

## 임대차 시장의 월세화와 주요 특성에 관한 연구: 서울시 강남 3구의 아파트 시장 사례

김상진\* · 정준호\*\* · 서광채\*\*\*

### The Conversion Trend of Jeonsei to Monthly Rent Contracts and Its Major Characteristics: The Case of Three Gangnam Districts' APT Rental Market in Seoul

Sang Jin Kim\* · Jun Ho Jeong\*\* · Kwang Chae Seo\*\*\*

**요약 :** 본 연구는 국토교통부 전·월세 실거래가 자료를 활용하여 2010년 12월부터 2015년 4월까지 서울시 강남 3구의 아파트 임대차시장의 월세화와 그 특성을 실증적으로 분석한다. 실증분석 결과 재건축아파트보다는 일반아파트가 보증금과 월세 간 대체성이 보다 효율적인 것으로 나타난다. 또한 월세계약은 시중금리와 동일하게 움직이면서 단기금리와 연계되고 있다. 동일 아파트를 대상으로 전세와 월세 간 대체성을 분석한 결과 보증금 비율이 낮은 월세 계약일수록 월세 이율이 높게 나타나, 보증금 비율에 따른 월세 가구의 세입자 부담 완화 대책이 시급한 것으로 보인다.

**주요어 :** 전세의 월세화, 전월세 전환율, 금리, 시장 효율성

**Abstract :** This study empirically analyzes the recent conversion trend of Jeonsei to monthly rental contracts in the APT rental market and its major characteristics for three Gangnam districts using the real transaction Jeonsei and monthly rent prices data over the period of 2010.12 to 2015.4. The results show that in terms of deposits and substitutability the conventional apartment is more efficient than those of the reconstruction apartment. Moreover, monthly rental contracts are closely related with the movement of short-term interest rates. Given the same type of apartment, the result drawn from the substitutability between Jeonsei and monthly rental contracts reveals that the monthly leasing contract with the lower rate of deposit tends to have the higher conversion rate of Jeonsei to monthly rent. Thus, an urgent measure should be taken that the burdens of tenants with monthly rent contracts could be alleviated according to the rate of deposits.

**Key Words :** conversion of Jeonsei to monthly rental contracts, conversion rate of Jeonsei to monthly rent, interest rate, market efficiency

\* 강원대학교 대학원 부동산학과 박사과정 수료(Ph. D. Candidate, Department of Real Estate, Kangwon National University, happy38@hanmail.net)

\*\* 강원대학교 부동산학과 부교수(교신저자, Associate Professor, Department of Real Estate, Kangwon National University, jhj33@kangwon.ac.kr.)

\*\*\* 응지세무대학교 부동산금융평가과 조교수(Assistant Professor, Woongji Accounting & Tax College, skc2819@naver.com)

## 1. 서론

### 1) 연구의 배경 및 목적

우리나라 아파트 임대차시장 형태에는 크게 임대가격을 보증금으로 지급하고 별도의 월세 없이 거주하다가 기간 만료 시 보증금을 돌려받는 전세, 일정한 보증금을 내고 부족한 부분에 대해 월세를 내는 보증부 월세, 보증금 없이 월세만을 부담하는 월세가 존재한다.<sup>1)</sup> 이 중 저금리 기조와 맞물려 2009년 3월 이후 전세금이 지속적으로 상승하면서, 아파트 임대차시장의 대부분을 차지했던 전세는 보증부 월세 및 월세 형태로 재빠르게 전환되고 있다. 이에 따라 임대차시장을 보다 세분화하여 파악해야 할 필요성이 제기된다. 이런 맥락에서 최근 국토교통부는 월세시장을 보증금 비율에 따라 준전세, 준월세, 월세로 구분하고 세 가지 월세지수를 생산·발표하기로 하였다.<sup>2)</sup>

한편, 임대차시장은 부동산의 본질적 특성에 따라 지역시장으로 세분화할 수 있고, 주택의 유형별 특성에 따라 일반 아파트와 재건축 아파트 등으로 구분할 수도 있다. 이처럼 다양하게 세분되어 공존하고 있는 임대차시장에서 최근의 월세화 경향을 서울의 강남 3구를 대상으로 그 특성을 규명하려는 것이 본 연구의 목적이다.

### 2) 연구의 범위 및 방법

우리나라에서 아파트는 대표적인 주택자산으로 전·월세 거래가 빈번하게 이루어지며 표준화되어 있는 특성을 보여주고 있어 연구대상으로 설정하였다. 지역 범위는 우리나라 아파트 매매와 전·월세 가격흐름을 주도하고 있는 서울시의 강남 3구(강남구·서초구·송파구; 이하 강남 3구) 지역이며, 시간 범위는 전·월세 실거래가 자료의 활용이 가능한 2010년 12월부터 2015년 4월까지이다.

임대차시장은 임대차 형태와 주택 유형별 특성에 따라 세분화할 수 있지만, 이론적으로는 임대차시장에서 단일가격(law of one price)이 형성되어야 한다. 그러나 현실적으로 세분된 시장에서는 시장 내에서 차익거래가 발생할 수 있다. 이러한 점을 고려하여 임대차시장의 특성을 파악하고 차익거래 조건(no arbitrage condition)에 따른 임대차시장의 효율성을 파악하는 것이 본 연구의 관심사 중의 하나이다. 또한 임대차시장과 금리와의 동조성 여부를 확인하기 위해 세분된 시장에서 도출된 월세이율과 금리 간 상관성을 분석하고 임대차시장 간 비용을 비교함으로써 실질적인 비용부담의 차이를 분석하는 것도 본 연구의 관심사이다.

논문의 구성은 다음과 같다. 2절에서는 선행연구를 임대차시장, 효율성, 임대차시장과 금리로 구분하여 검토하고 시장 효율성의 개념을 제시한다. 3절에서는 아파트 전월세 실거래가 자료를 바탕으로 재건축아파트, 일반아파트, 전세, 준전세, 준월세, 월세로 세분된 강남3구 임대차시장의 특성을 정리한다. 4절에서는 월세계약의 보증금과 월세 간 대체성과 전세, 준전세, 준월세, 월세와 일반 아파트, 재건축 아파트의 월세 시장 내 차익거래를 검토하고, 임대차시장과 금리와의 상관성을 검토한다. 5절에는 임대차시장의 월세화 경향을 정리하고 논문의 시사점과 한계를 제시한다.

## 2. 선행연구 검토와 이론적 배경

### 1) 선행연구

#### (1) 임대차시장에 관한 연구

임대차시장에 관한 연구는 전세라는 독특한 임대차 형태를 반영하여 전세와 매매가격과의 관계, 전세가격 결정요인, 전세특성 등의 연구주제가 대부분을 차지하여 왔다. 조동철·성명기(2004)는

주택이 자산으로써 자본이득에 대한 기대에 초점을 맞추어 이자율과 인플레이션 변수의 중요성을 제시하고 있다. 최창규·지규현(2007)은 차입이 원활한 상황에서는 임대인은 전세보다 월세를 선호하고, 전·월세 전환율은 자기자본 수익률뿐만 아니라 차입금의 이자에 의해서도 결정됨을 보여 주었다. 정의철·심종원(2010)에 의하면 보증부월세 계약비율대비 전세계약비율에 대해 매매가격 상승 예상률은 양(+ )의 영향을 미치지만 전월세전환율은 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이영수(2010)는 장기균형관계에서 전세가격지수를 중심으로 매매가격지수, 금리가 정(+ )의 상관관계가 있다는 것을 보여주었다. 박강우·주동현(2010)은 매매가격 기대가 하락하면서 투기적 매매수요가 전세가격 상승으로 이전되고 있다는 것을 분석하였다. Kim & Shin(2011)은 전세계약을 Repo(Repurchase agreement: 재구매 계약)로 이해하고 국가 신용제도가 성숙하게 되면 주택 Repo 계약은 서서히 사라질 것을 수리적 개념으로 제시하고 주택 임대차시장의 준금융자산의 특성을 보여주고 있다.

## (2) 아파트 시장 효율성에 관한 연구

아파트 시장이 효율적인지의 여부에 대해서는 아파트 시장의 특성을 규명하는 데 있어 핵심적인 주제로 그동안 많은 연구들이 진행되어 왔다. 여기서 말하는 시장 효율성은 Fama(1965, 1970)가 제시한 효율성의 개념에 기초한다. 그는 시장에서 결정된 투자자산의 가격에 대한 적절성을 판단하는 기준으로 효율성이라는 개념을 제시하였다. 이를 바탕으로 우리나라 아파트시장에 대해서도 다양하게 효율성 검증이 시도되었다.

김종일 외(1998)는 주택매매시장이 효율적이라면 전세가격의 변동이 전세가격과 매매가격의 비율을 변화시키지 않을 것이라는 점에 착안하여 서울 아파트매매시장의 효율성을 검증하였다. 분석 결과 아파트시장에는 비효율성이 존재한다는 것

을 확인했는데, 이는 1990년대 이후 주택 규모별 초과수익률의 존재에 관한 연구와 맥을 같이 한다. 정지만(1999)은 전세가격과 주택가격 간의 차이거래모형을 이용하여 효율성을 검증했다. 분석 결과 전세가격비율이 합리적인 균형 전세가격비율보다 그 변동성이 낮고, 각종 시장에서 평균 일탈 경향이 존재하며, 주택가격의 실질상승률과 초과상승률 등에 대해 랜덤워크 가설이 기각됨에 따라 효율적 시장가설과 일치하지 않는 현상이 존재하여 시장이 비효율적임을 보여주었다. 박준용 외(2003)는 주식, 부동산, 채권, 거시요인 등으로 변수를 분류하고 효율성을 분석하였는데 금리변화가 주택의 초과수익률에 유의하게 영향을 미친다는 것을 밝혀 내었다. 반면, Hwang *et al.* (2006)은 배당금-가격 모형으로 수도권 아파트 가격을 설명할 수 있다는 점에서 아파트시장은 효율적이라고 주장하였다. 손재영 외(2011)는 시장 효율성 문제에서 기대형성 부분을 분리한 후 실증분석을 시도하였다. 분석결과 대부분의 기대가설이 기각되는 결론을 도출하였다.

그런데 위의 실증분석 결과들은 Malkiel(2003)이 정리한 바와 같이 시장 효율성 가설에 대한 기각인지, 분석에 활용된 자산가격모형에 대한 기각인지, 기대형성 가설에 대한 기각인지를 알 수 없다는 점에서 근본적인 한계를 가지고 있다. 이러한 한계를 극복하기 위해서 이충언(2013)은 별도의 가격결정모형을 설정하지 않고, 실제 거래가격 간의 효율성을 검증했다. 이때의 효율성은 차이거래의 효율성으로 해석해야 한다고 주장하였다. 이 연구는 서울시 강남 3구의 월세계약에서 보증금과 월세 간에는 효율성이 있으며, 월세 이율이 3년 만기 국고채와 같이 움직이고 있다는 것을 보여주었다. 하지만 전세와 월세 간에는 대체성이 있지 않아 차이거래 조건이 충족되지 않고 있으며 전세비용이 월세에 비해 낮게 평가되고 있음을 밝혀내었다.

### (3) 주택 임대차시장과 금리의 관계에 관한 연구

임대차시장은 금융시장 등 다른 시장과의 상호 작용을 통해 가격이 결정되고 변화하는 시장특성을 보여주고 있어 임대차시장과 금리와의 관계에 관한 연구가 많이 이루어져 왔다. Ambrose & Kim(2003)은 전세계약을 풋옵션과 콜옵션이 복합적으로 내재한 형태로 모형화하여 분석한 결과 매매가격 상승률과 이자율이 낮을 때는 채무불이행 가치(default value)가 증가하여 전세의 인기가 떨어질 것으로 예상하였다. Morris and Martin(2005)는 경기변동, 주택경기주기, 차입계약조건, 유동성, 자산가격 등의 변수는 이자율의 변수에 크게 영향을 받고 있음을 보여주고 있으며, 주택담보대출 금리와 매매가격 대비 임대비율, 기대형성 등은 상호 밀접한 관계 속에서 가격이 형성되고 있음을 밝히고 있다. 박헌수·안지아(2009)는 서울시 내 25개 구의 국민은행 주택매매가격지수, 전세가격지수와 금리변수를 활용해 VAR 분석을 시도한 결과 금리 1단위 상승 충격은 단기적으로 구별 평균매매가격을 0.204만큼 감소시키고, 평균전세가격은 0.058만큼 떨어진다는 것을 보여주었다. Kishor and Morley(2010)은 1961년부터 2009년까지 미국의 매매가격 대비 임대가격 비율이 어떤 잠재변수로 움직이는지를 실증 분석하였는데, 예상 임대료 성장률, 실질 기대금리, 주택유동성 프리미엄, LTV 등의 거시경제 변수 중 이자율 변수의 중요성을 강조하고 있다.

### (4) 선행연구와 차별성

본 연구는 아파트 임대차시장에서 월세화 경향이 진행되는 상황에서 기존 연구들이 지니고 있는 한계점을 극복할 수 있는 새로운 방법을 제시한 이충언(2013)의 시장 효율성 개념에 착안하여 강남 3구 아파트 임대차시장의 효율성을 평가하고 그 특성을 규명하는 데 관심이 있다. 그러나 구체적인 대상과 방법에서는 이충언(2013)과 차이가 난다.

첫째, 본 연구는 분석대상을 아파트의 유형과 임대차시장의 형태로 구분하여 세분된 시장의 특성을 파악하고자 하였다. 이종아·정준호(2010)의 연구는 강남 3구 지역 재건축아파트가 투자재의 특성을 갖는 자산임을 밝히고 있는데, 임대차시장에서도 일반 아파트와 재건축 아파트와의 유형별 차이가 나타나는지 확인하고자 하였다.

둘째, 최근 국토교통부의 새로운 월세시장의 분류체계에 따라 임대차시장의 효율성과 그 특성을 분석해보는 것은 시장분석의 시의성과 정확성을 높일 수 있다는 점에서 의미가 있다고 할 것이다. 아울러 2016년 1월 1일부터 공식적으로 적용될 월세 통계의 특성을 미리 파악함으로써 시장변화에 대응할 수 있게 해준다는 점에서도 의미가 있을 것이다.

셋째, 분석의 현실성을 보완하기 위해 이충언(2013)의 연구에서 제외한 1층의 전월세 거래사례<sup>3)</sup>를 포함하여 전체 층의 거래사례를 대상으로 하였다. 또한 이충언(2013)의 연구는 4건 이상 거래된 경우에만 기준가격을 설정하였으나 본 연구는 중소규모의 아파트 단지 내 거래도 분석에 반영하기 위해 2건 이상의 사례를 기준가격으로 설정함으로써 서울시 강남 3구의 아파트 임대차시장의 특성을 최대한 반영하도록 노력하였다. 따라서 분석기간 내 기준가격이 존재하는 월세계약건은 22,127건으로 전체 월세계약건의 56.0%를 차지하여 국토교통부 전·월세 실거래가 자료전체를 활용하였다.

## 2) 이론적 배경: 시장 효율성 평가

일반적으로 경제적 측면에서 효율성이라 하면 “누군가의 후생을 희생시키지 않고는 다른 사람의 후생을 늘릴 수 없는 상태”를 말하는 것으로 이때의 효율성을 파레토 효율성이라고 한다. 파레토 효율적이란 의미는 자원배분이 가장 효율적인 상태에 도달했다는 것으로 파레토 효율성은 자원배

분상태를 평가하는 규범적 기준으로 활용되고 있다.

그런데 아파트 시장의 효율성과 관련해서 기존의 연구들은 Fama(1965, 1970)의 효율성 개념에 기반을 두고 있다. 그는 시장에서 결정된 투자자산의 가격에 대한 적절성을 판단하는 기준으로 효율성이란 개념을 제시했는데, 이러한 효율성은 자본시장에서 “가격은 관련된 모든 정보를 순간적으로 완전히 반영한다”는 것이다. 이런 효율성을 갖기 위해서는 정보의 효율적 흐름과 시장참여자들의 합리적 기대, 선택 행동이 전제되어야 한다.

그에 의하면 가격은 효율적 시장하에서 모든 관련 정보를 즉각 반영하여 결정된다. 그러나 이러한 개념은 너무나 일반적이고 추상적이어서 실제로 시장이 효율적인지 아닌지를 검증하기는 어렵다. 효율적 시장하에서 시장이 어떤 모습으로 움직일 것인가에 대한 이론 중 하나는 위험을 고려하지 않는 가격형성모형인 공정게임(fair game), 마팅게일(martingale), 섭마팅게일(submartingale), 랜덤워크(random walk) 모형이고, 또 하나는 위험을 고려한 가격형성모형으로 시장모형(MM)이나 자본자산가격결정모형(CAPM)이다. 이들 모형은 모두 특정시점에서의 가격수준이 어떻게 형성될 것인가에 관한 내용이 아니라, 효율적 시장하에서는 평균적으로 가격이 어떻게 형성될 것인가에 관한 각자의 입장에서의 주장들이라고 볼 수 있다.

본 연구는 효율적 시장하에서는 평균적으로 가격이 어떻게 형성될 것인가에 초점을 맞춘 공정게임(fair game) 논리에 따라 위험을 고려하지 않으면서 수많은 표본에 대해 적용해 보았을 때 평균적으로 보면 전·월세가격이 같다는 것으로서 전·월세 가격에 편의(bias)가 존재하지 않는다는 의미에서 시장의 효율성을 상정한다. 즉 누구도 초과수익을 실현하기는 어려우므로 공정게임(fair game)의 모형이 되는 것이다.

이를 수식으로 표현하면 다음과 같다.

$$m_{j,t+1} = \frac{P_{j,t+1} - P_{j,t}}{P_{j,t}} - \frac{E(P_{j,t+1} | \Psi_t) - P_{j,t}}{P_{j,t}} \\ = \frac{P_{j,t+1} - E(P_{j,t+1} | \Psi_t)}{P_{j,t}}$$

여기서  $P_{j,t+1}$ :  $t+1$  시점에서 전월세  $j$ 의 실거래가격  $E(P_{j,t+1} | \Psi_t)$ :  $t+1$  시점에서의 정보집합  $\Psi_t$ 가 주어졌을 때 전월세  $j$ 의  $t+1$  시점에서의 동일아파트의 전세, 월세 가격

$m_{j,t+1}$ : 전세가격과 준전세, 준월세, 월세가격과의 차이

이를 수익률의 형태로 바꾸기 위해  $r_{j,t+1}$ 을  $t+1$  시점에서 전세·월세  $j$ 의 실제수익률이라고 하면,

$$r_{j,t+1} = \frac{P_{j,t+1} - P_{j,t}}{P_{j,t}} \\ m_{j,t+1} = r_{j,t+1} - E(r_{j,t+1} | \Psi_t)$$

이다. 여기서 공정게임(fair game)이 성립한다고 하면 이식은 다음과 같이 표현된다.

$$E(m_{j,t+1}) = E(r_{j,t+1}) - E(r_{j,t+1} | \Psi_t) = 0$$

이러한 공정게임하에서는 많은 시장 참여자들이 충분한 정보를 가지고 있어서 이질적인 기대(heterogenous expectation)를 갖는 시장 참여자들이 어떠한 선택 행동을 하더라도 전세와 준전세, 준월세, 월세 간 초과수익을 지속해서 실현하지 못한다는 것을 의미한다.

현실의 임대차시장에서는 동일한 지역, 동일한 단지, 동일한 규모에서 전세와 월세가 단일가격의 법칙(law of one price)이 성립하지 않는 상태를 종종 발견하게 된다. 이에 본 연구는 강남 3구의 아파트 임대차시장이 공정게임(fair game)이라고 상정하고서 아파트 전·월세시장의 시계열적 흐름과 효율성을 실제로 분석하여 이론과 현실과의 차

이를 보고서 시장의 효율성 여부를 판단한다. 따라서 본 연구에서 사용하는 시장 효율성의 의미는 상당히 제한적일 수 있다는 점을 염두에 둘 필요가 있다. Fama의 시장 효율성 가설 전체를 검증하는 것이 본 연구의 관심사가 아니라 그 일부에 한정되어 있다.

### 3. 서울시 강남 3구 아파트 전·월세 시장 현황

#### 1) 아파트 전·월세 실거래 건수

국토교통부 아파트 전·월세 실거래 자료는 전월세 임차인이 주택임대차보호법의 최우선 변제 금액에 대한 법적 보호조치를 받기 위해 임차인이 거주지역에 확정일자를 받아 신고하는 자료로 실질적인 거래양상을 보여준다. 이러한 이유로 소유

표 1. 강남 3구 아파트 전월세 분기별 실거래 건수

구분	월세				전세	전월세 합계	월세비중
	순수월세	준월세	준전세	월세 합계			
2010 12월	54	371	128	553	2,927	3,480	15.9%
2011 1분기	298	1,480	440	2,218	9,755	11,973	18.5%
2011 2분기	244	1,068	333	1,645	7,162	8,807	18.7%
2011 3분기	294	1,120	415	1,829	6,972	8,801	20.8%
2011 4분기	243	979	372	1,594	6,897	8,491	18.8%
2012 1분기	315	1,148	368	1,831	8,231	10,062	18.2%
2012 2분기	237	947	276	1,460	6,297	7,757	18.8%
2012 3분기	249	1,059	405	1,713	6,798	8,511	20.1%
2012 4분기	308	1,263	549	2,120	8,654	10,774	19.7%
2013 1분기	349	1,371	662	2,382	8,363	10,745	22.2%
2013 2분기	354	1,131	446	1,931	6,725	8,656	22.3%
2013 3분기	367	1,152	608	2,127	5,755	7,882	27.0%
2013 4분기	420	1,376	881	2,677	6,537	9,214	29.1%
2014 1분기	486	1,359	927	2,772	7,304	10,076	27.5%
2014 2분기	347	952	635	1,934	5,954	7,888	24.5%
2014 3분기	427	1,092	772	2,291	6,537	8,828	26.0%
2014 4분기	450	1,353	1,392	3,195	7,612	10,807	29.6%
2015 1분기	666	1,779	1,677	4,122	7,484	11,606	35.5%
2015 4월	156	488	445	1,089	1,843	2,932	37.1%
합계	6,264	21,488	11,731	39,483	127,807	167,290	23.6%

주: 국토교통부 전월세 실거래가 자료는 <http://rt.molit.go.kr>에서 수집하였으며, 순수월세, 준월세, 준전세의 구분은 국토교통부 월세통계 구분방식에 따라 구분하였다.

자료: 국토교통부 아파트 전·월세 실거래가 자료(<http://rt.molit.go.kr>).

권 및 세금납부를 위해 실거래가를 신고하는 매매 실거래가와 다소 다른 특성을 보인다.

서울시 강남 3구 아파트의 경우 임대차 형태 중 월세비중이 2011년 1월 18.4%에서 2015년 4월 37.1%로 급증하였다. 이는 임대차시장에서 월세화 경향이 뚜렷하다는 것을 시사한다. 또한, 분기별 거래량 패턴을 보면 2분기, 3분기에 비해서 1분기, 4분기의 전월세 거래량이 다소 높게 나타나 계절적 특성이 반영되고 있다. 분석기간 내 전·월세 거래건수는 167,290건으로 매월 평균 3,156건의 거래가 이루어졌다. 구별 전·월세 거래현황을 살펴보면 강남구가 65,824건(전세 49,360건, 월세 16,464건), 서초구가 40,886건(전세 31,254건, 월세 9,632건), 송파구가 60,580건(전세 47,193건, 월세 13,387건)으로 강남구, 송파구, 서초구 순으로 전·월세 거래가 많이 이루어지고 있음을 알 수 있다.

## 2) 아파트 전·월세시장의 주요 특징

### (1) 임대차시장의 가격 분포

강남 3구의 아파트 전세가격 분포를 일반아파트와 재건축아파트<sup>4)</sup>로 구별하여 살펴보면 일반아파트의 전세가격 분포는 한쪽 끝 분포의 꼬리가 긴 형태여서 일반적인 자산시장과 유사한 패턴을 보이지만, 재건축아파트의 전세가격 분포는 일반아

파트 전세가격 분포와 구별된 모습을 보인다. 이는 전용면적의 크기, 생활 편리성, 임차조건에 따라 전세가격이 낮은 그룹과 높은 그룹이 혼재되어 상이한 패턴을 보여준다.

강남 3구 아파트 실거래 전세가격(전용 1㎡당)은 2010년 12월 412.8만 원에서 2015년 4월 557.2만 원으로 지속적으로 상승하였다. 일반아파트와 재건축아파트로 구분하여 분석한 결과 아파트 유형별로 상이한 가격추이를 보이는데, 재건축아파트는 일반아파트보다 전용 1㎡당 전세가격이 70% 내외 수준을 유지하면서 거래가 이루어지고 있다.

### (2) 임대차시장의 구성

주택시장에서 월세는 전세 보증금을 기준으로 월세계약이 이루어진다. 전세보증금에서 월세 보증금을 차감한 보증금 액수를 매월 월세 시세에 맞추어 계산한 보증금과 월세 금액으로 계약하는 형태가 일반적이다. 이에 월세계약 중 월세액을 매달 월세 시세인 월세 이율을 기준으로 전액 보증금화 하고 월세계약의 보증금을 합산한 후 보증금이 차지하는 비중에 따라 월세유형별 비중 추이를 분석해본 결과 준월세는 2010년 12월 67.1%에서 2015년 4월 44.8%로 감소했지만, 준전세는 2010년 12월 23.1%에서 2015년 4월 40.9%로 지속적으로 상승하고 있다. 이는 전세에 가까운 월세인 준전세 비중이 확대된 것으로 월세화 경향이

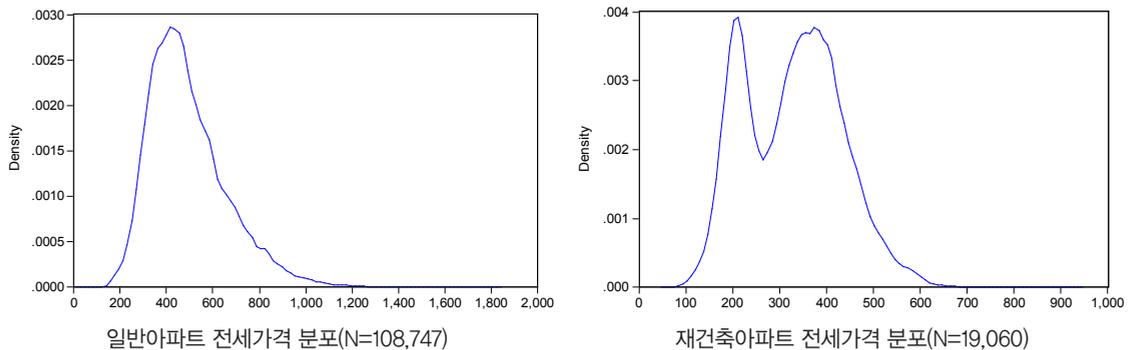


그림 1. 강남 3구 아파트 전세가격 분포(단위: 전용 1㎡, 만원, Kernel Density 함수)

표 2. 강남 3구 아파트 분기별 전세가격 추이

(단위: 전용 1㎡, 만원)

구분	일반아파트	재건축아파트	강남 3구 평균
2010 12월	427.8	308.2	412.8
2011 1분기	421.6	284.0	398.2
2011 2분기	431.0	282.2	403.7
2011 3분기	452.6	300.5	424.9
2011 4분기	468.0	305.2	438.8
2012 1분기	455.8	291.2	429.8
2012 2분기	442.7	295.5	421.2
2012 3분기	463.0	302.1	441.5
2012 4분기	487.0	333.4	466.3
2013 1분기	485.9	328.8	463.3
2013 2분기	475.7	322.7	454.2
2013 3분기	498.0	335.1	473.0
2013 4분기	539.8	356.5	513.3
2014 1분기	543.5	355.9	518.1
2014 2분기	538.1	343.5	511.2
2014 3분기	549.5	356.6	525.3
2014 4분기	571.0	409.9	551.3
2015 1분기	581.6	413.7	556.9
2015 4월	580.6	420.1	557.2

자료: 국토교통부 전월세 실거래가 자료(<http://rt.molit.go.kr>).

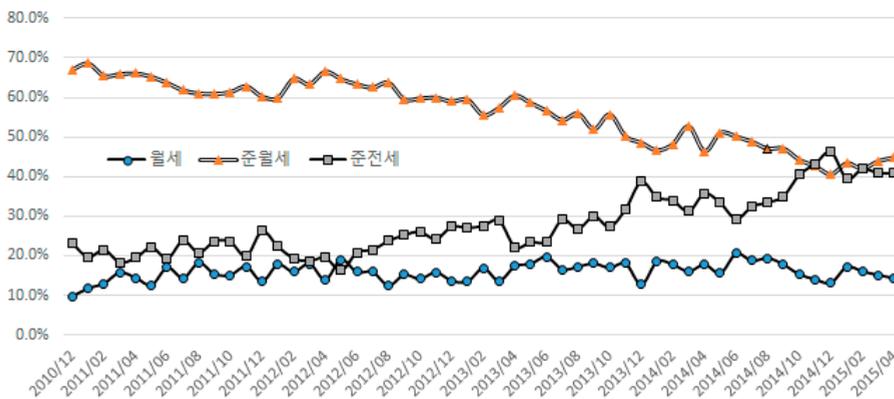


그림 2. 강남 3구 월세시장 내 월세유형별 비중 추이 현황

뚜렷하게 진행되고 있음을 보여준다.

강남 3구의 월세계약 아파트를 일반아파트와 재건축아파트로 구분하여 분석한 결과 일반아파트

의 분포는 제1봉(보증금 비율 17%)과 제2봉(보증금 비율 75%)으로 구성되어 있으며, 재건축 아파트는 제1봉(보증금 비율 18%)과 제2봉(보증금 비

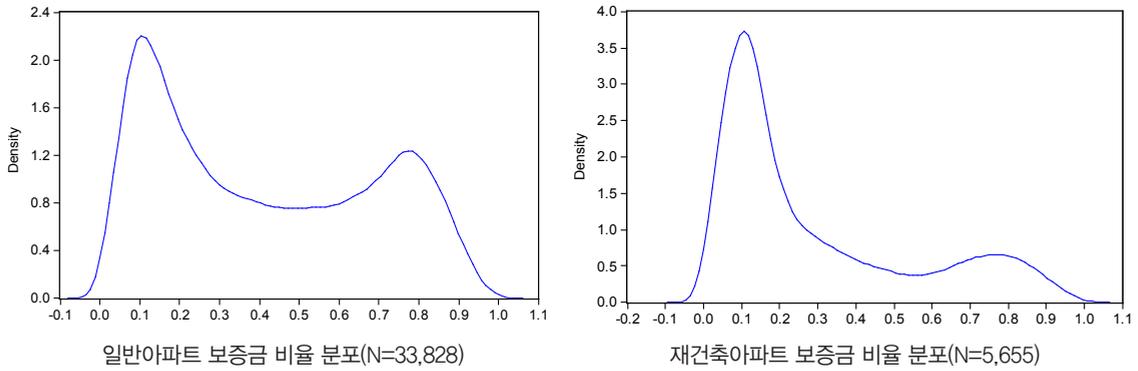


그림 3. 강남 3구 아파트 월세가구의 보증금 비율 분포(Kernel Density 함수)

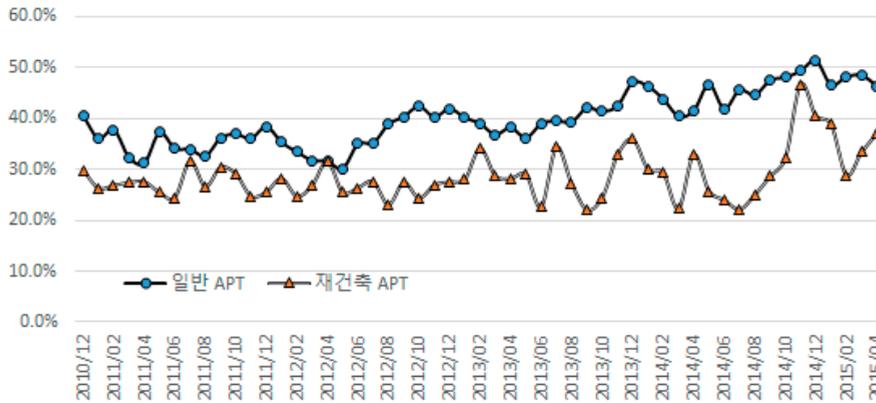


그림 4. 강남 3구 월세계약자의 보증금 비율 추이 현황

율 76%)으로 보증금 비율이 높은 그룹과 낮은 그룹이 양분되는 모습을 보인다. 일반아파트와 비교하면 재건축 아파트가 낮은 보증금 그룹 비율이 높은 것은 재건축을 시행하기 전까지 재건축아파트를 소유한 임대인이 고정적인 수익확보를 위해 매월 현금흐름을 중요시하는 행태를 보이기 때문으로 보인다. 분석기간 내 일반아파트의 평균 보증금 비율은 41.2%지만, 재건축 아파트의 평균 보증금 비율은 29.1%로 낮은 수치의 분포를 나타내지만, 그림 4와 같이 최근 들어 재건축 아파트의 보증금 비율도 증가추세에 있다.

## 4. 효율성 평가

### 1) 월세계약의 보증금과 월세 간 대체성

주택 임차인은 본인의 자금사정이나 편의에 따라 주택을 전세로 임차할 수도 있고 보증금을 낮추고 보증금에 해당하는 금액만큼 월세로 전환하여 월세로 임차할 수 있다. 임대유형 선택요인 중 전제조건은 전세와 월세가 공정게임(fair game) 모형과 같이 단일가격의 법칙(law of one price)이 성립하여 균형조건을 갖는 것이다. 만약 아파트 임대사례의 가격책정이 잘못되면 효율적 포트폴리

오를 추구하는 임대인과 임차인은 가격에서 합리적인 행동을 함으로써 아파트 전·월세가격은 균형가격에 도달하게 될 것이다.

아파트 시장의 효율성을 분석하기 위해서는 주소지, 단지명, 면적, 층, 향 등을 고려하여 동일한 아파트의 전·월세자료가 구성되어야 하나 이런 조건을 만족하는 자료구득이 현실적으로 어려워 아파트 주소지, 단지명, 전용면적이 동일하면 동일한 아파트로 간주하여 아파트 시장의 효율성을 분석할 수밖에 없다. 이러한 현실적인 자료의 한계를 인정하여 이충언(2013)의 선행연구를 바탕으로 평균보증금과 월세를 기준가격<sup>9)</sup>으로 간주하고, 각 월세계약건에서 기준가격을 차감한 초과보증금과 초과월세를 산정하였다. 그림 5는 보증금, 월세 간 기준가격을 설정한 후 보증금과 월세 간의 상호 관계를 보여주고 있다.

그림 5는 강남 3구 월세시장의 일반 아파트와 재건축 아파트의 전용면적 1m<sup>2</sup>당 월세와 보증금 간의 관계를 나타내는 산포도이다. 일반 아파트 월세시장의 보증금과 월세가 더 높음을 알 수 있는데, 이는 재건축 아파트가 노후도로 인해 주거 생활 편리성 등이 낮은 것이 월세에 반영된 것으로 보인다.

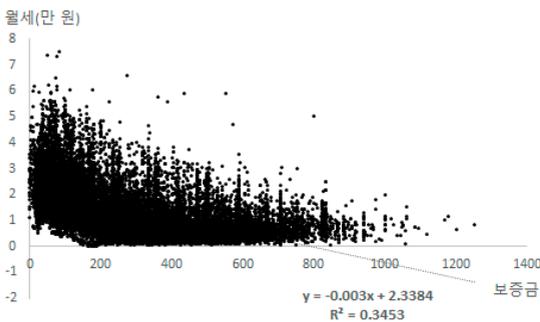
초과월세와 초과보증금의 자료를 근거로 대체성을 분석해 보면, 보증금과 월세변수 간에는 음

(-)의 상관관계가 뚜렷이 나타남을 확인할 수 있다. 일반 아파트의 보증금과 월세 간 상관관계의 결정계수는 88.3%로 재건축 아파트의 보증금과 월세 간 상관관계의 결정계수 84.6%보다 다소 높게 나타났다.

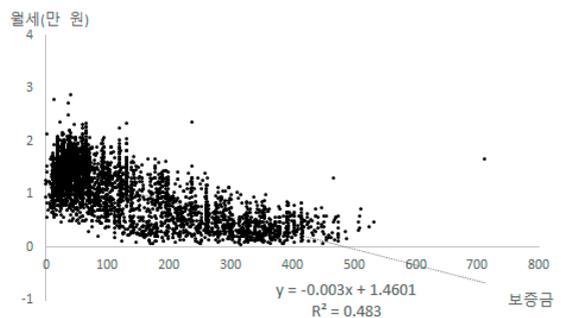
분석기간 내 월별 초과월세와 초과보증금의 자료를 근거로 회귀계수를 추정(유의한 값 1% 이하)하고 연복리로 계산하여 보증금과 월세의 전환율인 전·월세 전환율(월세 이율)을 산정하였다. 전월세 전환율은 임대인이 임차주택을 본인이 거주하지 않고 임대한 대가의 이자율을 의미하는데, 이자율은 화폐적 현상이며 기본적으로 유동성을 포기한 데 따른 대가라고 설명한 케인즈의 정의와 일맥상통한다. 그림 7은 구별, 아파트 유형별, 월세시장 유형별로 구분하여 월세 이율을 분석한 것으로, 이는 월별로 고정된 것이 아니라 월별로 변동하고 있음을 보여주고 있다.

분석기간 내 월별 평균 월세 이율은 강남구가 6.19%, 서초구 5.74%, 송파구 5.39%로 재건축 아파트의 분포가 높게 편중된 강남구 지역이 가장 높은 월세 이율을 나타냈으며, 강남 3구의 평균 월세 이율은 5.67%로 나타났다. 강남 3구의 월세 이율은 2011년 6% 중반대를 유지하다가 2015년 4월에는 4.29%로 지속해서 하락하고 있다.

아파트의 유형별 특성에 따라 일반 아파트와 재

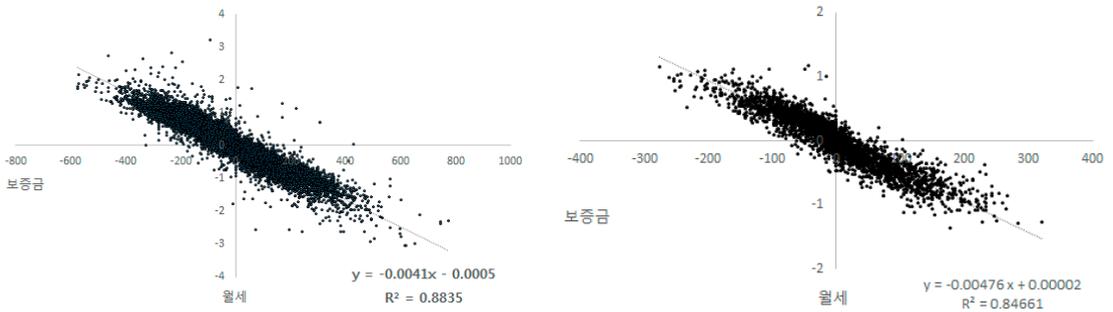


A. 일반아파트 월세, 보증금 관계(N=33,828)



B. 재건축아파트 월세, 보증금 관계(N=5,655)

그림 5. 강남 3구 월세시장의 월세와 보증금 간의 관계



A. 일반아파트 초과월세와 초과보증금 간 관계(N=18,039)    B. 재건축아파트 초과월세와 초과보증금 간 관계(N=4,088)

그림 6. 강남 3구 월세시장의 초과월세와 초과보증금 간의 관계

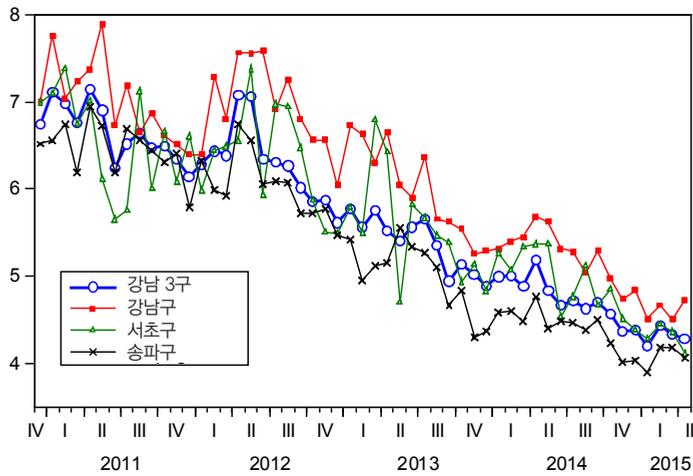


그림 7. 강남 3구의 월세 이율의 추이

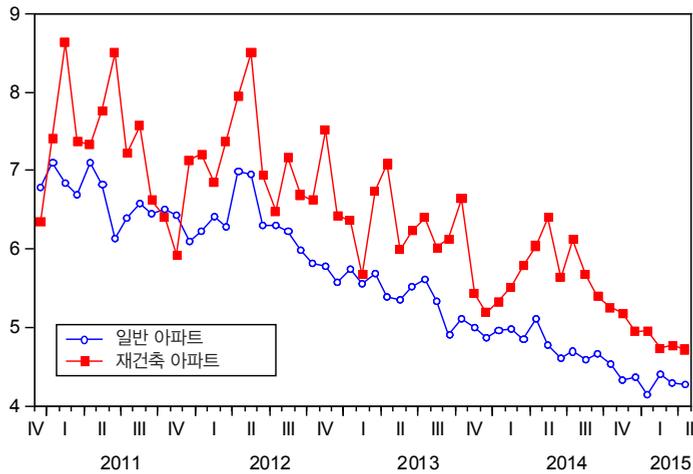


그림 8. 강남 3구의 아파트 유형별 월세 이율 추이

건축 아파트로 구분하여 분석한 결과 분석기간 내 평균 월세 이율이 일반 아파트 5.63%, 재건축 아파트 6.42%로 재건축 아파트의 월세 이율이 높고 월세 이율에 대한 월별 변동성의 폭도 일반아파트와 비교해서 높게 나타나고 있다.

강남 3구 아파트 월세계약의 실거래가 자료를 근거로 월세 이율을 분석한 결과 분석기간 내 평균 월세 이율은 월세(순수월세) 6.00%, 준월세 5.62%, 준전세 5.14%로 월세(순수월세)가 준월세에 비교하여 평균 0.38%, 준전세에 비교하여 평균 0.86% 높게 나타나 보증금 비율이 낮을수록 월세 이율이 높게 나타나고 있다는 것을 알 수 있다. 임대인 측면에서는 금융자산과 부채의 만기 차이에서 오는 이자율의 격차(spread)를 활용하여 보증금 비율을 높이거나 낮추는 투자행위를 가능케 한다는 점과 월별 현금을 월세에서 발생시킨다는 점에서 강남 3구의 아파트 월세시장은 사실상 준금융자산(quasi financial asset)의 성격을 갖고 있다고 볼 수 있을 것이다.

그림 9는 월세시장의 유형별 월세 이율과 국고채 3년, 6개월~1년 미만의 정기예금, 주택담보 대출

출금리와 동조하고 있음을 보여주고 있다. 이는 월세 이율이 금리와의 관계에서 효율적으로 움직이고 있다는 것을 시사한다. 시중금리와의 동조성을 검증하기 위해, 본 연구에서는 시중금리를 1년을 기준으로 단기금리와 장기금리로 구분하고, 가계대출 이자율과 주택담보대출을 포함하여 11개의 시중 이자율과 강남 3구의 월세 이율과의 동조성을 검증한다.

전술한 바와 같이 단기 금리와 장기 금리로 구분하여 분석해본 결과 CD91일물, 국고채 1년 금리와 연계성이 국고채 3년 금리에 비해 다소 높게 나타나 월세 이율이 단기금리 영향을 크게 받고 있음을 보여주고 있으며, 임대인 측면의 주택담보대출금리와의 연계성도 높게 나타났다. 특히, 월세 이율은 단기 수신금리 중 정기예금 6개월~1년 금리와의 계수값이 높기 때문에 월세 미납액 및 기타 임대에 따른 위험 프리미엄을 고려하더라도 수익 측면에서 월세가 전세와 비교해서 유리하다는 것을 알 수가 있다. 아파트 유형별로는 재건축 아파트가 일반 아파트에 비교해서 단기금리에 더 민감함을 보여주고 있으나 일반 아파트의 경우 주택

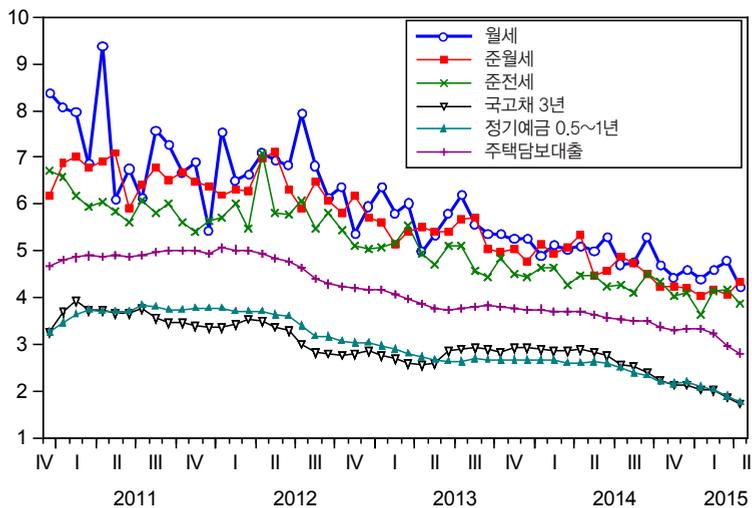


그림 9. 강남 3구의 월세 유형별 월세 이율과 시중 이자율 추이

표 3. 서울시 강남 3구의 월세 이율과 시중 이자율 간의 회귀분석

$\hat{i}_i$ (시중 이자율)/ 구분		강남 3구 월세이율	아파트 유형별 월세이율		월세시장 유형별 월세이율		
			일반	재건축	월세(순수월세)	준월세	준전세
단기 금리	기준 금리	1,7545 (0.7345)	1,7378 (0.7309)	1,8206 (0.6280)	1,8834 (0.4885)	1,8531 (0.7569)	1,4877 (0.6376)
	콜금리	1,7532 (0.7243)	1,7368 (0.7209)	1,8103 (0.6132)	1,8891 (0.4853)	1,8515 (0.7462)	1,4888 (0.6305)
	CD91일	<b>1.5696</b> <b>(0.7817)</b>	<b>1.5553</b> <b>(0.7785)</b>	<b>1.5948</b> <b>(0.6408)</b>	<b>1.7272</b> <b>(0.5463)</b>	<b>1.6500</b> <b>(0.7980)</b>	<b>1.3255</b> <b>(0.6731)</b>
	국고채 1년	<b>1.6094</b> <b>(0.8120)</b>	<b>1.5930</b> <b>(0.8068)</b>	<b>1.6470</b> <b>(0.6752)</b>	<b>1.7963</b> <b>(0.5838)</b>	<b>1.6870</b> <b>(0.8241)</b>	<b>1.3514</b> <b>(0.6912)</b>
	정기예금 6개월~1년	<b>1.3715</b> <b>(0.8723)</b>	<b>1.3608</b> <b>(0.8709)</b>	<b>1.3555</b> <b>(0.6766)</b>	<b>1.5621</b> <b>(0.6531)</b>	<b>1.4205</b> <b>(0.8644)</b>	<b>1.1734</b> <b>(0.7709)</b>
장기 금리	정기예금 1~2년	<b>1.1529</b> <b>(0.9125)</b>	<b>1.1439</b> <b>(0.9110)</b>	<b>1.1304</b> <b>(0.6967)</b>	<b>1.3411</b> <b>(0.7126)</b>	<b>1.1795</b> <b>(0.8822)</b>	<b>0.9939</b> <b>(0.8188)</b>
	국고채 3년	1,4801 (0.7835)	1,4644 (0.7779)	1,5112 (0.6486)	1,7215 (0.6117)	1,5377 (0.7813)	1,2429 (0.6671)
	회사채 3년 AA-	1,1234 (0.8141)	1,1143 (0.8123)	1,1148 (0.6365)	1,3212 (0.6498)	1,1614 (0.8037)	0,9538 (0.7084)
	정기예금 5년 미만	1,1341 (0.8317)	1,1268 (0.8325)	1,1005 (0.6218)	1,3130 (0.6433)	1,1472 (0.7861)	0,9997 (0.7802)
주택담보대출 금리		<b>1.2864</b> <b>(0.8898)</b>	<b>1.2787</b> <b>(0.8916)</b>	<b>1.2422</b> <b>(0.6588)</b>	<b>1.4938</b> <b>(0.6924)</b>	<b>1.3203</b> <b>(0.8659)</b>	<b>1.1100</b> <b>(0.7998)</b>
가계대출금리		1,0858 (0.8869)	1,0787 (0.8878)	1,0601 (0.6713)	1,2532 (0.6818)	1,1164 (0.8662)	0,9334 (0.7913)

주:  $i_t = \alpha_1 + \alpha_2 \hat{i}_t + \epsilon_t$ ,  $i_t$ 는 월세 이율이며,  $\hat{i}_t$ 는 시중 이자율이다. 추정기간은 2010년 12월부터 2015년 4월까지이다. 추정된 계수 아래 괄호안의 값은  $R^2$ 값이며, 시중 이자율과 월세 이율의 유의확률(p-value)은 1% 이하이다.

담보대출금리에서는 계수 값과 결정계수 값이 크게 나타나 일반 아파트의 월세 이율과 주택담보대출 간에 연관성이 있음을 보여준다.

유형별 월세 이율을 살펴보면 준월세가 금리와의 동조성이 높게 나타났으며, 월세(순수월세)의 결정계수는 낮지만 계수 값이 준월세, 준전세에 비교해서 높게 나타나 월세(순수월세)가 금리에 더 민감하게 대응하고 있음을 알 수 있다. 또한, 준전세는 계수 값과 결정계수 값이 상대적으로 낮아 금리 민감도가 상대적으로 낮은 것으로 분석된다.

## 2) 월세와 전세 간 대체성

강남 3구의 월세 기준가격을 동일 기간에 주소지, 단지, 면적이 동일한 비교 가능한 전세계약을 월세계약과 비교함으로써 월세와 전세 간 대체성을 분석해 본다. 대체성 분석이 가능한 사례 건수는 전세 33,806건(전세 실거래 건수의 26.5%), 월세 17,023건(월세 실거래 건수의 43.1%)이다. 월세 대체이율을 계산한 후 월세를 전세와 같은 전액 보증금액으로 환산하고 전세계약 사례의 전세 보증금 평균값과 비교하였다.

먼저 이들 전세 보증금과 월세의 전액 보증금 간

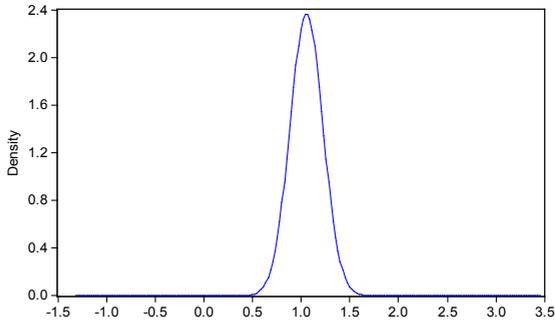


그림 10. 강남 3구의 전세보증금과 월세 전액보증금 간 비율 분포

의 동일성 검정을 시행해본 결과, 전세(전세 보증금)와 월세(전액 보증금 환산)의 두 값의 분포는 유사하지만, 평균값은 다른 분포를 가지고 있었다.

그림 10은 강남 3구의 전세보증금과 월세의 전액보증금 간의 비율 분포를 나타낸 것으로, 이는 전세와 월세의 비율 분포의 차이는 월세 미납의 위험을 반영한 것과 임차인의 신용계약 등으로 인해 보증금 비율이 낮은 경우 월세를 선택할 수밖에 없음을 보여준다. 월세와 전세 간 대체성 분석의 결과 월세가 전세에 비교해서 분석기간 내 월 평균 5.5% 과대평가되어 있으며 최근 월세의 과대

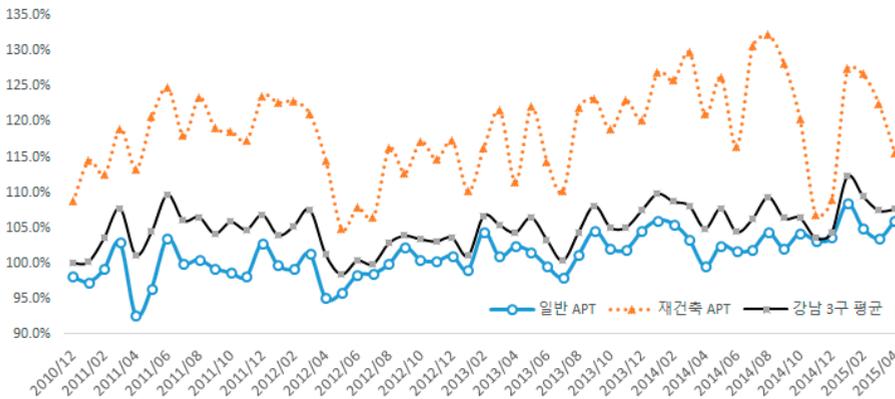


그림 11. 강남 3구의 아파트 유형별 대체성 분석(월세/전세, 전세=100%)

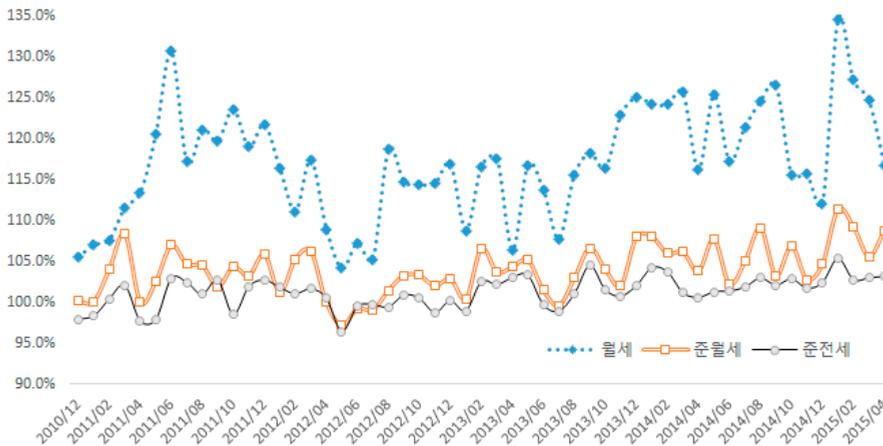


그림 12. 강남 3구의 월세 유형별 대체성 분석(월세/전세, 전세=100%)

평가율이 다소 높아지고 있음을 알 수 있다.

아파트 유형별 대체성 분석을 살펴보면 일반 아파트는 월세가 평균 102.1%로 전세와 비교하면 2.1% 과대평가되지만 재건축 아파트는 월세가 평균 119.2%로 전세와 비교하면 19.2% 과대평가되고 있다. 일반 아파트와 비교하여 재건축 아파트의 월세가 비효율적으로 작동되고 있음을 보여주고 있다(그림 12 참조).

월세시장 내 유형별 대체성을 분석한 결과 월세 유형 중에서 전세에 가까운 준전세의 대체율이 평균 101.9%로 전세와 비교하면 1.9% 과대평가되지만, 준월세는 평균 104.3%, 월세(순수월세)는 118.7%로 월세(순수월세)가 전세와 비교하여 평균 18.7% 높고 월별 변동성도 높게 나타나고 있다.

### 3) 월세의 비용 부담

다양한 스펙트럼이 존재하는 임대차시장에서 월세의 비용부담을 임차인 측면에서 분석한다. 임차인이 전세 보증금을 은행에 저축한 후 월별 받

생하는 이자로 월세를 충당하는 경우를 가정하고 앞서 분석한 월세/전세의 대체율과 임대차 계약기간인 2년을 고려하여 최근 2년 기간, 즉 2013년 5월부터 2015년 4월까지의 월세의 비용부담을 월세 유형별로 비교하여 분석해 본다. 전세와 월세의 비용부담에서 눈여겨보아야 할 지점은 은행금리(1년 정기예금)가 최근 지속해서 하락하고 있다는 점이다. 월세 이율과 은행금리(1년 정기예금)간의 금리 차이는 정기예금의 세후 이자율을 고려할 때 강남 3구의 월세 이율은 1년 정기 예금과 비교하여 2013년 2.2배, 2014년 2.2배, 2015년 1~4월 2.5배 월세 이율이 높게 나타나 월세의 비용부담이 가중되고 있음을 보여주고 있다.

월세의 유형별 구분에 따른 월세 부담액을 개략적으로 산정해본 결과 월세를 전액보증금액으로 환산할 경우 강남 3구는 평균적으로 93.9%밖에 충당하지 못하고 있으며 1년 만기 정기예금을 기준으로 할 때 52.4%(세후 이자율을 고려할 때 44.4%)밖에 충당할 수 없어 월세화 경향에 따라 전세와 비교해서 월세의 부담이 가중되고 있음을 보여주고 있다. 그림 13은 강남 3구의 월세 이

표 4. 월세의 유형별, 종류별에 따른 부담

구분	강남 3구	일반 아파트	재건축 아파트	월세(순수월세)	준월세	준전세
월세 이율	4.839%	4.802%	5.602%	5.042%	4.787%	4.402%
전세 평균 보증금 (전용 1㎡/만 원)	517.8	517.8	517.8	517.8	517.8	517.8
월세/전세 대체율	106.5%	103.1%	121.7%	120.4%	105.5%	102.2%
월세 전액보증금 환산액(만 원)	551.6	533.9	629.9	623.2	546.0	529.2
전세금/전액보증금	0.939	0.970	0.822	0.831	0.948	0.978
1년 만기 정기예금 (2.538%)	0.524	0.528	0.453	0.503	0.530	0.577
1년 만기 정기예금 세후이자율	0.444	0.447	0.383	0.426	0.448	0.488

주: 이자율(연리), 전세 1㎡당 평균 보증금, 월세/전세 대체율, 1년 만기 정기예금 값은 2013년 5월~2015년 4월까지의 평균값을 적용하였으며, 정기예금의 이자소득세율 15.4%를 감안하였다.

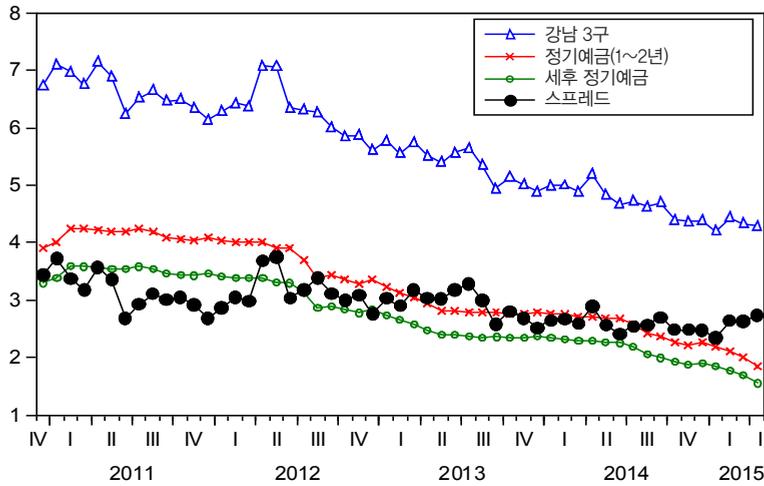


그림 13. 강남 3구 월세이율과 1년 정기예금과의 비교

율과 정기예금(1년~2년 미만)의 이자율, 정기예금 세후 이자율의 격차(spread)를 보여주고 있다. 임대인 측면에서 보면 전세 보증금을 은행에 예치하는 것보다 전세를 월세로 전환하면 매월 평균 2.93%의 수익이 확보되며, 최근 2013년 5월~2015년 4월까지의 기간에도 평균 2.69%의 수익이 발생하고 있음을 보여주고 있다.

이런 수익의 발생은 강남 3구의 월세시장이 준금융자산(quasi financial asset) 성격이 있음을 보여주는 것이며, 임대인이 전세보다는 월세를 선호하게 됨으로써 전세물건 품귀 현상과 전세가 상승으로 이어지는 시장상황을 보여준다.

## 5. 요약 및 결론

본 연구는 강남 3구의 전·월세 실거래가 자료를 근거로 임대차시장의 흐름을 분석하고, 지역별 시장의 세분된 특성을 파악하고자 하였다. 분석기간 내 월세 이율은 평균 일반 아파트가 5.63%, 재건축아파트가 6.42%로 일반 아파트와 비교하면 재

건축 아파트의 월세 이율이 높게 나타났으며, 지역별로는 강남구가 6.19%, 서초구 5.74%, 송파구 5.39%로 강남구가 가장 높은 월세 이율을 나타냈다. 월세 이율과 금리와의 상관성을 분석한 결과 강남 3구 모두 시중 금리와 유사한 움직임을 보이며, 단기 금리와 장기 금리로 구분해 볼 때 월세 이율이 단기금리에 더 밀접한 관계를 나타내는 것으로 나타났다. 또한 주택담보대출금리와 연계성이 높게 나타나 강남 3구의 월세시장은 임차인보다는 임대인에 의해 주도되고 있음을 알 수 있었다.

전세와 월세의 비용부담의 비교에서 최근 금리의 하락기조에 의해 월세 이율과 은행금리 간의 차이는 세후 이자율을 고려할 때 2013년 2.2배, 2014년 2.2배, 2015년 1~4월 2.5배로 월세의 부담액이 갈수록 증가하고 있음을 보여주고 있는데, 저금리 기조가 지속하는 경우 임차인들의 부담이 더욱더 가중될 수밖에 없다는 것을 시사한다. 최근 진행되고 있는 임대차시장의 월세화 경향 속에서 다양하게 존재하는 임대차시장의 효율성을 파악해본 결과 보증금과 월세 간에는 대체성이 확인되어 효율성을 만족하는 것으로 나타났지만, 일반

아파트와 재건축 아파트 간, 전·월세 유형별 분류인 전세, 준전세, 준월세, 월세시장 간에는 대체성이 인정되지 않고 비효율적인 것으로 나타났다. 이를 통해 임대차시장은 하나의 통합된 시장이 아니라 별개의 분리된 시장이 다양하게 존재한다는 것을 알 수가 있다.

다른 한편, 금융시장과의 연계성 측면에서 볼 때 월세계약에서 추정된 월세 이율이 장기금리와 비교하여 단기금리에 더 높은 연계성이 나타나 월세시장의 금융 동조화 현상이 강화되고 있음을 알 수 있다. 또한, 가계대출금리보다는 주택담보대출금리의 영향력이 더 큼에 따라 임대차시장에서도 임대인의 시장 장악력이 커 세입자들의 상대적 부담이 큰 임대차시장의 구조를 보여준다.

따라서 본 연구는 임대차시장의 구조적 특성과 금융 동조화 현상 그리고 시장참가자 간 시장장악력의 차이를 통해 임대차시장의 판단과 정책입안에 유용한 정보를 제공할 수 있을 것이다. 그러나 본 연구는 시장금리 외에 부동산시장 변수, 아파트의 개별적인 특성 등 전·월세시장에 영향을 미치는 다양한 변수들을 반영하지 못했다는 한계를 지니고 있다. 향후 전·월세시장을 보다 정밀하게 파악할 수 있는 다양한 요인들을 반영하고, 강남 3구뿐만 아니라 서울시 전반, 나아가 수도권, 전국적인 범위의 연구는 향후 과제로 남긴다.

## 주

- 1) 다만 보증부 월세 중 보증금 마련이 어려운 경우 차임 전부를 미리 지급한 금액으로 매월 월세를 공제하는 방식인 사글세로 월세를 임차하는 경우도 있다.
- 2) 국토교통부 보도자료(2015.7.30.)에 따르면, 월세시장을 3가지 월세기준으로 분류하였다. 월세(순수월세에 가까운 월세; 전세금 대비 보증금 비율 10% 미만), 준월세(중간영역 월세; 전세금 대비 보증금 비율 10~60% 미만), 준전세(전세에 가까운 월세; 전세금 대비 보증금 비율 60% 초과)로 세분화하였다.

- 3) 분석기간(2010.12~2015.04)의 서울시 강남 3구의 전·월세 실거래가 사례수는 167,290건으로 그중 1층 전·월세 계약 사례는 11,208건(월세 건수 2,209건, 전세 건수 8,909건)이며 전체 전·월세계약 건수의 6.7%를 차지하고 있다.
- 4) 재건축아파트 기준은 2015년 4월을 기준으로 재건축조합이 설립되고 시공사가 선정된 아파트 단지를 기준으로 하였다(국민은행 <http://www.kbstar.com>).
- 5) 본 분석의 기준가격은 동일 주소지, 동일 단지, 동일 면적을 기준으로 동일월 계약된 월세계약건을 기준가격으로 설정하였다. 2건 거래(3,885건), 3건 거래(1,357건), 4건 거래(624건), 5건 거래(308건), 6건 거래(192건), 7건 거래(128), 8건 거래(72건), 9건 거래(55건) 10건 이상 거래(200건)으로 기준가격으로 설정한 동일 단지 내 동일 평형은 총 6,821건, 개별 월세계약으로는 22,127개이다.

## 참고문헌

- 김건우, 2012, 투자론, 서울: 홍문사.
- 이필상·최승빈·이상호·정강원·안동현, 2013, 현대투자론, 서울: 법문사.
- 정운찬·김영식, 2014, 거시경제론, 서울: 율곡출판사.
- 정운찬·김홍범, 2013, 화폐와 금융시장, 서울: 율곡출판사.
- 김재용·정준호, 2012, “주택자산이 고령자가구의 재정수지에 미치는 영향,” 한국경제지리학회지 15(4), pp.534-549.
- 김종일·송의영·이우현, 1998, “서울아파트 시장에서의 전세-매매가격 비율과 시장의 효율성,” 한국경제의 분석 4(1), pp.50-107.
- 박강우·주동현, 2010, “최근 전세가격 상승의 원인과 평가,” 부동산포커스 Vol. 30, pp.8-17.
- 박현수·안지아, 2009, “VAR 모형을 이용한 부동산가격 변동요인에 관한 연구,” 부동산학연구 19(1), pp.27-49.
- 손재영·이준용·유주연, 2011, “주택 전세-매매가격 비율에 반영된 미래자본이득 기대형성 메커니즘,” 부동산학연구 17(3), pp.5-24.
- 이영수, 2008, “한국의 주택가격과 거시경제: SVAR 분석,” 부동산학연구 14(3), pp.129-147.

- 이영수, 2010, “주택가격과 전세가격: VECM 분석”, *부동산학연구* 16(4), pp.21-32.
- 이종아·정준호, 2010, “주택 자본자산가격결정모형을 활용한 위험과 수익 분석: 서울 강남 3개구 아파트 시장의 경우”, *한국경제지리학회지* 13(2), pp.280-295.
- 이충언, 2013, “실거래 자료를 이용한 월세시장의 효율성 평가: 서울 강남 지역을 중심으로”, *한국경제연구* 31, pp.73-95.
- 임정호, 2006, “주택매매시장, 전세시장 및 월세시장 간의 상호연관성에 관한 연구”, *주택연구* 14(1), pp.165-193.
- 전해정, 2012, “유동성 관련 변수가 주택 가격에 미치는 영향 및 정책적 시사점에 관한 연구”, *한국경제지리학회지* 15(4), pp.585-600.
- 정의철·심종원, 2005, “아파트 전·월세 구성 비율 결정 요인 분석”, *국토연구* 제44권, pp.87-99.
- 정의철·심종원, 2010, “시계열분석기법을 활용한 아파트 전세와 보증부월세 계약 비율변화요인 분석”, *주택연구* 18(4), pp.5-30.
- 정준호, 2013, “은행대출과 주택 가격간의 상호작용”, *한국경제지리학회지*, 13(2), pp.280-295.
- 정준호, 2014, “주택시장의 네트워크 구조 분석: 수도권 아파트 매매시장의 사례”, *한국경제지리학회지*, 16(4), pp.631-646.
- 조동철·성명기, 2004, “실질 금리, 부동산가격과 통화정책”, *KDI 정책연구* 26(1), pp.3-33.
- 최창규·지규현, 2007, “전세와 월세에 대한 구조적 해석”, *국토계획* 42(3), pp.215-226.
- 국토교통부 실거래가 홈페이지 <http://rt.molit.go.kr>(최종열람일: 2015년 8월 11일).
- 국토교통부, 2015, “월세시대를 맞아 새로이 개편한 월세 통계, 첫 공표”, *보도자료*, 2015년 7월 30일.
- 국민은행 홈페이지 <http://www.kbstar.com>(최종열람일: 2015년 8월 11일).
- Ambrose B. and Kim S. W., 2003, “Modeling the Korean Chonse Lease Contract”, *Real Estate Economics* 31(1), pp.53-74.
- Fama, E., 1965, “The Behavior of Stock Market Prices,” *Journal of Business*, 38, pp.34-105.
- Fama, E., 1970, “Efficient Capital Market: A Review of Theory and Empirical Work,” *Journal of Finance*, 25, pp.383-417.
- Hwang, Min, Quigley, J. M. and Son, J.-Y., 2006, “The Dividend Pricing Model: New Evidence from the Korean Housing Market,” *Journal of Real Estate Finance and Economics* 32(3), pp.205-228.
- Kim S.-J. and Shin H. S., 2011, “Financing Growth without Banks, Korean Housing Repo Contract,” Mimeo, Department of Economics, Princeton University.
- Kishor, K. N. and Morley, J. 2010, “What Moves the Price-Rent, a Latent variable approach,” Mimeo, University of Wisconsin-Milwaukee.
- Malkiel, B. G., 2003, “The Efficient Market Hypothesis and Its Critics,” *Journal of Economic Perspectives* 17(1), pp.59-82.
- Morris A. D. and Martin, R. F., 2005, “Housing Price and the Return to Housing: Rent and Interest Rates Still Matter,” Mimeo, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Stephen A. R., 1976, “Returns, Risk and Arbitrage,” in I. Friend and J. Bicksler(eds.), *Risk and Return in Finance*, Cambridge: Ballinger, pp.189-217.
- 교신: 정준호, 200-701, 강원도 춘천시 강원대학길 1, 강원대학교 사회과학대학 부동산학과, 전화: 033-250-6838, 이메일: jhj33@kangwon.ac.kr
- Correspondence: Jun Ho Jeong, Department of Real Estate, Kangwon National University, 1 Kangwondaehak-gil, Chuncheon-si, Gangwon-do, 200-701, Korea, Tel: 82-33-250-6838, E-mail: jhj33@kangwon.ac.kr
- 최초투고일 2015년 8월 9일  
수정일 2015년 8월 26일  
최종접수일 2015년 8월 28일