

2016 08 통권 제145호

주택금융월보

MONTHLY HOUSING FINANCE REPORT

조사·연구

02 위안화 시장 활성화를 위한 주요 과제

주현수 / 자본시장연구원 연구위원

16 부동산 가격 변동성에 대한 행동경제학적 접근

홍정의 / 주택금융연구원 연구위원

월간동향

38 주택금융동향 / 주택금융연구원

56 주요일지

통계

64 I. 공사업무통계

120 II. 주택금융시장

130 III. 주택시장

부록

162 수록논고 일람

• 주택금융월보는 한국주택금융공사 홈페이지(www.hf.go.kr)의 '공사소개 - 조사연구 - 주택금융월보 - 조사연구논고'를 통해서 제공되고 있으며, 통계편은 '공사소개 - 조사연구 - 통계자료 - 주요통계'에 엑셀 및 PDF 파일 형태로 게시되어 있습니다.

• 주택금융월보의 내용을 인용할 때에는 반드시 "한국주택금융공사 주택금융월보 00년 00월호 00페이지에서 인용"이라고 표시하여 주십시오.

• 주택금융월보에 대한 질의 또는 제안은 주택금융연구원(☎ 051-663-8164)으로 연락하여 주시기 바랍니다.

01 SURVEY AND RESEARCH

부동산 가격 변동성에 대한 행동경제학적 접근*

- I. 서론
- II. 미국 주택가격 파동과 거품 논쟁
- III. 합리적 기대 가설
- IV. 주택시장 참여자들의 행위는 합리적 기대로 설명되는가?
- V. 주택시장과 제한적 합리성
- VI. 가격의 역할과 구성의 오류
- VII. 견해 간 이질성과 공매도 제약
- VIII. 신용의 역할
- IX. 정리 및 시사점



홍 정 의 / 주택금융연구원 연구위원

본문은 2000년대 초중반 미국 주택가격 파동을 중심으로, 행동주의 경제학이 주택 버블을 설명하는 데에 어떻게 적용되었는지 고찰하였다. 특히, 본문은 행동주의 경제학의 기반인 제한적 합리성 가설이 기존의 관점과 어떤 이론적 차이가 있는지를 집중적으로 조명하였다. 제한적 합리성 하에서, 사람들은 (주택 가치 상승에 대한) 기대 상승으로 나타난 주택가격 상승을, 실물 시장의 추세 변동으로 오인하여 다시 기대감을 높일 수 있으며, 이 과정에서 부동산 거품 및 붕괴가 나타난다. 이러한 관점은 최근 미국 주택가격 급등락과 그에 수반된 현상을 기존 주류 경제학의 관점보다 잘 설명하는 것으로 보이며, 우리나라 부동산 시장의 분석 및 예측에 있어서도 그 함의를 유념할 필요가 있을 것으로 판단된다.

* 본고의 내용은 필자의 개인 의견으로 한국주택금융공사의 공식적인 견해와 다를 수 있습니다.

I. 서론

부동산 가격 거품과 관련한 논쟁은 역사적으로 꾸준히 제기되어 왔으나, 신고전학파로 대표되는 주류 경제학계에서 이에 대한 분석은 상대적으로 도외시되어 왔다. 이것의 배경에는 80년대 이래 주류 경제학의 이론적 기반이 된 합리적 기대 가설이 있다. 합리적 기대 가설은 모든 사람이 완벽한 합리성을 갖고 있다는 가정 이 아니라, 수많은 사람들의 평균적 예측이 실제 시장의 평균적 변화에서 이탈한다고 볼 이유가 없다는 것이다. 이런 관점 하에서 부동산 가격은 자산을 보유할 때 기대되는 장래 수익의 현재가치의 합(=시장기초가치)에서 이탈할 수 없으며, 따라서 가격 거품은 원천적으로 불가능한 것처럼 받아들여졌다. 그러나, 2000년대 초 미국을 중심으로 큰 폭의 주택가격 파동이 나타나고, 이것이 금융위기를 촉발시킨 주범으로 지목받으면서 이에 대한 경제학적 해석이 요구되었다. 합리적 기대 가설에 기반한 주류 경제학계는 당시 주택가격 급등락의 원인에 대한 명료한 해설을 내놓지 못했으며, 이 과정에서 시장 참여자들의 한계성에 초점을 맞춘 제한적 합리성 가설이 대안 중 하나로 주목을 받고 있다. 본고에서는 최근 미국 주택가격 급등락을 중심으로 제한적 합리성 가설이 주택 버블을 설명하는 데에 어떻게 적용될 수 있는지 고찰하고, 관련 시사점을 도출하였다.

II. 미국 주택가격 파동과 거품 논쟁

90년대 후반부터 미국의 주택가격은 2000년대 중반까지 유례없는 정도로 상승하였다. 일반 물가 대비 주택가격지수(=Case-Shiller Home Price Index/CPI)는 1995년을 기준(=1)으로 2006년경에는 1.7 이상으로 치솟았다. 이는 일반 물가 대비 주택가격이 급격히 상승했음을 의미한다. [그림 1]은 당시 미국 주택가격지수의 추이를 나타내고 있다. 그림은 2006년까지 급등한 주택가격 수준이 유지되지 못하고 급락하였다가 2012년 이후 다시 점차 회복세를 보이고 있음을 보여준다. 주택가격의 이러한 급등락은 역사적으로도 매우 드문

[그림 1] 미국 주택가격의 추이

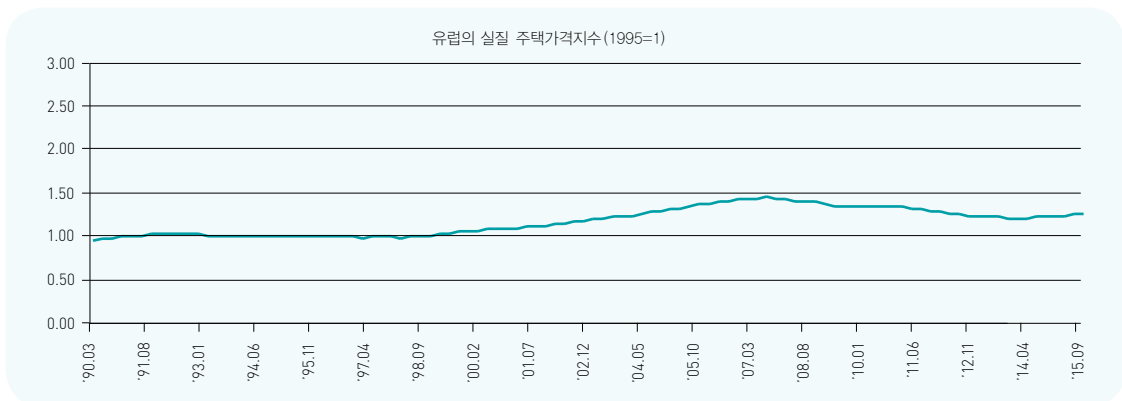


자료 : Case-Shiller Home Price Index, CPI 바탕으로 자체 계산

일이었다. Shiller(2015)는 다양한 자료를 통해 미국의 장기 주택가격지수를 추정하고, 2000년대 초중반의 실질 주택가격이 100년 만에 가장 높은 수준이었다는 것을 보여주었다.

2000년대 초중반의 부동산 호황은 미국에만 국한 되지 않았다. 이러한 경향은 선진국에서 두드러졌는데, 주요 선진국이 집중되어 있는 유럽의 경우 지역 평균 주택가격이 크게 상승했다가 점차 하강하는 추세를 드러냈다. 아래 그림 1-2는 유럽 지역 주택가격이 일반 물가에 비해서 어떻게 움직였는지를 나타내고 있다. 1995년을 기준(=1)로, 2007년경에는 실질주택가격이 1.4 정도로 상승했다가, 이후 완만한 하강세로 전환하였음을 확인할 수 있다.

[그림 2] 유럽 지역(18개국) 주택가격의 추이

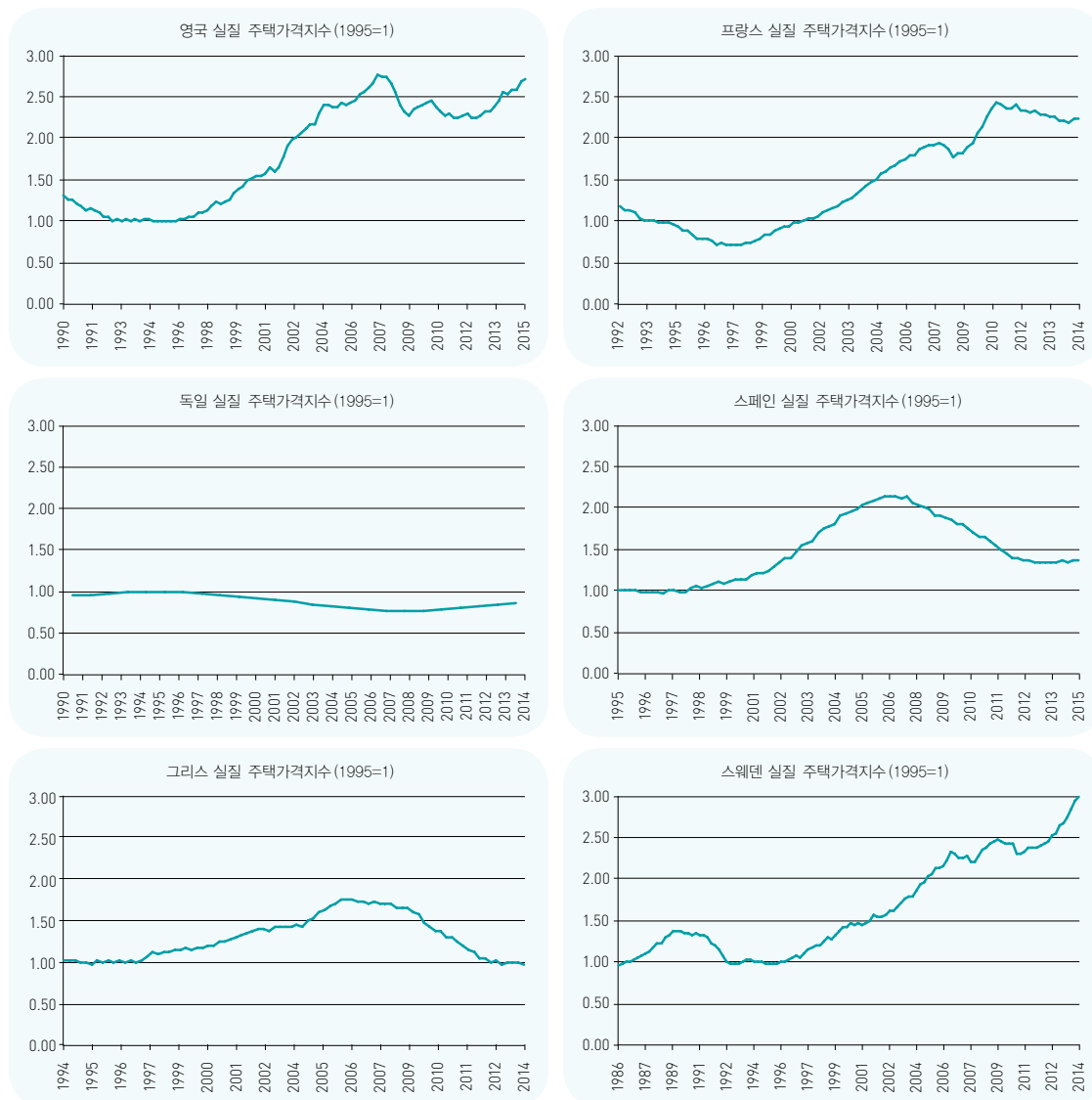


자료 : BIS, OECD 자료 바탕으로 자체 계산

90년대 후반~2006년까지 주택가격 상승의 원인을 놓고 여러 주장들이 제기되었다. 제기된 내용은 2000년대 초의 저금리 기조, 모기지 유통화 등의 금융 혁신, 경제 호황에 따른 자산 가치 상승, 사람들의 주택 선호 상승, 거품론 등 다양했다. 이러한 주장들을 크게 두 가지 종류로 나누어 볼 수 있다. 한 축은 당시 주택가격 상승이 기초자산가치 상승을 반영한다는 주장이었다. 이들은 주로 전통적인 합리적 기대 가설에 기반하고 있으며, 당시의 주택가격 상승을 금리 하락·금융 혁신 등 시장 변화 추세를 경제주체들이 합리적으로 추정한 결과로 받아들였다. 이처럼 자산 가격 변화를 기초자산가치의 변화로 해석하면, 주택가격을 안정적인 동태 시장 균형 이론을 통해 설명할 수 있다.

또 다른 한 축은, 당시 주택가격 상승을 일종의 과열적 투기 현상으로 봐야한다는 주장들이다. Shiller(2015) 등이 대표적인데, 그는 당시의 주택가격 상승은 금리나 소득 상승 등 어떤 기초적 변화로도 설명될 수 없으며, 오직 주택가격이 미래에 더 상승할 것이라는 막연한 기대에 의해 나타난 거품이라고 주장했다. 이러한 관점 하에서 당시 주택가격 상승은 지속 불가능한 것이며, 언젠가 상당한 정도의 폭락을 예고하는 것으로 해석되었다.

[그림 3] 유럽 주요 국가들의 주택가격 추이



자료 : BIS, OECD 자료 바탕으로 자체 계산

양 진영 간의 논쟁은 주택가격이 실제 하락세로 전환되기 전까지 이어졌다. 그러다가 2006년부터 2012년까지 미국 실질 주택가격은 평균적으로 고점 대비 약 40% 폭락을 경험하였다. 이 과정에서 주택담보대출이 대량으로 부실화되면서 신용문제를 일으켰고, 이는 다시 실물경기수축으로 이어졌다. 합리적 기대 가설에 기반한 전통적인 경제학은 이에 대한 진단 및 처방을 제공하지 못했다는 비판을 감수해야 했다. 대중 매체 등은 물론 학계에서도 합리적 기대 가설에 대한 맹신을 경계해야 한다는 목소리가 나왔지만, 상당수의 연구자들은 여전히 합리적 기대 가설 하에서 주택 시장과 거시 경제를 연관지으려 했다(Iacoviello(2005), Iacoviello, Neri(2010), Tao, Zha(2014) 등).

이처럼 주류 경제학계가 합리적 기대 가설에 대해 높은 의존성을 보이는 이유 중 하나는, 그에 대한 대안이 아직 충분한 설득력을 갖지 못했기 때문이다. 합리적 기대 가설은 모든 사람이 완벽한 합리성을 갖고 있다는 가정이 아니다. 다만 수많은 사람들의 평균적 예측이 실제 시장의 평균적 변화에서 이탈한다고 볼 이유가 없다는 것이다. 다른 말로 하면, 각각의 사람들이 어느 정도의 비합리성을 가지고 있다고 해도 사람들의 의사결정이 뭉쳐지는 시장에서는 그 비합리성들이 서로 상쇄된다는 것이다. 따라서, 불완전 합리성을 통해 시장을 설명하기 위해서는 단지 모든 사람들이 합리적이지는 않다는 것을 지적하는 것으로는 불충분하다. 대안적 설명이 되기 위해서는 어쨌든 모든 사람들의 평균적 예측이 편향할 수 있는 지에 대해 설명해야 한다.

Simon(1955) 이후로 제한적 합리성에 관한 개념이 정립되면서, 이를 통해 경제주체들의 판단에 일관된 오류가 있음을 드러내는 이론적·실증적 연구들이 많이 시도되었다. 특히 2008년 금융위기 이후로, 이를 통해 자산시장의 불안정성을 설명하는 연구들이 주목을 받았다. 이런 연구들은 인간의 능력이 복잡한 경제 문제의 판단에 요구되는 수준의 정보를 처리하기에 부족하다는 것에 초점을 맞춘다. 그들은 경제주체를 합리적 행위자로 가정하고 주어진 상황에서의 행위를 연역하는 것보다, 경제주체들이 불확실성 하에서 행동하고 판단하는 법칙 자체를 직접 묘사하는 쪽이 경제 현상을 잘 설명할 수 있다고 주장한다. 이러한 관점에 입각한 분석들을 행동주의 경제학이라고 부른다. 행동주의적 관점에 따르면, 인간이 복잡한 문제를 판단할 때 보편적으로 의존하는 직관적·심리적 경향에 오류가 있을 수 있으며, 이것이 사람들의 평균적 예측을 실제와 어긋나도록 이끌게 된다.

이러한 관점은 여전히 논쟁 중에 있으며, 앞으로도 학계에서 활발히 진행될 여지가 많은 것으로 보인다. 이를 이해하는 것이 중요한 이유는, 관점의 차이에 따라 경제 현상에 대한 해석 및 진단이 정반대로 달라질 수 있기 때문이다. 이어지는 두 장에서는 전통적 경제학이 기반하고 있는 합리적 기대 가설과 그에 대한 비판적 관점을 비교 정리하였다.

Ⅲ. 합리적 기대 가설

경제주체의 의사결정은 현재뿐 아니라 미래에 크게 영향을 받는다. 사람들은 미래에 예상되는 수익율을 고려해서 현재의 투자를 결정하고, 소비계획을 세운다. 그러므로 사람들의 기대가 어떤 식으로 형성되는지에 대한 가정은 그들의 경제 행위를 어떻게 해석할 것인지를 규정한다.

현대 주류 경제학 이론은 합리적 기대 가설을 통해 경제 행위를 설명해왔다. 합리적 기대 가설이란, 시장 참여자들이 각각의 시장 구조와 동태적 원리를 충분히 파악하고 그에 합당한 예측을 할 것이라는 가정이다. 이 이론에 따르면, 경제주체들은 활용 가능한 최선의 정보와 이론에 의거해서 미래에 대한 예측을 형성한다. 이때 사람들은 시장에 대한 충분한 지식과 정보를 지니고 있기 때문에, 미래 사건의 실제 확률 과정에 대해

어느 쪽으로 편중(체계적 오류)된 예측을 하지 않는다. 맥락에 따라, 합리적 기대 가설은 시장 참여자들이 현재 관찰 가능한 정보를 최대한 이용한다는 가정으로 소개되기도 하지만, 모형에서는 경제주체들이 정보를 이용하는 방식이 (모형이 묘사하는)경제의 동학과 같다고 가정하기 때문에 결국 이는 위와 같은 내용을 의미하게 된다.

이 가설 하에서, 부동산을 포함한 자산가격은 해당 자산을 보유할 때 장래에 기대되는 수익의 현재가치의 합(=시장기초가치)을 수동적으로 반영하는 것으로 묘사되어 왔다. 만약 자산 가격이 시장기초가치보다 높다면(낮다면), 합리적인 사람들은 시장에서 자산을 팔려고(사려고) 할 것이며 그에 따라 자산 가격은 기초가치와 같아질 것이기 때문이다. Tirole(1982)은 이처럼 경제주체가 합리적 기대를 갖는 경우 자산 가격에 거품이 나타날 수 없다는 것을 이론적으로 보여주었으며, 이런 경우 자산 가격의 변화는 현재 또는 미래의 기초자산 가치의 변화를 통해서만 설명된다.

주택가격 버블과 관련한 논쟁이 역사적으로 자주 반복됐음에도 주류 경제학계에서 이를 거의 도외시했던 배경이 이것이다. 주택 시장에 대한 경제학 분석의 대부분은 이 관점에 입각해 있었고, 그에 따라 주택가격 변화와 금리, 인구, 경기 순환, 제도 등 관찰 가능한 실물적 요소의 일정한 내생적 관계를 파악하려 했다.

문제가 있다면, 주택가격 변동성은 (합리적 기대 이론에 기반 한) 실물 변수들의 변화만으로 잘 설명되지 않는다는 것이었다. 예를 들어 Poterba(1991)는 미국 부동산 가격 변화가 인구 변동이나 실질 사용자 비용(User-cost)에 의해 잘 설명되지 않는다는 것을 보여주었다. 뿐만 아니라, 과거 가격 변화 추세가 미래 가격 변화에 일정한 예측력을 갖는 것으로 미루어보아, 시장 투자자들이 합리적 기대 가설보다는 추세적(extrapolative) 기대를 갖는 것으로 보인다고 결론 내렸다. Mayer, Sinai(2009) 역시 주택가격 변동은 실물자산가치뿐 아니라 그 외 요소(이른바 행동주의적 요소)들이 의해서 설명된다는 것을 드러냈다. 이와 같은 주장은 Case, Shiller(1989, 1990), Abraham, Hendershott(1994), Meese, Wallace(1994), Capozza, Seguin(1996), Clayton(1997), Black, Fraser, Hoesli (2006), Glindro, Subhanji, Szeto, Zhu (2011) 등의 실증 분석에 의해 반복적으로 지지되었다.

IV. 주택시장 참여자들의 행위는 합리적 기대로 설명되는가?

만약 시장 참여자들이 합리적 기대 가설에서 묘사된 대로 기대를 형성한다면, 주택가격 변화에 대한 평균적 예측은 향후 나타날 주택가격 변화와 뚜렷한 정의 관계를 보일 것이다. 몇 가지 직접 조사 자료들을 통해, 이를 확인해 볼 수 있을 것이다.

먼저, 미시간 대학의 설문 연구에서 수행한 소비자 행태조사(Survey of Consumer Attitudes, 이하 SCA)를 참고할 수 있다. SCA는 미국 소비자의 행태와 기대에 대한 설문의 응답을 매월 조사한 것인데, 2007년 이후로는 주택가격 변화에 대한 견해를 직접적으로 묻고 있다. 설문의 표본으로는 매 조사 당 500명 이상이 수집되었고, 미국 전지역을 표본으로 설계되었다.

아래의 [표 1]은 SCA에 의해 집계된 기대 주택가격 상승률의 기초통계량이다. 응답된 기대의 평균은 주택가격 하락이 본격적으로 시작된 2007년 이후 낮아졌다가 2012년경 반등되어 2014년에 다시 높아졌다는 것을 알 수 있다.

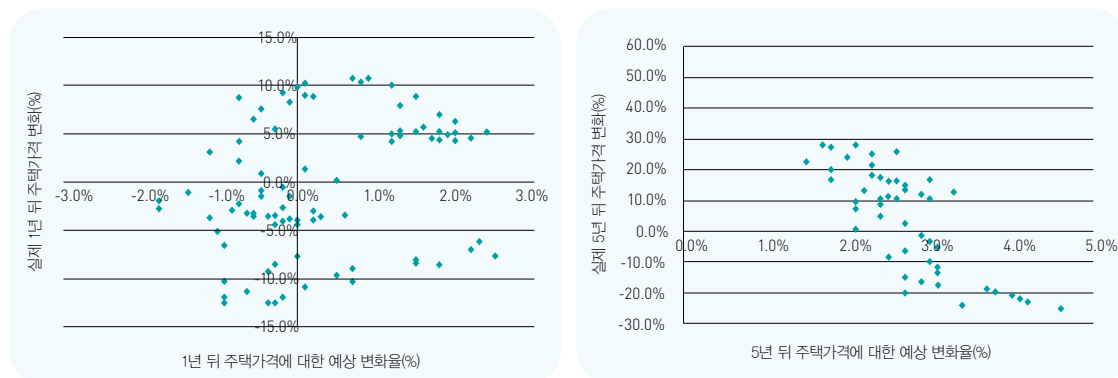
[표 1] 미시간 소비자 행태조사 : 기초통계량

| 질문 내용 | “By about what percent do you expect prices of homes like yours in your community to go up/down, on average, over the next 12 months?” | | | | |
|-------|--|----|-------|-------|------|
| | 평균 | 분산 | 1사분위 | 중앙값 | 3사분위 |
| 2007 | 1.2% | 50 | -0.3% | 0.2% | 3.6% |
| 2008 | -0.7% | 46 | -0.5% | -0.1% | 0.4% |
| 2009 | -0.6% | 41 | -0.4% | 0% | 0.4% |
| 2010 | -0.3% | 34 | -0.4% | 0% | 0.4% |
| 2011 | -0.4% | 30 | -0.4% | 0% | 0.4% |
| 2012 | 0.1% | 31 | -0.3% | 0.1% | 0.5% |
| 2013 | 1.5% | 34 | -0.2% | 0.3% | 4% |
| 2014 | 1.6% | 31 | -0.2% | 0.3% | 4% |

자료 : Michigan Survey Research Center

[그림 4]는 응답자들이 주택가격 변화에 대해 예측한 평균치와 그 이후에 나타난 실제 가격 변화율을 비교한 것이다. 왼쪽 그래프는 내년도 주택가격에 대한 기대 변화율과 실제 1년 뒤 주택가격 변화율을, 오른쪽 그래프는 5년 뒤 주택가격 변화에 대한 예측과 5년 뒤 나타난 가격 변화를 나타낸다. 만약 합리적 기대 가설이 맞다면, 두 그래프 모두에서 뚜렷한 정의 관계가 나타나야 할 것이다. 그러나 그림에서 그런 관계가 나타나지 않을 뿐 아니라, 오른쪽 그래프에서는 심지어 음의 관계를 띄는 것으로 나타난다. 이는 중장기적 예측과 실제 변화가 오히려 반대로 이루어졌다는 것을 의미한다.

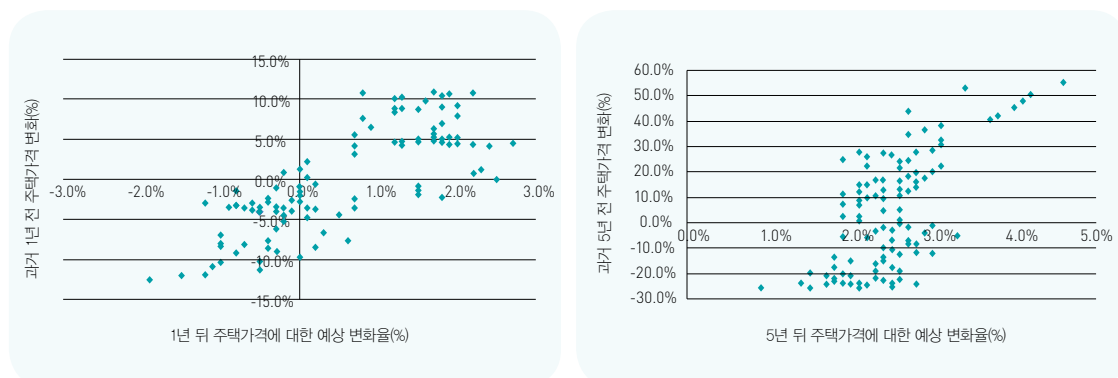
[그림 4] 주택가격 변화율에 대한 예측과 실제 가격 변화율



자료 : Case-Shiller Home Price Index, Michigan Survey Research Center 바탕으로 자체 계산

반면 아래의 [그림 5]를 보자. [그림 5]는 주택가격 변화에 대한 예측과 과거 주택가격 변화율을 비교한 것이다. [그림 4]에 비해 뚜렷한 정의 관계를 갖는다는 것을 알 수 있다. 그래프는 사람의 평균적 예측이 과거 가격 변화 추세를 미래로 투사한 것에 가깝다는 것을 보여주고 있다.

[그림 5] 주택가격 변화율에 대한 예측과 과거 가격 변화율



자료 : Case-Shiller Home Price Index, Michigan Survey Research Center 바탕으로 자체 계산

사실 이러한 적응적 기대는 주식시장에도 존재하는 것으로 알려져 있다. Greenwood, Shleifer(2014)는주가 변화에 관한 기대를 직접 조사한 자료를 통해, 일반인뿐 아니라 전문가 집단 역시 과거 주가 추세를 미래에 그대로 투사(extrapolation)하는 경향이 있음을 밝혀냈다.

Case, Shiller, Thompson(2012)의 조사는 미국 주택 붐 당시 주택 구매자들의 기대가 합리적 기대 가설이 설명하는 정도보다 과열되어 있었다는 것을 보여준다. 그들은 2003년부터 2012년에 걸쳐 4개 지역(Alameda

County, Middlesex County, Milwaukee County, Orange County)의 신규 주택구매자들(5000여 표본)을 대상으로 설문 조사를 실시하였는데, 이 조사는 당시 주택 투자자들이 어느 정도의 기대치를 가지고 주택을 구매하였는지를 보여준다.

특징적인 것은 가격이 폭락하기 직전인 2005년에도 구매자들은 주택가격이 꾸준히 큰 폭으로 상승하리라고 예측했다는 것이다. 당시 주택을 구매한 사람들은 주택 가치가 앞으로 10년 동안 매년 10% 가까이 상승할 것이라고 응답하였을 뿐 아니라, 그러한 자본차익을 얻기 위해 주택 구매를 결정했다고 응답하였다. 이러한 예측은 주택가격이 고점으로 향하는 동안 나타났던 높은 수준의 상승률이 계속될 것이라는 믿음과 관련이 있을 수 있다. 실제로 주택가격이 폭락하기 직전 몇 년의 가격 상승률이 가장 높았다.

합리적 기대 가설에 따르면, 구매자들은 최소한 평균적으로는 미래 변화를 사전에 고려했어야 한다. 그러므로, 합리적 기대 가설이 옳다면 약 2005~2006년 전후에는 사람들이 전반적으로 주택가격 하락을 예상하고 있었어야 할 것이다. 하지만 여러 직접 자료들은 당시 주택시장 참여자들이 합리적 기대 가설에서 묘사된 경제주체들과는 거리가 멀었다는 것을 보여줄 뿐 아니라, 오히려 사람들은 과거 가격 변화의 추세를 토대로 기대를 형성하고 있다는 것을 보여주고 있다. 다시 말하면, 사람들은 과거 가격 추세가 (실제 시장 변화 추세를 반영하기 때문에) 미래에도 이어질 것이라고 생각하는 경향이 있다는 것이다.

V. 주택시장과 제한적 합리성

이런 현상이 발생하는 이유는 무엇일까? 실제 세계에서는 사람들이 시장을 직접 관찰하는 것이 불가능하기 때문이다. 합리적 기대 이론에서 가정하는 집단적 기대의 불편향성은, 집단에 속한 개인이 시장의 상태에 독립적이고 직접적인 관찰을 해야 성립할 수 있다. 그러나 실제 시장은 물리적 실체가 아니라 수많은 개인들의 의사결정이 집약되는 추상적 개념이다. 시장을 구성하는 각각의 개인들은 선호, 경제적 여건뿐 아니라 사고방식, 합리성 등 정성적인 부분에 이르기까지 모두 다르지만, 사람들은 타인들의 상태를 직접 알 수가 없다.

이것은 시장에 대한 사람들의 견해가 관찰 가능한 몇 가지 정보(특히 시장 가격)에 크게 의존한다는 것을 의미한다. 그러므로 합리적 기대 가설은 사람들이 관찰 가능한 정보만으로 시장의 상태 및 변화를 왜곡 없이 파악할 수 있다는 가정과 같다. 하지만, 정보 또는 그 정보를 처리하는 능력이 충분치 않아 시장의 상태를 객관적으로 파악할 수 없는 경우에는 어떻게 될까?

많은 연구들은 부동산 시장에서 합리적 기대 가설의 성립 조건을 만족시키기 어렵다는 것을 지적하고 있다. Shiller(2015) 등은 주택 시장의 복잡성, 이질성, 참여자들의 비전문성 등을 고려할 때 합리적 기대 가설이

성립하기 힘들다는 주장을 제시한다. 부동산은 사람들이 공통적으로 이용하는 내구재이면서도 동시에 투자 자산이고, 생산요소이며 신용 담보이기도 하다. 따라서 어떤 부동산의 기초가치를 정확히 판단하기 위해서는, 현재와 미래의 생산성을 고려한 특정 공간의 점유 가치가 다른 시장 참여자들의 선호나 소득 등과 어떤 식으로 상호 작용을 하는지에 대해 분석이 가능해야 한다.

그러나 부동산 시장의 참여자인 일반 가계 입장에서 수집·분석할 수 있는 정보는 요구되는 정보와 지식에 비해 턱없이 부족하다. 더욱이, 부동산은 각기 다른 공간에 대한 배타적 소유권을 의미한다. 다시 말하면, 모든 부동산은 특정 회사의 주식이나 채권 등과 달리 각각 고유한 가치를 지니고 있다는 것이다. 이러한 요소들은 개별 부동산의 근본 가치가 어느 정도인지 파악하기 어렵게 할 수 있다.

심지어 풍부한 정보가 존재한다 치더라도, 실제 인간이 정보를 처리하는 능력에 제약이 있음을 감안하면 합리적 기대가 성립하기 힘들 것이라고 보는 시각도 존재한다. Herbert Simon(1957) 이후로 많은 연구자들은 제한적 합리성이라는 개념을 통해 이에 대해 초점을 맞추고 있다. 그는 위와 같은 경제적 문제의 정확한 판단에 요구되는 구조가 지나치게 복잡하기 때문에, 실제 사람들은 경제적 행위가 어떤 결과를 야기하는지 사전에 정확히 파악하기 곤란하다고 가정한다. 그는 이러한 시장 참여자들의 행위를, 요구되는 기준치 이상을 충족시키는 선택으로 묘사하는 것이 낫다고 주장한다. 쉽게 말하면, 사람들의 경제적 의사결정은 정확한 분석보다는 부정확하더라도 직관적이고 효율적인 분석에 기반한다는 것이다. 이러한 경향은 특징적이고 직관적인 정보가 판단에 미치는 영향을 실제로보다 강조하여, 체계적 오류를 이끌어낼 수 있다.

Kahneman, Tversky(1973a, 1973b, 1974) 등은 행동주의적 실험을 통해서 이를 증명하였다. 그들은 불확실성 하에서 사람들의 판단이 합리적 분석보다는 어렵짐작에 더 가까우며, 특히 이해하기 쉬운 상징적 정보에 크게 의존하는 오류를 범한다는 것을 보여주고 있다. 이런 경우, 시장 참여자들을 완전한 지성을 갖춘 존재로 묘사하는 것보다, 그들이 불확실성 하에서 판단하는 법칙 자체를 모형화하는 쪽이 나을 것이다.

마지막으로, Arthur(1995)는 자산 가격이 가격 변화에 대한 기대 자체에 영향을 받는다는 것을 고려하면, 시장에 대한 객관적 파악이 구조적으로 불가능하다는 것을 보여주고 있다. 자산 가치를 파악하기 위해서는 다른 시장 참여자의 견해가 어떻게 형성되는지에 대해서도 알 수 있어야 하는데, 다른 참여자의 견해 역시 나의 견해를 다시 참조하므로 이때 일종의 물고 물리는 상호 참조 관계가 형성된다는 것이다. 이러한 상호 참조성은 동일한 실물적 조건 하에서도 다양한 상태의 균형점이 있을 수 있다는 것을 의미하므로, 결과적으로 기초자산가치란 객관적으로 존재하지 않을 것이다.

VI. 가격의 역할과 구성의 오류

위에서 제시된 바와 같이, 제한적 합리성에 입각한 견해들은 시장 참여자가 부동산의 기초자산가치를 객관적·독립적으로 파악하는 것이 현실적으로 어렵다는 것을 지적하고 있다. 예를 들어, 어떤 주택 근처에 영화관이 있다던지, 이자율이 5%라던지, 도시 인구가 10만이라던지 하는 정보들을 아무리 모은다고 해도, 그 정보들이 그 주택의 기초가치가 얼마인지를 객관적으로 말해주지 않는다는 것이다.

이러한 견해와 합리적 기대 가설이 결정적으로 다른 점은 가격의 역할에 있다. 현실의 경제주체들은 시장을 직접 관찰할 수 없기 때문에, 시장 가격은 언제나 가장 중요한 정보 중 하나가 된다. 가격은 각각의 시장 참여자에게 그가 직접 관찰할 수 없는 다른 참여자들의 상태와 정보를 드러내는 통로가 되기 때문이다 (Grossman(1989)).

하지만, 합리적 기대 가설 하에서는 정보로써의 가격의 역할이 그다지 강조되지 않는다. 시장 참여자들은 관찰되는 정보를 통하여 시장의 구조와 원리를 완전히 파악할 수 있으며, 따라서 부동산 가격과 그 부동산의 기초자산가치가 서로 독립적으로 비교 가능한 것처럼 묘사된다. 다른 말로 하면, 합리적 기대 하에서 시장 참여자들은 주택가격이 변할 때 그것이 어떤 이유로 변했는지 그것이 적절한지 등을 (그 가격 변화와 별개로) 객관적으로 판단할 수 있다. 이것은 시장에서 관찰되는 주택가격이 그 기초자산가치를 파악(또는 예측)하는 데에 영향을 주지 않는다는 가정과도 같다.

반면 제한적 합리성 하에서 가격은 경제주체의 예측에 직접적인 영향을 미친다. 이 경우 경제주체는 주택 시장의 원리와 상태를 독자적으로 알 수 없기 때문에, 가격을 통해 직접 파악하지 못한 요소들을 추론해야만 한다. 즉, 제한적 합리성 하에서 경제주체는 부동산 가격과 기초자산가치 또는 시장의 상태를 객관적으로 비교할 수 없다. 가격을 통해 시장의 상태를 추론하면서, 동시에 시장의 상태를 통해 다시 가격을 추론할 수는 없기 때문이다.

이때 시장 참여자들은 일종의 구성의 오류에 빠질 수 있다. 구성의 오류란 부분적 성립의 원리를 전체적 성립으로 확대 추론하는 것을 의미한다. 개별 경제주체의 행동이 전체 시장에 직접 미치는 영향은 미미하다. 특히 시장의 상태를 직접 관찰할 수 없는 개별 주체의 관점에서는 그가 관찰하는 정보가 그의 의사결정과 독립적으로 주어지는 것 같이 느껴질 수 있다. 이런 경우 개별 시장 참여자들은 과거 부동산 가격 추이를 (마치 외생적 정보처럼) 실물 시장의 변화를 반영하는 것처럼 해석하는 한편, 그 정보로 인한 행위가 추후에 그 정보에 다시 어떤 영향을 미칠지에 대해서는 사전에 고려하기 어렵다.

가격은 개별 경제주체의 의사결정이 모여 나타난 내생적 결과이다. 부동산은 일반 내구재 소비와 달리 투자적 성격을 가지고 있으며, 구매 동기에 그것의 미래 가격이 고려되는 것은 자연스러운 일이다. 이때 (주택가격

상승에 대한)기대가 평균적으로 상승하면 그것을 반영한 주택가격도 상승하게 된다. 그러나 개별 경제주체의 관점에서는 내가 기대치를 상향한 것이 시장에 어떤 영향을 어느 정도로 미치는지를 인지하면서 행동하기 힘들다. 관찰된 주택가격 변화는 그것이 실질 가치 변동에 의한 것인지 미래 가치에 대한 기대 변동 때문인지에 따라 미래 시장 변화에 대해 다른 함의를 내포한다는 것을 생각해보자. 만약 사람들이 부동산의 기초가치를 시장 가격과 독립적으로 파악할 수 있다면, 시장 변화와 가격 변화의 인과관계를 정확히 구분할 수 있었을 것이다. 하지만, 그것을 구분하는 것이 불가능할 때, 사람들은 기대 상승에 따른 가격 상승을 실물 시장의 추세 변동으로 오해할 수 있다.

이처럼 집단적 의사결정이 미치는 영향을 정확히 반영하지 못하는 경우 사람들은 관찰되는 가격 정보에 대해 왜곡된 해석을 내릴 수 있으며, 결국 스스로 만들어낸 정보에 대한 반응으로 다시 정보를 만들어내는 피드백이 나타나게 된다. 시장에서 새로 관찰된 가격 변동이, 기존에 관찰되던 가격 변화 추세에 비해 높았다고 해보자. 사람들은 새로 관찰된 가격 움직임을 정보에 포함시킬 것이며, 그것을 반영한 (미래 가격 변화에 대한)기대는 이전보다 더 높을 수 있다. 그리고 이 기대를 반영한 다음 시점의 가격은 이전보다 더 높아질 것이다. 이는 그들이 다음 기에 다시 가격 상승을 관찰하게 될 것임을 의미한다. 이러한 피드백은 관찰되는 가격 상승이 그들의 기대 수준을 상회하는 한 지속될 것이며, 결과적으로 기대 수준과 가격의 추세적 상승을 일으키게 된다. 이것은 부동산 가격이 실제 가치에서 크게 이탈할 수도 있음을 의미한다.

일반 소비재 시장에서는 나타나지 않는 현상인 버블이 주택 시장 등에서 나타나는 이유가 이것이다. 음식이나 서비스 등과 같은 소비재 시장과 부동산 시장을 비교해보자. 일반적으로 소비재 구매의 주요 동기는 현재의 효용 획득이다. 이러한 재화의 수요에는 선호나 현재의 가격처럼 수요 행위의 결과로 파생되는 시장 변화와 독립적인 요소들이 주요한 역할을 한다. 그러므로 일반적인 소비재의 가격 변화는 실물 시장 환경의 변화를 그대로 반영할 가능성이 크다.

반면, 주택 수요는 미래 가격 상승에 따른 매매 차익에 크게 영향을 받는다. 시장 참여자들이 기대 상승에 따른 가격 상승을 실물 시장의 추세 변동으로 오해하고, 그에 따라 기대치를 반복적으로 재조정하여 가격에 반영하는 한 주택가격은 실물적 균형점에서 동태적, 반복적으로 이탈할 수 있게 된다.

아래 [그림 6]은 각 소비재와 주택가격의 동태적 순환성을 비교하고 있다. 그림은 밴드패스필터(Butterworth filter)를 통해 각 가격지수의 로그값에서 장기 변화 추세(15년 이상의 순환주기)를 제거한 중단기의 동태 변동성만을 표시하는데, 그 중 주택 매매 가격만이 지속성이 있는 큰 폭의 순환성을 드러내고 있음을 알 수 있다.

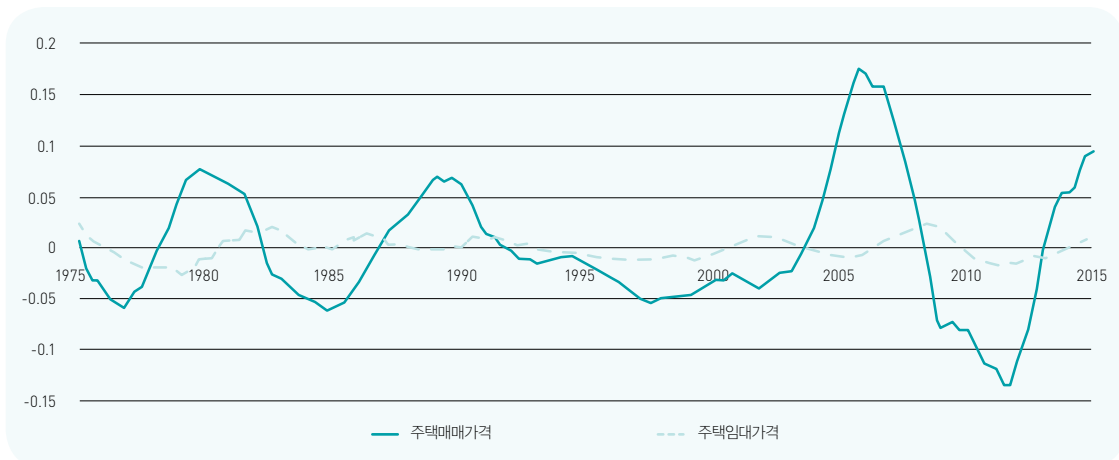
[그림 6] 부동산과 소비재 가격의 순환성



자료 : Case-Shiller Home Price Index, CPI 바탕으로 자체 계산

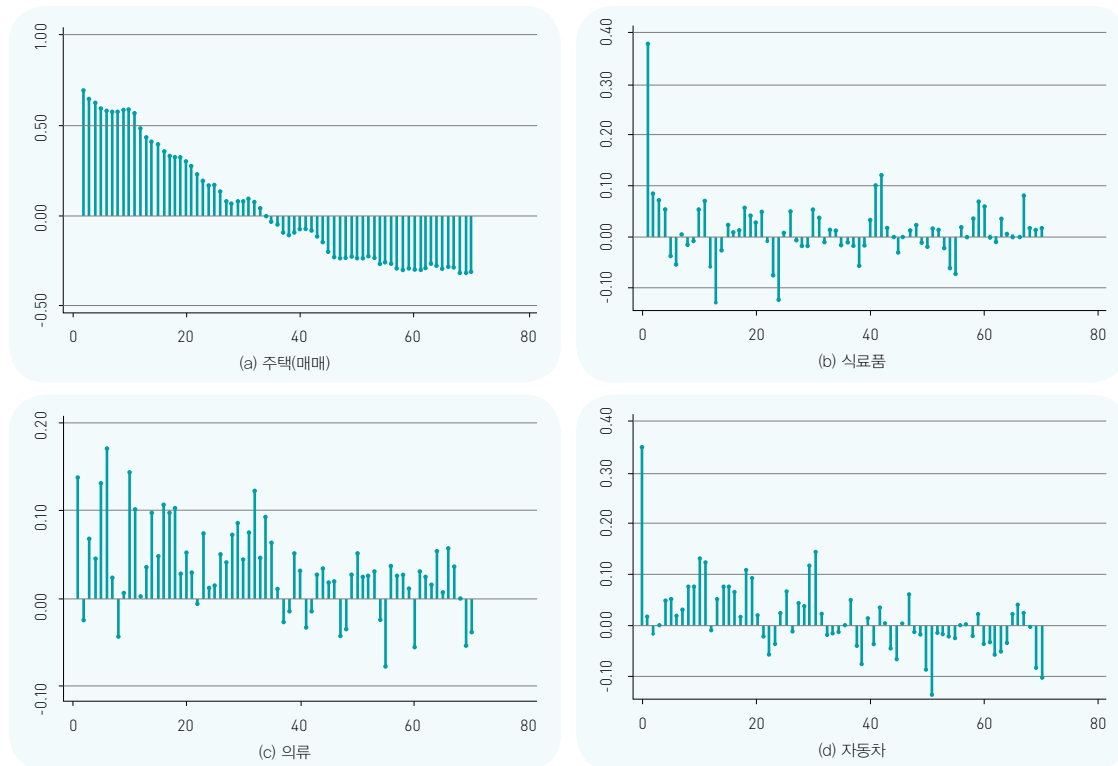
[그림 7]에서는 중단기 주택 매매가격과 임대가격의 변동성을 비교하였다. 그림에서 진한 녹색 실선은 [그림 6]과 동일한 필터를 사용해 장기추세를 제거한 주택매매가격의 로그값을, 푸른 점선은 장기추세를 제거한 주택임대가격의 로그값을 의미한다. 이때 임대 가격은 미국 소비자물가지수의 주거용 주택 임대 가격 지수를 사용하였다. 그림에서 확인할 수 있듯이, 주택 매매가격은 큰 폭의 변동성을 띄는 반면 임대 가격은 안정적인 움직임을 보인다. 주택 시장과 관련한 실물적 변화(인구, 소득 등)는 매매가격뿐 아니라 그 사용가치인 임대가격에도 영향을 미칠 것임을 감안하면, 매매가격의 동태적 특성과 임대가격 동태 간 차이는 기대자본차익에 의해 발생한 것으로 유추할 수 있다. 아래 그림에서 나타나는 주택 매매 가격의 뚜렷한 순환성은 가격 상승에 대한 기대의 추이를 간접적으로 드러내고 있으며, 동시에 그것이 매매가격 변동성을 주도했다는 것이다.

[그림 7] 주택 매매가격과 임대 가격의 변동성



자료 : Case-Shiller Home Price Index, CPI 바탕으로 자체 계산

[그림 8] 부동산과 소비재 가격 변화의 계열 상관성(미국)



자료 : Case-Shiller Home Price Index, CPI 바탕으로 자체 계산

계열 상관성을 통해 이러한 가격-기대 간 피드백의 존재 여부를 간접적으로 확인해볼 수 있을 것이다. 계열 상관성이란 시점 t 의 가격 움직임(단위: %)과 시점 $t-x$ 의 가격 움직임 간의 상관계수를 각 x 별로 측정하는 것이다. 만약 시점 t 의 주택가격 변동이 다음 기에 아무런 영향을 주지 못한다면, 계열 상관성은 0 주변에서 매우 불규칙한 형태로 나타날 것이다. 반면, 만약 시점 t 의 주택가격 변동이 다음 시점의 기대에 영향을 줌으로써 다시 유사한 가격 변동을 일으킨다면, 계열 상관성이 뚜렷한 양의 값을 갖게 될 것이다.

아래 [그림 8]은 식료품, 의류, 자동차 등의 소비재와 주택 매매가격의 계열 상관성을 표시한 것이다. 각 계열 상관성은 미국 소비자 물가 지수의 재화별 항목과 Case-Shiller 주택가격 지수를 총소비자 물가 지수로 나눈 실질 가격을 기준으로 구성되었다. 그림에서 횡축의 눈금 1은 1개월 전을 의미하고 종축은 상관계수의 크기를 의미한다.

식료품, 의류, 자동차 가격 변화의 경우 특별한 계열 상관성이 드러나지 않는 데에 비해, 부동산 가격 변화의 경우 선명한 계열 상관성이 드러나는 것을 확인할 수 있다. 주택가격의 움직임은 가까운 시점의 가격 움직임에 대해서는 매우 뚜렷한 정의 관계를 갖고 있으며, 보다 먼 시점의 움직임과는 뚜렷한 음의 관계를 나타내고 있다. 즉, 어떤 시점의 가격 움직임은 그 다음 시점의 유사한 가격 움직임을 다시 견인하는 경향이 있을 뿐 아니라, 일정 기간 이후 역방향의 가격 움직임을 다시 유발한다는 것을 의미한다.

이처럼 주택 시장에서 가격 변화의 계열 상관성이 있다는 것은 여러 연구들에 의해 지적되어 왔다. 잘 알려진 연구로는 Case, Shiller(1989, 1990)가 있다. 그들의 논문은 1970년부터 1986년까지 미국 애틀랜타, 시카고, 달라스, 샌프란시스코의 단독 주택가격을 반복매매가격(repeat sales price)에 기초하여 측정하고, 시계열 상관성 등을 검증한 것이다. 이 논문을 통해 그들은 특정 시점에서의 실질 주택가격 변화율(1년)이 그 이후 같은 방향의 주택가격 변화로 이어진다는 것을 발견하였다.

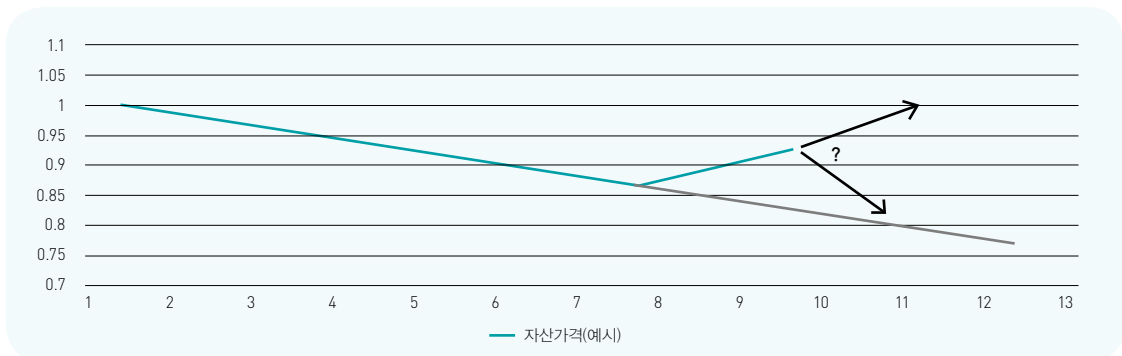
이와 유사한 내용이 Abraham, Hendershott (1994), Meese, Wallace (1994), Black, Fraser, Hoesli (2006), Glindro, et al. (2011)에서도 다루어졌다. 특히, Glindro, et al. (2011)은 이러한 분석을 아시아 태평양지역 9개국에 적용하여 유사한 결과를 보여주고 있다.

Ⅶ. 견해 간 이질성과 공매도 제약

적응적 기대가 자산 가격 거품을 유발한다는 견해에 한 가지 질문이 제기될 수 있다. 제한적 합리성 하에서는 객관적 기준이 없기 때문에, 과거 가격 추세를 예측에 이용할 때 어느 정도의 과거 추세를 이용할 것인가는 사람마다 다를 것이다.

예를 들어, 아래 [그림 9]을 참고해 보자. 횡축은 시점의 변화, 종축은 가격을 의미한다. 그림에서 8기까지는 가격이 완만하게 하락하다가 9, 10기에 급격한 상승 추세로 전환하였다. 이때 어떤 사람이 시점 10에서 과거 추세를 통해 11기의 가격을 예측한다면 어떤 예측을 할까? 만약 그가 11기 이후에도 9, 10기의 추세가 지속될 것이라고 믿는다면 뚜렷한 가격 상승을 예측할 것이다. 하지만 만약 그가 9기 이전의 8기간 동안 계속되었던 추세가 진짜 시장의 흐름이라고 믿는다면 9, 10기에 상승했던 가격은 장기 균형으로 회귀하기 위해 11기에 떨어질 것이라고 예측하기 쉽다.

[그림 9] 자산 가격 변동(예시)



동일한 과거 가격 추세를 관찰하더라도, 객관적 기준이 없는 한 사람들은 다른 해석을 할 수 있고, 결과적으로 정 반대의 결론을 낼 수도 있다. 이처럼 사람들의 의견이 상반되는 경우, 관찰되는 가격 추세가 변했다고 해도 시장 참여자 전체의 평균적인 기대 수익률은 큰 변화가 없을 것이다.

그런데 어떻게 가격 변화에 따른 기대 변화가 시장 변동성을 주도할 수 있는가?

이러한 질문에 대한 설명은 Miller(1977) 등에서 찾을 수 있다. 그가 제시하고 있는 것은, 주택과 같이 투자자들이 공매도를 취할 수 없는 자산 시장에서는 수익률에 대한 평균적 기대보다 얼마나 낙관적인 기대를 하는 사람이 많은 지가 더 중요하다는 것이다.

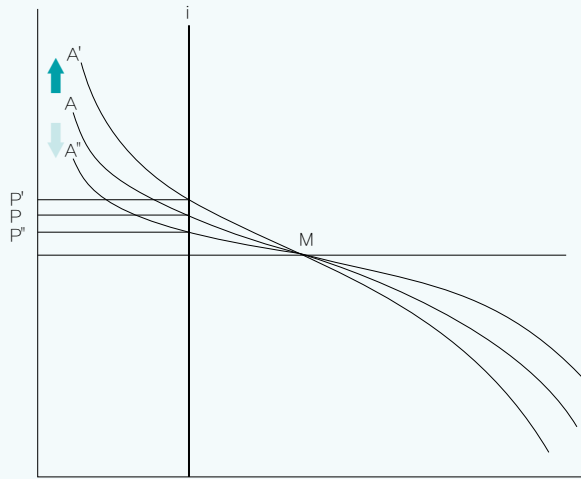
주류 경제학 모형에서는 자산 가격이 평균적인 시장 참여자의 기대를 반영한다고 가정된다. 이것은 자산 시장에서 평균보다 높은 기대를 가진 사람의 행위가 평균보다 낮은 기대를 가진 사람의 반대 행위에 의해 상쇄됨을 전제한 것으로, 투자자들이 시장에서 자산을 공매도 할 수 있을 때 잘 성립한다.

그러나 주택 시장에서 공매도는 원천적으로 제한되어 있다. 시장에서 거래되는 모든 부동산은 각각의 고유성을 가진 비동질적 재화이며, 이것은 실제로 그 부동산을 갖지 않은 사람은 공매한 자산을 다시 시장에서 구입할 수 없다는 것을 의미한다. 더군다나 부동산과 같이 개별 자산의 고유성이 명확한 경우, 공매도를 그 부동산의 소유권자가 받아들일 리가 없을 것이다.

이와 같은 자산 시장에서는 자산의 균형 가격이 평균적 참여자의 기대를 반영하는 것이 아니다. 간단한 예를 들어볼 수 있다. 1년 뒤에 되팔 수 있는 어떤 자산 X가 있다고 가정해보자. 잠재적 투자자들은 투자로 인한 최종 수익만을 극대화하려 하며, 한 사람 당 한 단위의 자산을 구입할 수 있다고 하자. 그리고 이때 자산을 갖고 있지 않는 사람이 그 자산을 매각하는 행위(공매도)는 할 수 없다고 하자.

불확실성 하에서, 잠재적 투자자들은 1년 뒤 자산 가치에 대해 저마다 다른 예측을 갖고 있을 것이다. [그림 10]을 참고해보자. 그림에서 곡선 A는 1년 뒤의 자산 가격이 어떤 값(세로축) 이상이 될 것임을 예상하는 투자자의 수를 누적적으로 표시한 것이다. 동시에 그 그림은 해당 가격에서 자산을 구입할 의지가 있는 투자자의 수를 나타낼 것이다.

[그림 10] Miller(1977) 모형의 예시



만약 자산의 공급량이 i 로 고정되어 있다면, 자산은 i 명의 가장 낙관적 기대를 갖는 투자자들에게 할당될 것이다. 시장 참여자들이 갖는 기대의 분포가 A 인 경우를 생각해보자. 만약 자산 가격이 P 보다 낮다면 공급량보다 많은 수요자가 나타날 것이고, 그것보다 높다면 수요가 공급에 미치지 못할 것이다. 따라서 이때의 자산 가격은 P 에서 결정된다.

이때 시장 청산 가격 P 는 잠재적 투자자 전체의 평균적 기대 자산 가치인 M 보다 높다는 것을 알 수 있다. 이러한 현상은 잠재적 투자자 전부에겐 자산이 고르게 분포되는 것이 아니라 그 중 가장 높은 기대를 갖는 투자자 순으로 할당되기 때문이다. 즉, 자산 가격은 시장 참여자들 중에서 상대적으로 높은 기대를 가진 사람들의 수요에 의해 결정된다는 것이다.

만약 잠재적 투자자들이 음수의 수요를 할 수 있다면, 자산 가격은 전체 집단의 평균적 기대에 의해 결정되었을 것이다. 그러나 부동산 시장에서는 공매도가 불가능하며, 부정적 기대를 가진 사람들이 얼마나 부정적 인지에 대해서는 시장에 적극적으로 표출되지 않는다. 정리하면, 관찰되는 가격 변동이 평균적인 기대 수준에 미치는 영향은 별로 없더라도, 그것이 낙관적 투자자들에게 어떤 영향을 주느냐에 따라 가격에 주요한 영향을 미칠 수 있다는 것이다.

다시 앞의 [그림 10]에서 예로 든 상황으로 돌아오면, 이는 부동산 거품의 형성 또는 붕괴에 모멘텀 투자자가 큰 역할을 한다는 것을 의미한다. 상대적으로 비관적 견해를 갖는 사람들은 관찰된 가격 상승이 단기적으로 추세 이탈일 뿐 이후에는 오히려 큰 낙폭을 보일 것이라고 예측할 수 있다. 그러나 이러한 견해는 실질적으로 투자시장에 큰 영향을 미치지 않는다. 반면, 추세 이탈적 가격 상승이 관측되면, 이를 추세 자체가 전환한

것으로 해석하는 낙관적 투자자들이 증가할 수 있으며, 이는 자산에 대한 투자 수요를 직접적으로 증가시킴으로써 다시 가격 상승을 불러올 수 있게 된다.

Piazessi, Schnider(2009)는 이와 같은 주택 시장의 특성을 감안할 때, 소수의 투기적 행위자가 가격 버블을 크게 일으킬 수 있음을 제시하였다. 특히 그들은 직접 조사 자료를 분석한 결과, 미국 주택가격의 고점인 2005년에 미래 주택가격 상승이 계속 이어질 것으로 예상하는 추세적 투자자의 비율이 최고치에 달했으며, 이때 견해(주택가격 변화에 대한) 간 불일치 역시 높았음을 지적하였다.

VIII. 신용의 역할

위와 같은 요소들을 고려할 때, 신용의 역할이 매우 중요함을 알 수 있다. 앞에서도 언급되었듯이, 부동산 시장에 공매도 제약이 있다는 것은 상대적으로 낙관적 기대를 가진 사람들이 시장을 주도한다는 것을 의미한다. 그렇다면, 낙관적 투자자들의 구매력에 영향을 줄 수 있는 환경적 변화는 시장 균형에 영향을 직접적으로 미칠 수 있다는 것을 유추할 수 있다.

부동산이 신용 대출의 담보가 된다는 점 때문에, 신용 제약의 완화 정도는 투자자들 간의 구매력에 영향을 미칠 수 있다. 주택 시장에 서로 다른 전망을 갖는 시장 참여자들 간의 횡단적 대출 거래를 떠올려보자. 시중 이자율보다 주택가격 상승률이 더 높을 거라고 믿는 사람들은 최대한 대출을 받아 집을 사려 할 것이다. 반면, 이자율이 주택가격 상승보다 높을 것이라고 생각하는 사람들은 주택을 직접 사기보다 은행에 돈을 맡기려는 경향이 강할 것이다. 후자의 자금은 은행을 통해 전자에게 대출되기 때문에, 결과적으로 후자는 전자에게 자금을 대출하는 상황이 된다. 이때 신용 조건이 변화하여(예를 들어 담보가치비율이 증가하여), 사람들이 동일한 조건에서 더 많은 주택담보대출을 받을 수 있게 되었다고 하자. 이러한 변화는 레버리지를 통해 주택에 투자하려는 사람들의 주택 구매력을 선택적으로 증가시킨다. 그리고 이러한 사람이란 주택가격에 대해 더 낙관적인 전망을 하는 사람들을 의미한다. 결국 이는 균형 주택가격에 반영될 평균적 기대의 수준에 영향을 미친다.

이것이 함의하는 바는 다음과 같다. 만약 부동산 시장이 비이성적 과열 조짐을 보이거나 공포에 사로잡혀 있는 경우, 신용 조건의 역행적 조절을 통해 그것을 안정화시킬 수 있다는 것이다. 반대로, 시장이 과열 조짐을 보이는 와중에 규제를 완화하거나 과냉 조짐을 보이는 중에 규제를 강화하는 조치는 가격 변동성을 더욱 크게 유발할 수 있다.

많은 연구들은 실제로 미국의 주택 붐 당시 신용 기준이 지나치게 완화되었고, 그것이 가격 거품에 크게 일조

하였다는 의견을 제시한다. 예를 들면, Mian, Sufi(2015)는 미국 주택 버블이 고조되는 시기에는 기존에 대출을 받기 힘들었던 한계적 대출자들까지도 쉽게 돈을 빌릴 수 있었다는 것을 제시하면서, 주택 신용의 과도한 팽창이 주택가격 상승을 주도하였다고 주장하였다. 그들은 2002년부터 2005년까지 신용 점수가 상대적으로 낮은 지역에 급격한 대출 붐이 나타났으며, 그것의 결과로 주택가격 상승이 나타났다는 점에 주목하였다.

또한, Rajan(2010)은 80년대 이후 미국 정부의 신용 정책이 금융 기관의 규제를 풀고 가계 신용의 제약을 느슨하게 만드는 데에만 집중되었다고 지적하고 있다. 그는 1977년 지역재투자법(Community Reinvestment Act), 1980년 예금기관 규제완화 및 통화통제법(Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act), 1982년 간-세인트 저메인 예금기관법(Garn-St. Germain Depository Institutions Acts), FHA의 주택담보대출 보증 강화 기조 등이 주택가격 상승에 일조하였음을 주장하였다.

이밖에도 여러 연구들(Mian, Sufi(2009), Muellbauer, Duca(2010), Demyanyk, Hemert(2011) 등)은 미국의 주택가격이 급격히 상승하던 2000년대 초중반에, 소득 등의 실질적 상환 능력보다는 담보 가치 상승에만 의존한 대출이 성행하였고 그 결과로 담보대출비용이 크게 상승하였다는 것을 지적하고 있다. 예를 들어 Mian, Sufi(2009)는 주택 붐 당시 상환 능력이 없는 가계들도 아예 착수금 없이 집을 구매하는 경우가 많았음을 지적하였다.

이러한 연구들은 단순히 신용 팽창이 긍정적 또는 부정적 역할을 한다는 것이 아니라, 부동산 시장이 호황일 때 추가적으로 나타난 신용 조건 완화가 주택 시장을 과열적 양상으로 몰아갔다는 것을 지적하고 있는 것이다. 만약 신용 완화가 주택가격이 떨어지려는 시점에 나타났다면, 이는 시장의 급격한 변동성을 완화하는 역할을 했을 가능성이 크다. 반대로 주택 시장이 불황으로 접어드는 시점에 급격한 신용 수축이 동반된다면, 가격의 하락폭은 더욱 크게 나타날 것이다. 그러므로 신용 조건이 적절한 기조를 유지하기 위해서는 부동산 시장이 현재 어떤 상태에 있는지를 파악하는 것이 무엇보다 중요하다.

IX. 정리 및 시사점

본문은 합리적 기대 가설과 그에 대비되는 제한적 합리성 가설을 고찰하고, 이것이 주택시장의 분석에 있어 어떤 차이를 가져오는지 분석하였다. 특히, 본문은 제한적 합리성 하에서 주택 시장에 (가격 상승에 대한) 기대-가격 간 피드백이 나타나는 원리를 설명하였다. 이것은 부동산 가격이 때때로 실물적 시장 가치보다 과열적(과냉적) 양상을 보일 수 있다는 것을 시사하고 있다. 이러한 현상이 나타나는 이유는 매매차익에 대한 낙관적 기대와 시장에서 관찰되는 가격 변화가 반복적으로 호응하기 때문이므로, 과열(또는 과냉) 현상이 나타나는 초기에 적절한 조치를 취하는 것이 관건일 것이다.

그러나 주택 시장이 제한적 합리성 하에 있다는 말은 곧 그 적정가치를 추정하는 방식이 객관적으로 알려져 있지 않다는 것과 동일하다. 그러므로 이때 주택 시장의 과열 여부에 대한 진단은 본질적으로 주관적일 수밖에 없다. 그럼에도 불구하고 시장이 과열(또는 과냉)될 수 있다는 것을 염두에 두고 있는 것과 아닌 것은 정책적 접근 방식에 큰 차이를 수반할 것이다. 그러므로 앞으로는 부동산 시장이 과열(또는 과냉) 상태에 있는지를 파악하는 방법에 대해 보다 풍부한 연구가 축적되는 것이 중요하다. 특히, 버블이 본질적으로 매매차익에 대한 기대의 과열 현상이라는 것을 고려하면, 주택 시장 참여자들의 기대 수준이 어느 정도인지, 그것이 시장에 어떻게 반영되어 있는지 등을 추정할 수 있는 도구가 다양하게 마련되어야 할 것으로 보인다.

지역 또는 시점 간 PIR(Price to Income Ratio), PRR(Price to Rent Ratio)의 비교를 통해 과열 여부를 짐작하는 방법이 일반적으로 사용되나, 경제적 환경에 따라 PIR, PRR의 정상상태가 다를 수 있기 때문에 자료 해석이 임의적으로 이루어진다. 이를 보완하기 위해, 자본시장 균형함수를 통해 실거래 매매가격 자료를 해석하는 방법도 고려해 볼 수 있다. 자본시장 균형함수란, 투자자들의 행위에 의해 주택 보유에 수반되는 비용(기회비용을 포함)과 편익이 일치하게 된다는 것을 의미한다. 주택 보유 비용인 수리비·세금·자본시장 수익률(기회비용) 등과 보유에 따른 편익인 임대 수익률 등을 비교하면 그 차분은 시세차익에 대한 기대로 해석할 수 있다는 것이다. 그러나 이 역시 분석자에 따라 균형식에 대한 가정이 다를 수 있다는 부분에서 주관적인 해석의 일종으로 보아야 할 것이다. 설문조사를 통해 주택구매동기 또는 기대 수준의 추이를 직접 관찰하는 것도 좋은 보완적 방법이 될 수 있다. 만약 시세차익만을 추구하는 수요의 비중이 증가하면서 가격 상승이 동반되는 경우, 거품 형성 및 붕괴를 유발할 가능성이 높음을 짐작할 수 있을 것이다.

〈참고문헌〉

- Abraham, J. M., & Hendershott, P. H. (1994). Bubbles in metropolitan housing markets (No. w4774). National Bureau of Economic Research.
- Arthur, W. B. (1995). Complexity in economic and financial markets: Behind the physical institutions and technologies of the marketplace lie the beliefs and expectations of real human beings, *Complexity*, 1(1), 20–25.
- Black, A., Fraser, P., & Hoesli, M. (2006). House prices, fundamentals and bubbles, *Journal of Business Finance & Accounting*, 33(9–10), 1535–1555.
- Case, K. E., & Shiller, R. J. (1989). The Efficiency of the Market for Single-Family Homes, *The American Economic Review*, 125–137.
- —. (1990). Forecasting Prices and Excess Returns in the Housing Market (No. w3368). National Bureau of Economic Research.
- Case, K. E., Shiller, R. J., & Thompson, A. (2012). What have they been thinking? Home buyer behavior in hot and cold markets (No. w18400). National Bureau of Economic Research.
- Demyanyk, Y., & Van Hemert, O. (2011). Understanding the subprime mortgage crisis, *Review of Financial Studies*, 24(6), 1848–1880.
- Duca, J. V., Muellbauer, J., & Murphy, A. (2010). Housing markets and the financial crisis of 2007?2009: lessons for the future, *Journal of Financial Stability*, 6(4), 203–217.
- Geanakoplos, J. (2010). The leverage cycle. In *NBER Macroeconomics Annual 2009*, Volume 24 (pp. 1–65). University of Chicago Press.
- Glindro, E. T., Subhanij, T., Szeto, J., & Zhu, H. (2011). Determinants of house prices in nine Asia-Pacific economies, *International Journal of Central Banking*, 7(3), 163–204.
- Greenwood, R., & Shleifer, A. (2014). Expectations of returns and expected returns, *Review of Financial Studies*, hht082.
- Grossman, S. J., (1989), *The informational role of prices*, MIT Press.
- Iacoviello, M. (2005). House prices, borrowing constraints, and monetary policy in the business cycle, *American economic review*, 739–764.
- Iacoviello, M., & Neri, S. (2010). Housing Market Spillovers: Evidence from an Estimated DSGE Model, *American Economic Journal: Macroeconomics*, 2(2), 125–164.
- Mayer, C., & Sinai, T. (2009). *US house price dynamics and behavioral finance. Policy Making Insights from Behavioral Economics*, Boston, Mass: Federal Reserve Bank of Boston.
- Meese, R., & Wallace, N. (1994). Testing the present value relation for housing prices: Should I leave my house in San Francisco?, *Journal of urban economics*, 35(3), 245–266.
- Mian, A., & Sufi, A. (2009). The Consequences of Mortgage Credit Expansion: Evidence from the US Mortgage Default Crisis, *Quarterly Journal of Economics*, 124(4).
- — (2010), “Household Leverage and the Recession of 2007 to 2009”, National Bureau of Economic Research Working Paper No. 15892.
- — (2011), “House Prices, Home Equity-Based Borrowing, and the US Household Leverage Crisis”, *American Economic Review*, 101(5), 2132–56.
- — (2015). *House of Debt: How They (and You) Caused the Great Recession, and How We Can Prevent It from Happening Again*, University of Chicago Press.
- Miller, E. M. (1977). Risk, uncertainty, and divergence of opinion, *The Journal of Finance*, 32(4), 1151–1168.

- Muellbauer, J., & Murphy, A. (2008). Housing markets and the economy: the assessment. *Oxford review of economic policy*, 24(1), 1–33.
- Piazzesi, M., & Schneider, M. (2009). Momentum traders in the housing market: survey evidence and a search model (No. w14669). National Bureau of Economic Research.
- Rajan, R. G. (2010). *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*. Princeton University Press.
- Shiller, J.C. (1990): Speculative Prices and Popular Models. *Journal of Economic Perspectives* 42, 55–65.
- Shiller, J.C. (2015). *Irrational exuberance*. Princeton University Press.
- Simon, H. A. (1957) *Models of Man, Social and Rational: Mathematical Essays on Rational Human Behavior in a Social Setting*. New York: John Wiley and Sons.
- Tirole, J. (1982). On the possibility of speculation under rational expectations. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 1163–1181.
- Kahneman, D. & Tversky, A. (1973a). Availability: A heuristic for judging frequency and probability. *Cognitive psychology*, 5(2), 207–232.
- – (1973b). On the psychology of prediction. *Psychological review*, 80(4), 237.
- – (1974). Judgment under uncertainty: Heuristics and biases. *science*, 185(4157), 1124–1131.
- Xiong, W. (2013). Bubbles, crises, and heterogeneous beliefs (No. w18905). National Bureau of Economic Research.

| 수록 월 | 제목 | 필자 |
|-----------|--|---------------------------------------|
| 2004년 8월 | 공사 설립 취지 및 배경 | 종합기획부/ 한국주택금융공사 |
| | 유동화제도 | 유동화기획부/ 한국주택금융공사 |
| | 주택금융신용보증제도 | 신용보증부/ 한국주택금융공사 |
| 2004년 9월 | 모기지 시장의 원활한 정착을 위한 제언 | 고성수/ 건국대학교 부동산학과 교수 |
| | 중도금연계 모기지론 제도의 개요 | 유동화기획부, 신용보증부/ 한국주택금융공사 |
| | 최근 우리나라 주택시장의 변화와 주택금융제도의 발전 | 조사부/ 한국주택금융공사 |
| | 해외 주요 주택금융 전담기관의 업무현황 비교 | 장근익, 서승남/ 한국주택금융공사 종합기획부 중장기 경영전략 TF팀 |
| 2004년 10월 | 최근의 주택시장 상황에 대한 평가 | 손 욱/ 한국은행 정책기획국 차장 |
| | 우리나라 단기자금시장(Money Market)의 현황과 가격결정기능 제고방안 | 류창범/ 뱅크오브아메리카 서울지점 자금운영담당 상무 |
| | 호주의 주택금융시장 | 권경원/ 한국주택금융공사 리스크관리부장 |
| 2004년 11월 | 부동산시장의 선진화를 위한 정책방향 모색 | 손경환/ 국토연구원 토지주택연구실장 |
| | 2005년 부동산 시장 전망과 정책 과제 | 김현아/ 한국건설산업연구원 부연구위원 |
| | 모기지론 이용실태 조사결과 | 안홍찬/ 한국주택금융공사 유동화영업부 과장 |
| 2004년 12월 | 수도권 아파트 가격의 지역간 상관관계 분석 | 왕세종/ 한국건설산업연구원 연구위원 |
| | 한국경제 : 2004년 회고와 2005년 전망 | 장재철/ 삼성경제연구소 수석연구원 |
| | 미국 채권시장의 최근 동향 | 유석희/ 한국주택금융공사 조사부장대행 |
| 2005년 1월 | 2005년 이후 한국부동산 시장의 두 가지 문제 | 권혁부/ 대신경제연구소 책임연구원 |
| | MBS발행확대를 위한 모기지론의 활성화 방안 | 김진수, 이 선/ 연세대학교 도시공학과 3년 |
| | 학자금대출 지원제도의 개선방향과 정책과제 | 이중희/ 한국주택금융공사 유동화개발부장 |
| 2005년 2월 | 최근 주택시장의 변화와 향후 전망 | 김영진/ 내집마련정보사 대표이사 |
| | [주택법] 개정으로 달라지는 제도 | 박성재/ 한국주택금융공사 경영관리부 과장 |
| | 유럽의 주택 자가소유율 차이에 관한 비교분석 | 유석희/ 한국주택금융공사 조사부 조사연구1팀장 |
| 2005년 3월 | MBS시장의 활성화 방안 | 신일용/ 한국주택금융공사 조사부 전문역 |
| | 영국 주택금융시장의 현황과 시사점 | 유승동/ 한국주택금융공사 혁신기획실 대리 |
| 2005년 4월 | 주요국의 모기지보험제도 운용현황과 시사점 | 홍지영/ 한국주택금융공사 조사부 전문역 |
| | 「민사집행법」 주요 개정내용 | 백상우/ 한국주택금융공사 경영관리부 변호사 |
| 2005년 5월 | 프로젝트금융보증제도의 개요 | 차경만/ 한국주택금융공사 신용보증부 1팀장 |
| | 미국 주택금융의 개요와 특징 | 홍지영/ 한국주택금융공사 조사부 전문역 |
| 2005년 6월 | 주택저당채권가격 평가와 위험측정 | 이준희/ 숭실대학교 경영학부 교수 |
| | 미국 정부지원 주택금융기관의 최근현황과 시사점 | 유석희/ 한국주택금융공사 조사부 조사연구1팀장 |
| 2005년 7월 | 주택금융신용보증기금과 은행의 경영성과 | 이기영/ 경기대학교 경제학부 교수 |
| | 국채시장 활성화방안과 장기채시장에 대한 전망 | 신일용/ 한국주택금융공사 조사부 전문역 |
| 2005년 8월 | 주택경매에서의 말소되지 않는 권리에 대한 고찰 | 윤 경/ 사법연수원 교수 · 부장판사 |
| | 새로운 학자금대출제도의 소개 | 정정일/ 한국주택금융공사 학자금유동화부 학자금발행팀장 |
| 2005년 9월 | 명의대여여신에 있어서의 법률관계 | 박영복/ 한국외국어대학교 법과대학 교수 |
| | 바젤Ⅱ 도입에 따른 모기지 보험의 역할 | 유승동/ 한국주택금융공사 혁신기획실 과장 |
| 2005년 10월 | 우리나라의 역모기지론 취급현황 및 활성화 방안 | 조태식/ 한국은행 금융안정분석국 차장 |
| | 통합도산법의 주요내용 | 이무홍/ 한국주택금융공사 업무지원부 법무팀장 |
| 2005년 11월 | 2006년 금리 전망 | 서철수/ 대우증권 선임연구원 |
| | 일본의 공적 역모기지제도 현황 | 윤정환/ 한국주택금융공사 주택신용보증부 신사업추진 T/F 팀장 |
| 2005년 12월 | 우리 經濟의 最近 動向 및 2006年 展望 | 서원석/ 한국은행 조사국 차장 |
| | 주요국의 최근 주택시장 동향 | 조점호/ 한국주택금융공사 조사부 과장 |
| 2006년 1월 | 가계의 금융자산 · 부채, 부채부담능력 및 부채조정 | 홍경식/ 한국은행 정책기획국 과장 |
| | 미국 모기지시장에 현존하는 위험과 시사점 | 유석희/ 한국주택금융공사 조사부 조사연구1팀장 |

| 수록 월 | 제목 | 필자 |
|-----------|--|--|
| 2006년 2월 | 보증기관에 의한 신용보증 | 박영복/ 한국외국어대학교 법과대학 교수 |
| | 정부의 부동산대책을 전후한 시장동향의 변화 | 홍지영/ 한국주택금융공사 조사부 전문역 |
| 2006년 3월 | 한국주택금융공사의 모기지보험시장 참여방안 | 고성수/ 건국대학교 부동산학과 교수 |
| | 선진국 부동산개발 및 자금조달 사례와 시사점 | 박민규 · 임효연/ 교보증권 프로젝트금융팀 과장 |
| 2006년 4월 | 미등기건물에 대한 대위등기신청 및 집행방법 | 윤 경/ 사법연수원 교수 · 부장판사 |
| | 우리나라 대출모집인 제도와 미국의 Mortgage Broker 제도 운영현황 | 신일용/ 한국주택금융공사 조사부 전문역 |
| 2006년 5월 | 미국의 주택가격 버블 붕괴 가능성과 거시경제변수 | 김영익/ 대신증권 리서치센터장 |
| | 공적보증 역모기지 정착을 위한 상품개발 방향 | 김갑태/ 한국주택금융공사 신사업추진T/F팀장 |
| 2006년 6월 | 후분양제도 시행과 프로젝트 금융의 활성화 방안 | 조성진/ 대우건설 프로젝트금융팀 부장 |
| | 공적보증 역모기지 거리모형의 이해 | 김갑태/ 한국주택금융공사 신사업추진T/F팀장 |
| 2006년 7월 | 장기 주택가격 전망에 관한 소고 | 손재영/ 건국대학교 부동산학과 교수 |
| | 미국 주택금융기관의 e-모기지 운영 현황 | 홍지영/ 한국주택금융공사 조사부 전문역 |
| 2006년 8월 | 한 · 미 FTA 서비스협상과 소비자 이익 | 신용상/ 한국금융연구원 연구위원 |
| 2006년 9월 | MBS 해외발행과 국내발행 비교 | 김종민/ 한국주택금융공사 유통화영업부 대리 |
| 2006년 10월 | 보증채무의 성립 및 그 범위에 관한 판례의 태도 | 박영복/ 한국외국어대학교 법과대학 교수 |
| | 주택금융 및 보증자리의론의 주요형태 | 조사부/ 한국주택금융공사 |
| 2006년 11월 | 아파트 특성요인이 아파트가격에 미치는 영향 | 이철순/ (주)외이즈에프엔 대표이사 |
| | 미국 모기지컴퍼니의 성장발전과 운영현황 | 유석희/ 한국주택금융공사 조사부 조사연구팀장 |
| 2006년 12월 | 최근의 경제상황 및 2007년 전망 | 김상기/ 한국은행 조사국 차장 |
| | 유럽의 주택금융 개요 | 홍지영/ 한국주택금융공사 조사부 대리 |
| 2007년 1월 | 2007년 주택 · 부동산 경기전망 | 강미석/ 한국건설산업연구원 연구위원 |
| | 학자금 대출금리와 유통화에 대한 이해 | 임남윤/ 한국주택금융공사 유통화영업부 대리 |
| 2007년 2월 | 저소득층에 대한 소액주택금융 : 기회와 한계 | 손 욱/ KDI 국제정책대학원 조교수 |
| | 역모기지의 대출종료확률에 관한 연구 | 미승렬/ 한국주택금융공사 주택연금보증부 연구위원 |
| 2007년 3월 | 미국 서브프라임 모기지 시장의 성장과 위기, 그리고 한국의 주택담보대출시장 상황 | 이중희/ 한국주택금융공사 조사부장 |
| | Excess Spread의 측정 및 활용에 관한 연구 | 장철영/ 한국신용정보 평가사업본부 S/F평가실 책임연구원 |
| 2007년 4월 | 주택담보대출 여신심사체계의 선진화 | 장순택/ 금융감독원 은행감독국 수석조사역 |
| | 신BIS협약 도입에 따른 주택담보대출 금융환경의 변화 | 김기성/ 한국주택금융공사 리스크관리부 대리 |
| 2007년 5월 | 부동산선물옵션의 이론과 사례 | 오성미/ 한국김정원 연구원 |
| | 「주택금융신용보증기금」 보증료 체계 개선에 관한 소고 | 권병운/ 한국주택금융공사 주택신용보증부장 |
| 2007년 6월 | 주택관련 세금의 이해 | 이삼남/ 한결세무법인 대표이사 |
| | 주택연금제도의 정착을 위한 향후 연구방향 | 김갑태/ 한국주택금융공사 주택연금보증부장 |
| 2007년 7월 | 고령화시대와 주택연금의 활용 | 이중희/ 한국주택금융공사 조사부장 배다희/ 한국주택금융공사 조사부 대리 |
| | 미국 학자금대출제도의 고찰을 통한 정부보증 학자금대출 발전방안 | 류기윤/ 한국주택금융공사 학자금신용보증부 팀장 윤준철/ 한국주택금융공사 학자금신용보증부 주임 |
| 2007년 8월 | 프로젝트금융보증을 활용한 주택공급자금유에 관한 연구 | 김용경/ 한양대학교 도시공학과 BK연구팀 박사후연구과정 |
| | Fannie Mae와 Freddie Mac의 역할과 성과 | 홍지영/ 한국주택금융공사 조사부 대리 |
| 2007년 9월 | 초과유동성 및 자산가격간 선후행성에 대한 분석과 시사점 | 신용상/ 한국금융연구원 거시경제연구실장 |
| | 주택금융 및 보증자리의론 주요형태 | 조사부/ 한국주택금융공사 |
| 2007년 10월 | 보증과 소멸시효 | 박영복/ 한국외국어대학교 법과대학 교수 |
| | 일본의 주택저당채권 유통화 소개 | 김대근 CFA/ 한국주택금융공사 유통화영업부 과장 |
| 2007년 11월 | 은행채 발행 급증의 원인 및 전망 | 신동준/ 삼성투신금융 선임 Strategist |
| | 개인신용평가시스템(CSS) 선진화 방안 | 김용철/ 한국주택금융공사 주택신용보증부 대리 |

| 수록 월 | 제목 | 필자 |
|-----------|----------------------------------|--|
| 2007년 12월 | 2008년 채권시장 전망 | 최석원/ 한화증권 채권전략팀장 |
| | KHFC 조기상환 모형에 대한 실증분석 | 류수복/ 한국주택금융공사 리스크관리부 차장 김동길/ 한국주택금융공사 리스크관리부 주임 |
| 2008년 1월 | 주택 및 주택금융시장의 동향과 전망 | 신일용/ 한국주택금융공사 평생금융연구부 과장 홍지영/ 한국주택금융공사 평생금융연구부 대리 배다희/ 한국주택금융공사 평생금융연구부 대리 |
| | 부동산 개발사업 관련 PF 유통화의 현황 및 시사점 | 최은영/ 메리츠증권 부동산금융연구소 전임연구원 |
| 2008년 2월 | 금리 급등과 스왑시장간 관계 및 시사점 | 한재준/ 한국금융연구원 연구위원 |
| | 미국 공적보증 역모기지(HECM) 모형의 이해 | 김정주/ 한국주택금융공사 주택연구부 대리 |
| 2008년 3월 | Covered Bond 시장 및 도입효과에 관한 연구 | 장철영/ 크레디트 스위스(Credit Suisse) 이사 |
| | 보증인 보호를 위한 입법 동향 | 김대영/ 한국주택금융공사 유통기획부 주임 |
| 2008년 4월 | CR FETs의 제도운용 및 향후 전망 | 전광섭/ 부천대학 부동산정보학과 교수 |
| | 채권자취소권에 관한 법적 제문제 | 류제성/ 한국주택금융공사 경영기획부(변호사) |
| 2008년 5월 | 서브프라임 사태와 미국의 가계부채 | 박현수/ 삼성경제연구원 수석연구원 |
| | 2007년도 보증자리론 공급실적 및 향후 운용방향 | 박승창/ 한국주택금융공사 유통화업무부 모기지론 마케팅파트장 |
| 2008년 6월 | 스태그플레이션 아래 통화정책 및 자산가격 변화 | 서철수/ 대우증권 연구위원 |
| | 유통화자산관리 프로세스 선진화 방안 연구 | 신승용/ 한국주택금융공사 평생금융연구부 대리 |
| 2008년 7월 | 주택구입능력의 측정과 분석 | 이중희/ 한국주택금융공사 연구지원본부 본부장(경제학 박사), 오택균/ 한국주택금융공사 평생금융연구부 통계분석파트장 |
| | 해외 모기지관리용역권 회계기준의 발전과정 및 시사점 | 최선아/ 한국주택금융공사 유통기획부 주임 |
| 2008년 8월 | 모기지보험의 시장현황과 역할 | 유제만/ 전원스모기지보험 이사 |
| | 변제자대위에 관한 소고 | 정영석/ 한국주택금융공사 영업부 대리 |
| 2008년 9월 | 미국 정부후원 유통화기관의 최근 동향과 평가 | 유석희/ 한국주택금융공사 평생금융연구부 부장 최은희/ 한국주택금융공사 평생금융연구부 주임 |
| | 주택연금 수요실태 | 평생금융연구부/ 한국주택금융공사 |
| 2008년 10월 | 외국인의 국내채권투자현황과 향후 전망 | 이대기/ 한국금융연구원 연구위원 |
| | 민간임대사업자 활성화를 통한 임대주택 공급확대에 관한 연구 | 강승모/ 한국주택금융공사 청주시사 과장 |
| 2008년 11월 | 소액주택금융의 자금조달과 대출기법 | 손 옥/ KDI 국제정책대학원 부교수 |
| | 주택금융 및 보증자리론 수요행태 | 평생금융연구부/ 한국주택금융공사 |
| 2008년 12월 | 2009년 채권시장 전망 | 최석원/ 삼성증권 채권분석파트장 |
| | 프로젝트 파이낸싱 위험관리방안 연구 | 정주화/ 한국주택금융공사 유통화관리부 대리 |
| 2009년 1월 | 2009년 부동산 전망 | 김현아/ 한국건설산업연구원 연구위원 |
| | 자본시장통합법 시행에 따른 주택금융시장 환경변화와 시사점 | 배성환/ 한국주택금융공사 평생금융연구부 대리 |
| 2009년 2월 | 새로운 금융위기의 발현과 금융회사의 자동적 자본금확충제도 | 김병덕/ 한국금융연구원 선임연구원 |
| | 개인회생제도와 채권자의 지위에 관한 소고 | 강범석/ 한국주택금융공사 서울채권관리센터 주임 |
| 2009년 3월 | 해외기관의 모기지 가격결정 모형 개발사례 및 시사점 | 황세운/ 자본시장연구원 연구위원 |
| | 주택분양가 규제정책 효과에 관한 연구 | 전광섭/ 영국 버밍엄대학교 주택지역연구소 연구위원 |
| 2009년 4월 | 금전채권에 대한 강제집행 | 정영석/ 한국주택금융공사 영업부 대리 |
| | 신용위험관리측면에서 본 서브프라임모기지의 문제점 | 조 만/ KDI 국제정책대학원 교수 |
| 2009년 5월 | 모기지 스왑의 발행구조 및 효과 | 서승기/ 한신정평가 선임연구원 신승용/ 한국주택금융공사 평생금융연구부 대리 |
| | 인구구조와 가계자산구성 변화가 주택시장에 미치는 영향 | 이수옥/ 국토연구원 연구위원 |
| 2009년 6월 | 한국주택금융공사의 금리위험 및 헤지거래 | 이용제/ 한국주택금융공사 평생금융연구부 조사연구파트장 |
| | 2009년 하반기 경제 및 금융시장 전망 | 김영익/ 하나금융경영연구소 소장 |
| 2009년 6월 | 모기지 Pricing과 MBS 발행 활성화 | 원종현/ 한국신용평가(주) ABS1실 수석애널리스트 한종우/ 한국주택금융공사 유통화기획부 대리 |

| 수록 월 | 제목 | 필자 |
|-----------|---|---|
| 2009년 7월 | 시례분석을 통한 해외 부동산투자의 기회와 위험분석 | 김형욱/ 자본시장연구원 연구위원 |
| | 미분양 대책과 건설사 P-CBO구조에 대한 고찰 | 정종태/ 한국주택금융공사 주택보증부 차장 |
| 2009년 8월 | 유치권에 관한 소고 | 유병일/ 법무법인 한암 변호사 |
| | 국제회계기준 도입관련 영향분석 및 대응방안 | 윤정환/ 한국주택금융공사 재무관리부 대리 |
| 2009년 9월 | 녹색금융 활성화 방안 | 김필규/ 자본시장연구원 연구조정실장(경영학 박사) |
| | 미국의 공적역모기지제도의 리스크관리와 시사점 | 서주희/ 한국주택금융공사 주택연금부 주임 |
| | 한국의 주택 및 주택금융 시장 | 유승동/ 한국주택금융공사 차장 |
| 2009년 10월 | 미국 민간 RMBS 시장의 신뢰회복을 위한 노력 | 서승기/ 한신정평가 선임연구원 |
| | 주택연금 이용자 특성 분석과 향후 리스크 관리방향에 관한 제언 | 김정주/ 한국주택금융공사 리스크관리부 대리 |
| | 미국 주택금융위기와 패니메 · 프레디맥의 구제 방안 | 강승호/ 한국주택금융공사 유동화기획부 대리 |
| 2009년 11월 | 2009년 주택금융 및 보증자리론 수요실태 | 조사연구부/ 한국주택금융공사 |
| | 외환관리 정책의 재조명과 바람직한 외환정책 | 이대기 · 이규복/ 한국금융연구원 연구위원 |
| 2009년 12월 | 2010년 채권시장 전망 | 박종연/ 우리투자증권 연구위원 |
| | 미국 MSR(Mortgage Servicing Right) 제도에 대한 고찰 및 정책적 시사점 도출 | 정주화/ 한국주택금융공사 유동화자산부 대리 |
| 2010년 1월 | 2010년 부동산 정책 및 시장 전망 | 박재룡/ 삼성경제연구소 수석연구원 |
| | 국가계약법의 제문제 | 문은경/ 한국주택금융공사 경영기획부 변호사 |
| 2010년 2월 | 장기 주택담보대출의 조기상환율과 부도율의 Competing Risk에 관한 연구 | 조성훈/ 한국기업평가 RSM2실 팀장(경제학 박사) |
| | 근저당권에 관한 소고 | 정영석/ 한국주택금융공사 서울북부지사 대리 |
| 2010년 3월 | 사해행위취소소송에 대한 검토 | 이재민/ 법률사무소 해명 변호사 |
| | 아시아 주요국 주택금융기관 개요 | 최은희/ 한국주택금융공사 조사연구부 대리 |
| 2010년 4월 | 주택과 양도소득세 | 김현준/ 국제청 법무과장 |
| | 누가 주택을 구입하였는가? | 김형욱/ 자본시장연구원 연구위원 |
| | 보증자리론 수요의 결정요인에 관한 연구 | 김정주/ 한국주택금융공사 리스크관리부 대리 |
| 2010년 5월 | 세계 주요국의 금융시장안정 정책과 주요 이슈 | 박연우/ 중앙대학교 경영대학 교수 정철영/ 한국정책금융공사 구조조정국 과장 |
| | 부동산시장 환경변화에 따른 지방 주택 및 토지시장의 동향과 정책 과제 | 강정규/ 동의대학교 재무부동산학과 교수 |
| | 파산, 면책제도가 공사에 미치는 영향 및 시사점 | 강범석/ 한국주택금융공사 채권관리실 대리 |
| 2010년 6월 | 출구전략에 관한 논의와 금융시장에의 영향 | 황세운/ 자본시장연구원 연구위원 |
| | Synthetic CDO 구조의 소개 | 최고운/ 한국주택금융공사 유동화증권부 대리 |
| 2010년 7월 | 2010년 하반기 주택, 부동산 경기 전망 | 허윤경/ 한국건설산업연구원 연구위원 김현아/ 한국건설산업연구원 연구위원 |
| | 한국주택금융공사의 해외 커버드본드 발행과 시사점 | 신일용/ 한국주택금융공사 조사연구부 차장 |
| 2010년 8월 | 해외 Covered Bond 발행구조와 시사점 | 전광섭/ 경희대학교 부동산학과 외래교수 정진옥/ 우리은행 이문동지점 부지점장 |
| | 거래빈도가 낮은 지역의 반복매매지수 적용가능성에 관한 연구 | 방두완/ 창원대학교 경영경제연구소 전임연구원 |
| | 2010년도 주택연금 수요실태조사 | 박재경/ 한국주택금융공사 조사연구부 과장 |
| 2010년 9월 | 추심소송과 소멸시효 | 문영기/ 법무법인 길상 변호사 |
| | 국내부동산 프로젝트파이낸싱과 공적보증기관의 역할 | 김병국/ 한국주택금융공사 주택보증부 대리 |
| | 임차보증금반환채권의 양수와 우선변제권 | 문은경/ 한국주택금융공사 경영기획부 변호사 |
| 2010년 10월 | 주택담보대출의 안정성 제고를 위한 한국주택금융공사의 역할 | 박창교/ 중앙대학교 경영대학 교수 |
| | 글로벌 금융위기 이후 주택금융시장의 안정성 강화 방안 | 차경만/ 한국주택금융공사 인재개발부 수석부부장 |
| | 국내 역모기지 연구에 대한 계량서지학적 분석 | 홍성현/ 한국주택금융공사 주택연금부 대리 |
| 2010년 11월 | 미분양 주택의 도시별 분포 특성과 결정요인 분석 | 김주영/ 상지대학교 법학부 부동산전공 교수 |
| | 일본 모기지대출 및 유동화 시장에 대한 이해와 시사점 | 정주화/ 한국주택금융공사 유동화기획부 과장 |

| 수록 월 | 제목 | 필자 |
|-----------|---|--|
| 2010년 12월 | 2011년 채권시장 전망 | 박종연/ 우리투자증권 연구위원 |
| | 2011년 주택시장 전망 | 권주안/ 주택산업연구원 선임연구위원 |
| | 주택금융 및 보증자리론 수요실태 | 신승용/ 한국주택금융공사 조사연구부 과장 |
| | 주택특성 실거래지수, 반복매매 실거래지수, 호가지수의 비교분석 | 박연우/ 중앙대학교 경영대학 교수 방두원/ 한국주택금융공사 조사연구부 연구위원 |
| | 매매가, 전세가의 그랜저인과관계 검토 및 시사점 | 배성환/ 한국주택금융공사 조사연구부 대리 |
| 2011년 1월 | 2011년 경제전망 | 공 철/ 한국은행 조사국 과장 |
| | 주택구입능력지수(Housing Affordability Index)의 해외 사례 분석 | 김다스라/ 한국주택금융공사 조사연구부 대리 |
| 2011년 2월 | 주택개발사업 자금조달시장의 현황과 변화 방향 | 강민석/ 메리츠증권증권 부동산금융연구소 수석연구위원 |
| | KHFC MBS 발행구조 최적설계 모델 연구 | 김기성/ 한국주택금융공사 미래전략부 대리 |
| 2011년 3월 | 주택금융시장의 안정적 발전을 위한 주택담보대출구조의 발전방향 | 고성수/ 건국대학교 부동산학과 교수 |
| | 판례평석 "약관에 동의하십니까" | 이은주/ 한국주택금융공사 기획조정부 변호사 |
| 2011년 4월 | 주택임대차시장의 구조적 변화와 전망 | 심종원/ 건국대학교 부동산, 도시연구원 연구실장 |
| | 지명채권의 양도에 관한 소고 | 정영석/ 한국주택금융공사 주택보증부 대리 |
| 2011년 5월 | 스트레스 테스트를 통한 주택금융공사 장기고정 금리 주택담보대출의 손실위험분석 | 박연우/ 중앙대학교 경영대학 교수 방두원/ 한국주택금융공사 조사연구부 연구위원 |
| | 모기지로 잠재수요자들의 선호 상품구조에 관한 연구 | 김정주/ 한국주택금융공사 리스크관리부 대리 |
| | 고령화시대의 도래에 따른 국가적 정책과제 | 김병덕/ 한국금융연구원 선임연구위원 |
| 2011년 6월 | 2011년 하반기 금리전망 | 신동준/ 동부증권 리서치센터 투자전략본부장 |
| | 판례평석 "소멸시효의 중단사유로서 응소행위" | 이은주/ 한국주택금융공사 기획조정부 변호사 |
| 2011년 7월 | 주택가격과 거품 그리고 주택경기 변동에 대한 이해 | 김주영/ 상지대학교 법학부 부동산전공 교수 |
| | 주택담보대출 유통화 시장 현황 점검 | 신승용/ 한국주택금융공사 유통화증권부 과장 |
| 2011년 8월 | 2011년 하반기 경제전망 | 가 국/ 한국은행 조사국 과장 |
| | 전자증권제도 관련 법적 논점 검토 | 이동환/ 한국주택금융공사 조사연구부 과장 |
| 2011년 9월 | 공유관계에 관한 소고 | 김도영/ 법무법인 세종 변호사 |
| | 고령화사회 진입에 따른 주택연금 활성화 방안 | 황재훈/ 한국주택금융공사 인천지사 차장 |
| | 판례평석 "계약 해지 시 계약보증금의 몰취 규정" | 이은주/ 한국주택금융공사 기획조정부 변호사 |
| 2011년 10월 | 은퇴빈곤층(Retire Poor)의 추정과 5대 특성 | 정 민/ 현대경제연구원 경제연구본부 연구위원 |
| | 다계층 MBS(CMO)에서 풀금지기간과 풀한도가유레이션에 미치는 영향분석 | 박연우/ 중앙대학교 경영대학 교수 방두원/ 한국주택금융공사 조사연구부 연구위원 |
| 2011년 11월 | 2012년 채권금리 전망 | 이정준/ HMC 투자증권 연구위원 |
| | 덴마크 주택금융시스템에 대한 고찰 | 조범준/ 한국주택금융공사 재무관리부 대리 |
| 2011년 12월 | 2012년 세계 및 한국경제 전망 | 신창목/ 삼성경제연구소 거시경제실 수석연구위원 |
| | 판례평석 "파산면책과 관련된 헌법재판소 판례" | 이은주/ 한국주택금융공사 기획조정실 변호사 |
| 2012년 1월 | 2012년 부동산 시장의 주요 이슈와 중장기 전망 | 김현아/ 한국건설산업연구원 연구위원 |
| | 2011년도 주택금융 및 보증자리론 수요실태 | 이동환/ 한국주택금융공사 주택금융연구소 과장 |
| 2012년 2월 | 안정적인 노후생활을 위한 주택연금 활성화 방안 | 최형석/ 홍익대학교 경영학과 교수 |
| | 주택금융시장의 안정적 발전을 위한 유통화자산관리 선진화방안연구 | 송인화/ 한국주택금융공사 유통화증권부 대리 |
| 2012년 3월 | 국내 주택시장의 바이플레이션 현상과 정책적 과제 : 수도권 가계부채발 복합불황 가능성 | 김동열/ 현대경제연구원 수석연구위원 |
| 2012년 4월 | 2011년 주택공급 55만 호의 구조적 의미 | 김덕례/ 주택산업연구원 연구위원 |
| | 캐나다 주택금융제도가 한국 주택금융제도 개선방향에 주는 시사점 | 박연우/ 중앙대학교 경영학부 교수 방두원/ 한국주택금융공사 주택금융연구소 연구위원 |
| | 한국주택금융공사의 3대 사업부문 성과분석 및 향후 발전전략 | 성영진/ 한국주택금융공사 영업1본부장 |
| | 가계부채 위험 완화를 위한 모기지 유통화 시장 환경 점검 | 김원중/ 하나금융경영연구소 연구위원 |
| 2012년 5월 | 금융위기 이후 주택 임대차시장의 구조적 변화와 정책적 시사점 | 함종영/ 한국감정원 부동산연구원 부동산통계센터 연구위원 |
| | 진정양도에 관한 법률의견서(True Sale Opinion) 수취에 관한 재조명 | 윤성훈/ 한국주택금융공사 대리 |
| 2012년 6월 | 2012년 하반기 금리전망 및 채권투자전략 | 신동준/ 동부증권 리서치센터 투자전략본부장 |
| | 공사 적격대출 출시배경과 시장유통화 발전을 위한 제언 | 조범준/ 한국주택금융공사 시장유통화기획단 대리 |
| 2012년 7월 | 커버드본드의 신용등급에 대한 이해 및 시장전망 | 서승기/ NICE신용평가 책임연구위원 |

| 수록 월 | 제목 | 필자 |
|-----------|--|--|
| 2012년 8월 | 미국의 주택 압류 위기로 인한 주택시장 여건 변화와 정책 현안 | 진미윤/ 한국토지주택공사 토지주택연구원 수석연구원 |
| | 장기고정금리 주택담보대출 유통화 관련 금리위험 헤지에 관한 소고 | 박연우/ 중앙대학교 경영학부 교수 방두완/ 한국주택금융공사 주택금융연구소 연구위원 |
| 2012년 9월 | 주택저당채권 유통화 관련 리스크관리의 이해 | 배성환/ 한국주택금융공사 리스크관리부 과장 |
| | 2012년도 주택연금 수요실태 조사 | 김성수/ 한국주택금융공사 주택금융연구소 차장 |
| 2012년 10월 | 주택시장 변동과 정부의 역할 | 박상우/ 국토해양부 주택토지실장 |
| | 손해배상액의 예정에 관한 소고 | 정영석/ 한국주택금융공사 주택보증부 대리 |
| 2012년 11월 | 주택시장의 현황과 정책방향 | 최상목/ 기획재정부 경제정책국장 |
| | 전월세가구 자산구조를 고려한 [전세-자기] 전환 가능 잠재수요분석 | 김덕례/ 한국주택금융공사 주택금융연구소 연구위원 |
| 2012년 12월 | 홍공 공적보증 역모기지 제도의 이해 | 강현구/ 한국주택금융공사 주택연금부 주임 |
| | 고령화 시대의 도래와 주택연금의 역할 | 정은보/ 금융위원회 사무처장 |
| 2012년 12월 | 2013년 금리전망 : 순환(cyclical)기류, 저공비행 일시 이탈 | 윤여삼/ KDB대우증권 연구위원 |
| | 저소득층 주거안정 대안으로서의 공동체토지신탁(OLT) 소개 및 금융 관련 이슈 검토 | 김동길/ 한국주택금융공사 주택보증부 대리 |
| 2013년 1월 | 민간 주택임대업의 패러다임 변화와 발전 방안 | 이상영/ 명지대학교 부동산학과 교수 |
| | 새 정부의 부동산정책과 향후 시장 전망 | 김덕례/ 한국주택금융공사 주택금융연구소 연구위원 |
| 2013년 2월 | 2012년도 주택금융 및 보급자리론 수요실태 | 한국주택금융공사 주택금융연구소 금융분석팀 |
| | 주거복지 수요의 확대와 정책방향 | 지규현/ 한양사이버대학교 부동산학과 교수 |
| 2013년 3월 | 가계부채의 미시적 위험 분석 및 스트레스 테스트 | 변동준/ KCB연구소 책임연구원 |
| | "민법" 주요 개정 내용 | 정지화/ 기획조정실 변호사 |
| 2013년 4월 | 부동산 PF 참여자의 리스크 분담방안 | 이국형/ 하나다올신탁 전문 |
| | 주택금융시장에서 소비자보호 : 잠재적 소비자보호를 중심으로 | 문영기/ 강원대학교 부동산학과 교수 유승동/ 상명대학교 금융경제학과 조교수 |
| 2013년 5월 | 우리나라 부동산정책 변화에 대한 검토 및 시사점 | 김대용/ 한국개발연구원(KDI) |
| | 41 부동산대책 이후 주택시장의 동태적 변화 | 협력사업1팀장(실물자산연구팀 겸임) 김덕례/ 한국주택금융공사 주택금융연구소 연구위원 |
| 2013년 6월 | 보증채무에 관한 소고 | 정영석/ 한국주택금융공사 주택보증부 과장 |
| | 신탁부동산의 처분에 따른 부가가치세 납부에 관한 소고 | 최우영/ 한국주택금융공사 주택보증부 주임 |
| 2013년 7월 | 하반기 이후 수도권 주택시장 전망 | 김현아/ 한국건설산업연구원 건설경제연구실장 |
| | 글로벌 금융의 불확실성 시대 | 신상기/ 가천대학교 경성대학 국제통상학과 교수 |
| 2013년 8월 | 2013년도 하반기 채권 금리 전망 | 오현석/ 삼성증권 리서치 센터 FICC 분석팀 팀장 |
| | 전세시장 불안 요인 분석과 해소 방안 연구 | 박원갑/ 국민은행 부동산전문위원 |
| 2013년 9월 | 주택저당채권의 양도에 관한 소고 | 최승순 · 박영우/ 법무법인(유) 화우 변호사 |
| | 미국 공적 보증 역모기지의 리스크관리 기법 및 정책적 시사점 | 강현구/ 한국주택금융공사 주택연금부 주임 |
| 2013년 10월 | 2013년도 주택연금 수요실태 조사 | 황재훈/ 한국주택금융공사 주택금융연구소 팀장 |
| | 주택가격과 모기지론 조기상환율에 관한 소고 | 한영하/ NICE P&I 평가사업본부 본부장 |
| 2013년 11월 | 하우스푸어(House Poor) 분석을 통한 주택시장 안정화방향 모색 | 윤성훈/ 한국주택금융공사 서울북부지사 대리 |
| | 조기상환율 요인분해 및 PSK(Prepayment Standard Korea) | 김계홍/ 한국주택금융공사 주택금융연구소 연구위원 |
| 2013년 12월 | 한국CDS(Credit Default Swap) 프리미엄 결정요인에 관한 소고 | 이조은/ 한국주택금융공사 유통화자신부 과장 |
| | 2014년 금리전망 : 회복의 갈림길, 과속금지 | 윤여삼/ KDB대우증권 투자분석부 채권팀장 |
| 2013년 12월 | 주택구입기회지수(Korea Housing Opportunity Index)의 소개 | 황재훈/ 한국주택금융공사 주택금융연구소 금융분석팀 팀장 남현석/ 한국주택금융공사 주택금융연구소 금융분석팀 차장 |
| 2014년 1월 | 주택 미분양에 대한 해석과 대책 | 권주안/ 주택산업연구원 금융경제연구실장 |
| | 2013년도 주택금융 및 보급자리론 수요실태 | 황재훈/ 한국주택금융공사 주택금융연구소 금융분석팀 팀장 남현석/ 한국주택금융공사 주택금융연구소 금융분석팀 차장 |
| 2014년 2월 | 한국 채권 발행시장의 특징과 전망 | 염상훈/ SK증권 애널리스트 |
| | 캐나다 주택담보대출채권 유통화제도의 이해 | 서민철/ 한국주택금융공사 유통화증권부 주임 |
| 2014년 3월 | 비소구 주택담보대출에 대한 사례연구 | 이철우/ 한국주택금융공사 신탁자산부 팀장 |
| | 정비사업의 현황과 보증상품 도입방안 | 정영석/ 한국주택금융공사 부산지사 |
| 2014년 4월 | 싱가포르 주택정책의 전개와 중앙연금기금의 역할 | 박미선/ 국토연구원 책임연구원 |
| | 최근 정부정책 변화와 주택경기 순환변동 | 김덕례/ 한국주택금융공사 주택금융연구소 연구위원 |

| 수록 월 | 제목 | 필자 |
|-----------|-------------------------------------|--|
| 2014년 5월 | 비전통적 통화정책에 대한 고찰 | 박성욱, 박종상/ 금융연구원 거시·국제금융연구실 연구위원 |
| | 덴마크 커버드본드 시장 및 특징 | 김봉민/ NICE신용평가 SF1그룹 선임연구원 |
| 2014년 6월 | 2014년 하반기 금리전망 및 채권투자전략 | 신동준/ 하나대투증권 리서치센터 자산분석 실장 |
| | 금융위기 이후 GSE 개혁방안과 시사점 | 황재훈/ 한국주택금융공사 채권관리센터 팀장 |
| 2014년 7월 | 2014년 하반기 주택·부동산 경기 전망 | 허윤경/ 한국건설산업연구원 연구위원 |
| | 국내 고정금리 주택담보대출 확대를 위한 정책적 제언 | 김종민/ 한국주택금융공사 주택금융연구소 조사연구팀 차장 |
| 2014년 8월 | 주택담보인정비율(LTV) 규제가 거시경제에 미치는 영향 | 송인호/ 한국개발연구원(KDI) 거시경제연구부 연구위원 |
| | 금리기간구조와 거시경제변수 간 상관관계 분석 | 김계홍/ 한국주택금융공사 주택금융연구소 연구위원 |
| 2014년 9월 | 주택 임대차시장의 현황과 변화 가능성 전망 | 심종원/ 한국감정원 부연구위원 |
| | 2014년도 주택연금 수요실태조사 | 한국주택금융공사 주택금융연구소 금융분석팀 |
| 2014년 10월 | 미국 SFR채권의 발행현황 및 시사점 | 이휘정/ 하나금융경영연구소 수석연구원 |
| | 주택담보대출 표준부도모형 실증연구 | 방두원/ 한국주택금융공사 주택금융연구소 연구위원 |
| 2014년 11월 | 주택시장관련 지수의 현황 및 활용방안 | 남영우/ 나사렛대학교 부동산학과 교수 |
| | 해외 역모기지 현황과 제도 개선에 대한 비교 | 류수정/ 한국주택금융공사 리스크관리부 대리 |
| 2014년 12월 | 주요 유럽 국가들의 실질주택가격지수의 최근 추이와 시사점 | 빈재익/ 한국건설산업연구원 연구위원 |
| | 2014년 주택시장 결산과 전망 | 방송희/ 한국주택금융공사 주택금융연구소 연구위원 |
| 2015년 1월 | 해외 제로에너지주택 사업모형의 검토와 시사점 | 이상영/ 명지대학교 부동산학과 교수 |
| | 2014년도 주택금융 및 보증지리론 수요실태 | 한국주택금융공사 주택금융연구소 통계분석팀 |
| 2015년 2월 | 에너지효율주택의 비용과 편익, 그리고 수요 | 김준형/ 명지대학교 부동산학과 교수 |
| | 표준지공시지가의 과세평가 균일성에 관한 연구 | 유선종/ 건국대학교 부동산학과 교수 양지원/ 대화감정평가법인 감정평가사 |
| 2015년 3월 | 북한 금융의 현황과 주택금융의 과제 | 송현욱/ 연세대학교 법학연구원 연구위원 |
| | 주택연금 사전가입자 특성 분석 | 홍성현/ 한국주택금융공사 부산지사 과장 |
| 2015년 4월 | 안심전환대출의 경제학 | 박연우/ 중앙대학교 경영경제대학 교수 |
| | 우리는 왜 독일 주택금융시장에 주목하는가? | 고재현/ 한국주택금융공사 주택금융연구소 연구위원 |
| 2015년 5월 | 고령자의 전문후견인 이용 활성화를 위한 주택금융공사의 역할 | 노영임/ 한국주택금융공사 주택연금부 과장 |
| | 역위기사황분석을 통한 사전적 위대응체계 수립방안에 대한 소고 | 김정기/ 한국리스크관리 전문·한양대학교 경영대학 겸임교수 |
| 2015년 6월 | 2014년 개정 '부동산 3법에 대한 검토' | 윤진성/ 한국주택금융공사 기획조정실 변호사 |
| | 2015년 하반기 금리전망과 채권투자전략 | 신동준/ 하나대투증권 리서치센터 자산분석실장 |
| 2015년 7월 | 우리나라 가계부채의 현황과 안심전환대출의 역할 | 한재원/ 한국주택금융공사 정책모기지부 주임 |
| | 거시경제 변화와 차주 특성을 분리한 주택담보대출 스트레스테스트 | 최성호, 임상빈/ KCB연구소 연구원 |
| 2015년 8월 | 역모기지의 장수리스크 발생요인 분석과 관리 방안 | 강현구/ 한국주택금융공사 주택연금부 주임 |
| | 2015년 상반기 크레딧 시장 동향과 하반기 전망 | 최종원/ 삼성증권 애널리스트 |
| 2015년 9월 | 전세자금보증 공금과 주택 전세가격 간의 관계 분석 | 방송희/ 한국주택금융공사 주택금융연구소 연구위원 |
| | 한국 주택금융시장의 고유한 지표들 | 고재현, 방송희/ 한국주택금융공사 주택금융연구소 연구위원 |
| 2015년 10월 | 주택협동조합 성장과 주택금융신용보증기금의 역할에 관한 소고 | 김형주/ 한국주택금융공사 주택보증부 대리 |
| | 중국의 과제: 경제 불균형 해소와 신 성장동력 확보 | 한정숙/ 현대증권 리서치센터 선임연구원 |
| 2015년 11월 | 고령자 보유 주택의 가격 형성 요인 및 변화에 대한 미시적 연구 | 김동후/ 한국주택금융공사 주택금융연구소 대리 |
| | 2016년 채권시장 전망 및 주요 이슈 분석 | 신 일/ 현대증권 리서치센터 채권전략 애널리스트 |
| 2015년 12월 | 인터넷 검색과 주택금융시장 및 부동산시장 | 안세룡/ 한국주택금융공사 주택금융연구소 연구위원 |
| | 주택임대차시장 구조변화에 따른 임대차법제의 개정방향에 관한 소고 | 오연수/ 한국주택금융공사 주택보증부 대리 |
| 2016년 1월 | 2015년도 주택연금 수요실태조사 | 한국주택금융공사 주택금융연구소 통계분석팀 |
| | 금융시장의 발전사와 주택금융시장의 형성 | 정재용/ 아주대학교 금융공학과 박사수료 |
| 2016년 2월 | 주택연금 가입자 증가 요인 분석 -부산지역을 중심으로- | 변준석/ 한국주택금융공사 주택금융연구원 연구위원 |
| | 2015년 주택시장의 특징과 2016년 주택시장 전망 | 방송희/ 한국주택금융공사 주택금융연구원 연구위원 |
| 2016년 3월 | 지방 주택시장 현황 진단 | 김성진/ 우리은행 부동산금융사업본부 부동산연구실 차장 |
| | 2015년도 주택금융 및 보증지리론 수요실태 | 윤수민/ 우리은행 부동산금융사업본부 부동산연구실 대리 |
| | | 한국주택금융공사 주택금융연구원 통계분석팀 |

| 수록 월 | 제목 | 필자 |
|----------|-------------------------------------|----------------------------|
| 2016년 3월 | 해외 발행구조 분석을 통한 커버드본드 활성화 방안 고찰 | 정하원/ 한국주택금융공사 정책모기지부 부장 |
| | 미국 임대주택유동화증권 사례의 국내 시사점 | 김형준/ 한국주택금융공사 주택금융연구원 연구위원 |
| 2016년 4월 | 기업 신용등급 변동 추이와 시사점 | 김계홍/ 한국주택금융공사 주택금융연구원 연구위원 |
| | 빅 쇼트 혹은 롱 위크 | 정재웅/ 이주대학교 금융공학과 박사 수료 |
| 2016년 5월 | 2016년 하반기 채권시장 전망 및 주요 이슈 분석 | 신 일/ 현대증권 채권전략 애널리스트 |
| | 뉴스테이 활성화를 위한 고찰 | 이동행/ 한국채권연구원 연구위원 |
| 2016년 6월 | 과거 장기 경기 사이클로 바라본 향후 글로벌 경기 전망 | 박상현/ 하이투자증권 투자전략팀장 |
| | 주거복지적 관점에서 본 주택연금의 역할과 과제 | 진미윤 / 토지주택연구원 연구위원 |
| 2016년 7월 | 중국경제와 금융시장 전망: 구조조정과 디레버징 충격에 대한 준비 | 김경환 / 하나금융투자 증권전략팀장 |
| | 정책학에서의 주택연금 제도의 성과요인에 대한 고찰 | 황재훈 / 주택금융연구원 국제협력팀장 |

〈본사〉

| 구분 | 우편번호 | 주소 | 전화번호 | 관할구역 |
|----|---------|---|-----------|------|
| 본사 | (48400) | 부산광역시 남구 문현금융로 40 (문현동 1229-1) 부산국제금융센터 | 1688-8114 | - |

〈영업점 및 센터〉

| 구분 | 우편번호 | 주소 | 전화번호 | 관할구역 |
|-------|----------------|--|----------------|---|
| 수도권본부 | 서울중부지사 (04512) | 서울시 중구 세종대로 17(남대문로5가) 3층 | 1688-8114 | 서울시 서대문구, 종로구, 은평구, 중구, 마포구, 용산구, 경기도 고양시, 파주시 |
| | 서울남부지사 (06142) | 서울시 강남구 테헤란로 223 (역삼동) 큰길타워빌딩 18층 | 02) 3290-6500 | 서울시 서초구, 강남구, 송파구, 관악구, 경기도 하남시, 성남시, 광주시, 이천시, 여주군 |
| | 서울북부지사 (01762) | 서울시 노원구 노해로 464 (노원구 상계동 731) 한화생명빌딩 1, 2층 | 02) 3499-3300 | 서울시 도봉구, 노원구, 강북구, 성북구, 경기도 의정부시, 동두천시, 양주시, 연천군, 포천시 |
| | 서울서부지사 (08209) | 서울시 구로구 경인로 662 (신도림동, 디큐브시티) 18층 | 02) 2638-1900 | 서울시 양천구, 구로구, 영등포구, 금천구, 동작구, 강서구, 경기도 부천시, 김포시 |
| | 서울동부지사 (04992) | 서울시 광진구 천호대로 670(구의동, 썬-타워빌딩) 2층 | 02) 2049-1300 | 서울시 동대문구, 강동구, 성동구, 광진구, 종로구, 경기도 구리시, 남양주시, 가평군, 양평군 |
| | 인천지사 (21390) | 인천시 부평구 부평대로 60 현대해상부평사옥 9층 | 032) 420-2155 | 인천시 전 지역 |
| | 경기남부지사 (16571) | 경기도 수원시 권선구 권광로 141(권선동) 서울보증보험빌딩 9층 | 031) 8014-1100 | 경기도 수원시, 용인시, 평택시, 안성시, 오산시, 화성시 |

| 구분 | 우편번호 | 주소 | 전화번호 | 관할구역 |
|-------|----------|--|---------------|---|
| 수도권본부 | 경기중부지사 | (14066) 경기도 안양시 동안구 시민대로 278(관양동) 신한은행 평촌역금융센터 16층 | 031) 478-7000 | 경기도 광명시, 시흥시, 안양시, 과천시, 안산시, 군포시, 의왕시 |
| | 강원지사 | (11149) 강원도 춘천시 중앙로 45 (중앙로1가) 스탠다드차타드은행 춘천지점 2층 | 033) 259-3600 | 강원도 전 지역 |
| | 서울채권관리센터 | (06142) 서울시 강남구 테헤란로 223 (역삼동) 큰길타워빌딩 18층 | 02) 3290-6600 | 서울시, 인천시, 경기도, 학자금 미수채권(전국) |
| 동남권본부 | 부산지사 | (48400) 부산광역시 남구 문현금융로 40(문현동 1229-1) 부산국제금융센터 2층 | 051) 520-3977 | 부산시 전 지역 |
| | 대구지사 | (41936) 대구시 중구 달구벌대로 2095(덕산동) 삼성금융프라자 23층 | 053) 430-2400 | 대구시, 경상북도(경주시, 포항시 제외) |
| | 울산지사 | (44703) 울산시 남구 삼산로197(달동) 동양증권빌딩 9층 | 052) 240-5800 | 울산시, 경주시, 포항시 |
| | 경남지사 | (51515) 경남 창원시 성산구중앙대로 107(중앙동) 한국교직원공제회 경남회관 6층 | 055) 278-2900 | 경상남도 전 지역 |
| | 제주지사 | (63084) 제주특별자치도 제주시 연북로 33(노형동) KT&G 601호 | 064) 798-5160 | 제주도 전지역 |
| 서남권본부 | 광주지사 | (61946) 광주광역시 서구 운천로 273(치평동) 한국토지공사 8층 | 062) 370-5700 | 광주시, 전라남도(목포시, 나주시, 담양군, 화순군, 강진군, 해남군, 영암군, 무안군, 함평군, 영광군, 장성군, 완도군, 진도군, 신안군) |
| | 대전지사 | (35209) 대전시 서구 한밭대로 745(둔산동) 신한중앙회관 2층 | 042) 251-2620 | 대전시, 세종시, 충청남도(공주시, 논산시, 계룡시, 금산군, 부여군, 서천군, 청양군) |
| | 충북지사 | (28594) 충북 청주시 흥덕구 사직대로 42-1(북대동) 태산빌딩 5층 | 043) 299-2800 | 충청북도 전 지역 |
| | 천안지사 | (31169) 충남 천안시 서북구 광장로 215(불당동) 충남경제종합지원센터 202호 | 041) 559-5200 | 충청남도(천안시, 당진시, 보령시, 아산시, 서산시, 홍성군, 예산군, 태안군) |
| | 전북지사 | (54949) 전북 전주시 완산구 온고을로 29(서신동 766) KT빌딩 6층 | 063) 249-2779 | 전라북도 전 지역 |
| | 순천지사 | (57967) 전남 순천시 연향중앙상가길 9 (연향동) 순천LG빌딩 404호 | 061) 760-6700 | 전라남도(여수시, 순천시, 광양시, 곡성군, 구례군, 고흥군, 보성군, 장흥군) |

* 수도권 본부 : 서울중부지사, 서울남부지사, 서울북부지사, 서울서부지사, 서울동부지사, 인천지사, 경기남부지사, 경기중부지사, 강원지사, 서울채권관리센터
 * 동남권 본부 : 부산지사, 대구지사, 울산지사, 경남지사, 제주지사
 * 서남권 본부 : 광주지사, 대전지사, 충북지사, 전북지사, 천안지사, 순천지사