2025년 10월 24일 | Global Asset Research

하나채권

한국 주택시장, 정말 과열인가

Fixed Income

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

- **당국은 주택시장을 과열로 규정하고 가격 안정에 집중. 그런데 정말 과열일까?**
- **그러나 가구소득 등에 비추어보면 주택시장을 과열이라고 단정하기 어려워**
- **정상 범주의 아파트 가격을 억제하려면 상당한 노력 필요. 연내 동결 전망의 근거**

자산 가격의 상승 ≠ 과열

10월 14일 이재명 "부동산 너무 과대평가… 일본처럼 될 가능성… 폭탄 돌리기…"
10월 20일 이창용 "주택시장이 9월 이후 서울을 중심으로 다시 과열 조짐…"

정부와 한은은 주택시장을 '과열' 상태로 진단하고 이를 안정시키기 위한 정책(정부의 6, 9, 10월 부동산 대책 및 한은의 기준금리 동결)을 펼치고 있다. 정책 효과를 논하기 전에 근본적으로 주택시장이 과열인지부터 따져볼 필요가 있다.

자산 가격에 대한 평가를 내리려면 나름의 기준이 있어야 한다. 예를 들어 주가가 상승했다는 이유만으로 주식시장이 과열 혹은 버블이라고 평가할 수 없다. (1) 이익 등 펀더멘털 대비 비율(ex. PER), (2) 멀티플 리레이팅의 합리성, 그리고 (3) 투자자들의 레버리지 강도 등을 고려해야 한다. 올해 코스피의 상승률은 +64.3%다(10/24 기준). 이러한 급등에도 과열로 단정하기 어려운 이유는 (1) 이익 증가가 뒷받침되고 있고, (2) 주주친화 정책과 반도체 등 첨단 산업의 구조적 성장에 대한 기대와 같이 멀티플 확장의 근거가 합리적이며, (3) 신용잔고 비율 등에 비추어볼 때 레버리지도 특별히 과하지 않기 때문이다 **[도표 1]**.

어쩌면 부동산 가격도 정상 수준

주택도 가격만으로 과열 여부를 판단할 수 없다. 우선 서울 아파트 가격의 상승률은 올해, 1년, 3년, 10년, 20년 어떤 기준으로도 코스피에 미치지 못했다 **[도표 2]**. 전국은 말할 것도 없고, 강남도 별반 다르지 않다. 아파트 가격은 역사적으로 낮은 가격 상승률 외에도 (1) 소득 대비 가격, (2) 중심지/신축 리레이팅, (3) 레버리지 규제 관점에서 정상 범위일 가능성이 높다.

아파트 가격과 비교할 수 있는 펀더멘털 지표 중 하나는 (1) 가구 소득이다. 가구 소득은 주택 매수 여력이자 투자 시 기대할 수 있는 임대수익을 결정하는 핵심 변수다. **[도표 3]**은 주택 및 소득 분위별 PIR(Price to Income Ratio)이다. 전국 3분위(중간) 주택 가격은 3억원대다. 전국 3분위 소득 대비 비율은 4.6배로 미열조차 없는 상태다. 서울의 3분위 주택가격은 7.2억원으로 3분위 소득 대비 10.3배다. 전국과 서울의 평범한 아파트는 PIR이 약 3년 동안 큰 변화가 없으므로 과열로 보기 어렵다.

Analyst 박준우, CFA junoopark@hanafn.com

하나증권 리서치센터

한편 서울 5분위 주택가격 (27.3억원)은 5분위 소득 대비 17.6배다. 상위 20%의 고가 주택은 소득 대비 비율이 높고 상승하고 있다. 그런데 이 또한 과열로 단정하기 어렵다. (2) 특정 요건을 갖춘 부동산에 대한 리레이팅으로 해석할 여지가 있기 때문이다. 부동산 시장 참여자들은 서울 중심지로 부가 집중되며 수요는 증가하는 반면 공급은 부족하고, 신축에 대한 선호가 강화될 것이라는 기대를 근거로 일종의 프리미엄을 부여하고 있는 상황이다. 과거 대비 PIR이 높더라도 근거 있는 고평가일 수 있다는 뜻이다.

(3) 마지막으로 레버리지는 당국의 규제에 의해 결정된다. 이미 정부의 LTV/DSR 강화, 주택담보대출 한도 제한 등으로 주택 매수자의 레버리지가 대체로 건전했다. **[도표 4]**는 서울 주택담보대출 차주의 주택 가격과 가구 소득을 비교한 것이다 (국민은행 주담대 차주 기준). 2025년 2분기 기준 서울의 주택 가격은 9.7억원으로 2019년 대비 상승했다. 그런데 주택을 매수한 가구의 소득은 같은 기간 5,700만원에서 9,200만원으로 약 60% 증가했다. 그 결과 PIR은 11.4배에서 10.6배로 낮아진 상태다. 즉, 최근 서울 주택은 소득이 뒷받침되고, 레버리지가 제한적인 주체들이 매수했을 가능성이 높다.

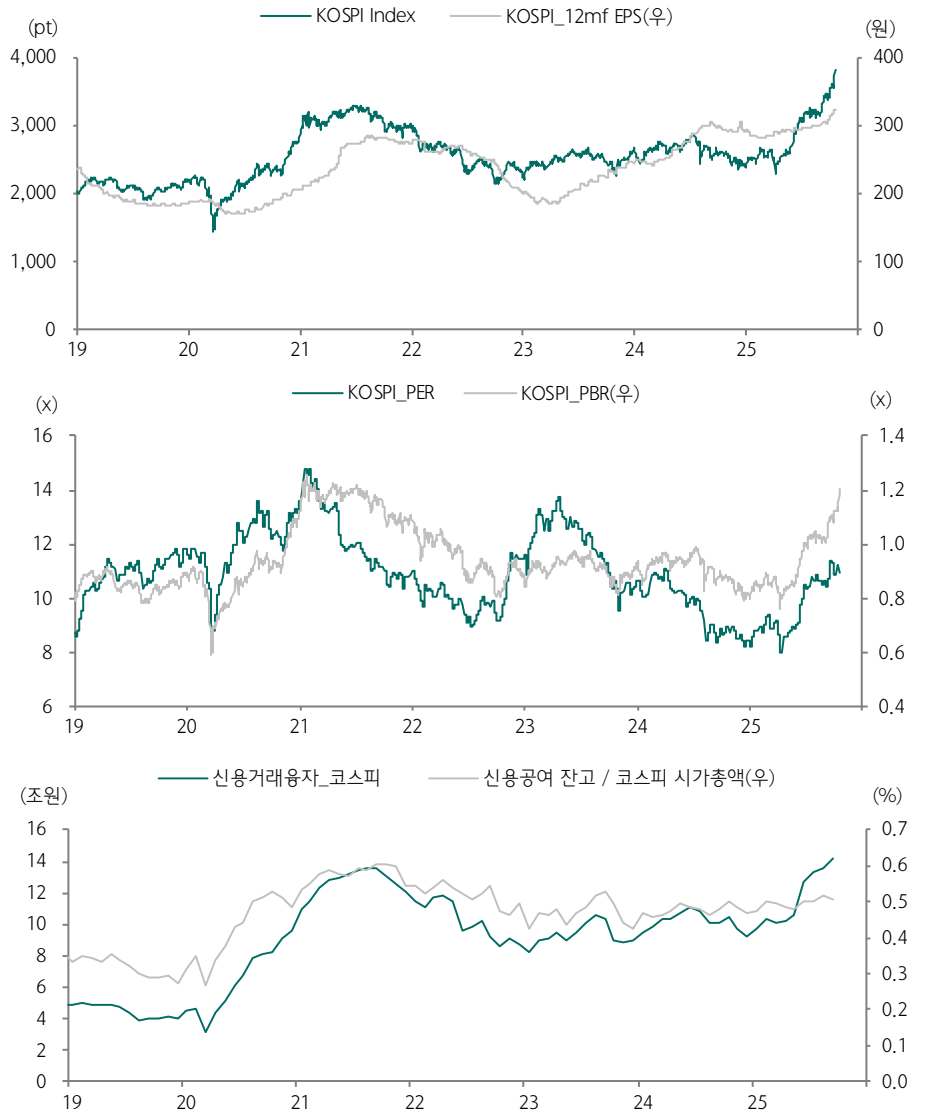
부동산 '가격' 안정이 어려울수록 금융안정에 더 집중할 수밖에. 연내 동결 전망

잠재 성장률을 높이기 위해서는 부동산에 부가 과도하게 집중되는 현상을 구조적으로 개선해야 한다. 그러나 단순히 부동산 가격 안정화만으로는 충분치 않으며, 다양한 사회적 정책이 함께 추진되어야 한다. 게다가 앞서 살펴본 바와 같이 주택시장이 만약 과열이 아니라면, 정상 범주의 자산 가격을 억제하는 것은 더욱 큰 노력 혹은 시간이 필요하다.

만약 차주들이 LTV 및 DSR 규제가 느슨한 가운데 금리 인하 기대를 바탕으로 소득 대비 과도한 레버리지를 활용했다면, 이후 규제 강화나 기준금리 동결은 가격 안정 효과가 강하게 나타날 수 있다. 그러나 현재는 그러한 상황이 아니다. 이창용 총재 역시 거래량 감소로 가계부채 위험은 완화되었다고 평가했지만, 부동산 '가격' 자체에 대해서는 명확한 판단이 어렵다고 언급했다. 실제로 한국은행은 정부의 6월 부동산 대책 발표 이후 불과 2~3개월 만에 가격 상승세가 가팔라진 현상을 마주한 상태다. 이런 점에서 섣불리 부동산 시장 안정에 대한 확신을 갖기 어렵다. 한국은행의 11월 기준금리 동결을 전망하는 근거다.

코스피 지수 급등은 분명
과열 여부는 또다른 문제

도표 1. 한국 코스피 지수, PER, PBR, 신용잔고
: 주가 급등. 이익 개선과 근거 있는 리레이팅 덕분. 레버리지 과열도 제한적



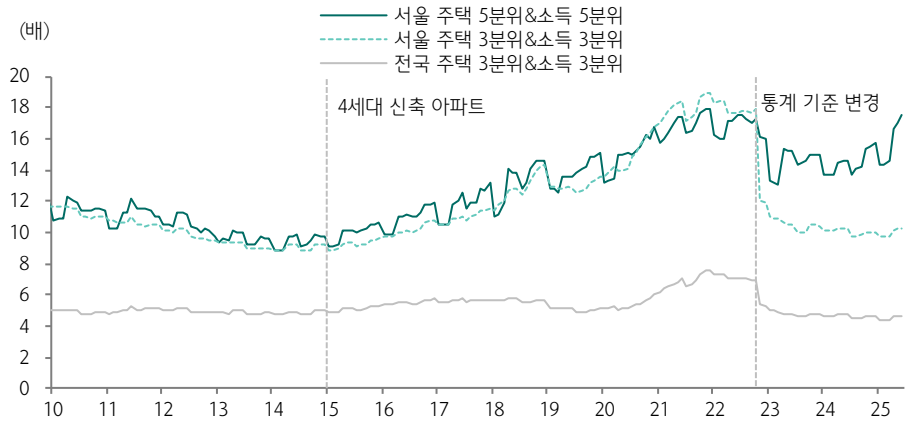
자료: LSEG, 하나증권

도표 2. KOSPI와 아파트 가격 상승률 비교

(단위: %)	2001년 이후	최근 20년	최근 10년	최근 5년	최근 3년	최근 1년	2025년 (~9월)
KOSPI (배당 미포함)	7.7	5.3	5.7	8.0	16.7	32.1	42.7
전국 아파트	4.3	3.1	2.4	2.4	-3.6	0.2	0.2
서울 아파트	5.7	4.1	5.5	3.8	-0.3	7.8	6.7
강남 아파트	6.3	4.3	6.2	4.8	1.6	10.8	9.3

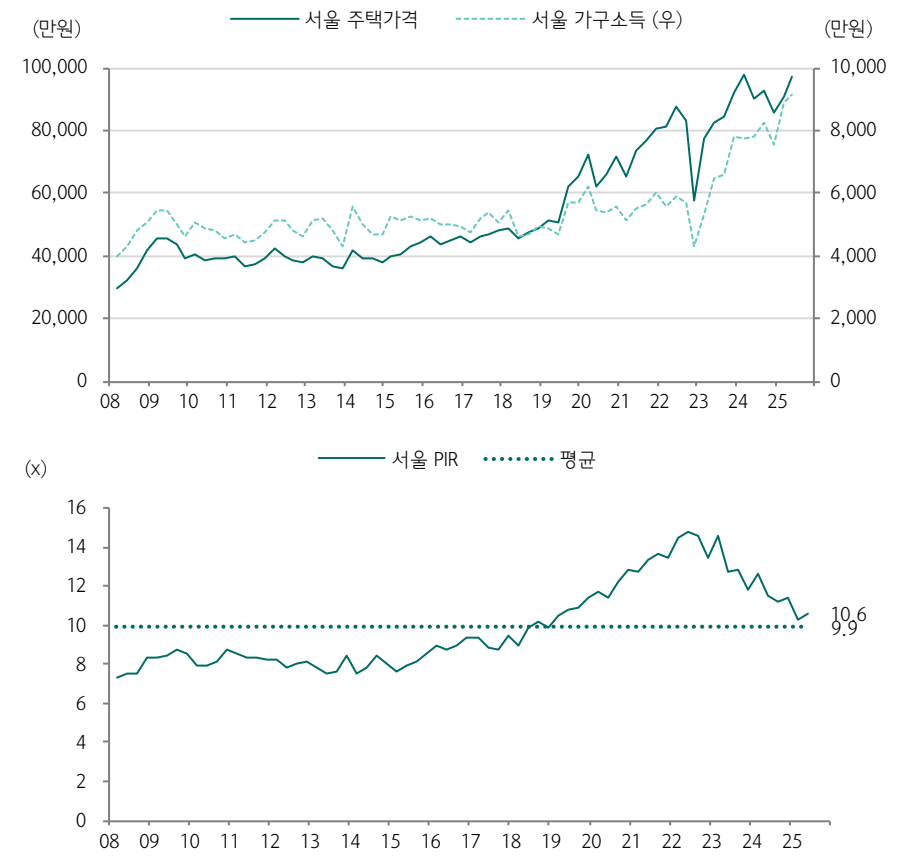
주: 1년 이상의 기간은 연율화 기준
자료: LSEG, KB부동산, 하나증권

도표 3. 소득/주택 가격대별 소득 대비 가격 비율 (PIR)
: 평범한(3분위) 주택은 과열이 아니며, 서울의 상위(5분위) 주택은 리레이팅으로 해석 가능



주: 3분위는 40~60%, 5분위는 상위 20% 의미. 2022년 11월 통계 기준 변경 전후로 비교 불가
자료: KB부동산, 하나증권

도표 4. 서울 주택담보대출 차주 기준 PIR
: 주택 구매자의 소득 수준이 높아진 점을 고려하면, 최근 부동산 가격 상승이 건전한 상승일 가능성



주: 국민은행 주택담보대출 차주에 국한된 통계임에 유의
자료: KB부동산, 하나증권