로 운영해야 함을 시사한다.

한국은행이 어려운 국내 경기 상황을 감안하여 금리 인하 기조에 있는 가운데, 2025.2월을 저점으로 주택가격 기대심리가 상승 추세로 돌아섰다[1장의 그림 1]. 우리나라는 이미 GDP 대비 가계부채비율이 높은 수준에 달해 있는 만큼 유기적인 정책 공조를 통해 주택가격 기대심리가 더 이상 자극되지 않도록 유의할 필요가 있다.

<참고 1>

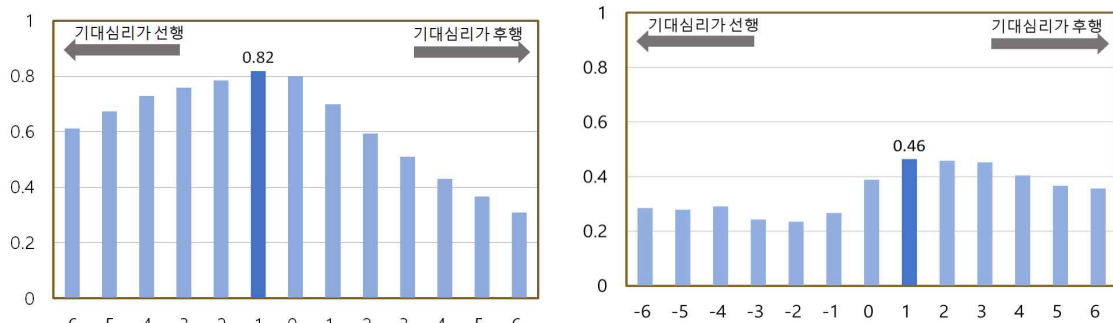
기대심리와 전월대비 실제 가격상승률 비교

[그림 A1] 기대심리와 전월대비 가격상승률의 추이
(주택가격) (소비자 물가)



자료: 한국은행, KB부동산, 자체 시산

[그림 A2] 기대심리와 전월대비 가격상승률간 시차상관계수
(주택가격) (소비자 물가)



주: 1) t월의 가격상승률과 t+i월의 기대심리 간 시차상관계수이며 x축은 i를 의미

2) ARIMA-12로 계절조정된 자료를 활용

자료: 한국은행, KB부동산, 자체 시산

[표 A1] 전월대비 가격상승률과 기대심리 간 그랜저 인과관계 검정 결과^{1),2)}

(주택가격)

	귀무가설	
	심리→가격	가격→심리
시차=3	0.000***	0.463
시차=6	0.000***	0.058*
시차=12	0.000***	0.150

(소비자 물가)

	귀무가설	
	심리→가격	가격→심리
시차=3	0.080*	0.001***
시차=6	0.197	0.015**
시차=12	0.178	0.141

주: 1) ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10%에서 귀무가설을 기각할 수 있음을 의미

2) ARIMA-12로 계절조정된 자료를 활용

자료: 한국은행, KB부동산, 자체 시산

<참고 2>

인구통계 속성별 특성: 낮은 금융이해력 집단의 예측 우위

인구·통계 속성별 주택가격 기대심리의 추이를 보면 그래프에서는 뚜렷한 차이가 발견되지 않지만 수치화하여 요약 통계와 예측 성공률을 비교해 보면 차이가 드러난다.



첫째, 금융이해도가 낮은 집단의 주택가격 기대심리 수준이 더 높게 나타난다. 여성, 고령자, 저소득 집단의 기대심리 지수가 다른 집단대비 높는데[표 A2], 이는 이들 집단에서 상승을 예측하는 비중이 높음을 의미한다. 이렇게 금융이해도가 낮은 집단이 더 높은 상승률을 예측하는 것은 기대인플레이션과 유사하다. 기대인플레이션에 관한 선행연구는 여성, 저학력, 저소득, 저자산 계층 등 금융이해도(Financial Literacy)가 낮은 집단에서 상향 편의(upward bias) 정도가 크다고 보고하고 있다(D'Acunto et al., 2024; Arioli et al., 2017). 이들 집단은 객관적인 통계나 경제지표보다는 일상에서 본인이 체감하는 가격 변화(식료품 등)와 추측이나 직관에 근거하여 기대를 형성하기 때문으로 관련 문헌은 보고 있다.

둘째, 금융이해도가 낮은 집단의 주택가격 방향성 예측 성공률이 더 높게 나타난다[표 A3]. 이를 첫 번째 결과와 결합해서 보면, 여성, 고령자, 저소득자는 상대적으로 상승을 예측한 비중이 더 높았는데, 이후 실제 주택가격의 상승이 나타난 경우가 많았음을 의미한다. 즉, 금융이해도가 낮은 집단에서 상대적으로 두드러졌던 상승 기대심리가 실제 시장 흐름과 더 잘 부합했음을 보여준다.

[표 A2] 집단별 기대심리 수준 및 예측성공률

		기대심리 평균	표준 편차	방향성 예측 성공률 ¹⁾	금융 이해력 ²⁾
성별	남성	106.23	15.00	77.4%	66.0
	여성	110.00	13.11	80.8%	65.3
연령	40대 미만	109.22	12.61	77.8%	66.2
	40대	105.45	14.14	76.9%	67.9
	50대	105.33	16.18	78.8%	67.9
	60대	106.17	16.62	76.7%	64.7
	70대 이상	111.16	16.03	81.2%	59.3
월 소득 (만원)	100미만	109.00	14.32	82.2%	저소득
	100-200미만	110.99	14.74	82.3%	59.7
	200-300미만	108.68	13.22	76.5%	
	300-400미만	106.65	14.61	76.2%	중소득
	400-500미만	106.28	15.00	76.9%	66.8
거주 형태	500 이상	104.66	15.40	71.2%	고소득
	-	-	-	-	68.8
자 가 비 자 가	자가	107.41	14.71	78.6%	-
	비자가	106.17	14.29	76.9%	-

주: 1) 기대심리가 100 초과(미만)일 때 실제 1년 후 주택가격상승률(yoy)도 상승(하락)한 경우 방향 예측에 성공한 것으로 간주하고 $\frac{\text{예측 성공 횟수}}{\text{총 관측치 수}} \times 100$ 를 시산(심리지수가 100인 경우는 제외)

2) 높을수록 금융이해력이 높음을 의미
 자료: 한국은행(소비자동향조사, 2024 전국민 금융이해력 조사 결과), KB부동산, 자체 시산

[표 A3] 집단별 세부 예측 빈도

		1년 후 주택가격 기대심리		상승(n=104)		하락(n=29)	
				상승 >100	하락 <100	상승 >100	하락 <100
성별	남성			85	19	11	18
	여성			92	9	16	13
연령	40대 미만			87	11	17	11
	40대			83	19	11	17
	50대			84	19	9	20
	60대			80	20	10	19
	70대 이상			93	11	14	15
소득 (만원)	100미만			91	10	13	15
	100-200미만			93	9	14	14
	200-300미만			87	16	15	14
	300-400미만			83	20	11	16
	400-500미만			83	20	10	17
거주 형태	500 이상			76	28	10	18
	임차			82	19	11	18

주: 기대심리가 100인 경우는 제외
 자료: 한국은행, KB부동산, 자체 시산

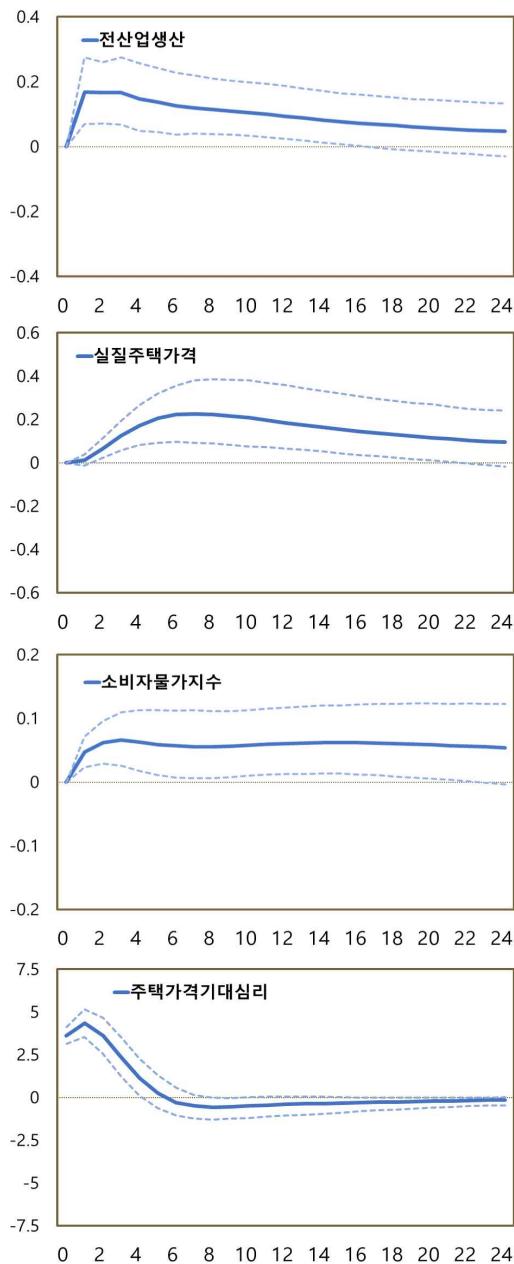
<참고 3>

VAR 분석 강건성 확인(robustness check 1)

▶ 내생변수의 순서를 아래와 같이 설정²⁾

산업생산→주택가격→물가→금리→기대심리

[그림 A3] 기대심리 충격¹⁾에 따른 반응



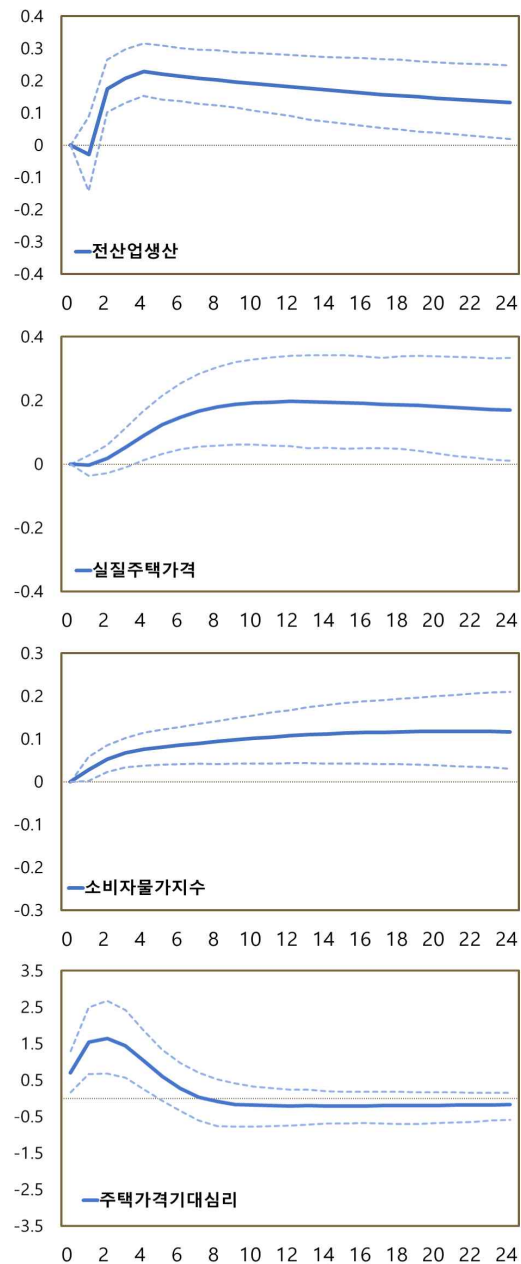
주: 1) 1 표준편차 충격(3.83%)

2) 실선 및 점선은 각각 1000회 부트스트랩을 통해 구한 50(중위값), 5,95 분위값을 의미

3) 가로축은 월 단위

자료: 자체 시산

[그림 A4] 통화정책 충격¹⁾에 따른 반응



주: 1) 1 표준편차 충격(6.57bp)

2) 실선 및 점선은 각각 1000회 부트스트랩을 통해 구한 50(중위값), 5,95 분위값을 의미

3) 가로축은 월 단위

자료: 자체 시산

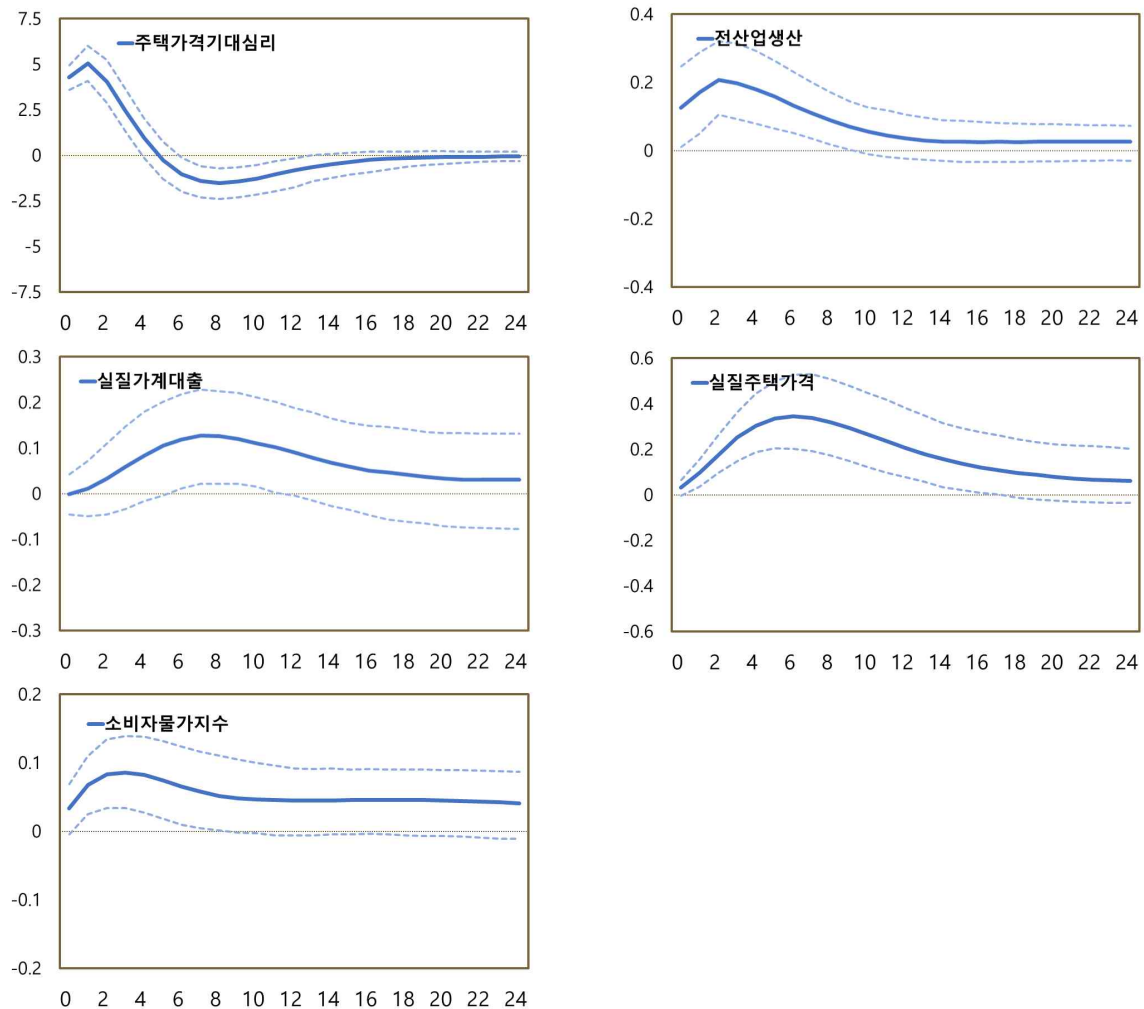
21) 순서를 산업생산→주택가격→물가→기대심리→금리로 설정하여도 거의 동일한 결과가 도출

<참고 4>

VAR 분석 강건성 확인(robustness check 2)

▶ 주택가격 및 가계부채를 모두 포함하였으며, 내생변수의 순서는 아래와 같이 설정
기대심리→산업생산→가계부채→주택가격→물가→금리

[그림 A5] 기대심리 충격¹⁾에 따른 반응



주: 1) 1 표준편차 충격(4.57%)

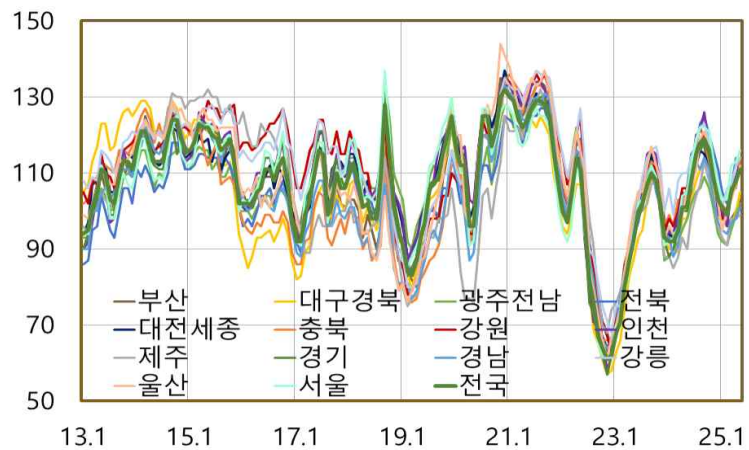
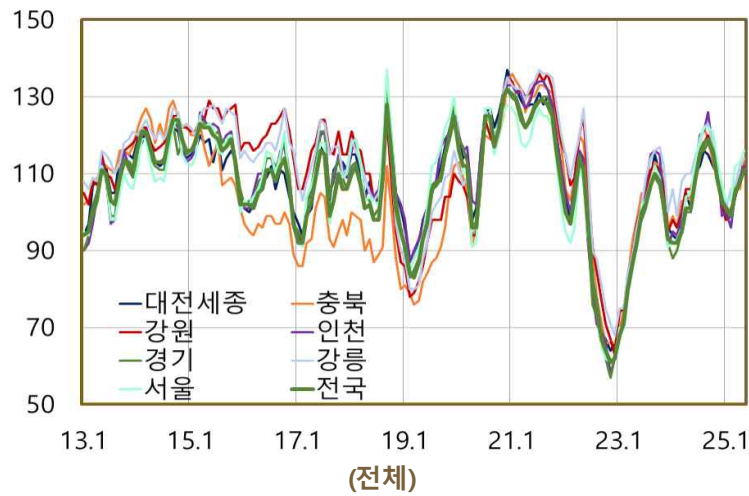
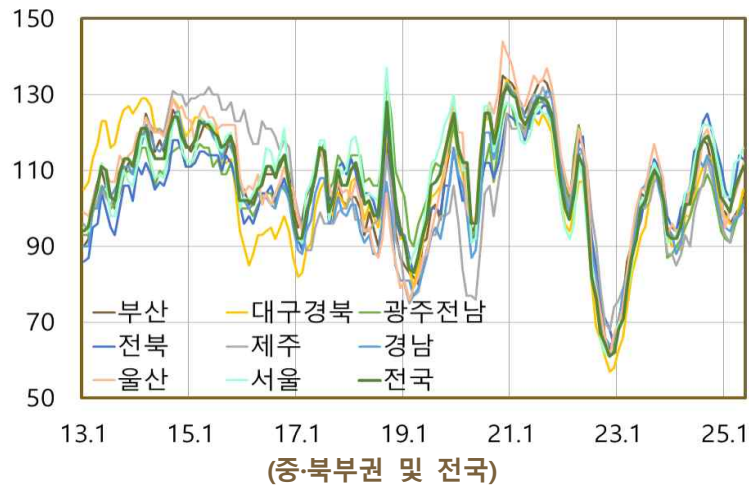
2) 실선 및 점선은 각각 1000회 부트스트랩을 통해 구한 50(중위값), 5,95 분위값을 의미

3) 가로축은 월 단위

자료: 자체 시산

지역별 주택가격전망CSI의 추이

[그림 A6] 지역별 주택가격전망CSI의 추이
(남부권 및 서울·전국)



자료: 한국은행

참고문헌

- 강신혁. (2024). 한국 장기 임금 자료를 활용한 임금-물가 악순환(Wage-Price Spiral) 분석. 경제학 연구, 제72집 제1호.
- 김경민. (2022). 심리지수의 비편더멘탈적 요인을 활용한 주택시장의 동학 분석. 산업경제연구, 제35권 제3호.
- 남민호, 고민지. (2018). 인플레이션 기대 형성의 특징 및 시사점. 한국은행, 조사통계월보 제71권 제12호.
- 마은성, 이우석. (2020). 경기변동에 따른 재정정책 효과의 비대칭성. 응용경제, 제22권 제2호.
- 석병훈. (2022). 가계대출 규제하의 금리 인상 효과 분석. 한국경제포럼, 제15권 제1호, 35-59.
- 성병목, 김찬우, 황나윤. (2022). 자산으로서 우리나라 주택의 특징 및 시사점. 한국은행, BOK 이슈 노트 제2022-19호, 2022.5.23.
- 이상준, 진창하. (2013). 주택투자심리와 주택가격과의 관계에 대한 실증분석. 국토연구, 제78권.
- 이용희, 이승화. (2018). 패널 VAR 모형을 이용한 주택 관련 거시건전성정책의 효과에 관한 연구 - 수도권 아파트가격을 중심으로 -. 금융감독연구, 제5권 제2호.
- 이정익. (2012). 우리나라 기대인플레이션의 특징. 한국은행, BOK 경제리뷰, 제2012-1호, 2012.4.
- 임재만, 임미화. (2017). 주택시장 뉴스, 소비심리, 가격, 거래량의 관계. 주택연구, 제25권 3호.
- 전현진, 권선희. (2020). 유동성과 주택가격의 기대심리가 실질 주택가격에 미치는 영향에 관한 연구. 디지털융복합연구, 제18권 제11호.
- 최희갑, 임병준. (2009). 주택가격 전망이 주택가격 및 경기에 미치는 영향. 국토연구, 제63권.
- 추명삼, 함건, 이용호, 윤지유. (2025). 부동산 신용집중의 구조적 원인과 문제점. 한국은행, BOK 이슈노트 제2025-9호, 2025.4.25.
- Arioli, R., Bates, C., Dieden, H., Duca, I., Friz, R., Gayer, C., Kenny, G., Meyler, A., & Pavlova, I. (2017). *EU consumers' quantitative inflation perceptions and expectations: An evaluation* (No. 186). ECB Occasional Paper.
- Barsky, R. B., & Sims, E. R. (2012). Information, animal spirits, and the meaning of innovations in consumer confidence. *American Economic Review*, 102(4), 1343-1377.
- Chopra, F., Roth, C., & Wohlfart, J. (2023). *Home Price Expectations and Spending: Evidence from a Field Experiment* (No. 10450). CESifo Working Paper.
- D'Acunto, F., Charalambakis, E., Georgarakos, D., Kenny, G., Meyer, J., & Weber, M. (2024). *Household inflation expectations: An overview of recent insights for monetary policy* (No. 24). ECB Discussion Paper Series.
- Finck, D., & Tillmann, P. (2022). The role of global and domestic shocks for inflation dynamics: Evidence from Asia. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 84(5), 1181-1208.
- Jung, D. J. (2020). *Consumption Dynamics and a Home Purchase* (No. 2020-27). Bank of Korea Working Paper, 2020.12.
- Kim, S., Shim, S. (2022). *Measuring the effects of LTV and DTI limits: A heterogeneous Panel VAR approach with sign restrictions* (No. 2022-3). Bank of Korea Working Paper, 2022.1.
- Rooj, D., Saha, A., Sengupta, R., & Banerjee, A. (2025). The impact of financial stress on house price expectations: evidence from survey data. *International Journal of Housing Markets and Analysis*.
- Sims, C. A., & Zha, T. (2006). Were there regime switches in US monetary policy?. *American Economic Review*, 96(1), 54-81.

Copyright © BANK OF KOREA. All Rights Reserved

- 본 자료의 내용을 인용하실 때에는 반드시 "BOK 이슈노트 No. 2025-x에서 인용"하였다고 표시하여 주시기 바랍니다.
- 자료 내용에 대하여 질문 또는 의견이 있는 분은 커뮤니케이션국 커뮤니케이션기획팀(02-759-4759)으로 연락하여 주시기 바랍니다.
- 본 자료는 한국은행 홈페이지(<http://www.bok.or.kr>)에서 무료로 다운로드 받으실 수 있습니다.