

## 보도자료

보도일시	2015년 12월 4일(금) 조간
담당자	송인호 KDI 거시경제연구부 연구위원 (044-550-4136, inhosong@kdi.re.kr)
배포일시	2015년 12월 3일(목) 09:00
배포부서	KDI 홍보팀(044-550-4030, press@kdi.re.kr)

# 최근 아파트 분양물량 급증의 함의

송인호 거시경제연구부 연구위원

본고는 2015년 하반기 『KDI 경제전망』에 수록될 예정입니다.

# 최근 아파트 분양물량 급증의 함의

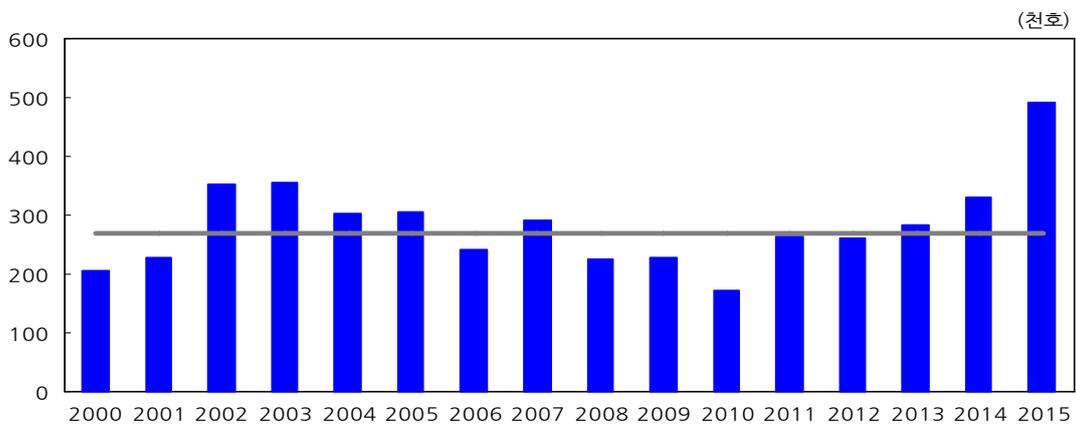
연구위원 송인호

## 1. 문제의 제기

■ 금년 들어 아파트 분양물량이 급증함에 따라 향후 건설경기 전반이 둔화될 수 있다는 우려가 제기되고 있음.

- 금년 중 아파트 분양물량은 2000~14년까지 연평균(27만호)의 두 배에 가까운 49만호 내외로 예상되며, 일각에서는 이와 같은 주택공급 증가가 향후 건설경기 및 가계부채 등에 부담요인으로 작용할 가능성을 제기하고 있음.
- 주택시장은 공급에 수년의 시간이 소요되는 반면 수요는 매우 가변적일 수 있어, 금년에 분양된 물량도 향후 수요여건 변화에 따라 상이한 함의를 지닐 수 있음.

아파트 분양물량 추이



주: 실선은 2000~14년까지의 연평균 분양물량(약 27만호)을 의미하며, 2015년은 예정치임.  
자료: 부동산114(REPS).

■ 따라서 본고에서는 아파트 분양물량 급증의 동태적 효과를 분석하고, 이를 바탕으로 분양물량 급증의 함의를 도출하고자 함.

- 최근 아파트 분양시장 전반의 흐름을 개괄하고, 분양물량과 거시경제 여건이 신규주택시장에서 수요 및 공급의 결과로 나타나는 준공후미분양에 미치는 영향을 중심으로 실증분석

## 2. 금년도 아파트 분양물량에 대한 평가

### ■ 금년도 아파트 분양물량(49만호)은 중장기(2013~22년) 주택공급계획상의 아파트 추정 물량(연평균 27만호)을 큰 폭으로 초과하는 수준

- 국토교통부에 따르면 우리나라의 주택수요는 2003~12년 기간 중 연평균 44만호 내외이며 동 기간 중 실제 주택착공실적은 연 46만호로 추정되어, 그동안 주택시장에서 수요 및 공급이 대체로 비슷한 수준을 유지해 온 것으로 사료됨.
  - 주택착공실적은 데이터가 작성된 2011년부터 2014년까지 연평균 46만호이며, 이 중 아파트가 차지하는 비중(63%, 28만호)은 2003~12년의 연평균 아파트 공급량과 거의 동일함.
- 그러나 금년 중 아파트 분양물량은 중장기(2013~22년) 공급계획상의 아파트 물량을 큰 폭으로 상회하는 것으로 판단됨.
  - 중장기 주택공급계획에 따르면 2013~22년 기간 중 연평균 39만호가 계획되어 있으며, 이 중 아파트가 차지하는 비중(현재 63%)이 70%로 상승하더라도 공급계획상의 아파트 물량은 연평균 27만호에 불과

### ■ 아울러 금년도 주택 분양물량은 가구 수 증가와 주택멸실 수를 고려한 우리 경제의 기초적인 주택수요와 비교하는 경우에도 이례적으로 높은 수준임.

- 2011년 이후 가구 수 증가(연간 약 27만가구)<sup>1)</sup>와 주택멸실 수(최근 4년간 연평균 8만호 내외)를 고려한 우리 경제의 기초적인 주택수요는 연 35만호인 반면, 주택공급은 연 46만호 내외를 기록하여 그 격차가 10만호 수준에 머물렀음.
- 그러나 금년 중에는 주택공급이 약 70만호(이 중 아파트가 49만호)를 기록할 것으로 예상되며, 이는 기초 주택수요와의 차이가 약 40만호 내외까지 확대될 것임을 시사

### 주택 공급 및 기초 수요 추이

(호)

변 수	2011	2012	2013	2014	2015 <sup>e</sup>
주택공급(A)	424,269	480,995	428,981	507,666	700,000
아파트	252,495	287,727	274,597	343,978	490,000
아파트 외	171,774	193,268	154,384	163,688	210,000
기초 주택수요(B)	404,330	340,908	339,391	335,276	327,376
가구 수 증가	327,668	263,674	255,653	251,300	247,376
주택멸실 수	76,662	77,234	83,738	83,976	80,000
공급 및 수요의 격차(A-B)	19,939	140,087	89,590	172,390	372,624

주: 2015년의 주택공급과 멸실 수는 추정치이고 가구 수 증가는 통계청의 추계 가구 수임.  
 자료: 국토교통부.

1) 특히 주택의 주요 수요층인 60세 이하의 가구주가 신규 가구에서 차지하는 비중은 향후 71%(2015년)에서 67%(2018년)로 하락할 것으로 예상됨.

### 3. 아파트 분양과 준공후미분양

- 따라서 이하에서는 금년도 아파트 분양물량이 향후 주택시장 및 건설사에 부담요인으로 작용할 가능성이 있는지를 점검하기 위해 **당장의 분양물량 변동과 입주시점에 발생하는 준공후미분양물량과의 관계에 초점을 맞추어 분석**
- 건설사(시행사 혹은 시공사)의 현금흐름은 준공전미분양보다 준공후미분양에 보다 직접적으로 제약받는 것이 일반적임. (Box 참조)

#### Box: 준공후미분양물량과 건설사의 현금흐름

- 준공시점 이전까지의 미분양물량에 비해 **준공시점 이후의 미분양물량은 건설사의 현금흐름에 보다 직접적으로 영향을 미치는 요인**
  - 건설사는 분양시점에 총분양금액의 60~70%에 해당하는 금액을 집단대출<sup>2)</sup>의 형태로 확보함으로써 2~3년의 공사기간 동안 부분적인 미분양이 발생하더라도 비교적 안정적인 현금흐름을 유지할 수 있음.
  - 아파트가 준공된 입주시점에는 집단대출이 분양 잔금의 30~40%를 남기고 개인대출로 전환되는데, 이때 분양자가 미입주하거나 분양계약을 해지하여 준공후미분양물량이 증가할 경우 건설사의 현금흐름은 직접적으로 제약받게 됨.
    - 실제로 2007~08년에 대규모 아파트 단지를 성공적으로 분양한 건설사가 준공시점 이후에 미입주 및 준공후미분양 등이 증가함에 따라 현금흐름이 제약되면서 2012년 6월에 법정관리를 신청한 바 있음.

#### 주택건설사업의 현금흐름과 주택건설 공정과정

공정과정	토지 구입	착공 분양	준공 입주
	인허가	준공전미분양	준공후미분양
사업기간	1~2년	2~3년	3~5년
자금조달	자기자금 P/F 대출	건설사는 집단대출을 통해 분양대금의 60~70%를 은행으로부터 안정적으로 수령할 수 있고 2~3년 내에 미분양률이 30~40%가 될 때까지 건설사의 현금흐름은 제약되지 않음. 한편, 미분양률은 평균적으로 분양시작 이후 1년 이내에 10% 이내 수준임.	집단대출에서 개인대출로 전환되는 입주시점에 건설사는 분양대금 잔금인 30~40%를 수령하게 되며, 만일 수분양자의 미입주 또는 준공후미분양이 발생하면 건설사의 현금흐름이 직접적으로 제약받게 됨.

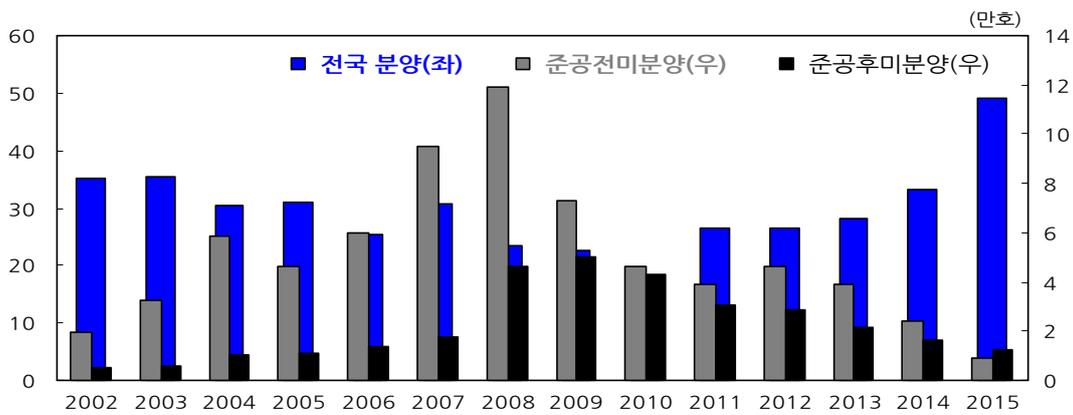
2) 집단대출이란 금융기관이 건설사의 보증을 담보로 취득하고 수분양자의 아파트를 선순위 근저당 설정하는 조건으로 수분양자의 분양 중도금에 대해 개별 신용심사 없이 일괄적으로 중도금 대출을 승인하는 제도임.

■ **준공후미분양물량은 2000년대 중반에 비교적 낮은 수준에 머물러 있었으나, 2008~09년에 5만호까지 급격히 누적되었다가 시차를 두고 점진적으로 해소되는 모습**

● '사용자비용'이 낮은 상태를 유지하고 안정적인 성장세가 지속되었던 2000년대 중반까지는 주택수요의 증가에 따라 준공후미분양물량이 낮은 수준을 지속하였으나, 글로벌 금융위기가 발생한 2008~09년에는 주택수요가 급감하면서 준공후미분양물량이 급증함.

- 본고의 '사용자비용'은 {차입금리-주택가격 상승률}로 정의되며, 이는 주택수요자가 자금을 차입하여 주택을 구입하였다가 다시 판매할 경우 발생하는 실질적인 비용을 의미함.

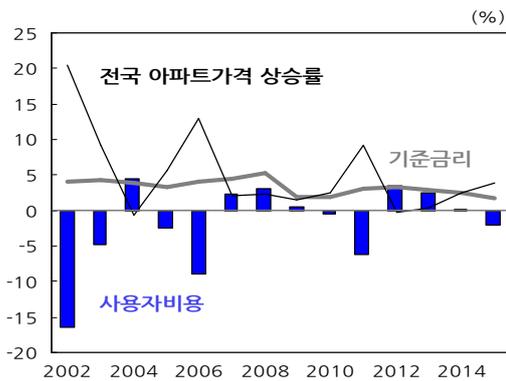
**분양물량 및 준공후미분양**



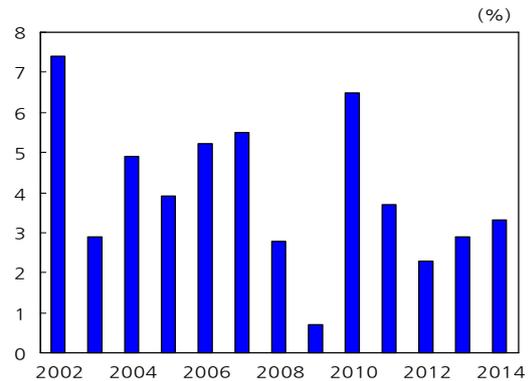
자료: 부동산114, 국토교통부, 2015년은 추정물량임.

- 따라서 주택가격이 상승세를 보이던 2000년대 중반에는 사용자비용이 하락하면서 주택수요가 증가하였으나, 주택가격이 약세로 전환된 2007년 이후에는 사용자비용이 상승한 가운데 글로벌 금융위기의 발생으로 성장률도 급락하면서 주택수요가 크게 위축됨.

**사용자비용<sup>1)</sup> 추이**



**GDP 성장률**

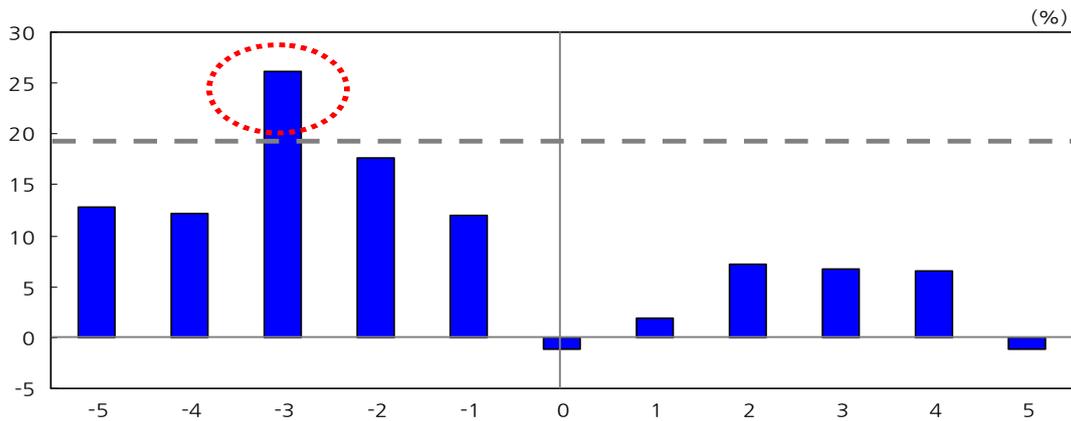


주: 사용자비용=(기준금리-전국 아파트가격 상승률)  
 자료: KDI 계산, 한국은행.

■ 한편, **분양물량은 3년의 시차를 두고 준공후미분양물량을 선행하는 것으로 나타나고** 있어, 주택수요의 증가세가 유지되지 않을 경우 금년의 분양물량 급증이 향후 준공후 미분양물량 증가로 나타날 개연성을 시사

- 통상 아파트 분양에서 준공까지의 기간이 3년 내외라는 점을 감안할 때, 이러한 3년 시차는 선형적 기대와 일치

**준공후미분양물량(시점 0)과 분양물량 간의 교차상관계수**



주: 점선은 5% 수준에서 통계적으로 유의함을 표시.

■ 준공후미분양물량의 결정요인을 보다 체계적으로 분석한 결과, **준공후미분양물량은 사용자비용 및 성장률 등과 같은 당해 연도의 주택수요 여건에 크게 영향 받는 한편 3년 전에 이루어진 분양물량에도 유의한 영향을 받는 것으로 나타남.**

- 8개 광역지구(서울, 경기, 인천, 부산, 대구, 광주, 대전, 울산)에 대해 2005~14년까지의 연간 자료를 균형패널로 구성하여 회귀분석을 실시하였으며, 사용된 변수는 아래와 같음.

**회귀분석에 사용된 변수**

변수	내용	자료 형태
지역별 분양물량	지역별 분양물량(국토교통부)	패널
지역별 실질 GDP	행정구역별 지역 내 GDP(통계청) 2010년 기준년 가격	패널
지역별 아파트가격지수	지역별 명목 아파트가격(국민은행)	패널
기준금리	거시경제변수(한국은행)	시계열

- 분석 결과, 지역별 GDP 성장률 1%p 하락 및 주택 사용자비용의 1%p 증가는 준공 후미분양물량을 각각 약 12% 및 4% 내외 증가시키는 요인으로 추정되고 있어, 준공후미분양물량이 해당 연도의 수요여건 변화에 매우 민감하게 반응함을 시사
  - 이와 같은 결과는 당해 연도의 수요여건이 악화될 경우 준공전미분양물량이 준공시점까지 소화되기 어려울 뿐 아니라, 기존에 분양된 물량에 대해서도 계약 포기 및 미입주 등이 나타날 가능성이 높아짐을 의미
- 한편, 이와 같은 수요여건 변화를 통제한 이후에도 분양물량 1%의 증가는 3년의 시차를 두고 준공후미분양물량을 0.3% 내외 증가시키는 요인으로 추정되고 있음.

### 실증분석 결과

종속변수 log(지역별 준공후미분양 <sub>i,t</sub> )		2005~14년
설명 변수	log(준공 후미분양 <sub>i,t-1</sub> )	0.77***
	log(분양물량 <sub>i,t-3</sub> )	0.30**
	사용자비용 <sub>i,t</sub>	3.58**
	GDP 성장률 <sub>i,t</sub>	-11.87**
	상수항	-0.78
	R-Square	0.77
	관측 수	72

주: 1) \*\*\*(1% 유의수준), \*\*(5% 유의수준), \*(10% 유의수준).

2) 회귀분석을 위하여 random effect 모형을 사용하였으며, 하첨자  $i$ 와  $t$ 는 지역 및 연도를 지칭.

- 이러한 추정 결과를 활용한 시나리오 분석은 향후 준공후미분양물량이 시차를 두고 점진적으로 증가하는 추세에 진입할 것임을 시사하고 있으며, 그 증가 속도는 수요여건 변화에 크게 영향을 받는 것으로 나타남.

- 분석을 위해 2016~18년의 주요 변수에 대해 아래의 표와 같이 베이스라인과 주택수요 여건이 부분적으로 악화되는 2개의 추가적인 시나리오를 상정
  - 분양물량은 전체 시나리오의 경우에 대해 2016년에는 금년보다 27% 하락한 37만호(부동산114의 추정치), 2017년 이후에는 27만호(2000~14년 평균)를 가정
  - 사용자비용은 베이스라인의 경우 -2.1%(2015년 수준)가 유지되는 반면, 시나리오 1, 2의 경우에는 -0.6%(2005~14년 평균)인 것으로 가정

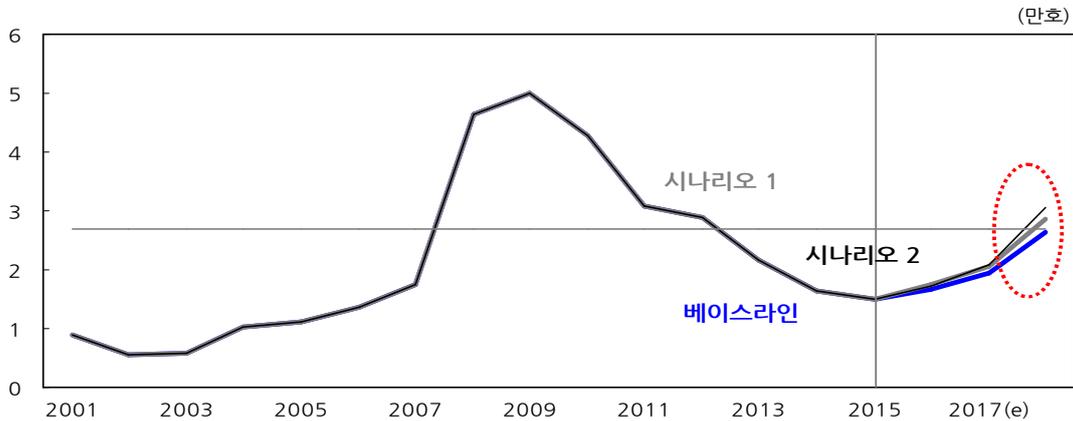
- GDP 성장률은 베이스라인과 시나리오 1의 경우 2.9%(2013년 수준)가 지속되는 반면, 시나리오 2의 경우에는 향후 3년간 1%p(연간 0.33%p) 둔화되는 것으로 가정

### 시나리오 가정

	베이스라인	시나리오 1	시나리오 2
분양물량	2016년: 37만호, 2017~20년: 27만호		
사용자비용	-2.1%		-0.6%
GDP 성장률	최근 성장을 유지		3년간 1%p 하락

- 우선, 금년과 같이 양호한 주택수요가 유지되는 경우를 상정한 베이스라인 시나리오의 경우에도 준공후미분양은 2018년에 21,000호(2014년에 비해 약 5,000호 증가)로 증가할 것으로 추정됨.<sup>3)</sup>
- 그러나 주택수요 여건이 일부 악화되는 경우를 상정한 추가적인 시나리오에서는 준공후미분양이 2016년부터 상대적으로 빠른 속도로 증가하는 것으로 나타남.
  - 사용자비용이 부분적으로 상승하는 시나리오 1의 경우 준공후미분양은 2018년에 25,000호 내외로 증가하고, 추가적으로 성장률도 둔화하는 시나리오 2의 경우 2018년에 30,000호 내외까지 증가하는 것으로 나타남.

### 준공후미분양물량 시나리오 분석 결과



주: 1) 2015년 이후의 준공후미분양 추이는 추정치이며, 8개 광역시의 합을 전국단위 기준으로 변환한 것임.  
 2) 가운데 선은 2005~14년의 준공후미분양 평균인 27,000호를 의미.

3) 2014년 기준 준공후미분양의 면적은 85 $m^2$  초과가 전체 준공후미분양의 56%를 차지하고, 2015년 9월 기준 평균분양가격이 3.3 $m^2$ 당 992만원임을 고려할 때 준공후미분양 증가분 5,000호(평균 85 $m^2$  추정)는 약 1.5조원 내외로 추정됨.

## 4. 건설업 및 가계부채에 대한 함의

■ 이와 같은 분석 결과는 향후 준공후미분양물량이 증가할 경우, 이미 수익성이 매우 열악한 건설업계의 현금흐름을 더욱 악화시킬 가능성이 있음을 시사

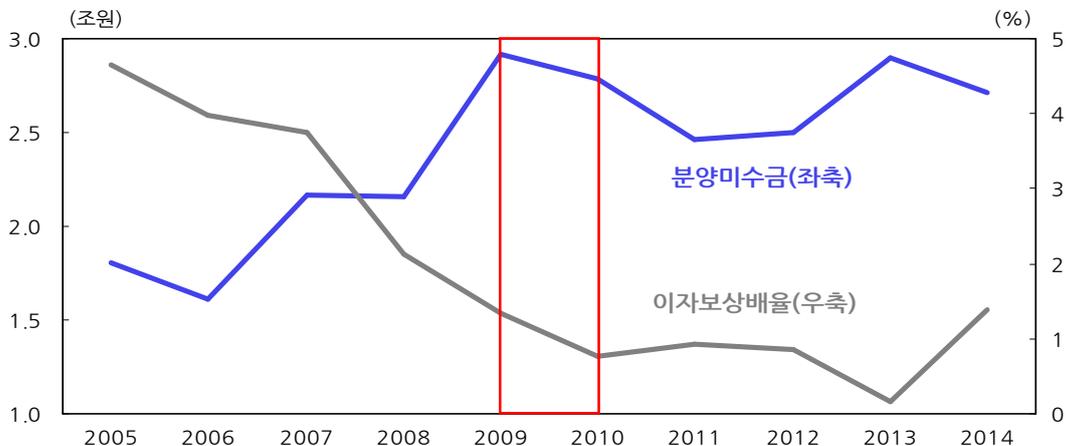
● 준공후미분양물량은 할인분양, (부동산펀드 등에) 할인매각, 분양미수금 혹은 대손충당금 설정 등으로 건설사들의 수익성 및 현금흐름을 악화시키는 요인

- 분양시장이 호조세를 보이던 2006~07년에 분양한 아파트물량 중 상당 부분이 2009~10년 준공시점에 준공후미분양으로 처리됨에 따라, 이 물량을 할인분양하면서 건설사들이 상당한 금액을 손실 처리한 바 있음.

● 실제로 준공후미분양물량이 급증한 2008년 이후 건설사들의 분양미수금이 급증하면서 매출액 영업이익률이 급감함에 따라 최근에는 건설업 전체적으로 이자보상배율이 1 내외에 머물러 있음.

- 건설업의 매출액 영업이익률은 2007년까지 8% 내외에 이르렀으나, 2008년 이후 급락하여 최근에는 2% 내외에서 등락하고 있음.

건설사들의 분양미수금과 이자보상배율



자료: KIS-DATA(건설업 상장법인 25개사와 외감법인 428개사, 2014년 기준).

● 이처럼 취약한 재무건전성을 감안할 때, 향후 준공후미분양물량이 증가할 경우 건설업의 수익성이 악화되고 현금흐름이 제약되면서 과거에 비해 금융시장에 미치는 충격이 보다 크게 나타날 가능성을 배제할 수 없음.

■ 한편, 아파트 분양물량이 크게 늘어남에 따라 최근의 **가계대출 증가세가 향후에도 집단 대출을 중심으로 지속될** 가능성이 있는 것으로 판단됨.

- 대부분의 아파트분양은 집단대출을 통해 이루어지고 있는데, 일정 시차를 두고 중도금이 지급될 때마다 수분양자의 가계대출로 인식되므로 현시점에서의 분양물량 급증은 향후 수년간 가계부채의 지속적인 증가를 의미함.
  - 실제로 대출심사가 상대적으로 느슨한 분양 중도금 집단대출이 최근 분양물량 급증과 함께 예년에 비해 3~4배 정도 빠르게 확대되고 있음.
- 한편, 중도금에 대한 집단대출은 DTI 규제가 적용되지 않고 있어, 수분양자의 상환능력 여부를 정확하게 파악하기 어려우며, 이는 가계부채와 관련한 불확실성을 확대시키는 요인으로 작용할 가능성이 있음.
  - 그동안 집단대출에 대해서는 건설사 혹은 주택도시보증공사가 보증을 하고 있어, 수분양자에 대한 DTI의 규제가 적용되지 않았음.
  - 그러나 집단대출이 궁극적으로는 수분양자 개인의 대출로 이어진다는 점에서 가계대출 문제를 악화시키는 요인으로 작용할 가능성을 배제하기 어려움.

**은행권 집단주택담보대출 잔액 추이(잠정)**

(조원, %)

	2011	2012	2013	2014	2015.9월	
					2015.9월	전년말대비 증감액
은행권 주택담보대출*	306.1	316.9	328.2	365.0	383.3	18.3
집단대출	102.4	104.0	100.6	101.5	104.6*	3.1
중도금 (증가율)	25.4	27.2 (7.1%)	29.4 (8.1%)	32.5 (10.5%)	41.6 (28.0%)	9.1
이주비	7.1	8.7	9.1	8.8	12.2	3.4
잔금	69.9	68.0	62.1	60.3	50.7*	-9.6

주: 2015년 안심전환대출로 인한 전환효과인 8.9조원을 감안 시, 집단대출은 113.5조원이며 이는 잔금대출 59.6조원으로 반영됨.  
 자료: 금융위원회.

## 5. 요약 및 정책적 시사점

■ 금년도 아파트분양물량은 우리 경제의 장기적인 주택수요 증가 추세를 상당 폭 상회하는 수준

- 분석 결과, 금년 분양물량의 급증은 3년의 시차를 두고 준공후미분양물량의 증가 요인으로 작용하는 것으로 나타남.
- 특히 금년도의 우호적인 주택수요 여건이 지속되지 못할 경우, 준공후미분양물량은 비교적 큰 폭으로 증가할 가능성도 있는 것으로 추정됨.
- 한편, 준공후미분양물량이 증가할 경우 이는 분양미수금 및 대손충당금 등으로 연결되어 이미 수익성이 열악한 건설업의 수익성 및 현금흐름을 더욱 악화시킬 가능성

■ 따라서 우호적 금융시장 여건 등에 기인한 최근의 단기적 주택수요 확대 및 분양물량 급증이 중장기적으로 주택 및 금융 시장에 초래할 수 있는 **잠재적 위험에 대비할 필요**

- 집단대출의 경우에도 아파트 분양시점에 개인신용평가에 대한 심사를 강화하여 집단대출의 건전성을 높이는 한편, 미입주 등으로 인한 부작용을 사전에 축소시키는 방안을 고려할 필요
- 이와 함께, 건설업황에 대한 낙관적 기대를 전제로 부실기업 구조조정이 지체될 가능성을 경계할 필요