

地價와 信用: 韓國과 日本의 比較分析

田 剛 秀* · 韓 東 根**

논문 초록 본 논문은 한국과 일본을 대상으로 지가 변동과 신용 변동의 결정요인과 상호관계를 구명한다. 한일 양국에서 공통적으로 지가는 금융기관 대출과 이자율 그리고 국내 경기를 대리하는 변수로서의 경상수지 등의 영향을 받고 있으며, 대출은 지가와 본원통화 그리고 해외자본유입과 같은 국내 및 해외 통화요인의 영향을 받고 있다. VAR 분석은 지가 변동과 신용 변동이 상호작용하고 있다는 것을 확인해 준다. 1980년대 말 지가 폭등 시에는 한국과 일본의 지가 변동에서 유사점이 두드러지지만, 1990년대 지가 하락기에는 한국의 지가 하락이 일본에 비해 훨씬 완만하다는 차이점이 두드러진다. 이러한 차이점은 '90년대 한국의 금융자유화 → 해외 자금 유입의 급증 → 국내 대출 붐(lending boom)의 지속 → 지가의 연착륙'으로 설명할 수 있다.

핵심 주제어: 지가, 국내신용, 금융자유화

경제학문헌목록 주제분류: E3, G1

* 대구가톨릭대학교 경제통상학부 교수, e-mail: gsjun@cu.ac.kr

** 영남대학교 경제금융학부 부교수, e-mail: dgghan@yumail.ac.kr

I. 서론

1990년대 초 유럽의 금융위기, 90년대 말 아시아 금융위기를 거치면서 부동산 가격의 변동과 금융(불)안정의 관련성에 대한 관심이 높아지고 있다. 90년대 초 노르웨이, 스웨덴 등 북유럽 국가들이 경험한 거품 형성과 붕괴(boom-bust cycle)의 이면에는 방만한 통화정책과 더불어 부동산 시장의 과열이 있었으며, 아시아 금융위기의 진원지였던 태국에서도 위기발발 전 폭발적 신용팽창과 부동산 시장의 거품 형성이 함께 진행되었다는 사실이 확인되고 있다. 90년대 초 부동산 시장의 폭락과 함께 시작된 일본 금융기관의 추락과 신용축소는 부동산 시장 상황이 은행대출의 건전성과 신용공급에 큰 영향을 미치고 있음을 보여주고 있다. 뿐만 아니라 일본 부동산 거품이 형성된 80년대는 일본에서 금융자유화로 인한 신용팽창이 한창 진행되던 시기와 일치하고 있다. 이 모든 에피소드들은 부동산 가격과 국내신용의 변동이 밀접한 관련성을 가지고 있음을 보여준다.

일본만큼 극적인 변화는 아니지만, 한국도 1980년대 말 지가 폭등과 그에 연이은 지가의 장기적 하락을 경험하였으며, 부실한 금융부문 때문에 고통을 겪고 있다. 80년대 말의 지가 폭등은 80년대 중반 이후의 경상수지 흑자로 인한 통화팽창에 기인하는 바가 크며, IMF 경제위기 직후 지가의 폭락에 기인한 담보가치의 하락은 우리나라 금융기관의 대출능력에 심각한 손상을 입혔다는 주장이 자주 제기되고 있다.

부동산 시장과 신용의 상호관계를 분석한 기존 연구들에서는 북유럽 3국, 일본, 태국을 비롯한 동남아 국가들, 홍콩, 싱가포르 등이 주된 분석대상이었고, 한국은 별 관심을 끌지 못했다. 그 이유는 위의 국가들과는 달리 한국에서는 부동산 버블의 붕괴와 금융위기의 발발이라는 관계가 뚜렷하게 드러나지 않았기 때문일 것이다. 그러나 위에서 말한 대로 한국에서도 지가 변동과 신용의 변동은 밀접한 관계가 있는 것으로 보인다. 1980년대 중반 이후 부동산 시장에서 ‘붐과 그 후의 붕괴’(boom and bust)가 전형적으로 진행된 일본과, 부동산 문제와 금융문제가 심각하면서도 이러한 과정이 뚜렷하게 진행되지는 않은 한국을 비교 분석해 보면 매우 재미있는 결과가 나올 것으로 생각한다. 다른 나라들이나 일본의 경우처럼 한국에서도 신용은 지가의 변동에 영향을 주고 있을까? 본 논문에서는 우선 한국과 일본의 지가 결정 요인을 실증적으로 밝힐 것이다. 이 때 신용과 관련된 요인들이 중요하게 취급

될 것이다.

나아가 본 논문에서는 한국과 일본의 지가 변동의 차이에 주목하고자 한다. 한일 양국은 1980년대 말-90년대 초 함께 지가 폭등을 경험했지만 그 후 지가의 변동과 경제 전체의 움직임은 상이한 방향으로 전개되었는데, 그 이유는 무엇일까? 일본은 1991년 이후 지금까지 계속해서 부동산 가격의 하락이 진행되었다. 거품 붕괴의 전형적인 사례라 할 수 있다. 그러나 한국은 지가 폭등 이후 90년대 초부터 지가 하락이 나타났지만 그 정도는 일본에 비해서 훨씬 완만했다. 또한 지가 거품의 붕괴 내지 안정 이후, 한국경제는 적어도 IMF 경제위기가 발생하기 전까지는 일본과는 달리 금융의 부실문제나 실물경제의 위축이 두드러지지 않았다. 우리는 이러한 지가 변동과 경제 진행경로의 차이를 양국의 신용 변동의 차이를 가지고 상당 부분 설명할 수 있다고 생각한다. 금융자유화 이후 국제 자본 이동이 국내 신용에 큰 영향을 미치기 시작했는데, 1990년대 한일 양국의 신용 변동의 차이는 이에 기인하는 바가 크다. 따라서 본 논문은 자연스럽게 지가 변동과 금융자유화를 연결시키는 데까지 나아가게 될 것이다.

외국의 활발한 연구 동향과는 대조적으로, 국내에서는 이 방면에 관한 연구가 제대로 이루어지지 않고 있다. 부동산 시장 자체의 분석에 관한 논문은 많지만, 지가와 신용을 연결시켜 본격적으로 분석한 연구는 드물다. 언론이나 경제 관련 연구소의 연구 보고서에서는 부동산 버블과 신용을 연결시켜 한국 경제를 진단하고 미래를 전망하는 논의가 가끔씩 나오기는 하지만, 그것들은 대개 한국의 경제현실에 대한 구체적인 분석에 기초한 것이 아니고 일본에서 이루어진 지가와 신용에 관한 논의를 그대로 끌어와서 적용한 것들이다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. II장에서는 부동산 시장과 금융의 관계에 관한 기존의 이론과 실증 연구들을 소개한다. III장에서는 한국과 일본의 데이터를 사용하여 지가 변동과 신용 변동의 결정요인들을 실증적으로 밝힌다. IV장에서는 한국과 일본의 지가 변동의 유사점과 차이점을 확인하고, 그 원인을 해명한다. 여기서 금융자유화로 인한 국제 자금 이동의 확대가 중요한 요인으로 등장할 것이다.

II. 부동산가격과 대출의 관계에 관한 기존 연구

지가와 대출의 관계에 관한 대표적 연구로 Kiyotaki and Moore(1995)를 들 수

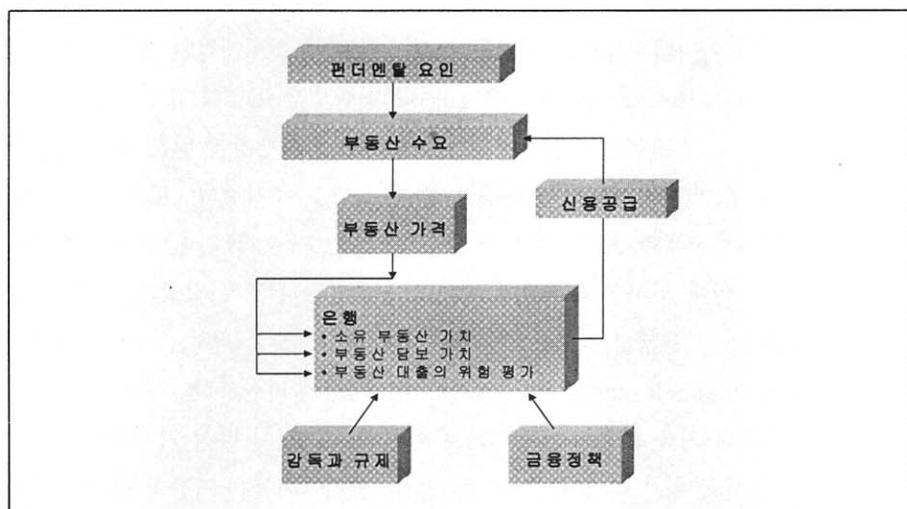
있다. 그들은 부동산 담보 대출관행 하에서는 대출의 한도가 담보 가치에 의해 결정된다는 사실에 주목하여, 부동산 가격과 대출의 상호관련성을 이론적으로 설명하였으며, 그 관련성이 경제적 충격을 지속·증폭시키고 다른 부문에 파급시키는 강력한 전달장치라는 것을 입증하였다. 그들이 말하는 부동산 가격과 대출의 상호관계는 다음과 같다. 부동산 가격의 상승은 대출의 담보 가치를 증가시키며, 담보가치의 증가는 대출의 위험을 감소시키는 동시에 금융기관의 대출 의도를 강화시킨다. 이것은 다시 부동산 수요를 증가시키고 부동산 가격을 더욱 더 상승시키는 결과를 낳는다. 부동산 가격이 하락할 경우에는 반대 방향의 메커니즘이 작동한다.

Allen and Gale(2000)도 금융기관의 신용공급 변화가 지가의 오버슈팅(overshooting)을 초래한다는 이론적 모형을 제시했다. 그들은 대출을 얻은 투자자와 신용을 공급한 금융기관 사이에 투자위험에 대한 정보의 비대칭이 존재하는 상황에서는 대리인문제(agency problem)가 발생하게 되는데, 바로 그것 때문에 신용팽창기에는 지가가 '정상수준' 이상으로 상승한다고 설명했다. 더욱이 자본자유화 등으로 금융환경이 급변하는 상황에서는 미래의 신용공급에 대한 불확실성이 커지게 되는데, 이러한 불확실성은 대리인 문제를 악화시켜 더욱 지가거품이 발생할 가능성이 높다고 주장했다. Kiyotaki and Moore(1995)와 마찬가지로 그들의 모형에서도 신용축소의 충격이 발생하면 지가하락과 신용축소가 서로 상승작용을 일으키면서 지가폭락과 금융위기가 발생한다.

Carey(1990)의 모형은 금융기관의 대출이 커지면 지가가 상승하는 또 다른 이유를 제시하고 있다. 그의 모형에 의하면 공매(short sale)가 불가능한 토지시장에서는 낙관주의자와 비관주의자의 정상지가(fundamental value of land)에 대한 견해 차이가 지가를 정상지가 이상으로 유지하게 만드는 힘이다. 이 때 금융기관의 대출이 늘어나면 낙관주의자들의 자금이 풍부해지므로 그러한 경향은 더욱 강화된다.

Herring and Wachter(1999)도 부동산 가격과 대출의 상호촉진 관계를 분석하고 있는데, 그들은 담보가치의 변동 외에 은행 자본의 가치 변동에 주목한다. 즉 은행 자체가 부동산을 소유하고 있기 때문에, 부동산 가격의 변동은 은행 자본의 경제적 가치를 변동시키고, 그것은 담보가치의 변동과 함께 대출의 변화를 낳는다는 것이다. <그림 1>은 그들이 그린 그림인데, 부동산 가격과 대출의 상호관계를 명쾌하게 잘 설명해 주고 있다.

〈그림 1〉 부동산 시장과 대출의 상호관계



출처: Herring and Wachter(1999)

부동산 가격 변동과 금융의 관계를 분석할 때 고려해야 할 또 하나의 요인은 금융자유화와 그에 따른 국제 자금 이동의 증가이다. Renaud (1995)는 1980년대 이후 세계 각국에서 진행된 금융자유화 조치(금융규제의 완화와 자본이동에 대한 규제 완화)로 인해 1985-94년에 전세계적으로 동시적인 부동산 시장의 변동이 발생하였다는 사실을 지적하고 있다. Hilbers, Lei and Zacho(2001)는 이러한 Renaud의 주장을 다음과 같이 부연 설명하고 있다. 금융시장의 자유화로 인해 금융기관 간의 경쟁이 심화되고 금융 마진이 축소되자, 선진국 은행들은 수익성이 높은 새로운 금융시장을 적극적으로 찾아 나섰고, 그 자금의 상당 부분이 부동산 부문으로 흘러들어 감으로써 자금 수입국의 부동산 시장에 거품을 만들어냈다는 것이다. Renaud, Zhang and Koeberle(1998)은 태국의 금융자유화가 부동산 시장의 거품을 발생시키고 그것이 태국의 외환위기로 이어졌다는 사실을 구체적으로 밝히고 있다.

부동산시장과 금융의 상호관계에 주목하여 세계 각국의 다양한 금융위기를 실증적으로 설명하려는 시도도 많다. 일본의 장기불황을 다룬 많은 논문들도 한결같이 부동산 시장의 거품 형성과 붕괴, 그리고 그에 따른 금융기관의 부실을 장기불황의 주요 원인으로 지목하고 있다. 이 논문들은 주로 부동산가격의 폭락과 그에 따른

국내신용의 위축이 악순환되는 과정을 주목하고 있다.

금융위기와 부동산 시장의 변동이 상호관련이 있다는 사실은 아시아 지역에서만 드러나는 특징이 아니다. 실증적 증거는 그것이 오히려 전세계적인 현상이라는 것을 보여주고 있다. Heiskanen (1993)은 80년대 중반부터 90년대 초반까지 발생한 노르웨이, 핀란드, 스웨덴의 금융위기를 분석하면서 통화팽창에 따른 급격한 신용증가가 부동산 등 자산시장에서 거품을 만들어 냈다고 주장했다. Kaminsky and Reinhart (1999)는 전세계 20개국(5개 선진국, 15개 신흥공업국)의 금융위기에 대해 다루고 있는데, 이에 의하면 대부분의 위기에 공통되는 전조가 있었다고 한다. 금융자유화, 급격한 신용팽창, 주식 및 부동산 등 자산가격의 급등, 거품의 붕괴가 그것이다. Bordo and Jeanne (2002)는 OECD 15개국의 자산가격의 추이를 관찰한 결과, 자산 가격의 거품 붕괴가 은행위기로 이어지고 그것이 다시 거시경제에 심각한 악영향을 미친 경우가 많았다는 사실을 발견하였다. 이들은 거품의 형성과 붕괴는 주식시장보다 부동산시장 쪽이 훨씬 두드러진다는 사실도 확인하였다.

Hilbers, Lei and Zacho (2001)는 부동산 시장의 변동과 금융시장의 변동이 밀접한 관계가 있다는 사실을 전세계 10개국¹⁾의 사례를 분석함으로써 밝히고 있다. 이 연구에서 주목되는 것은 부동산 시장의 거품 형성과 붕괴를 경험했으면서도 금융위기를 피해간 사례를 소개하고 있다는 점이다. 홍콩과 싱가포르가 그에 해당한다. 이 연구는 부동산 시장과 대출의 상호관계가 나라에 따라 다르게 나타날 수 있음을 보여주었다는 점에서 주목할 가치가 있다.

Collins and Senhadji (2002)는 외환위기를 경험한 아시아 국가들에 대한 계량분석을 통해 부동산 시장과 대출의 상호관계를 실증적으로 밝히고 있다.²⁾ 일본의 통화정책 효과를 연구한 Kwon (1998)은 기존의 거시경제모형에 부동산 시장을 명시적으로 고려하면 수축적 통화정책이 은행대출을 감소시키는 효과가 더 커진다는 사실을 보였는데, 그러한 결과가 나오는 이유는 지가하락이 신용공급의 장애로 작용하기 때문이라고 언급했다. 그러나 Kwon의 연구는 지가와 은행대출의 관계를 명시적으로 밝히지는 못했다. Basile and Joyce (2001)도 1980년대 일본의 자산시장 거품에 관한 실증분석을 했다. 그들은 VAR분석을 통해 일본의 지가거품은 팽창적 통

1) 캐나다, 일본, 핀란드, 스웨덴, 아일랜드, 네덜란드, 스페인, 멕시코, 태국, 말레이시아.

2) 이 논문은 Hilbers, Lei and Zacho (2001)와 마찬가지로 부동산 시장과 금융시장의 상호관계가 나라에 따라 다양하게 나타난다는 사실을 지적하고 있다.

화정책에 이은 은행 및 비은행금융기관의 대출 붐에 영향을 받았다는 것을 보였다.

이처럼 외국에서는 부동산시장과 대출의 상호관계에 관한 이론적 논의가 활발하게 이루어지고 또 몇 가지 사례연구가 있음에도 불구하고 한국에서는 본격적인 연구를 찾아보기 어렵다.³⁾ 다만 김준경(1998)은 기업부도율과 지가의 상관관계를 분석했는데 지가와 부도율은 (-)의 관계를 나타내는 것으로 보고했다. 이는 부동산 담보대출 관행이 높은 한국에서 지가의 변화가 기업에 대한 금융기관의 대출에 영향을 미친다는 하나의 간접 증거이다.

본 논문에서는 지금까지 기존 연구에 의해 밝혀진 부동산 시장과 대출의 상호관계를 한국과 일본의 사례를 통해 분석하고자 한다. Hilbers, Lei and Zacho(2001)와 Collins and Senhadji(2002)는 부동산과 금융시장의 관계가 나라마다 다양하다는 사실을 지적한 바 있는데, 이러한 지적을 고려하여 우리는 한국과 일본의 사례를 비교·분석하고자 하는 것이다. 일본은 이 관계가 전형적으로 나타나는 대표적인 사례이므로, 그것과 한국을 비교하는 것은 매우 의미있는 작업이 될 것이다. Renaud(1995)와 Hilbers, Lei and Zacho(2001)가 지적했듯이, 부동산 시장과 대출의 상호관계를 분석할 때 국제 자금 이동의 확대라는 요인이 매우 중요하다. 후술하는 바와 같이 우리는 지가 변화의 양상이 한일 양국에서 상이하게 나타나는 원인은 국제자본의 이동 요인에 기인하는 바가 크다고 본다. 따라서 본 논문은 자본자유화와 그에 따른 해외자본 유입이 한일 양국의 지가변화 양상의 차이를 설명해 준다는 사실에도 주목할 것이다.

Ⅲ. 지가와 국내신용의 관계에 관한 실증분석

본 장에서는 기존 연구에서 논의된 부동산가격과 신용공급의 상호관계를 실증적으로 확인하기 위해 한국과 일본의 자료를 이용하여 회귀분석을 시도한다. 회귀식의 기본형을 다음과 같이 설정하여 금융기관의 대출이 지가에 미치는 영향과 지가가 금융기관의 대출에 미치는 영향을 각각 분석하기로 한다.

3) 지가와 신용의 관계에 주목한 연구는 드물지만, 부동산 시장과 거시경제적 변수들의 관계를 다룬 연구는 적지 않다. 대표적인 것으로는 손재영(1991), 김경환·서승환·유진방(1991), 박원암(1992), 허세림(1992), 정희남·김창현(1997) 등을 들 수 있다.

$$\text{지가} = f(\text{국내신용규모}, \text{GDP}, \text{이자율}, \text{기타 설명변수}) \quad (1)$$

$$\text{국내신용규모} = f(\text{지가}, \text{GDP}, \text{본원통화}, \text{기타 설명변수}) \quad (2)$$

지가에 영향을 미치는 기초요인(fundamentals)으로 많은 기존 연구에서 GDP와 이자율을 이용하고 있다. GDP는 경제활동에 따른 토지수요를 대표적으로 나타낸다는 점에서, 이자율은 미래의 지대(rent)를 현재가치화(capitalization)하는 인자라는 점에서 합당한 독립변수로 알려져 있다. 본 논문에서는 이러한 전통적인 설명변수에 국내신용규모를 독립변수로 추가한다((1)식).

국내신용의 규모를 설명하는 변수로는 보통 대출수요를 반영하는 GDP와 금융기관의 신용공급 능력을 반영하는 본원통화 등이 쓰이는데, 본 논문은 거기에 지가변수를 추가한다((2)식). (1)식과 (2)식에서 기타 설명변수는 경상수지, 해외자본유입과 같이 직간접 경로를 통해 지가와 국내신용에 영향을 미칠 수 있는 요소들의 영향을 파악하기 위한 것이다.

한국의 경우 1974년 1분기부터 2003년 1분기까지의 분기별 자료를 사용하였고, 4) 일본의 경우는 지가의 분기자료를 구할 수 없어서 1970년부터 2002년까지의 반기(semi-annual) 자료를 사용하였다. 대부분의 수준변수들이 불안정(non-stationary) 계열이므로 이자율 변수를 제외하고 모두 전년 동기대비 변화율의 일차분(first-difference)을 이용한다⁵⁾. 이러한 변수변환은 기본적으로 Collins and Senhadji (2002)와 동일하다.

<표 1>~<표 4>는 한국과 일본의 지가 및 국내신용규모의 회귀추정식을 보고하고 있는데, 회귀식에 포함된 변수의 내용은 다음과 같다. RLP: 전국평균 실질지가 지수, RTCR: 통화금융기관 및 비통화금융기관의 실질국내총신용(domestic credit), RGDP: 실질GDP, R: 3년 만기 회사채 이자율(일본의 경우는 콜금리), CA: 실질경상수지⁶⁾, RMB: 실질본원통화, INF: '외국인의 포트폴리오투자+직접

4) 지가의 분기자료는 1987년부터 발표되고 있으므로, 1987년 이전의 분기자료는 허세립(1992)이 반기별 자료를 이용해 복원한 자료를 이용했다.

5) 전년 동기 변화율을 취하면 안정적 시계열로 전환되는 것이 보통이다. 그러나 한국과 일본 지가의 경우 변화율만으로 안정적 시계열이 되지 않았다. 예를 들어 한국의 경우, 지가 변화율의 ADF 통계량이 -2.69 내외인데 이는 단위근이 존재한다는 귀무가설을 10% 유의수준에서도 안전하게 기각하지 못한다. 반면에 전년 동기 변화율의 일차분을 취하면 ADF 통계량이 -4.65이 되어 1% 유의수준에서 귀무가설을 기각했다.

투자+단기차입금'으로 정의된 해외자본유입액, M1: 실질M1.

계량경제학 이론에 의하면 우리의 모형과 같이 독립변수와 종속변수가 상호 영향을 미치는 경우, OLS 추정치는 일치추정치(consistent estimate)가 되지 않는다(Kmenta, 1986). 따라서 이러한 문제를 보완하기 위해 우리는 수단변수(instrument variables)를 이용한 two-stage 추정치도 함께 보고한다. Two-stage 추정 결과 OLS 추정치에 비해 통계적 유의성은 다소 떨어지나 부호와 계수의 크기는 큰 차이가 없는 것으로 나타났다. 따라서 아래에서는 주로 OLS 추정치를 중심으로 논의할 것이다.

〈표 1〉 한국의 지가 결정요인: 종속변수 RLP

	OLS 추정		Two Stage 추정
	모형 1	모형 2	모형 3
상수	0.044 (2.26)**	0.041 (2.24)**	0.044 (2.19)**
RTCR	0.310 (3.12)***	0.306 (3.09)***	0.313 (1.93)*
RGDP	-0.085 (-0.69)		-0.086 (-0.66)
R	-0.004 (-2.39)**	-0.003 (-2.38)**	0.004 (-2.32)**
CA	0.010 (1.89)*	0.010 (1.83)*	0.010 (1.85)*
Adj. R^2	0.369	0.376	0.419
D. W Statistic	2.00	2.02	2.06
Prob(F-test)	0.00(***)	0.00(***)	0.00(***)

주: *는 10%, **는 5%, ***는 1% 수준에서 통계적 유의성이 있음을 나타냄.

〈표 1〉에서 알 수 있듯이 한국의 지가 변동은 국내총신용과 이자율, 그리고 경상수지에 의해 잘 설명되는 것으로 나타났다. 국내총신용이 10% 증가(감소)하면 전국의 평균지가는 약 3% 증가(감소)하는 것으로 보인다⁷⁾. 이자율은 이론적 부호와

6) 한국의 경우 경상수지와 해외자본유입액은 (-) 값을 가질 수 있으므로 일정 상수를 더해 (+) 계열을 만든 후 로그의 차분으로 변화율을 구하였다.

7) 익명의 심사자는 한국의 경우 공식적으로 1998년부터 부동산에 대한 금융기관의 대출이 허용되었기 때문에 대출이 지가에 미치는 (+) 영향은 1998년 이전에는 발견되지 않을 것이라고 지적했다. 그래서 우리는 1997년까지의 자료를 이용해서 〈표 1〉의 모형을 다시 추정해 보았

부합되는 (-) 계수를 보여 지가는 이자율의 변동과 반대 방향으로 움직인다는 것을 알 수 있다. 경상수지도 한국의 지가에 (+) 방향으로 통계적으로 의미 있는 영향을 미치는 것으로 나타났다. 실질GDP는 이론과 상반되는 부호를 나타내고 있으나 통계적으로 의미가 없다. 따라서 한국의 경우 토지수요는 실질GDP보다는 경상수지의 움직임에 더 민감하게 반응하는 것으로 보인다⁸⁾. <표 1>에 보고된 변수 이외에도 여러 가지 통제변수들을 넣어 추정해 보았으나 그 결과는 큰 차이가 없었다.

<표 2>에는 국내총신용의 규모를 설명하는 회귀식의 추정치가 보고되어 있다. 추정계수를 보면 국내신용은 지가변화에 (+) 방향으로 반응하고 있다는 것을 알 수 있다. 김준경(1998)은 지가상승이 기업의 부도율을 낮출 뿐만 아니라, 부채나 금리와 같은 다른 변수들 보다 지가변화가 부도율에 영향을 미치는 크기가 훨씬 크다는 실증분석 결과를 보고하고 있는데, 이것은 지가가 대출에 영향을 미친다는 우리의 실증분석 결과를 간접적으로 지지하고 있다⁹⁾. 계수의 크기를 보면 10% 지가 변동에 국내신용은 약 4% 변동하는 것으로 나타났다.

본원통화도 국내신용에 (+)의 방향으로 영향을 미치고 있으며 외국자본의 유입도 국내신용에 아주 유의한 영향을 주는 것으로 나타났다. 86년-89년까지 경상수지 흑자로 당시 본원통화의 공급이 크게 늘어났는데, 본원통화가 국내대출에 강한 (+)의 영향을 미친다는 우리의 분석결과는 80년대 후반의 부동산 투기 붐이 경상수지 흑자와 그에 따른 대출증가에 기인했다는 주장을 지지한다. 또한 90년대 초의 금융자유화와 그에 따른 대규모 해외자본유입은 해외요인에 의한 본원통화의 증가로 국내신용을 확대하는 힘으로 작용해 90년대 지가하락의 폭을 줄여주었다는 해석을 가능하게 한다.

<표 2>의 모형 3에서는 지가의 변화가 국내신용에 미치는 영향이 지가의 상승기와 하락기에 서로 달리 나타나는가를 테스트하기 위해 더미변수와 지가변수의 곱을

다. 그러나 추정된 계수의 크기와 방향은 거의 변화가 없었다. 다만 통계적 유의성이 <표 1>의 1% 수준에서 10% 수준으로 떨어졌을 뿐이다. 이는 기업대출이나 가계대출의 많은 부분이 공식적인 대출신청서에 나타난 목적과는 달리 부동산 부문으로 흘러 들어갔다는 것을 시사한다.

8) 경상수지와 실질GDP의 다중공선성 문제 때문에 실질GDP 계수의 유의성이 낮게 나올 가능성이 있으므로, 경상수지를 제외한 회귀식을 추정해 보았으나 결과는 같았다.

9) 부도율 변화에 대한 상대적 기여도는 지가가 0.0343, 기업부채가 0.0172, 실질임금이 0.0273, 금리가 0.0159, 기업채산성이 0.0276이라고 보고하였다(김준경, 1998, p. 29).

독립변수로 포함시켰다. 지가 상승기에는 더미변수가 1의 값을 가지고 지가 하락기에는 0의 값을 가지도록 했다. 추정 결과, 지가변수의 계수는 0.733, 더미와 지가변수의 곱의 계수는 -0.47로 추정되어, 지가 상승기와 지가 하락기에 지가의 변화가 국내신용에 미치는 영향이 비대칭적임이 드러났다. 즉 다른 조건이 일정할 때 지가가 10% 상승할 때는 국내신용이 약 2.6% 증가하지만, 지가가 10% 하락할 때는 국내신용이 약 7.3% 감소한다는 것이다. 이는 92년부터 시작된 한국의 지가하락이 국내신용을 크게 위축시켜 전체 경기의 경착륙이 발생되었을 수도 있다는 점을 시사한다. 그러나 한국의 경우는 일본과 달리 경제의 급속한 위축은 발생하지 않았는데 그것은 때마침 발생한 금융자유화에 따른 해외자본 유입 때문일 가능성이 있다. 이에 관해서는 IV장에서 다시 논의하기로 한다.

〈표 2〉 한국의 국내총신용 결정요인: 종속변수 RTCR

	OLS 추정			Two Stage 추정
	모형 1	모형 2	모형 3	모형 3
상수	-0.004 (-1.21)	-0.004 (-1.08)	-0.004 (-1.13)	-0.004 (-1.09)
RLP	0.397 (3.65)***	0.466 (4.173)***	0.733 (3.94)***	0.410 (1.65)*
RGDP	0.121 (0.91)	0.003 (0.02)	-0.191 (-1.10)	0.137 (0.89)
RMB	0.055 (2.24)**	0.053 (2.01)**	0.055 (2.19)**	0.054 (1.96)*
INF(-1)		0.006 (2.49)**	0.008 (2.92)***	
d·RLP			-0.470 (-1.81)*	
Adj. R^2	0.256		0.340	0.275
D. W. Statistic	2.05		2.01	1.78
Prob (F-test)	0.00(***)	0.00(***)	0.00(***)	0.00(***)

주: 1) *는 10%, **는 5%, ***는 1% 수준에서 통계적 유의성이 있음을 나타냄.

2) d는 지가상승기에는 1, 지가하락기에는 0의 값을 취하는 더미변수.

〈표 3〉은 일본의 지가결정 요인을 보여주고 있다. 한국의 경우와 마찬가지로 실질GDP는 일본의 지가결정에 유의하지 않게 나왔다¹⁰⁾. 그러나 국내총신용과 이자

율은 지가변동을 잘 설명하는 것으로 나타났으며 계수의 부호도 이론에 부합되고 있다. 일본도 국내총신용이 지가에 강한 영향을 주고 있는 것으로 보인다. 특히 일본의 경우 이자율이 지가에 영향을 미치는 정도가 한국에 비해 약 3배정도 더 크다는 것이 눈에 띄는데, 이는 90년대 초 일본의 부동산 거품의 붕괴가 정책당국에 의한 급격한 금리인상에 기인한다는 기존의 주장을 뒷받침하고 있다.

〈표 3〉 일본의 지가 결정요인: 종속변수 RLP

	OLS 추정	Two Stage 추정
상수	0.054 (2.31)**	0.025 (1.33)
RTCR	0.795 (4.91)***	0.547 (2.29)**
RGDP	0.177 (1.41)	0.105 (0.86)
R	-0.012 (-3.35)***	-0.007 (-1.84)*
Adj. R^2	0.562	0.463
D. W Statistic	1.73	1.74
Prob(F-test)	0.00(***)	0.00(***)

주: *는 10%, **는 5%, ***는 1% 수준에서 통계적 유의성이 있음을 나타냄.

〈표 4〉는 일본의 국내총신용에 영향을 미치는 요인들을 보여주고 있다. 모든 모형에서 지가는 국내총신용에 (+)의 영향을 주고 있으며 본원통화는 OLS에서는 유의하게 나왔으나 Two-stage 추정에서는 유의하지 않다. M1과 경상수지도 OLS에서는 (+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

한일 양국의 회귀분석 결과를 비교해 보면 지가와 국내총신용을 결정하는 요인들이 비슷하고, 지가와 금융기관 대출의 상호관계 양상도 비슷하게 나타났다. 즉 한일 모두 국내신용과 이자율이 지가를 결정하는 가장 중요한 요인으로 밝혀졌다. 또한 한일 모두 지가뿐만 아니라 경상수지, 해외자본유입 등 해외요인이 금융기관의 대출에 강한 영향을 주는 것으로 나타났다. 그러나 통화정책, 자본자유화의 시기와

10) 일본의 통화정책 효과를 연구한 Kwon (1998)에서도 GDP는 지가설명 변수로서 유의하지 않다고 하는 결과를 얻었다.

경상수지, 해외자본의 유입속도 등에서 한일 양국간 차이가 나므로 지가의 변동폭이나 경기의 흐름이 특히 90년대 이후 다른 양상을 보이고 있다. 우리는 이러한 회귀분석의 결과와 양국간의 정책적 요인을 함께 고려함으로써 90년대 이후 지속적인 지가 폭락과 극심한 경기침체를 경험하고 있는 일본과, 지가하락을 경험했지만 97년 경제위기 전까지 경기의 급랭을 경험하지 않은 한국을 설명할 수 있다고 생각한다.

〈표 4〉 일본의 국내총신용 결정요인: 종속변수 RTCR

	OLS 추정		Two Stage 추정
	모형 1	모형 2	모형 3
상수	-0.002 (-0.39)	-0.002 (-0.95)	-0.002 (-0.30)
RLP	0.258 (3.61) ***	0.182 (3.07) ***	0.402 (3.14) ***
RGDP	0.128 (1.37)	0.039 (0.50)	0.085 (0.813)
RMB	0.085 (2.12) **		0.067 (1.425)
M1		0.229 (4.40) ***	
CA		0.017 (2.82) ***	
Adj. R^2	0.393	0.454	0.345
D. W Statistic	1.52	1.75	1.48
Prob (F-test)	0.00 (***)	0.00 (***)	0.00 (***)

주: *는 10%, **는 5%, ***는 1% 수준에서 통계적 유의성이 있음을 나타냄.

지금까지의 회귀분석으로는 각 변수간의 동태적 관계를 파악하기에 한계가 있으므로 몇 가지 중요 변수를 이용해 VAR분석을 시도한다. VAR은 변수들의 동태적 상호관계를 분석하기 위해 모든 변수들의 시차변수(lagged variable)를 설명변수로 이용한다. 분석 시스템에 포함된 모든 변수에 대해 다른 변수들의 시차변수를 독립변수로 이용하기 때문에 VAR분석은 한 변수에서 발생한 충격이 시간이 경과함에 따라 자신을 포함한 여러 변수들에 어떤 영향을 미치는가를 파악할 수 있다. 이 분석을 통해 우리는 지가와 대출이 서로 영향을 주고있다는 것을 확인하고자 한다. VAR분석에 투입된 내생변수로는 한일 모두 회귀분석에서와 마찬가지로 실질 국내

총신용, 실질지가, 실질GDP의 전년동기대비 변화율의 일차분이다. 시차변수의 시차 길이는 Akaike Criteria와 Schwarz Criteria를 보고 결정했으나, 시차 길이의 길고 짧음에 큰 차이를 보이지 않았다. 따라서 아시아 국가들을 대상으로 본 논문과 유사한 분석을 한 Collins and Senhadji (2002)와 같이 시차를 2로 잡았다. VAR 분석을 통한 충격반응(impulse response) 효과는 <그림 2>와 <그림 3>에서 볼 수 있다¹¹⁾. 그림에서 확인할 수 있듯이 한일 양국 모두에서 지가와 국내신용은 상호관계를 미치고 있다. 많은 선행연구에서 지적하듯이, 지가와 GDP는 함께 움직이는 경향(procyclical behavior)을 보이고 있다. 한국의 경우 지가충격은 국내총신용에 약 4분기까지 (+)의 영향을 미치는 것으로 나타나고 있으며, 신용충격은 지가에 약 2분기까지 (+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

<표 5>와 <표 6>은 VAR모형을 이용하여 지가변동과 국내총신용의 변동이 어떤 변수로 설명이 되는지를 보여주는 분산분해(variance decomposition)의 결과를 보고하고 있다. 지가의 변동을 100으로 보았을 때 신용의 변동이 설명하는 정도가 한국의 경우에는 약 17%, 일본의 경우에는 무려 50% 정도로 나타났다. 이는 일본 금융기관의 대출 확대 및 축소가 지가의 폭등과 폭락을 초래한 주요 원인이라는 것을 알 수 있다. 한편, 신용의 변동을 살펴보면 전체 신용변동 중 지가변동에 기인한 비중은 한국이 약 13%, 일본이 약 3%로 나타났다.

〈표 5〉 분산분해(한국)

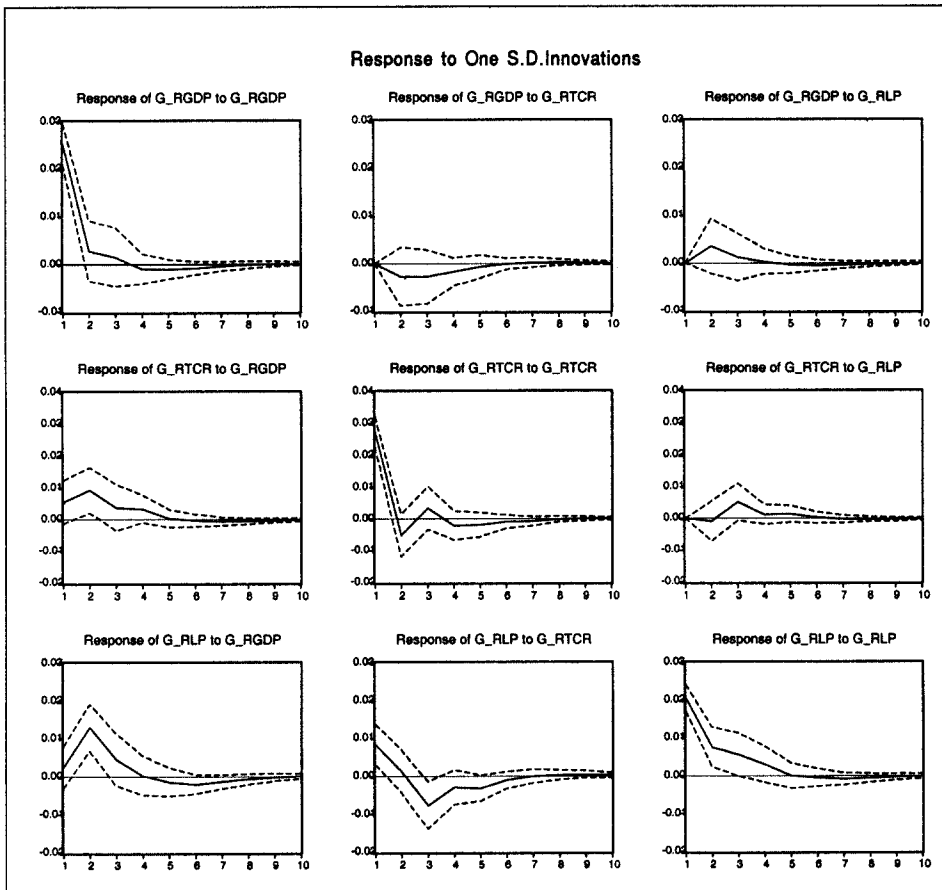
기간	RPL의 분산분해			RTCR의 분산분해		
	RGDP	RTCR	RLP	RGDP	RTCR	RLP
1	1.233	13.825	84.940	3.916	96.083	0.000
2	24.064	9.713	66.221	13.003	86.921	0.074
3	23.292	15.475	61.231	13.724	83.342	2.932
4	22.817	16.205	60.977	14.678	82.273	3.047
5	22.720	17.165	60.114	14.606	82.145	3.247
6	23.049	17.177	59.772	14.602	82.143	3.254
7	23.188	17.128	59.682	14.629	82.116	3.254
8	23.219	17.122	59.657	14.656	82.085	3.258
9	23.215	17.139	59.645	14.663	82.072	3.264
10	23.213	17.146	59.639	14.663	82.070	3.265

11) VAR은 분석에 포함되는 내생변수들의 순서(ordering)와 시차의 길이에 따라 충격반응의 효과가 다르게 나올 수 있으므로 해석에 주의를 요하며, 일반적으로 변수상호간의 교호효과(two-way effects)가 존재하는지, 또 어느 정도로 지속되는지를 확인하는 정도로 해석하는데 그친다.

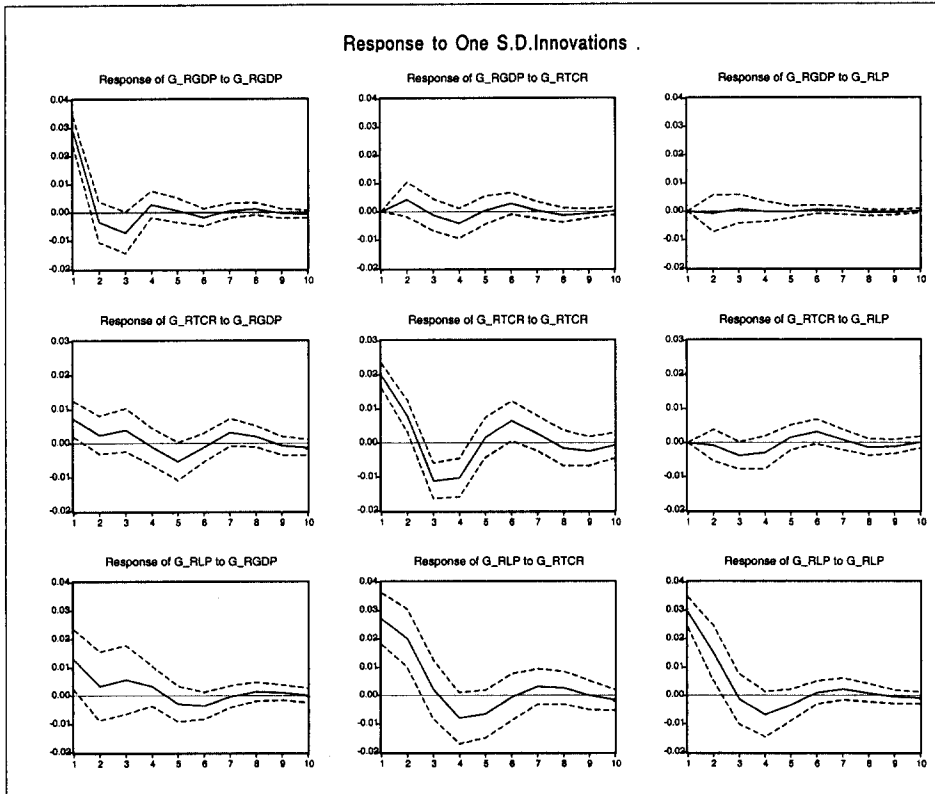
〈표 6〉 분산분해(일본)

기간	RPL의 분산분해			RTCR의 분산분해		
	RGDP	RTCR	RPL	RGDP	RTCR	RPL
1	7.319	36.294	56.386	7.511	92.488	0.000
2	5.664	48.769	45.565	6.474	85.617	7.908
3	5.487	50.660	43.852	6.144	81.564	12.291
4	5.444	50.347	44.207	6.026	81.098	12.874
5	5.425	50.254	44.319	5.999	81.187	12.813
6	5.419	50.294	44.286	5.994	81.176	12.828
7	5.417	50.309	44.272	5.993	81.154	12.852
8	5.417	50.308	44.273	5.992	81.149	12.858
9	5.417	50.308	44.274	5.992	81.149	12.857
10	5.417	50.308	44.274	5.992	81.149	12.857

〈그림 2〉 충격반응함수(한국)



〈그림 3〉 충격반응함수(일본)



IV. 지가 변동의 한일 비교

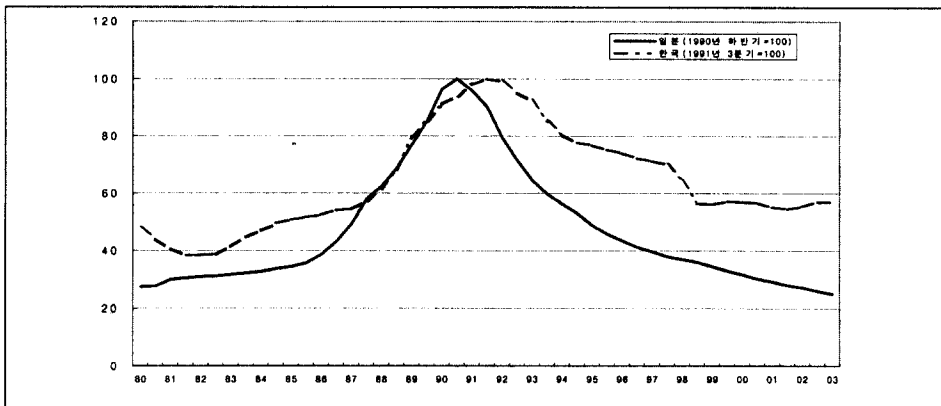
본 장에서는 III장의 회귀분석에서 밝혀진 변수들간의 관계를 이용하여 한국과 일본에서의 지가변동 양상의 유사점 및 차이점, 그리고 금융자유화라는 환경을 고려하면서 지가와 대출과의 상호관계를 설명하기로 한다.

〈그림 4〉와 〈그림 5〉는 한국과 일본의 지가의 추이를 보여주고 있는데, 이에 의하면 우선 양국의 지가는 공통적으로 80년대 후반에 급격한 상승을 경험했다는 사실을 확인할 수 있다. 일본 지가의 상승 속도가 한국보다 좀 더 뚜렷하긴 하지만, 이 시기 양국의 지가는 폭발적 상승을 했다는 점에서 매우 비슷한 양상을 보이고 있다. 반면 90년대 초반 시작된 한일 양국 지가의 하락은 하락의 폭과 속도에 있어서 사뭇 다른 양상을 보이고 있다는 점이 주목된다. 실질치로 보더라도 한국 쪽이 일

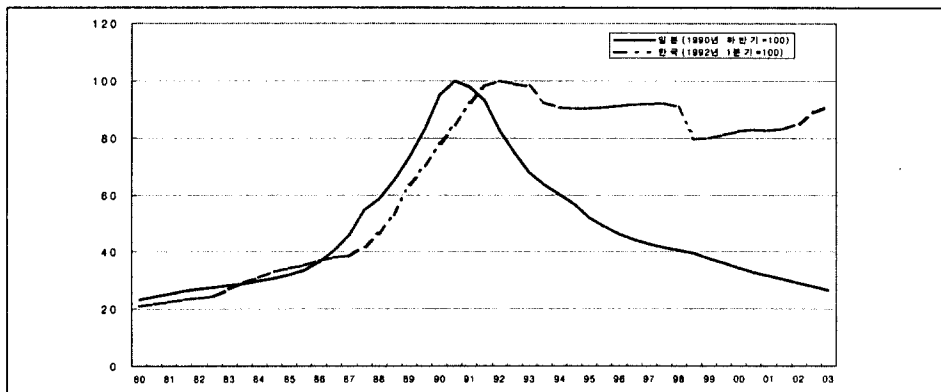
본 쪽보다 훨씬 완만한 하락세를 보이고 있으며, 명목치로 볼 때는 차이가 더 두드러진다. 일본의 경우 실질치든 명목치든 90년대 전기간에 걸쳐 폭락세를 보이고 있는 반면, 한국의 경우 명목지가는 1992년 1분기에 하락세로 반전한 이후 약간 하락하지만, 그 후 하락세는 사라지고 97년 외환위기 때까지 90년대 초 피크기의 약 90% 수준을 일정하게 유지했던 것이다.

III장의 회귀분석 결과 한국과 일본의 지가 변동은 국내신용과 이자율에 의해, 그리고 국내신용은 경상수지, 해외자본 유입 등 해외요인에 의해 설명될 수 있음이 밝혀졌다. 아래에서는 한일 양국의 지가 상승과 하락의 양상이 실제로 이들 요인과 관련이 있다는 사실을 구체적으로 확인해 보기로 하자.

〈그림 4〉 한국과 일본의 실질지가 지수



〈그림 5〉 한국과 일본의 명목지가 지수



III장의 분석에 의하면 지가 상승기에는 신용도 함께 팽창했을 것으로 기대할 수 있다. 그러면 실제로 80년대 후반 한일 양국의 국내신용의 상태는 어떠했을까? <그림 6>에서는 지가가 폭등했던 80년대에 한일 양국에서 본원통화의 증가율이 지가 상승률과 대체로 비슷한 양상을 보였음을 확인할 수 있다. 특히 86년 이후부터 한일 양국의 본원통화의 증가가 두드러진다. 이와 같이 양국에서 본원통화의 증가를 낳은 원인으로는, 일본의 경우 1985년 플라자 합의(the Plaza Agreement) 이후의 팽창적 통화정책을, 한국의 경우에는 경상수지 흑자를 꼽을 수 있다. 일본이 1985년 플라자 합의 이후 실시한 금리 인하¹²⁾와 통화 팽창정책¹³⁾은 곧바로 국내 신용의 팽창으로 이어졌다. <그림 7>에서 확인할 수 있듯이 86년 이후 거품붕괴가 발생하기 전까지 일본의 민간신용 증가율은 그 전의 8% 내외에서 12~15%로 높아졌다. 이 시기에 일본에서 민간신용이 이처럼 팽창한 것은 때마침 있었던 금융자유화로 인한 금융규제의 완화, 그에 따른 금융기관 간의 과당 경쟁이 작용했기 때문이다. 특히 민간신용의 팽창 과정에서 부동산 관련 대출의 비중이 급증하였고, 이것이 다시 급격한 지가 상승을 이끌었다¹⁴⁾. 금융자유화의 환경 하에서 1985년부터 1990년 사이 일본의 금융기관들은 2,200억 달러의 신규대출을 부동산부문에 쏟아부었는데, 그것은 1984년 당시의 총대출 자산의 2/3에 해당하는 거대 규모였다. 그 신규대출 중 750억 달러가 비은행 금융기관, 주로 주택용자회사에 의해 공급되었다(Whittaker and Kurosawa, 1998). III장의 회귀분석 결과가 시사하듯이, 지가 폭등으로 인한 담보가치의 상승이 다시 대출 증가를 유발했음은 물론이다.

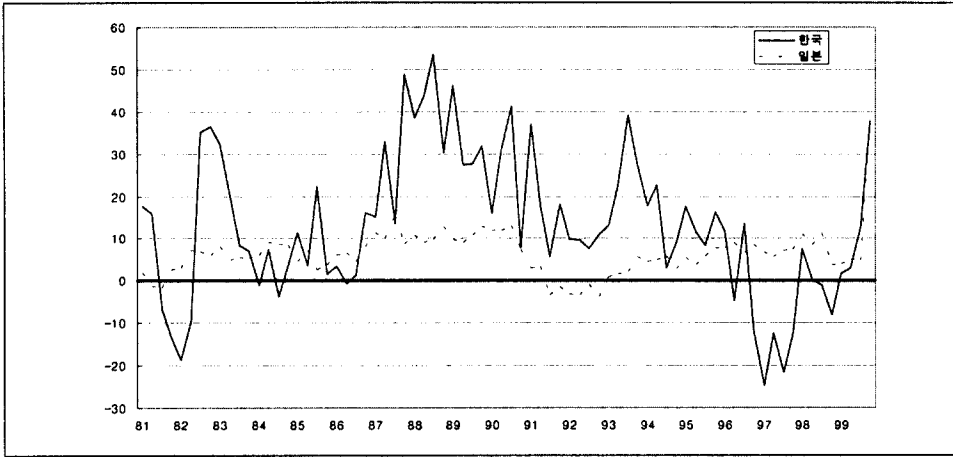
<그림 6>을 보면 1986년 이후 한국의 본원통화 증가율은 일본보다 훨씬 높았음을 알 수 있다. 그러나 한국에서는 같은 기간 일본에서와 같이 의도적으로 팽창적 통화정책을 쓴 것은 아니다. 이 시기 한국의 본원통화 팽창은 초유의 경상수지 흑자

12) 1986년 이후 일본은행은 재할인율을 다음과 같이 인하해 갔다. 5.0%(1985년 12월) → 4.5%(1986년 1월) → 4.0%(1986년 3월) → 3.5%(1986년 4월) → 3.0%(1986년 11월) → 2.5%(1987년 2월) (박광민·박세령, 1999, 각주 2)

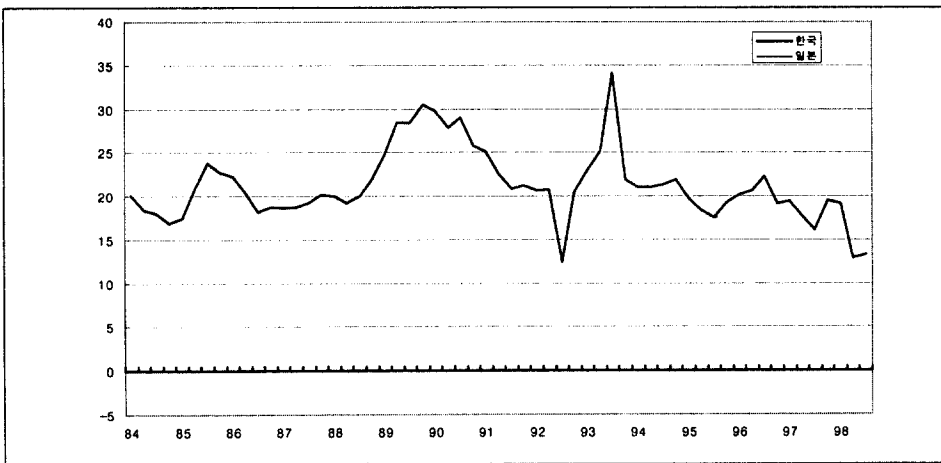
13) 일본의 경우에도 이 시기 경상수지 흑자가 크게 증가하는데, 일본 정부는 이에 대해 내수 확대 정책으로 대응하였다. 이 또한 팽창적 금융정책을 강화하는 작용을 하였다.

14) Basile and Joyce(2001)에 의하면 금융부문의 규제완화 조치로 기업들은 국제자본시장으로부터 자금조달이 훨씬 용이해졌다. 자연히 기업들의 은행의존도가 낮아졌고, 은행들은 외국은행들과 비은행 금융기관과의 격심한 경쟁에 직면했다. 이러한 새로운 환경에서 은행들은 토지를 담보로 비전통적인 고객, 즉 중소기업, 부동산 개발 회사, 가게 등에 경쟁적으로 대출하기 시작했다.

〈그림 6〉 한국과 일본의 본원통화 공급의 변화율(전년 동기 대비)



〈그림 7〉 한국과 일본의 민간대출의 변화율(전년 동기 대비)



의 발생(〈그림 8〉 참조)에 기인하는 것으로 보아야 한다. 일본과는 달리 이 시기 한국은행의 재할인율은 약간 상승하는데, 이것은 한국은행이 해외요인에 의한 통화 팽창을 불태화정책(sterilization policy)을 통해 완화하려 했다는 증거로 볼 수 있다. 그러나 본원통화의 팽창이 증명하듯 이러한 불태화정책은 성공하지 못해 80년대 중반 이후 한국의 민간신용 규모는 크게 팽창했다. 특히 1988년 이후 민간대출은 폭증하는데, 이 시기 한국의 대출 붐(lending boom)이 일본의 그것보다 훨씬 두드러졌다는 것은 주목할 만하다. 즉 일본의 경우 이 시기 민간대출의 증가율이 15% 이

하에 머물렀던 반면, 한국의 경우 25-30% 사이에서 등락했던 것이다. III장의 회귀분석 결과를 상기한다면, 80년대 후반에 발생했던 대출 붐은 88년~90년 한국의 지가 폭등의 엔진이 되었다는 것을 알 수 있다. 그런데 앞에서 언급한 바와 같이 80년대 중반 이후 통화팽창은 초유의 경상수지 흑자에서 시작되었으므로, 80년대 후반 한국의 지가 폭등에는 경상수지 흑자가 민간신용 확대를 유도하고 민간신용 확대가 다시 지가상승을 초래하는 메커니즘이 작용했다고 할 수 있다¹⁵⁾.

지금까지의 논의에서 드러난 바와 같이 80년대 일본과 한국의 지가 폭등은 세부적으로는 약간의 차이가 있다 하더라도 하나의 공통된 특징을 발견할 수 있다. 그것은 1980년대 후반 공통적으로 대출 붐이 있었다는 사실이다. '대출 붐 → 지가 상승 → 대출 촉진 → ……'의 메커니즘이 양국에서 함께 작동하고 있었던 것이다. 이제 한일 양국의 지가 하락의 양상을 설명해 보기로 한다. 90년대 초까지 폭등세를 보이던 한국의 지가를 1992년부터 꺾이게 만든 결정적인 원인을 규명한 연구는 아직 없다. 그러나 관련 연구들을 살펴보면, 정부의 강력한 투기억제책과 토지 관련 세제의 강화가 일조를 했다는 사실을 알 수 있다. 즉, 1988년 이후 양도소득세가 강화되었고 1989년 말 토지공개념 제도의 입법화를 계기로 토지초과이득세, 개발부담금, 초과소유부담금이 부과되기 시작했으며, 1990년에는 종합토지세가 도입되었다¹⁶⁾. 토지관련 세제의 강화와 더불어 투기과열 지역 지정, 투기행위자 자금 출처 조사 등 강력한 행정적 규제도 지가 하락을 유발하는 작용을 하였다¹⁷⁾. 여기에 경상수지 적자가 더해졌다. III장의 회귀분석 결과에 의하면 한국의 경우 경상수지는 지가변동과 (+)의 관계를 가진다. <그림 8>은 86년부터 흑자를 보이던 한국의 경상수지가 90년부터 적자로 돌아섰고 97년 금융위기가 발생할 때까지 줄곧 적자가 누적되었음을 보여주고 있다. 토지의 실수요를 결정하는 하나의 실물지표로 해석할 수 있는 경상수지의 악화가 지가하락에 영향을 미쳤음을 알 수 있다.

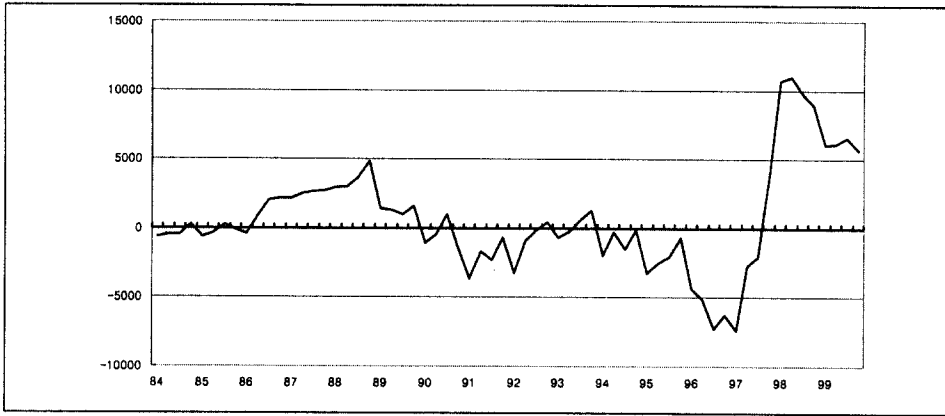
15) 김준경(1998)은 1985년~1996년 기간동안 일반은행의 대출금 중 부동산 담보대출 비중은 작게는 34%, 크게는 44%에 이르고 있으며, 특히 중소기업만을 대상으로 할 경우 96년말 금융기관의 담보대출비중은 57.6%에 달한다고 지적(p. 28) 함으로써 '신용팽창 → 지가상승 → 담보가치 상승 → 신용팽창 → ……'의 확대 순환이 가능함을 시사하였다.

16) 권미수(1997)은 이와 같은 토지관련 세금의 강화가 지가를 안정시키는 힘으로 작용한다는 것을 통계적으로 밝힌 바 있다.

17) 특히 종합토지세가 도입되면서 1990년에만 과표가 52.6%나 대폭 인상되었고, 이어서 1991년의 25.5%, 1992년 27.4%, 1993년 20.5%가 인상되었다(노영훈 외, 1996, p. 87).

〈그림 8〉 한국의 경상수지의 추이

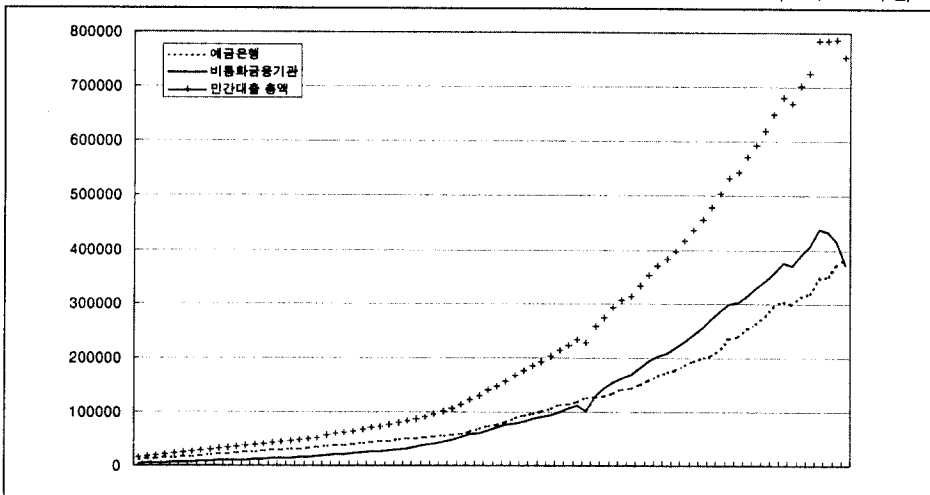
(단위: 백만 달러)



흥미로운 것은 1990년대 초반 일단 지가가 하락세로 돌아선 이후, 지가 하락의 양상은 한일 양국 간에 큰 차이를 보인다는 점이다. III장의 실증 분석은 이러한 차이를 신용 변동의 차이로 설명할 수가 있음을 시사하는데, 과연 그럴까?

〈그림 9〉 한국의 금융기관별 민간대출의 추이

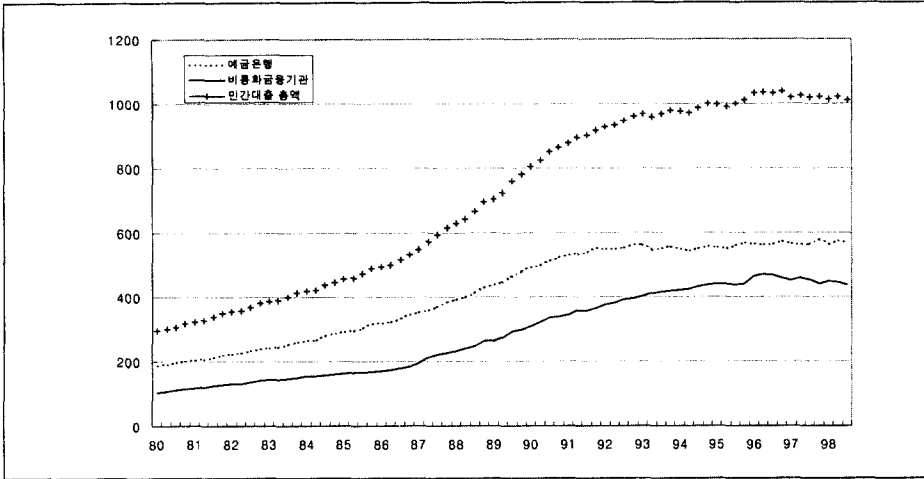
(단위: 10억원)



〈그림 6〉에 의하면 1990년대에 들어서면서 한일 양국에서 공통적으로 본원통화 증가율이 크게 감소한다. 보통 이렇게 되면 ‘붐 이후의 붕괴’(boom and bust)가 시

〈그림 10〉 일본의 금융기관별 민간대출의 추이

(단위: 조엔)



작된다. 실제로 일본의 경우 90년대에 들어 민간대출의 증가가 급격히 둔화되어 90년대 전기간에 걸쳐 대출 잔고가 일정하게 유지되는 현상이 나타났다(〈그림 10〉 참조). 〈그림 7〉을 보면 1980년대 후반 10-15% 사이를 등락했던 민간대출 증가율은 90년 이후 급격히 하락하여 94년 이후에는 0% 전후를 등락하고 있다. 이러한 신용 축소는 1989년 일본은행이 경기과열을 우려하여 재할인율을 인상하면서부터 시작되었다.¹⁸⁾ 갑작스러운 금융긴축 정책은 90년 주식시장의 붕괴, 91년의 토지시장의 붕괴를 초래하였고, 이는 다시 금융기관의 신용 축소로 이어졌던 것이다. 90년대의 일본에서는 ‘토지시장의 거품 붕괴 → 담보가치의 하락 → 부실채권의 발생, 대출 축소 → 추가적 지가 하락 → 담보가치의 하락 → ……」이라는 ‘봄 이후의 붕괴’의 메커니즘이 전형적으로 진행되었다고 볼 수 있다.

그러나 1990년대 한국의 상황은 일본의 상황과 많이 달랐다. 1992년 초 한국에서도 지가가 하락세로 돌아서고 본원통화의 증가율이 크게 감소하여 ‘봄 이후의 붕괴’가 시작되려 하고 있었다. 그러나 그 이후의 사태는 붕괴 쪽으로 진행되지 않았다. 왜 그랬을까? 그 해답은 민간대출의 지속적인 증가에서 찾을 수 있다. 〈그림

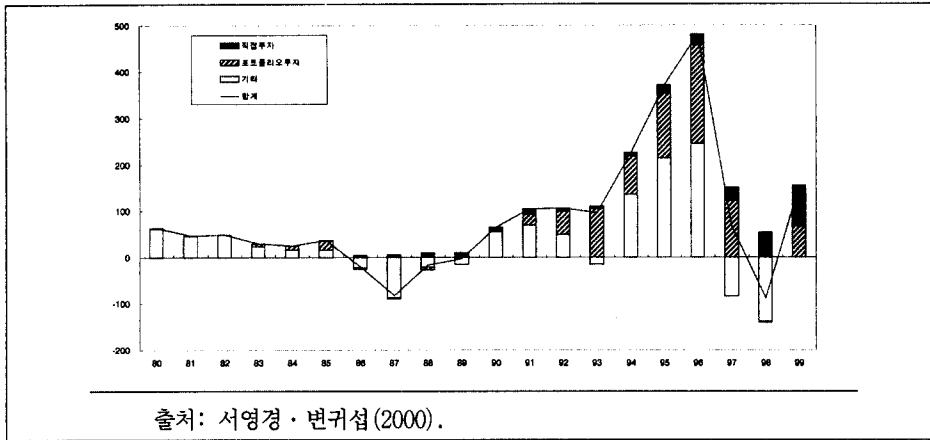
18) 1989년 5월부터 일본은행은 재할인율을 다음과 같이 급격히 인상해 갔다. 2.5%(1987년 2월) → 3.25%(1989년 5월) → 3.75%(1989년 10월) → 4.25%(1989년 12월) → 5.25%(1990년 3월) → 6.0%(1990년 8월) (Kawanishi, 2001, p. 292).

7)에 의하면 90년대 민간대출의 증가율은 80년대 말의 증가율에는 못 미치지만 20% 이상의 높은 수준을 유지하고 있다. <그림 9>에서는 이 같은 민간대출 증가세를 다시 한번 확인할 수 있는데, 특히 비통화금융기관의 대출 증가세가 예금은행의 대출 증가세를 능가하며 이 시기의 대출 확대를 주도하고 있음을 알 수 있다. 요컨대 대출 붐의 지속이 지가의 급락을 막는 역할을 한 것이다. 원래 지가의 거품이 터지면 담보가치가 하락하고 그로 인해 대출이 축소하며 그것이 다시 지가를 하락시키는 등 연쇄 반응이 일어나서 경착륙으로 이어지기 쉽지만, 지가가 하락하기 시작할 때 무슨 이유에서든지 신용 팽창이 일어나면 이러한 연쇄 반응은 중단되고 지가는 연착륙할 수 있다. 대출 붐은 지가 상승기에는 지가상승과 상호촉진적 작용을 하고, 지가 하락기에는 지가의 급락을 막는 역할을 하는 것이다.

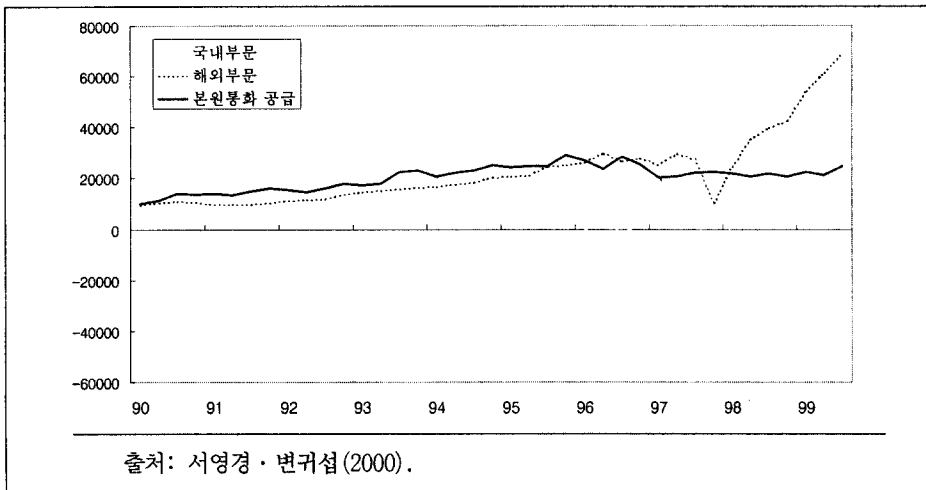
그렇다면 지가가 하락세를 보였던 90년대에 한국에서 대출 붐을 유지시킨 요인은 무엇일까? 우리는 금융자유화로 인한 외자 유입의 증가에 주목한다. <그림 11>에 의하면 1980년대 말 (-)를 기록하고 있던 외자유입이 90년 (+)로 돌아선 이후 96년까지 급격히 증가한다는 것을 알 수 있다. 더욱이 <그림 12>는 90년대 본원통화의 공급이 대부분 해외부문에 의해 이루어졌음을 보여주고 있다. 1991년-1996년 사이 은행의 자금조달 수단을 보면 국내 예수금 증가율은 123% 증가한 반면, 해외차입은 181%나 증가해 해외자금 유입이 국내신용의 원천이었다는 것을 알 수 있다. 이것은 이 시기 외자가 국내의 금융에 얼마나 큰 영향을 끼치고 있었는지 여실히 보여준다. 이 때 외자 도입을 주도했던 것은 증권사 등 비통화금융기관들이었다. <그림 9>는 90년대 비통화금융기관의 대출 증가추세가 예금은행의 대출 증가 추세보다 훨씬 가파른 양상을 보일 뿐만 아니라, 신용공급의 절대액에 있어서도 93년 이후 비통화금융기관의 비중이 더 컸다는 사실을 보여주고 있다. 증권사를 비롯한 한국의 금융기관들은 92년 자본자유화 이후 대거 해외 자금의 차입에 나섰고, 이로 인해 지가의 하락에도 불구하고 대출 붐은 지속될 수 있었던 것이다¹⁹⁾. III장의 회귀분석에 의하면 대출은 지가에 (+)의 영향을 미치므로, 대출 붐의 지속이 90년대 한국에서의 지가 폭락을 막는 작용을 하였으리라는 것은 쉽게 짐작할 수 있다.

19) 1980년대 말까지 GDP의 약 1% 수준에 머물던 해외자본의 순유입액이 1996년에 이르러서는 GDP의 5% 수준까지 폭증했다 (Miller and Luangaram, 1998).

〈그림 11〉 한국의 외자 순유입의 추이



〈그림 12〉 한국의 부문별 본원통화 공급의 추이(말잔 기준)



II장에서 부동산 시장의 변동과 금융의 관계를 분석할 때 금융자유화와 그로 인한 국제 자금 이동의 확대를 중시할 필요가 있다는 사실을 지적한 바 있다. 한국의 경우는 국제 자금 이동이 지가 변동에 영향을 끼친 대표적 사례라고 할 수 있다. 금융규제의 완화와 자본이동에 대한 규제 완화를 내용으로 하는 금융자유화는 국내 대출이라는 경로를 통해 지가 변동에 영향을 미친다. 지금까지의 연구에서는 대개 금융자유화가 지가 거품을 확대하는 효과가 있다는 사실만 지적되어 왔다. 실제로 위에서 살펴 본 바와 같이, 일본의 경우 80년대에 진행된 금융자유화가 금융규제를

완화하고 경쟁을 심화시켜 80년대 후반 지가 상승세를 더욱 강화하는 작용을 하였다. 1990년대 초반 금융자유화를 단행한 태국의 경우 자유화 이후 외국 자본의 급격한 유입에 의해 부동산 시장의 거품이 발생하였다. 하지만 금융자유화가 지가 상승기가 아니라 하락기에 진행되는 경우, 그것은 지가의 폭락을 막고 연착륙을 유도하는 순기능을 할 수 있다. 위에서 살펴본 한국이 그 전형적인 사례이다.

이상에서 한일간 비교를 통해 지가와 신용의 관계를 분석해 보았다. 한일 양국 모두 지가 변동과 신용 변동은 밀접한 관계가 있다는 것을 확인하였으며, 일본의 극적인 지가 거품의 형성과 붕괴, 80년대 말 한국의 지가 폭등과 90년대 이후의 완만한 하락 등의 현상을 III장의 회귀분석에서 밝혀진 변수간의 관계로 설명할 수 있었다. 이 논의에서 또한 금융자유화의 타이밍이 한국과 일본의 지가 변화를 설명하는 중요한 요인이 된다는 시사도 얻을 수 있었다.

V. 결 론

금융이 지가에 어떤 영향을 미치느냐, 혹은 지가의 변동이 금융시장에 어떤 영향을 미치느냐에 관한 의문에 답하는 것은 대단히 중요하다. 만약 금융이 지가에 뚜렷한 영향을 미치고 있다는 것이 확인된다면 그것은 금융현상의 실물효과에 대한 경로를 이해하는데 도움을 준다. 지가는 경제전체로의 파급효과가 큰 건축 및 건설 활동에 직접적인 영향을 미치기 때문이다. 또한 부동산투기 현상을 거시적으로 이해하는데 도움을 줄 수도 있을 것이다. 다른 한편, 지가가 금융에 미치는 영향을 밝힌다면 거시경제 전체의 틀 속에서 토지시장의 기능을 이해할 수 있을 것이다. 나아가 지가의 움직임을 고려하지 않은 금융정책은 의도한 효과를 기대할 수 없다는 교훈을 얻을 수 있다.

우리는 일본과 한국의 자료를 이용하여 지가와 신용의 관계를 구명하고자 했다. 기존 연구들이 이론과 실증분석을 통해 밝혔듯이, 지가 변동과 신용 변동은 한국과 일본에서도 밀접한 상호관계를 가지고 있다는 사실이 실증적으로 확인되었다. 지가에 영향을 미치는 요인은 금융기관 대출과 이자율 그리고 국내 경기를 대리하는 변수로서의 경상수지였고, 대출에 영향을 미치는 요인은 지가변동과 본원통화 그리고 해외자본유입과 같은 국내 및 해외 통화요인으로 밝혀졌다. 또한 VAR 분석은 지가와 신용이 상호작용하고 있다는 것을 확인해 주었다.

이러한 실증분석 결과를 바탕으로 우리는 한국과 일본에서의 80년대~90년대 지가 변동을 구체적으로 설명하고자 했다. 한일 양국이 경험한 80년대의 지가 폭등의 배후에는 대출 붐(lending boom)이 있었다는 것을 알 수 있었다. 일본은 플라자 합의로 초래된 엔고에 따른 경기후퇴에 대응하기 위한 팽창적 통화정책이 대출 붐을 일으켰다. 한국에서는 초유의 경상수지 흑자를 통한 통화팽창이 80년대 말에 대출의 급증을 초래했다. 최초의 원인은 달랐지만, 한일 양국 모두 대출 붐이 80년대 말 지가 폭등의 주요 요인이 되었다는 것은 틀림없다.

충격적인 통화긴축에서 시작된 90년대 초의 일본의 지가 거품 붕괴는 신용축소와 지가하락의 상호작용 메커니즘을 통하여 극적인 지가폭락으로 이어졌다. 한국의 지가도 90년대 초부터 꺾이기 시작했으나 그 양상은 일본처럼 극단적이지 않았다. 그 이유를 우리는 때마침 단행된 금융자유화를 통한 해외자본 유입에서 찾았다. 금융자유화가 일본에서는 지가상승기에 추진되었기 때문에 지가 폭등을 강화하는 힘으로 작용했으나, 한국에서는 지가하락기에 본격화되었기 때문에 지가하락의 연착륙을 유도하는 역할을 하였다. 92년부터 외국인들의 주식투자가 허용되어 해외자금이 국내로 유입되었을 뿐만 아니라 종금사들의 난립과 이들 기관을 통한 해외 단기차입금의 증가 등은 국내신용의 공급을 지속적으로 증가시켰다. 이러한 대출 증가는 하락 추세로 돌아선 한국의 지가를 떠받치는 역할을 했다. 한국에서 일본과 같은 지가의 폭락이 발생하지 않았던 것은 이러한 사정에 기인하는 바가 크다.

본 논문은 지가변동과 대출변동의 상호작용 관계가 얼마나 강한 효과를 낼 수 있는지 보여주고 있다. 일본의 지가거품 형성과 극적인 붕괴는 지가변동과 대출변동의 상호 상승작용이 엄청난 파괴력을 가지고 있다는 것을 말해준다. 또한 90년대 한국 지가의 연착륙은 금융정책을 적절히 운영하면 부동산 시장의 충격을 완화할 수 있다는 점도 확인시켜 준다. 이러한 사실은 경제가 개방되고 국가간 자본이동이 심해질수록 부동산시장과 금융시장의 관계에 관한 보다 다각적인 분석이 필요하다는 점을 시사한다.

■ 참고 문헌

1. 권미수, "한국의 토지세제의 지가안정효과 분석," 『경제학연구』, 45-2, 한국경제학회, 1997.
2. 김경환 · 서승환 · 유진방, "우리나라의 물가와 부동산 가격 간의 관계에 관한 실증 분석," 『금융경제연구』, 36, 한국은행, 1991.
3. 김준경, 『기업의 과다부채와 장기불황 가능성』, 한국개발연구원, 1998.
4. 노영훈 · 이상욱 · 이진순, 『한국의 토지세제』, 한국조세연구원, 1986.
5. 박광민 · 박세령, "한·일간 부동산가격 변동추이 비교 및 시사점," 『한국은행 조사통계월보』, 1999년 1월호.
6. 박원암, "지가, 환율과 거품," 『한국개발연구』, 14-2, 1992.
7. 서영경 · 변귀섭, "신흥시장국에 대한 외자유입 확대의 영향과 시사점," 『한국은행 조사통계월보』, 2000년 4월호.
8. 손재영, "지가와 거시경제 변수 간의 인과관계에 관한 실증적 분석," 『한국개발연구』, 13-3, 1991.
9. 정희남 · 김창현, 『거시경제정책이 토지시장에 미치는 영향』, 국토개발연구원, 1997.
10. 허세림, "부동산시장이 존재하는 거시경제에서의 정책파급 효과에 관한 연구," 고려대학교 박사 학위논문, 1992.
11. Allen, Franklin and Douglas Gale, "Bubbles and Crises," *Economic Journal*, Vol. 110, No. 1, 2000, pp. 236-255.
12. Basile, Amy and Joseph P. Joyce, "Asset bubbles, monetary policy and bank lending in Japan: an empirical investigation," *Applied Economics*, Vol. 33, No. 13, 2001, pp. 1737-1744.
13. Bordo, Michael D. and Olivier Jeanne, "Monetary Policy and Asset Prices: Does 'Benign Neglect' Make Sense?," IMF Working Paper WP/02/225, 2002.
14. Collins, Charles and Abdelhak Senhadji, "Lending Booms, Real Estate Bubbles and The Asian Crisis," IMF Working Paper WP/02/20, 2002.
15. Heiskanen, R., "The banking crisis in the Nordic countries," *Kansallis Economic Review*, Vol. 2, 1993, pp. 13-19.
16. Herring, Richard and Susan Wachter, "Real Estate Booms and Banking Busts: An International Perspective," The Wharton Financial Institutions Center Working Paper 99-27, 1999.
17. Hilbers, Paul, Qin Lei and Lisbeth Zacho, "Real Estate Market Developments and Financial Sector Soundness," IMF Working Paper WP/01/129, 2001.
18. Kaminsky, Graciela and Carmen Reinhart, "The Twin Crisis: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems," *American Economic Review*, Vol. 89, No. 3, 1999, pp. 473-500.
19. Kawanishi, Masato., "The Yen that is too strong: A note on Japanese crisis," in B. N. Ghosh, ed., *Global Financial Crisis and Reforms: Cases and Caveat*, Routledge of London, 2001, pp. 284-294.
20. Kiyotaki, Nobuhiro and John Moore, "Credit Cycles," *Journal of Political Economy*, Vol.

105, No. 2, 1997, pp. 211-248.

21. Kmenta, Jan, *Elements of Econometrics*, second edition, Macmillan Publishing Company, 1986.
22. Kwon, Eunkyung, "Monetary Policy, Land Prices, and Collateral Effects on Economic Fluctuations: Evidence from Japan," *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol. 12, Iss. 3, 1998, pp. 175-203.
23. Miller, Marcus and Pongsak Luangaram, "Financial crisis in East Asia: Bank runs, asset bubbles and antidotes," *National Institute Economic Review*, 1998, pp. 66-82.
24. Okina, Kunio., Masaaki Shirakawa. and Shigenori Shiratsuka, "The Asset Price Bubble and Monetary Policy: Japan's Experience in the Late 1980s and the Lessons," Institute for Monetary and Economic Studies Discussion Paper 2000-E-12, Bank of Japan, 2000.
25. Renaud, Bertrand., "The 1985-94 Global Real Estate Cycle: Its Causes and Consequences," World Bank Policy Research Working Paper 1452, 1995.
26. Renaud, Bertrand., Ming Zhang and Stefan Koeberle, "How the Thai Real Estate Boom Undid Financial Institutions-What Can Be Done Now?," Paper presented at the Seminar on Thailand's Economic Recovery and Competitiveness, Bangkok, 1998.
27. Steigum, Erling, "Financial deregulation with a fixed exchange rate: Lessons from Norway's boom-bust cycle and banking crisis," unpublished paper, 2003.
28. Whittaker, D. Hugh. and Yoshitaka. Kurosawa, "Japan's crisis: evolution and implications," *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 22, Iss. 6, 1998, pp. 761-771.

Land Price and Domestic Credit: Cases in Korea and Japan

Gang-Soo Jun* · Dong Geun Han**

Abstract

We investigate the relationship between domestic credit and land price using Korean and Japanese data. Our regression result shows that in both countries land price is well explained by domestic credit, interest rates, and current account. Domestic credit is found to be influenced by land price, monetary base, and foreign capital inflows. A VAR analysis also confirms that there exists an interactive effect between domestic credit and land price.

With the empirical results, we offer explanations about how Korean and Japanese land price bubbles in 1980s were developed, and why the collapsing patterns of the bubbles in two countries have been so different. We argue that financial liberalization plays an important role in giving rise to different patterns of the land price fluctuations in Korea and Japan.

Key Words: land price, domestic credit, financial liberalization

* Professor, Department of Economics, Catholic University of Daegu

** Associate Professor, Department of Economics, Yeungnam University