

# 환율과 이자율, 그리고 부동산 가격과의 관계

## 이자율과 부동산가격

이자율과 부동산가격간의 관계는 이미 널리 알려져 있다. 감정평가의 3방식 중 소득접근법(수익방식)의 가장 간단한 형태는, '부동산의 가치(가격)=순이익/환원이율'이며, 환원이율은 이자율과 밀접하게 관련 있는 변수이기 때문에 이자율이 낮아지면 부동산의 가치가 커지고, 이자율이 높아지면 부동산의 가치가 작아진다. 따라서 이자율과 부동산 가격은 음의 상관관계를 가지고 있다. 그리고 많은 실증연구들이 이자율과 부동산가격이 음의 상관관계가 있다는 것을 보여주고 있다.

IMF외환위기를 맞은 지 10년이 되는 현재, IMF 외환위기 직후의 고금리 상황이 부동산시장의 침체를 가져왔고, 그 이후의 저금리 상황이 부동산시장의 활황을 가져왔다는 것은 이미 모두가 다 아는 사실이다. 따라서 부동산가격을 예측하기 위해서는 이자율이 어떻게 변해야 하는 것을 알아야 한다는 것은 이제는 상식에 속한다.

그러면 이자율은 어떻게 결정되는가? 금리의 결정요인은 크게 정책적 측면과 시장적 측면으로 나눌 수 있다. 정책적 측면은 금융통화위원회에서 결정하는 정책금리를 의미한다. 금리는 부동산뿐만 아니라 경제전반에 걸쳐 영향을 주는 것이기 때문에 금융통화위원회에서는 여러 가지를 고려하여 정책금리를 결정하게 된다.

여기서는 이자율과 부동산가격간의 관계에 덧붙여 환율이라는 변수를 추가로 고려하여 IMF외환위기 직전부터 현재에 이르는 우리나라 부동산시장과 경제상황을 분석하고 향후 부동산시장의 전망에 도움을 받고자 한다.

## 환율의 의미와 수출과의 관계

환율이란 외국통화에 대한 자국통화의 교환비율을 말한다.

예를 들어, 우리나라의 원화와 미국 달러화의 환율은 1달러 당 우리나

라 원화가 얼마에 교환되는 비율을 의미한다. 즉 원화의 환율이 올라간다는 것은 우리나라의 돈의 가치가 떨어지는 것이고, 원화의 환율이 내려간다는 것은 우리나라 돈의 가치가 높아지는 것을 의미한다. 2007년 말 현재 원화의 환율은 약 930원/1달러 정도이다.

자국의 돈의 가치가 커지는 것(환율이 떨어지는 것)은 수출을 줄이고 수입을 늘리는 결과를 가져온다. 예컨대 1000원/1달러 하던 환율이 900원/1달러로 떨어지면 100달러짜리 물건을 과거에는 10만원으로 바꿀 수 있었는데 이제는 9만원 밖에 교환이 되지 않아 수출가격상승으로 이어지고 이는 우리나라의 수출액의 감소로 이어진다.

그러면 이렇게 수출에 영향을 주는 환율과 부동산가격에 영향을 주는 이자율은 어떠한 관계가 있는가?

## 환율과 이자율의 관계

환율과 이자율의 관계는 환율의 결정이론 중에 하나인 '이자율 평형설'이라는 이론에 의해 관계가 설명될 수 있다. 이 이론은 국제간의 자본이동이 자유롭다는 가정 하에서 각 국간의 이자율의 차이가 발생하면 나라간의 자본이동에 의해서 환율이 조정된다는 것이다.

예를 들어, 우리나라의 이자율이 상승하면 우리나라의 채권수익률이 높아지고 이는 외국자본의 유입을 가져온다. 외국자본이 우리나라에 들어오게 되면 우리나라의 채권을 사기위해 달러를 팔고 원화를 구매하려는 수요가 늘어나게 되어, 원화의 수요가 늘어 우리나라 돈의 가치가 커지게 되고 이는 환율의 하락을 가져온다. 결국 이자율과 환율의 움직임은 반대라는 것을 시사하는 이론이다.

현재 미국이 서브프라임 모기지 사태로 인하여 FRB(연방준비은행)가 정책금리를 낮추면 미국달러화의 가치가 낮아지게 된다. 그러면 상대적으로 우리나라 돈의 가치가 높아지게 되고, 원화의 환율을 낮추는 요인이 된다. 이는 우리나라 수출경쟁력의 하락으로 이어진다.

그러면 환율은 어디서 결정되는가?

## 환율이 결정되는 곳

우리나라의 경우 변동환율제를 채택하고 있어 환율을 정부가 고시하는 것이 아니라 환율의 결정은 전적으로 시장에 의해 맡겨지고 있다. 따라서 정부가 환율에 개입하려면 외환시장에서 원화나 달러를 사고파는 과정을 통해 개입을 하게 된다. 따

라서 정부가 환율을 조정하기 위해서는 국채를 발행해서 기금을 조성하고 이 기금으로 외환시장에 개입하여 환율에 개입하게 된다. 만약 원화의 가치를 낮게 유지하려면 국채를 발행해서 외환시장에서 원화를 내다팔고 달러를 사들이고 반대로 원화의 가치를 높게 유지하려면 외환보유고에서 달러를 내다팔고 원화를 사들이면 된다. 다음에는 이러한 사항을 기초로 하여 IMF외환위기의 발생 원인부터 현재에 이르는 일련의 상황을 설명해 보기로 한다.

### IMF외환위기 직전의 상황과 위기의 원인

IMF외환위기가 발생한 원인은 여러 가지를 들 수 있겠지만, 가장 직접적인 이유는 당시 한국의 외환보유고가 고갈되었다는 사실이다.

IMF외환위기 직전인 1997년 말 당시 원화의 환율은 840원/1달러 정도였으며 지속적인 무역수지 적자에도 불구하고 환율이 조정되지 않았다. 무역수지적자가 지속된다면 그 사실만으로도 외환보유고가 줄어들다는 것은 당연하다. 우리가 수출로 번 것보다 수입을 더 많이 하기 때문에 외국에서 우리나라로 들어오는 돈보다 우리나라에서 외국으로 나가는 돈이 더 많기 때문이다. 따라서 그러한 상황이 계속된다면 환율이 조정되어 원화의 가치를 떨어뜨려서 우리나라의 수출경쟁력을 높여서 줄어든 외환보유고를 다시 채워야 하는 것이 당연하다. 그러나 당시 무역수지적자가 계속되었지만 환율은 조정되지 않았다. 그러한 이유는 무엇이었을까?

필자는 당시 김영삼 정부가 대대적으로 홍보했던 '1인당 국민소득 1만 달러 달성'의 상황이 이와 무관하지 않다고 생각한다. 당시 김영삼 정부는 '1인당 국민소득 1만 달러 달성'을 대대적으로 홍보하고 소위 '선진국클럽'이라고 하는 OECD에 가입하는 등 우리나라가 선진국에 진입한 것처럼 홍보하고 이것을 김영삼 정부의 업적인 양 내세웠다. 이러한 상황에서 환율이 조정되어 우리나라의 원화 가치가 떨어지게

되면 "1인당 국민소득 1만 달러"는 다시 1만 달러 미만으로 내려가게 된다. 예를 들어, 1인당 국민소득이 년 8400만원이라면 840원/1달러의 환율 하에서는 1인당 국민소득 1만 달러이지만 1000원/1달러의 환율하에서는 1인당 국민소득 8400달러가 되기 때문이다.

따라서 당시 정부는 대대적으로 홍보한 '1인당 국민소득 1만 달러'를 지키기 위해서 지속적인 무역수지 적자에도 불구하고 840원/1달러의 환율을 유지할 요인이 있었다. 그러기 위해서는 외환시장에서 달러를 내다팔고 원화를 사들여서 환율을 방어해야만 했다. 이는 무역수지적자로 줄어드는 외환보유고의 고갈을 가속화시키는 요인이 되었을 것이다.

### IMF외환위기 직후의 고금리 상황

외환보유고의 고갈로 인한 IMF외환위기 발생이후 1달러 당 800원대 하던 환율이 1달러 당 2000원에 육박하게 치솟았다. 정부는 IMF로부터 외환을 빌려와 고갈된 외환보유고를 충당하였다. 동시에 경제주권이 IMF로 넘어가게 되어 금융정책이 IMF의 지시에 따라 이루어지게 되었다.

97년 외환위기 직전 12%대의 이자율이 외환위기 이후 20%에 이르는 살인적인 고금리로 전환되었다. 이러한 고금리는 무엇 때문에 생겼는가? 바로 IMF의 지시로 인한 것이었다. IMF는 왜 우리나라에게 고금리정책을 하도록 지시했는가?

IMF가 가장 우선순위로 고려하는 것은 우리나라에 빌려줬던 자금을 떼이지 않고 되돌려 받는 것이었을 것이다. 우리나라가 IMF에 빌렸던 돈을 갚으려면 고갈된 외환보유고를 다시 채워야 한다. 그러려면 한국의 이자율을 높여 국제자본이 들어와 채권시장에 투자하면서 달러를 원화를 바꾸면서 한국에 달러가 모이게 되는 것이다. 이는 이자율평형설의 논리와 같다. 하여간, IMF의 고금리 정책지시로 인한 이자율의 상승은 부동산의 가격의 폭락을 가져왔다.

### 외환위기극복 이후의 저금리상황과 부동산

IMF외환위기 이후 비교적 단시간에 빌렸던 돈을 갚고 경제주권을 회복하게 되자, 정책당국은 과거의 고금리 정책의 폐해를 너무나 뼈저리게 느꼈던 터라, 저금리 정책을 펴게 된다. 20%에 육박했던 이자율은 한 때 5%이하로 떨어졌다. 그 결과 2000년 이후 부동산가격의 폭등을 유발하였다.

이자율 평형설에 의하면 저금리정책은 원화의 가치를 떨어뜨려 환율을 올리는 데 필요하다. 현재는 IMF 외환위기가 초래되었던 시기와는 반대로 수출을 잘 되게 하기 위해서 환율을 높이기 위해서 정부가 개입하고 있다.



그러기 위해서는 외환시장에서 원화를 내다팔고 달러화를 사들여야 한다. 그 결과로 엄청난 양의 외평채가 조성되었고 달러가 남는 현상을 초래하였다. 그리고 재정적자가 커졌다.(민주노동당의 심상정의원이 밝힌 바에 의하면 외평기금의 손실규모는 03년 3.8조원, 04년 12.5조원, 05년 3.4조원, 06년 7.1조원을 기록 '06년 말 기준으로 총 누적손실액이 26조 346억원에 달한다고 한다.)

그러한 상황에서 남는 달러를 해소하기 위해 최근에 지속적으로 해외 부동산취득 자유화를 시행하였다. 이 것이 해외부동산취득 자유화의 배경이다.

### 최근의 상황

저금리로 유발된 부동산가격의 폭등은 정책금리를 약간씩 올리고, 결정적으로는 2007년 1.11 대책에서 나온 분양가상한제 도입 등의 여파로 잠시 주춤하고 있다.

한편 금융통화위원회의 정책금리가 동결된 가운데, 2007년 말 현재 최근의 시장금리는 조금씩 오르고 있다. 따라서 주택담보대출의 이자율과 연동된 CD금리가 오르기 때문에 주택담보대출을 받은 사람의 이자 부담이 조금씩 올라가고 있다. 이는 부동산시장에는 부정적 요인이다. 정부가 수출을 촉진하기 위하여 환율을 높게 유지하기 위해 균형이자율에 미달하는 저금리 정책을 폈으나, 시장에서 균형이자율로 가려는 힘이 지금 나타나서 결국 최근에 시중금리가 오르고 있지 않느냐는 생각이 든다.

그러나 이자율을 결정하는 가장 큰 변수는 역시 정책적 측면이다. 미국의 이자율 역시 FRB의 정책금리에 가장 큰 영향을 받는다. 그렇다고 본다면 미국이 서브프라임 모기지 사태의 영향으로 지속적으로 금리를 낮추거나 저금리 정책을 펼친다고 보았을 때, 금융통화위원회가 한국의 정책금리를 독자적으로 올리기에 많은 어려움이 있지 않을까

보여 진다. 정책금리를 올려서 이자율이 상승하면 이자율 평형설에 의하면 환율이 떨어져 원화의 가치가 올라가고 이는 한국의 수출경쟁력 하락으로 이어진다. 그러한 한계가 당분간 한국의 정책금리를 올리기 어려운 배경이라고 볼 수 있다. 당분간은 정책금리가 큰 폭으로 오르는 것은 어려운 가운데, 시장상황에 의한 금리인상이 보이겠지만 부동산가격에 매우 큰 영향을 줄 만큼은 아닐 것이라고 보여 진다.

이상으로, 이자율과 부동산가격과의 관계에 환율이라는 변수를 하나 더 고려하여 IMF외환위기가 발생하게 된 원인부터, 그 이후의 부동산가격의 폭락과 급반등을 넘어선 급상승, 그 후 최근의 상황 등을 살펴보았다.

이자율이 부동산가격에 미치는 영향은 크지만 부동산가격에 영향을 주는 다른 변수는 무수히 많다. 가깝게는 12월 19일에 있는 대통령선거로 인한 새로운 정부의 등장으로 인한 부동산 정책의 변화도 역시 부동산가격에 영향을 줄 것이다. 그 밖에 사람들의 기대심리, 수요-공급현황 등 고려해야 할 수 많은 변수가 있다.

이 모든 것을 고려해야 하는 부동산시장예측은 역시 어려운 것이라는 생각이 든다. 그렇지만 또 꼭 해야 하는 것이고 필요한 것이 아닌가 싶다. 