

[한국 주택시장]

# 주택시장의 갈림길 : 구조변화인가 해본게임인가?

부동산팀 | 2026.04

배상영 Ph.D.  
sangyoung.bae@daishin.com





## Contents

<b>Intro.</b>	강남하락 이끌어낸 'X'	05
<b>Part 1.</b>	정책 : 다주택자보다는 1주택자가 관건	17
<b>Part 2.</b>	시장 : 다시 차별화?	59
<b>Part 3.</b>	전망 : 5월은 끝인가 ? 시작인가?	79

## SUMMARY

최근 강남3구를 중심으로 아파트 가격이 하락전환했다. 다주택자 양도세 증과 배제 종료 발표와 함께 정부가 세제 강화를 시사하며, 시장을 압박한 것이 트리거다. 시장의 반응은 양면적이다.

강남 3구의 고가주택을 중심으로 가격조정이 나타났으나, 대출규제나 세제강화의 영향이 제한적인 증거가 지역은 견조한 흐름을 보이고 있다. 전반적인 세제 변화와 매크로 환경 변화가 주택 시장의 '구조 변화'로 이어질 것이라는 전망과 함께 이미 비슷한 상황을 겪어 '우리는 이 게임을 두 번이나 해봤다'는 관점 또한 존재한다.

본 자료에서는 최근 시장 흐름과 구조 변화로 이어질 수 있는 정책 포인트를 짚어보고, 변화의 가능성을 살펴보고자 한다.

### Part 1. 정책 : 다주택자보다는 1주택자가 관건

현재 부동산 정책에서는 다주택자 정책보다는 1주택자 관련 정책 변화가 핵심이다.

1주택자 보유세/양도세 부담이 상대적으로 낮아 '뚝뚝한 한채' 트렌드를 만들었고, 모두가 무리해서라도 집을 사야 되는 상황에 이르렀다는 것이 주택시장에 대한 정부의 진단으로 보인다. 특히, 비거주 1주택이나 초고가 1주택에 대한 세제 강화 방향성을 대통령은 명확하게 시사했다.

본 자료에서는 1주택자의 세후수익률을 낮출 수 있는 변화를 (1) 보유세, (2) 양도소득세, (3) 임대소득세, (4) 금융환경 및 제도 측면에서 살펴봤다.

필자는 현재 보유세 부담이 높아질 가능성이 크고 세제 개편 없이도 보유세 상승 업사이드가 크다 판단한다. 또한, 양도소득세의 변화는 시장 조정을 만들어낼 수 있을 것으로 예상된다. 한편, 향후에는 임대소득세 또한 세후수익률에 영향을 끼치는 변수로 부상할 것으로 전망한다.

### Part 2. 시장 : 다시 차별화?

미국발 고금리 쇼크 이후 한국의 주택시장은 아파트, 수도권, 고가주택 중심으로 상승하는 차별화 장세를 보였다.

그러나, 최근 정부의 정책변화 시사로 고가시장부터 하락세로 전환되었다. 특히나 대출규제나 세제변화의 영향을 크게 받는 것이 고가주택 시장이라, 또다른 차별화 장세로의 전환의 시작으로 보이기도 한다.

필자는 시장 전환의 여부는 향후 나타날 부동산 정책/세제변화 수준이 결정지을 것으로 판단하며, 다주택자 매물로 인한 고가 주택시장의 조정은 어느정도 마무리 된 것으로 보인다. 지금은 '구두 개입'이 얼마나 현실화 되는가 관망하는 시기다. 매크로 환경에서는 금리 변화가 위협요인으로 지켜볼 필요가 있다.

그 외에 시장에서 눈여겨 볼만한 부분은 (1) 전세가율이 높아진 지역, (2) 월세 비중의 증가다

### Part 3. 전망 : 5월은 끝인가 ? 시작인가?

5월은 매물의 끝일까? 최근 대통령과 정부 내 주요 인사의 발언을 종합하면 최소한 고가/비거주 1주택에 대한 세제강화는 나타날 것으로 보인다. 또한, 부동산 세제 강화 발언 이후의 국정 수행 지지도를 살펴보면, 정부가 의지만 갖고 추진한다면, 상당히 강한 정책 추진도 가능할 것으로 예상된다.

일정 수준 이상의 보유세 실효세율과 양도소득세 공제 축소 등이 병행해서 나타날 경우 수도권 고가시장은 내년말까지 2-3번의 매물 출회를 겪으며, 계단식 하락이 나타날 가능성이 있다. 반면, 증거가 시장은 견조한 흐름을 보이다 고가 시장 조정이 장기화 되면서 보험세에 접어들며, 정체기에 이를 것으로 보인다.

임대시장은 누적된 공급부족으로 상승할 것으로 예상되나, 규제가 나올 수 있는 전세보다는 월세 상승 속도가 빠를 것으로 보인다. 시장이 새로운 균형점을 찾아간 이후에는 공급 정책의 작동 여부/수준이 회복의 속도와 각도를 정할 것이다.

Intro.

강남하락 이끌어 낸 'X'

## Intro. 강남하락 이끌어 낸 'X'

### 강한 서울 아파트 시장의 변곡점 만들어 낸 더 강한 '구두개입'

정책 지원과  
공급 부족에  
강하게 상승한  
아파트 시장

최근 들어 서울 주요 구의 아파트 가격이 둔화 혹은 약보합세에 진입했다.

2022년 미국 발 고금리 쇼크 이후 급락했던 주택시장은 낮아진 가격레벨과 정부의 적극적인 부양정책 및 완화적인 대출/금리 기조로 수도권 주요 지역을 중심으로 빠르게 반등했다. 반등이 강했던 수도권 주요 지역에 대한 공급 부족 전망도 매수자들의 심리를 자극했다. ㄷ

이전 정부 시절 전례 없이 완화적인 낮은 주택담보 대출 금리 또한 반등에 큰 힘을 보탤다. 실제로 2024년 평균 주택담보대출 금리는 4%를 하회했고, 2024년 7-8월에는 기준금리에 근접한 3.5% 대까지 내려가면서, 대기업 대출 금리 대비해서도 낮은 수준을 기록했다. 구조적인 부족 공급과 유례 없는 금융 정책이 만나면서 상승세는 강화 되었다.

24년 말 계엄사태 이후 시장은 관망세를 이어 나갔으나, 서울시의 토허제 해제, 대선 과정에서 주요 후보들의 규제 완화 시사, 금리 인하 및 추세적인 금리 하락 전망은 시장을 빠르게 전환시켰고, 수도권 선호 지역을 중심으로 높은 상승률을 기록했다.

신정부 출범 이후  
규제에도 상승한 시장

아파트 가격 상승세가 강화되자, 이재명 정부는 출범 이후 빠르게 규제를 도입했다.

대출규제는 6억원 일괄 규제 이후 고가 주택으로 갈수록 대출 규모가 감소하는 추가 규제가 나타났고, 서울 전지역을 포함한 수도권 주요 지역 전반에 대한 토지거래허가구역 지정이 나타났다.

공급 정책 또한 발표 되었으나, 지난 5-6년 간 발표 된 공급 정책이 제대로 작동하지 않았다는 것을 학습한 시장에 공급 정책은 큰 영향을 주지 못했다.

공급정책과 강한 대출 규제 및 지역 규제가 나타났지만, 시장은 전반적으로 상승흐름을 이어나갔다.

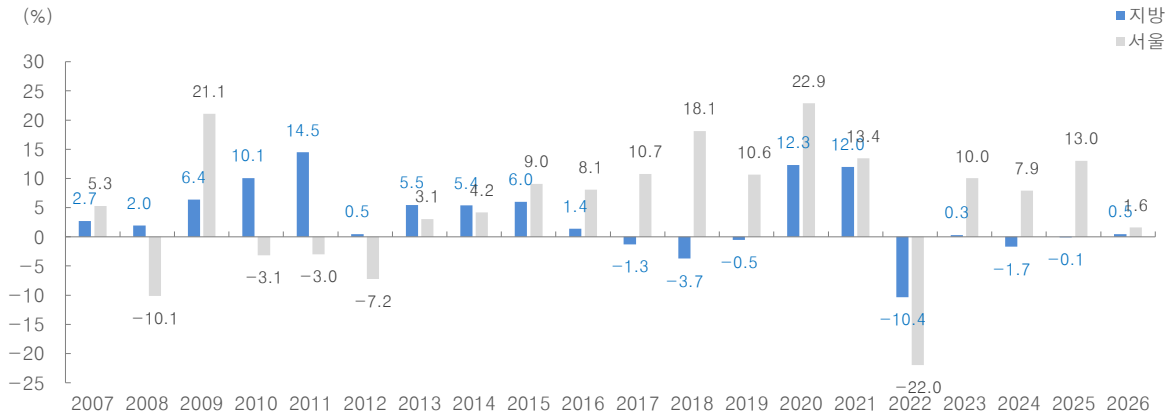
시장 변곡점을  
이끌어 낸  
'X'(말)

강한 시장에도 변곡점이 나타났다. 변곡점을 이끌어낸 것은 정책이 아니라 대통령의 'X'(말)이었다.

대통령의 'X'(말)은 주택이라는 자산의 세후 수익률을 낮추는 다음 정책을 향했다. 대통령의 말이 주택 시장에서 늘 영향을 발휘하는 것은 아니다. 다만, 이번 '말'은 주택 자산의 수익률을 향해 있었고, '디테일'이 살아 있었다는 점에서 유효했었던 것으로 보인다.

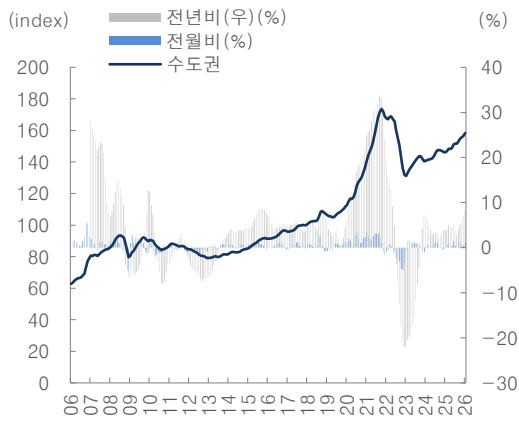
또한, 강력한 대출 규제와 높아진 가격 레벨로 수요 감소가 나타날 시점이기도 했다. 강한 시장에 더 강한 '구두개입'으로 변곡점을 이끌어 낸 셈이다. 시장의 관심은 정부의 다음 스텝은 무엇이고 얼마나 많이 큰 폭으로 갈 것인가에 쏠려 있다.

그림 1. 국토부 실거래가 서울/지방 연간 상승률 추이



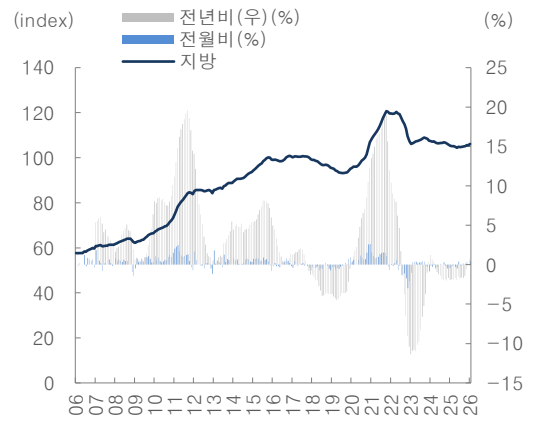
자료: 국토교통부, 대신증권 Research Center

그림 2. 아파트 가격 월별 지수 추이(수도권)



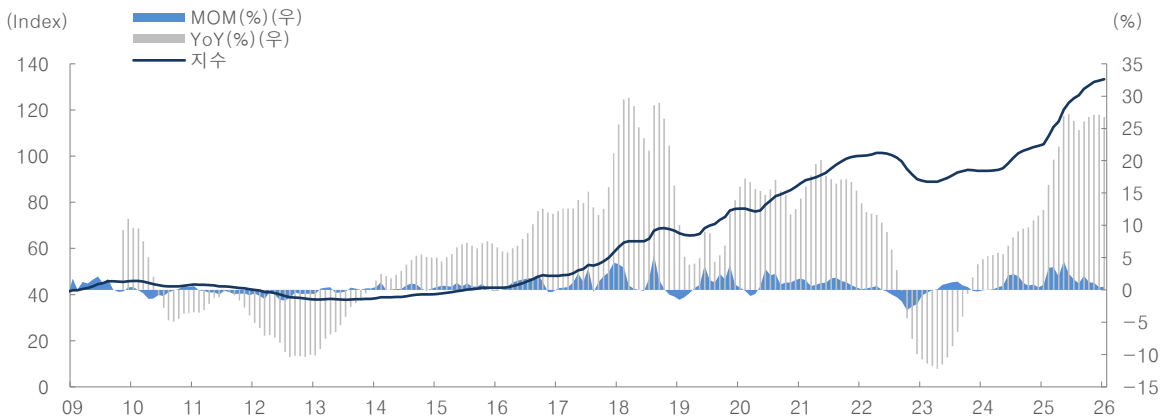
자료: 국토교통부, 대신증권 Research Center

그림 3. 아파트 가격 월별 지수 추이(지방)



자료: 국토교통부, 대신증권 Research Center

그림 4. KB 선도 아파트 지수



자료: KB국민은행, 대신증권 Research Center

## 전국 기준 회복세, 서울은 강세장

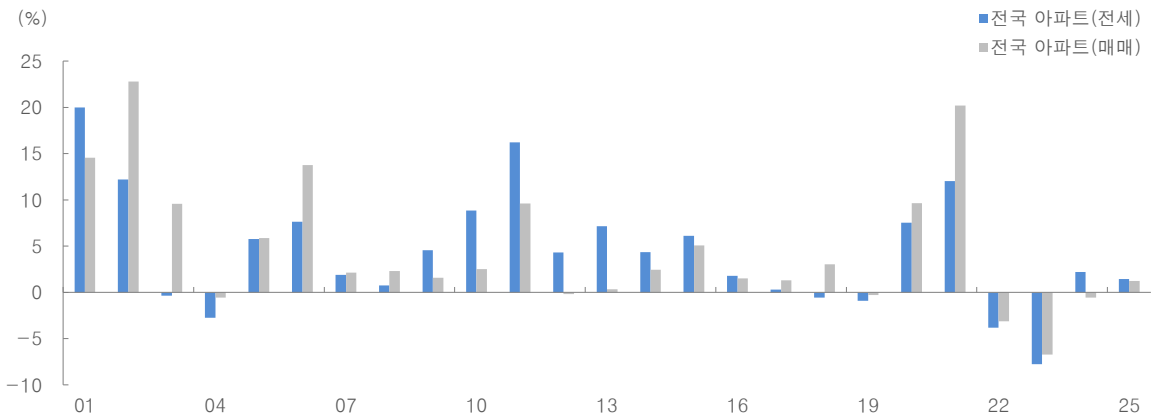
### 활활 타오르는 서울

현재 한국의 부동산 시장은 서울 및 수도권은 강세장, 수도권 주요지역은 초강세장이라 할 수 있고, 전국 기준으로 살펴봐도 회복세다.

필자는 2025년 완만한 상승세를 기대하긴 했으나, (1) 완화적인 대출 환경, (2) 금리 하락에 대한 기대감, (3) 재건축/재개발 완화 및 지역 호재 공약, (4) 차기 정부의 규제 완화 혹은 규제 유지 기대감과 (4) 수도권의 장기적인 공급 부족 기대감 등이 원인이었다고 판단한다.

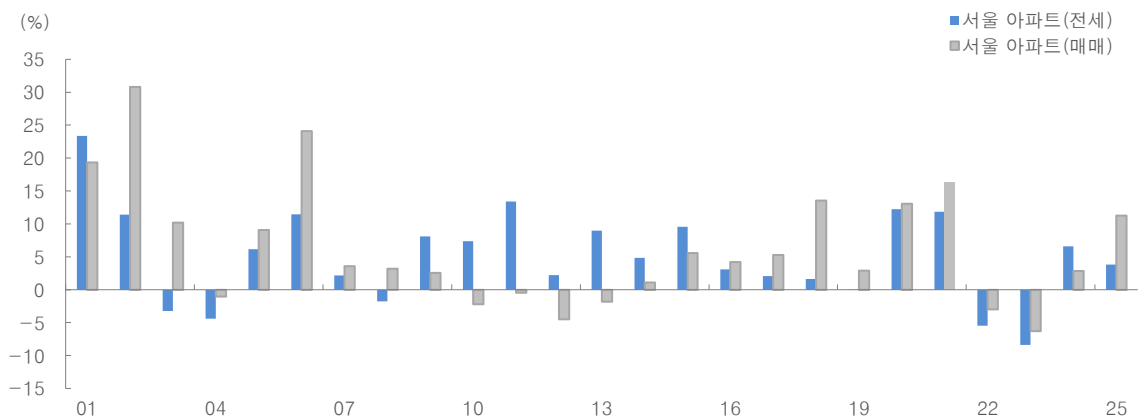
대단지 혹은 고가 단지 위주로 구성되어 있는 KB 선도 아파트 지수는 전년비 25%를 상회하는 상승률을 기록하기도 했다. 그야말로 활활 타오르는 불장이었던 셈이다.

그림 5. KB 주택가격지수 연간 상승률 추이(전국 아파트 매매/전세)



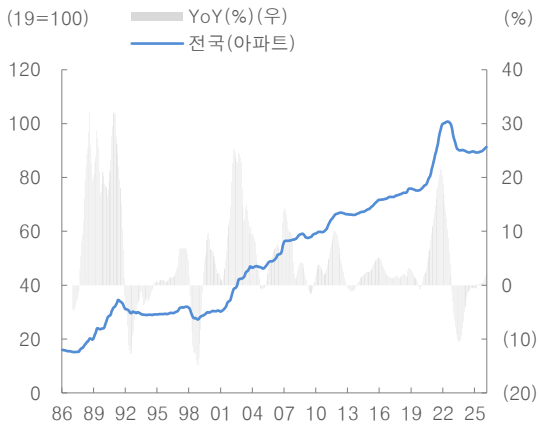
자료: KB국민은행, 대신증권 Research Center

그림 6. KB 주택가격지수 연간 상승률 추이(서울 아파트 매매/전세)



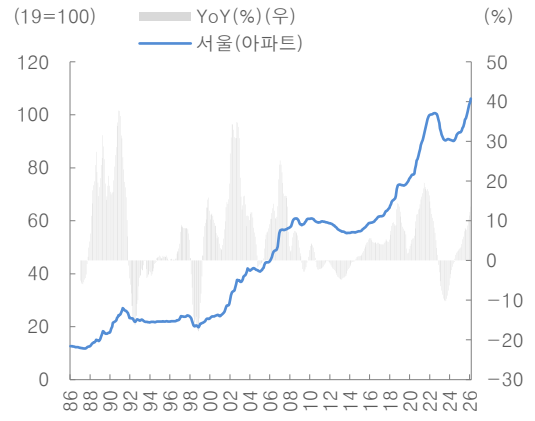
자료: KB국민은행, 대신증권 Research Center

그림 7. 아파트 가격 월별 지수 추이(전국)



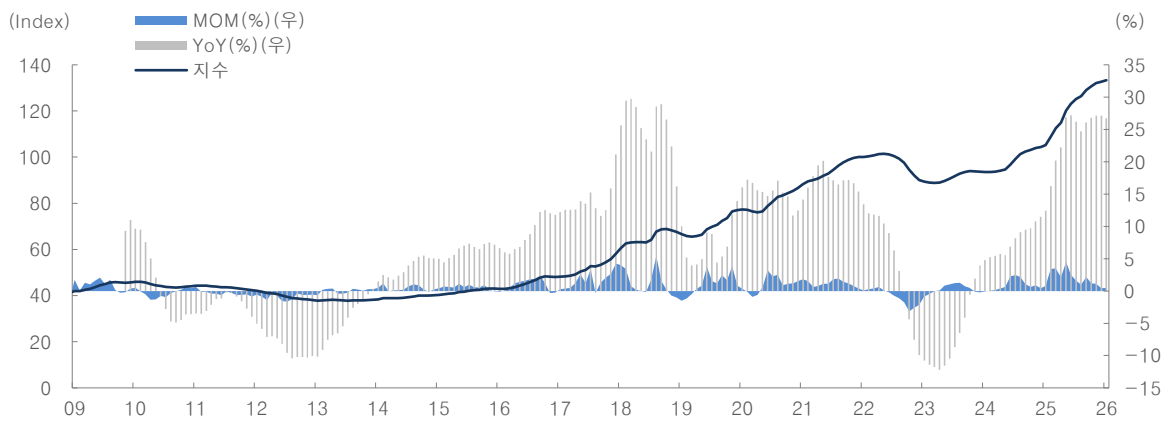
자료: KB국민은행, 대신증권 Research Center

그림 8. 아파트 가격 월별 지수 추이(서울)



자료: KB국민은행, 대신증권 Research Center

그림 9. KB 선도 아파트 지수



자료: KB국민은행, 대신증권 Research Center

## 지난 정부에서의 주택 정책/금융 환경 : 부양책, 그리고 완화적인 금리

원하는 만큼  
하지 못했던 규제완화  
구현은 적용으로

지난 정부는 규제완화를 지향하였으나, 여소야대 국면의 지속으로 공약이나 방향성과는 달리 큰 완화를 시현하지 못했다.

당시 야당(현재 여당)이 동의한 사안인 재건축 초과이익 환수제 완화나 다주택자 종부세 중과 완화 등 일부의 규제완화만 국회에서 이뤄졌다.

이에 지난 정부는 법률 개정보다는 적용의 완화를 통하여 실질적인 규제 완화를 시현하는 형식으로 규제완화를 진행했다.

규제지역 해제와 종합부동산세 공정시장가액 비율 조정, 공시가격 현실화를 완화 등을 통해 부동산 규제 완화 및 세제 완화를 구현했고, 다양한 정책 대출 및 주담대 금리 스프레드 압축을 통하여 완화적인 금융환경을 조성했다.

이보다  
완화적일 수 없었던  
주담대 금리레벨

지난 몇 년간 유례 없이 완화적이었던 주담대 금리는 최근 들어 정상화 국면에 진입했다. 24년 7월을 저점으로 스프레드 정상화가 나타나기 시작했고, 24년 12월 부터는 팬데믹 이전 시기와 비교해도 적절한 레벨을 회복했다는 판단이다.

여기서의 완화적인 것이 기준은 코픽스 신규금리 대비 주담대 금리의 스프레드다. 절대적인 금리는 기준금리/시장금리에 연동되나, 주택담보대출에 대한 전반적인 태도를 살펴볼 때는 스프레드를 살펴보는 것이 적절하다.

COFIX 신규 금리 스프레드를 봐도 마찬가지다. 2010년부터 2020년 1월까지 COFIX 신규 금리 대비 주담대 금리 스프레드는 평균 134.6bp였고, 팬데믹 시기에는 172.5bp를 기록했다. 그런데 금리 인상 사이클 도입 이후 스프레드는 53.9bp로 매우 낮아졌다.

2024년 6월에는 19bp 7월에는 8bp, 8월에는 15bp에 불과했다. 작년 연말부터 은행의 가산금리가 높아지고, 정부가 인위적으로 금리를 높인다고 시장에서 언급되기도 하지만, 11월의 COFIX 대비 스프레드는 95bp 12월에는 103bp에 불과해 평균보다 오히려 낮은 셈이다. 여전히 스프레드로 보면 가산금리가 낮은 수준이다.

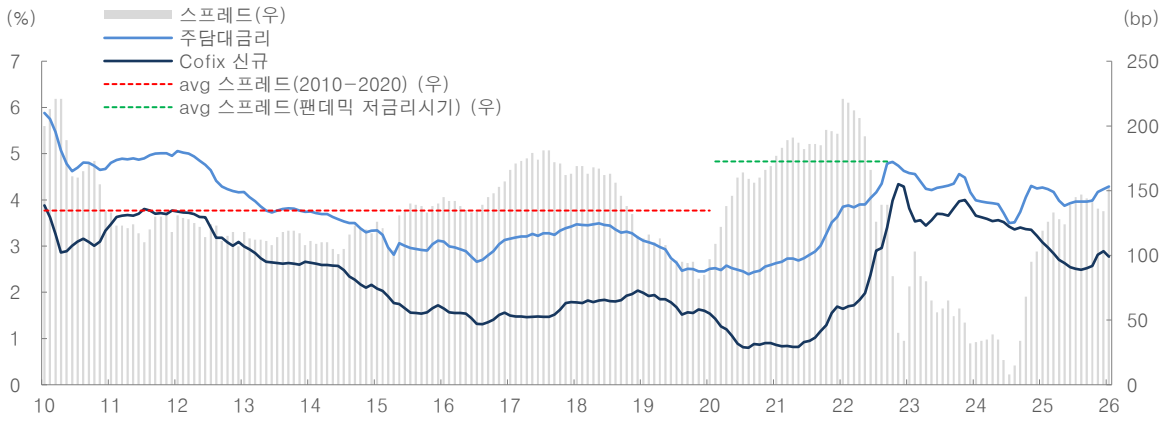
대기업 대비 한국의 주택담보대출 금리로 살펴봐도 2024년 주택담보대출 금리는 대기업 대출 금리 대비 10년대 최저 수준을 기록했다. 2024년 7월과 8월에는 대기업의 은행 대출 대비 주택담보대출이 약 140bp까지 더 낮은 금리로 대출이 가능했다.

눈에 보이는 정책만큼  
중요한 대출 스탠스

지난해 상반기 시장에서 금리에 관해 큰 목소리중 하나가 왜 시장금리는 하락하는데 주택담보대출 금리는 상승하느냐는 것이었는데, 이는 2010년 이후 팬데믹 시기까지 평균적으로 135bp였던 Cofix 대비 주담대 금리 스프레드가 8bp까지 떨어졌다가 회복하는 과정과 겹치면서 일어난 일이고 이는 집계 이후로 가장 완화적인 주택 대출 금리레벨이 중립스탠스로 전환 된 것을 의미한다.

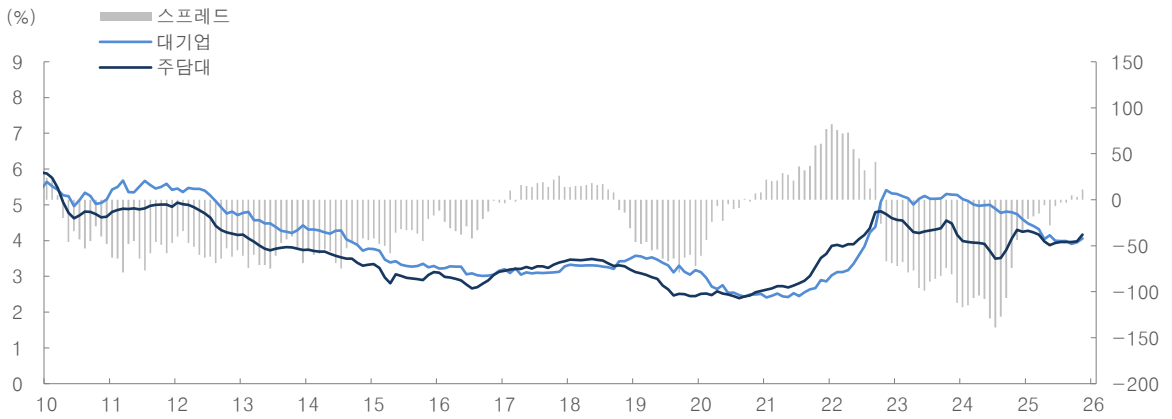
26년 들어서는 역사적 평균과 유사한 수준의 금리 스프레드를 기록하고 있다.

그림 10. Cofix 금리 및 주담대 금리와 스프레드 추이, 25년 들어 정상 레벨



자료: Quantwise, 한국은행, 대신증권 Research Center

그림 11. 대기업 대비 주택담보대출 금리 스프레드 24년이 10년내 최저 수준, 25년 들어 정상화



자료: Quantwise, 한국은행, 대신증권 Research Center

## 신정부 출범 이후 주택 관련 정책 네 차례, 시장은 그래도 상승

두 규제 모두  
수익률 약화 보다는  
지연 효과라 판단

이재명 정부 출범 이후 아파트 시장 상승이 이어지자 빠른 대응이 나타났다.

25년 6월 가계부채 관리 방안을 통해 주택담보대출을 6억원으로 제한하였고, 다주택자 대출을 금지하였다. 이어서 9월에는 공급정책을 발표하였고, 10월에는 10.15 주택시장 안정화 대책을 통해 서울 전지역 및 수도권 주요 지역에 대한 토지거래 허가구역을 지정했고, 고가 주택일수록 대출 제한을 강화하는 형태의 추가 대출 정책을 시행했다.

공급 정책도 두 차례 발표되었으나, 시장에 실망감과 함께 오히려 매수세를 자극했다는 분석이 많다. 이는 거의 십여 년간 발표되었던 정부의 공급 정책의 뚜렷한 성과나 진척이 없기 때문이기도 하고, 공급 정책이라는 것이 순조롭게 진행된다 하더라도 최소 2-3년 후에야 분양시장을 통해 매매시장 수요를 흡수하고 6-7년은 지나셔야 입주가 가능한 시차가 존재하는 정책이기 때문이기도 하다.

6.27 가계부채  
관리방안

6.27 가계부채 관리 방안은 가계대출 증가세를 꺾기 위한 강력한 총량 규제 및 대출 구조 개선을 주요 내용으로 한다. 수도권 및 규제지역 내 주담대 최대한도를 6억원으로 설정하고, 대출 이후 6개월 내 전입하는 것을 의무화한다. 생애최초 구입자의 LTV 또한 70%로 하향 조정되었고, 만기를 30년으로 제한하면서 DSR 우회 통로를 막았다.

발표 이후 수도권 아파트 거래량을 위축시키는 효과를 냈으나 시장은 상승세를 지속했다. 예정된 공급 절벽 우려에 향후에 주택 구입 환경이 더 악화 될 수 있다는 점이 매수자들에게 불안으로 작용했고, 세 부담 증가에 대한 우려가 매도자에게는 크지 않았다.

10.15 부동산 정책

10.15 부동산 정책은 6.27 대책 이후에도 지속되는 서울 및 수도권 주요지역의 집값 상승세를 억제하기 위해 발표되었다.

서울 25개 전 자치구와 경기도 12개 주요 지역을 조정대상지역, 투기과열지구, 토지거래허가구역으로 동시에 지정하고, 15억 초과 대출한도를 4억원, 25억 초과 주택의 대출한도를 2억원으로 차등 축소 하였다. 투기과열지구로 일괄 지정하면서 수도권 주요지역 전반에 실거주 의무가 생겼다. 전례 없는 강력한 규제였으나, 토허제로 인하여 오히려 매도물량 또한 감소하면서 시장 상승세는 지속되었다.

세후수익률 변화없는  
정책

강력한 대출규제와 토지거래허가구역 지정에도 왜 시장은 지속적으로 상승할 수 있었을까? 필자는 두 규제 모두 주택 자산의 수익률을 저해하기보다는 수요를 억제/지연시키는 정책이기 때문이라 생각된다. 다만, 세후수익률을 변화시킬 정책이나 기타 다른 정책과 맞물리면서 대출규제와 토지거래허가구역 지정의 효과는 커질 수 있다.

대출규제로 금융적 수요를 제한하고, 3중 구역 지정으로 공간적 수요를 제한(다만 동시에 토허제는 매도 가능 자산도 감소)한 상황에서 향후 수익률 감소가 예상되는 경우 수요 공백과 매도세 증가로 시장가격 하락세를 만들어 낼 수 있기 때문이다.

그림 12. 이재명 정부 부동산 시장 관련 정책

발표 날짜	정책명	주요 내용 (금융/공급/규제)
'25. 06. 27.	가계부채 관리 강화 방안	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 주담대 6억 캡: 소득 불문 대출 총액 6억 제한</li> <li>• 다주택 LTV 0%: 규제지역 내 대출 전면 금지</li> <li>• 6개월 전입 의무: 실거주 목적 외 대출 원천 차단</li> </ul>
'25. 09. 07.	9·7 주택공급 확대방안	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 135만 호 착공: 2030년까지 수도권 집중 공급</li> <li>• LH 직접 시행: 분양가 20~30% 인하 유도</li> <li>• 규제지역 LTV 40%: 대출 문턱 추가 상향</li> </ul>
'25. 10. 15.	주택시장 안정화 대책	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 서울 전역 토허제: 서울 전체를 토지거래허가구역 지정</li> <li>• 초고가 대출 캡: 15억 ↑ 4억 / 25억 ↓ 2억 고정</li> <li>• 전세대출 DSR: 1주택자 전세대출을 DSR에 포함</li> </ul>
'26. 01. 29.	1·29 주택공급대책	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 용산 등 핵심지 확장: 도심 유희부지 6만 호 조기 착공</li> <li>• 용적률 500%: 도심 고밀 개발 및 50층 이상 허용</li> <li>• 특별공급 개편: 무주택 청년·신혼부부 비중 대폭 확대</li> </ul>

자료: 국토교통부, 언론사, 대신증권 Research Center

그림 13. 2025년 6월 27일 발표된 가계 부채 관리 방안

## 수도권·규제지역 주택 가계부채 관리 강화 방안

6월 28일 부터 시행

### 가계대출 총량관리 강화

- 금융권** 7월 부터 당초 계획 대비 **50% 감축** (정책대출 제외)
- 정책대출\*** 연간 공급계획 대비 **25% 감축**  
(\*디딤돌대출, 버팀목, 보금자리론)

### 주담대 최대한도 6억원 제한

- 주담대 총액한도 없음 → **6억원**  
(실제 대출금액은 6억원 한도 내에서 LTV, DTI, DSR 비율 등에 따라 상이)

### 은행권 자율관리조치, 전 금융권 확대 시행

- 실거주 목적이 아닌 추가 주택구입 수요 차단**
  - 2주택자 이상/1주택자** 규제지역 LTV 50% → **0%**  
비규제지역 LTV 70% → **0%**
  - 처분 조건부 1주택자\*** 규제지역 LTV 50% → **동일**  
비규제지역 LTV 70% → **동일**  
(\*6개월 이내 처분)  
※투기투과열지역, 조정대상지역  
현재 강남구, 서초구, 송파구, 용산구
- 생활안정자금 목적 주담대 한도 제한**
  - 1주택자** 1~2억 (은행별 자율관리) → **최대 1억원**
  - 다주택자** 금지 → **금지 (동일)**  
\*수도권·규제지역내 주택 보유수 기준  
(지방 소재 주택 보유수와 무관)
- 주담대 대출만기 30년 이내로 제한**
  - 30~40년 (은행별 자율관리) → **30년 이내**
- 소유권 이전 조건부 전세대출 금지\***
  - 소유권 이전 조건부 전세대출 취급 금지 (은행별 상이)  
→ 소유권 이전 조건부 **전세대출 금지**  
\*전세대출 실시 시 임대차계약서 상  
임대인과 임차주택 소유주가 다른 경우 취급 금지 등)
- 신용대출 한도를 연소득 이내로 제한**
  - 연소득 1~2배 내 제한 → **연소득 이내 제한**

### LTV 등 규제 강화

- 생애최초 주택구입 주담대 LTV 조정+전입 필수**
  - LTV** 수도권·규제지역 80% → **70%**  
지방·규제지역 외 80% → **동일**
  - 전입신고** 전입의무 없음 → **6개월 이내 전입**  
(디딤돌은 1개월내 전입)  
→ 정책대출(디딤돌, 보금자리론) 동일 적용
- 정책대출 최대한도 및 주택자금 조정**

	디딤돌(구입) 전국	버팀목(전세)
일반	2.5억 → <b>2억</b>	수도권 1.2억 → 한행 지방 8천만 → 유지
생초(디딤돌) 청년(버팀목)	3억 → <b>2.4억</b>	전국 2억 → <b>1.5억</b>
신혼 등	4억 → <b>3.2억</b>	수도권 3억 → <b>2.5억</b> 지방 2억 → <b>1.6억</b>
신생아	5억 → <b>4억</b>	전국 3억 → <b>2.4억</b>
- 전세대출 보증비율을 현행 보다 강화**
  - 전세대출 보증비율 90% → **80%**  
(주금공+HUG-SGI 7월 21일 부터 시행)

자료: 금융위원회

자료: 뉴시스, 대신증권 Research Center

그림 14. 2025년 10월15일 발표된 주택시장 안정화 대책

주택시장 안정화 대책

부동산 규제지역 추가지정 지역

투기과열지구 조정대상지역(10월 16일 적용)·토지거래허가구역(10월 20일 적용) 지정  
(토지거래허가구역: 아파트 및 동일단지 내 아파트가 1개 이상 포함된 연립·다세대 주택 대상)



규제지역 지정 시 주요 효과

- 대출**
  - 주택담보대출: 무주택자 LTV 70% → 40% 축소, 유주택자 60% → 0% (대출 불가)
  - 전세대출: 전세대출 보유한 차주는 규제지역 내 3억 원 이상 아파트 취득 불가, 규제지역 내 3억 원 초과 아파트 취득할 경우 전세대출 불가
  - 신용대출: 1억 원 초과 신용대출 보유한 차주는 대출 실행일로부터 1년간 규제지역 주택 구입 제한
  - 중도금·이주비 대출: 규제지역 내 1주택 보유자가 재건축 재개발로 중도금·이주비 대출 받는 경우 추가 주택구입 제한
- 세제**
  - 다주택자 양도소득세 증가: 2주택자: 기본세율(6~45%) + 20%p, 3주택 이상: 기본세율 + 30%p
  - 다주택자 장기보유특별공제 전면배제
  - 양도세 1가구 1주택 비과세 요건 강화: 보유 2년 → 보유 2년 + 거주 2년
- 청약**
  - 국민·민영주택 1순위 자격요건 강화: 청약 통상 가입 후 2년 경과, 세대주일 것, 과거 5년 이내 당첨자의 세대구성원이 아닐 것 등
  - 재당첨 제한 최대 10년으로 강화
- 사업자**
  - 주택 매매·임대사업자 외 사업자의 주택구입목적 주택담보대출(사업자대출) 제한
- 정비사업**
  - 조합원 지위양도 제한: 재건축: 조합실림인가 이후 제한, 재개발: 관리처분인가 이후 제한
  - 재건축 조합원당 주택공급수 1주택으로 제한

토지거래허가구역 지정 시 주요 효과

- 취득일로부터 2년간 실거주 의무(내·외국인 모두 적용)
- 상가 오피스텔 등 비주택담보대출 LTV 70 → 40%로 강화

자료: 연합뉴스, 대신증권 Research Center

### 최선호 지역의 가격 둔화, 트리거는 구두개입

#### 둔화되는 시장 상승률

강력한 규제에도 상승세를 지속하던 시장이 둔화세를 보이고 있다. 강남3구를 중심으로 주간 가격 동향이 음(-)전하였다.

개별 물건이나 거래로 살펴보면 언론에서 언급하는대로 큰 하락이 나타난 경우가 있긴 하나, 현재까지의 둔화는 상승추세 시장에서 일시적으로 나타날 수 있는 둔화세라 판단은 된다.

둔화의 트리거는 무엇이였을까?

가장 많이 언급된 것은 다주택자에 대한 양도소득세 증가 유예조치를 더 이상 연장하지 않고 2026년 5월 9일 종료되는 것을 원인으로 지적한다. 그러나, 필자는 다주택자 양도소득세 증가 유예조치를 연장하지 않는 것을 기점으로 정부의 스탠스의 변화가 나타났다고 판단한다.

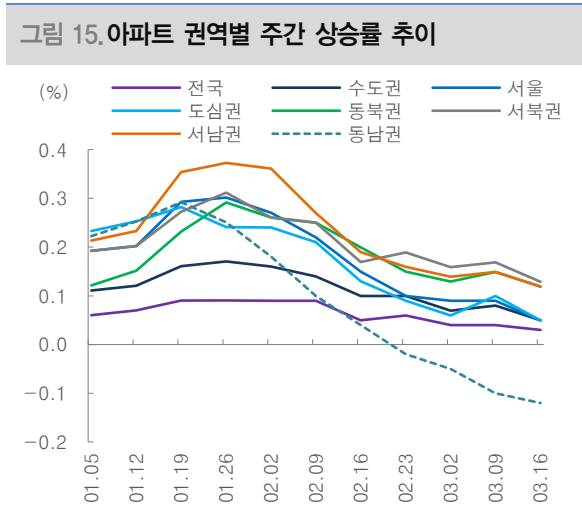
#### 강해지는 '구두개입'

최근 들어 새로운 정책이 발표 되거나 도입된 것은 아니다.

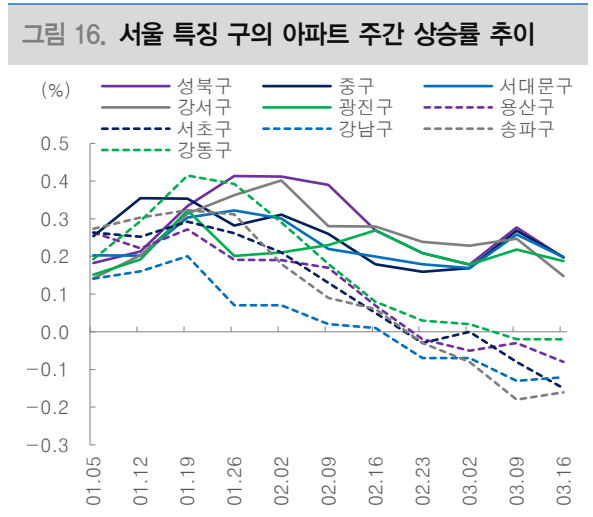
다만, 대통령의 발언이나 정부 내 주요 인사의 발언에서 향후 새로운 정책이 발표될 것을 읽어낼 수 있고, 방향성이 어느정도 시사되었기 때문이다.

방향성은 다주택자만을 대상으로 하지 않는다. 전반적인 주택 보유자를 향하고 있고, 특히 비거주 주택, 고가 주택을 향하고 있다.

또한 반복된 구두개입은 정책의 실현의지를 보여주고 있어, 시장 둔화의 트리거 역할을 했다고 볼 수 있겠다.



자료: 국토교통부, 대신증권 Research Center



자료: 국토교통부, 대신증권 Research Center

그림 17. 최근 이재명 대통령 코멘트

발표 날짜	정책명	주요 내용 (금융/공급/규제)	발표 날짜	정책명	주요 내용 (금융/공급/규제)
25. 09. 11.	취임 100일 회견	"규제는 이제 맞보기에 불과하다. 시장 안정까지 멈추지 않겠다."	26. 02. 03.	국무회의	"부동산 정책에 이마는 없다. 확실하게 집행하여 불확실성을 없애라."
25. 10. 15.	국토부 브리핑	"지금 빚내서 집 사는 것은 위험하다. 돈 모아서 정부 물량을 기다려라."	26. 02. 12.	수석보좌관회의	"투자·투기용 주택 취득에 금융 혜택을 주는 것은 정의를롭지 않다."
26. 01. 21.	신년 기자회견	"살지도 않는 집을 장기 보유한다고 세금 깎아주는 것은 매물 집값의 원인"	26. 02. 16.	SNS(X)	"청년들의 파눈물은 안 보이나. 망국적 부동산 공화국을 해체하겠다."
26. 01. 23.	SNS(X)	"다주택 양도세 종과 유예 연장은 전혀 고려하지 않고 있다. 마지막 기회다."	26. 02. 24.	국무회의	"정부에 맞서지 말라. 농지 투기도 전수조사하여 강제 매각하라."
26. 01. 25.	SNS(X)	"정부를 이기는 시장은 없다. 비정상적 혜택은 반드시 정상화하겠다."	26. 03. 02.	SNS(X)	"투자용 1 주택지도 보유보다 매각이 유리한 상황을 만들겠다."
26. 01. 31.	SNS(X)	"부동산 정상화는 코스피 5000 달성보다 훨씬 쉽고 중요하다."	26. 03. 09.	공식 석상	"거주용 1 주택만 실수요다. 그 외엔 모두 규제 대상이다."

자료: 언론사, 대신증권 Research Center

## Part 1.

정책 : 다주택보다  
1주택자가 관건

## Part 1. 정책 : 다주택자보다는 1 주택자가 관건

### 정책 시황은 ‘다주택자’에게 있으나, 시장의 관심은 1 주택자 혜택에

시장 변곡점은  
다주택자 양도세 증가

현재 시장 변곡점의 트리거는 다주택자 양도세 증가 부과를 다시 하는 것에서 나타났다. 다만, 필자는 이는 향후 나타날 세제 변화의 서막이 시작되었다는 점에서 시장에 더 큰 영향을 미치고 있다고 판단한다.

현재의 주택 세제와 시장 흐름을 살펴보면 최소한 아파트 시장에서는 다주택으로 수익을 올리기 쉽지 않은 상황이다. 물론, 일시적 2주택을 활용한 전략은 유효한 상황이긴 하였으나, 일반적인 다주택자는 현 시점에서는 높은 수익률을 기대하기 어렵다.

5월 이후  
다주택자 정책  
영향 없어

물론 단기 시황에서 다주택자 양도세 증가 배제 일시적 연장 종료는 영향이 있다.

올해 5월까지 다주택자들은 일반세율을 적용받기 위해 물량을 내놓을 것이기 때문이다. 그러나 현 정책 하에서 이러한 영향은 단기적이고 일시적인 움직임이다. 만약 향후 정책 변화가 없는 것으로 전제한다면, 시장은 다시 강보합세를 지속할 가능성이 높다.

그러나, 만약 다주택자 보유세 및 1주택자 세제의 변화가 나타난다면, 5월 이후에는 새로운 변화에 맞춰 시장이 변화할 가능성이 크다. 이러한 이유로 필자는 현재 다주택자 양도세와 같은 정책보다는 1주택자 정책 변화가 관건이라는 입장이다.

현재 시장은  
뚝뚝한 한채

지난 몇 년간의 시장은 누구도 부정할 수 없는 ‘뚝뚝한 한 채’ 시장이다.

지방과 서울의 차별화, 서울 내 지역간 차별화, 규제 완화 시기 고가 지역 위주로의 상승과 큰 대출을 동반한 매수세 유입, 지방발 서울향 매수세 등 많은 현상을 묶어 보면 어렵지 않게, ‘뚝뚝한 한 채’라는 키워드를 뽑을 수 있겠다.

왜 뚝뚝한  
한채였는가?

왜 뚝뚝한 한 채였는가?

만약 공급부족이 원인이라면, 다주택 또한 대안이 될 수 있고, 다주택자의 수익률을 낮추는 차별적인 세제가 원인이라면 주택이 아니라도 상업용 부동산이나 그외 다양한 자산군이 대안이 될 수 있겠다. 그러나 최근 있었던 트렌드는 ‘꼬마빌딩’ 보다 ‘뚝뚝한 한 채’에 가까운 시장 흐름이 있었다.

이러한 시장 트렌드의 큰 원인 중 하나가 1주택에 대한 상당한 세제 혜택에 있었다는 판단이다. 보유세에 대해서는 다양한 견해가 있으나, 1주택자에 대해서는 높은 편은 아닌 것으로 생각된다. 임대 소득세나 양도소득세에 있어서는 다른 자산 대비 세제상 상당히 우월한 지위에 있는 편이다.

장기보유특별공제는 10% 수준의 자본차익 양도소득을 부과하고 1주택의 전세 임대는 비과세다. 이러한 1주택에 대한 세제상의 혜택은 배수자로 하여금 상당히 매력적인 인센티브로 작용했고, 다주택 규제와 만나면서 뚝뚝한 한채 트렌드를 만들어 냈다는 판단이다.

## 이제는 1주택자를 향하는 코멘트, 향후 정책 방향성 예고

### 1주택자를 향한 코멘트

1주택자는 그동안 절대 ‘선(善)’이었던 반면, 현 정부에서는 1주택자의 수익률에도 영향을 주는 정책이 있을 수 있음을 암시했다.

이미 시행된 대출에서도 실수요자의 정의를 1주택자에서 6개월 이내 전입자로 축소할 것을 엿볼 수 있고 유주택자의 전세 대출에도 추가적인 규제를 도입하는 등 1주택자에 대해서도 차별적인 규제들이 나타난 바 있다.

이재명 대통령은 1월 23일 엑스(X·옛 트위터)에 “1주택도 1주택 나름”이라면서

“만약 부득이 세제를 손보게 된다면 비거주용과 거주용은 달리 취급해야 공정하지 않을까”라고 언급하며,

거주와 비거주에 대한 구분 필요성을 언급했다. 이에 대해 언론/시장에서는 장기보유특별공제의 보유분을 지적하는 것이 아닌가 하는 해석을 하기도 했다.

또한, 최근에는 선진국 주요 도시 보유세에 대한 언론보도를 캡처하여 엑스(X)에 포스팅하면서, “〈저도 궁금했습니다〉 선진국 주요 도시 보유세, 우리나라와 비교하면?” 이라 언급하여, 보유세에 대한 관심을 보이기도 했다.

이에 앞서 구윤철 부총리 겸 재정경제부 장관은

“미국처럼 재산세를 1% 매긴다고 치면, 집값이 50억이면 1년에 5,000만원씩 보유세를 내야 하는데 연봉의 절반이 세금으로 나간다면 버티기 어려울 것”

이라고 말하기도 했다. 현재 보유세와 거래세 전반에 대한 연구용역이 진행되고 있음을 고려하면 해석에 따라 증세를 시사하는 것으로 보일 수 있다.

종합하면, 현재 대출규제에 있어서는 이미 1주택자나 실수요자라 하더라도 해당이 되었고 양도소득세 및 보유세에 있어서도 제도 변화가 나타날 수 있음을 보여준다. 특히, 비거주 1주택이나 초고가 1주택이 언급되었음을 고려할 필요가 있다.

### 높아지는 세 부담 자산 대비 부담은 높지 않아

선술하였듯 세제 등 여러가지 이유로 1주택에 대한 선호도가 높아졌고, 이에 따라 ‘뽕뽕한 한 채’는 시장의 트렌드다.

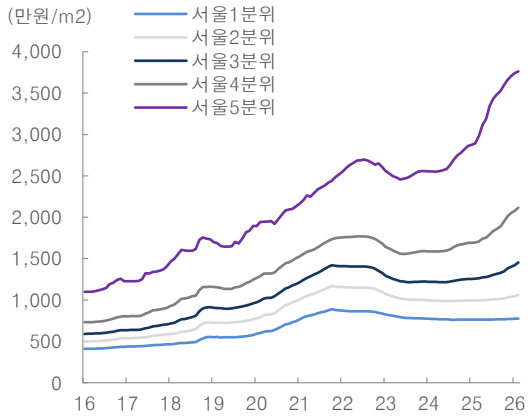
투자 목적으로 여러 주택을 매입할 여력이 있다 하더라도 투자금을 모아 살 수 있는 주택 중 가장 비싼 주택을 매입하는 것이 세제상 이득이 크고 실제로 이러한 흐름은 장기간 이어져왔다.

다만, ‘뽕뽕한 한 채’의 대상이 되는 지역의 장기 초과 상승은 자산 가격 대비 해서는 보유세의 비율이 크게 높지 않다 하더라도, 소득 대비 부담 세액은 높아지는 것이 현실이다. 또한, 한국의 경우 지난 2-30여년간 소득 대비 주택 가격의 상승세, 명목 가격의 상승세가 컸기 때문에 선진국과 달리 소득과 거주/보유 주택 자산 가격간의 미스 매칭이 상당하다.

또한, 최근 나타난 ‘뽕뽕한 한 채’ 트렌드나 아파트 시장 상승에 대한 믿음 또한 소득과 자산 가격간의 괴리를 키우는 요인으로 작용할 수도 있다.

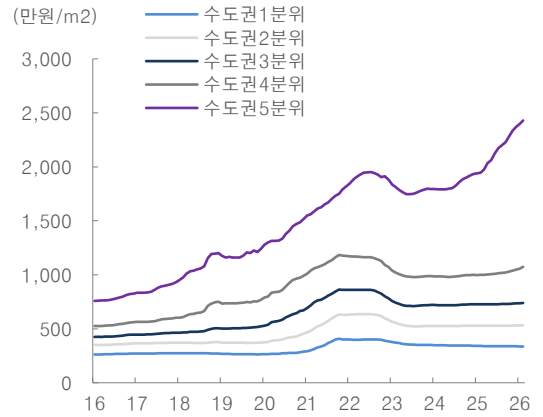
필자는 최근 나타난 강남 중심의 하락 전환은 시장이 이미 다주택자 양도세 관련 이슈보다는 1주택자를 향하는 다음 정책을 향하고 있다고 판단한다.

그림 18. 서울 분위별 면적당 가격 추이



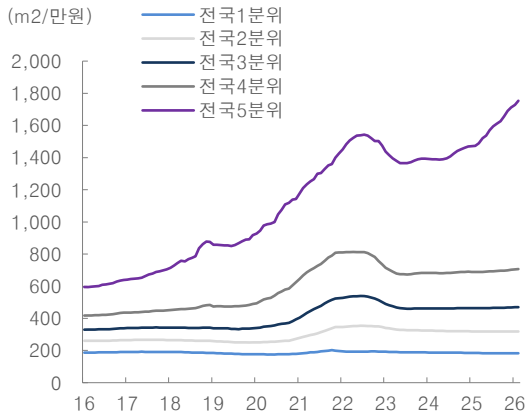
자료: KB은행, 대신증권 Research Center

그림 19. 수도권 분위별 면적당 가격 추이



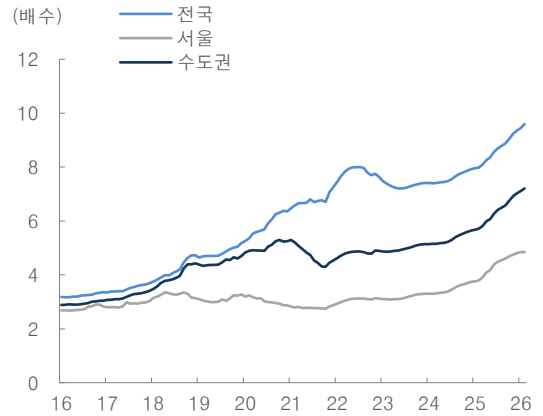
자료: KB은행, 대신증권 Research Center

그림 20. 전국 분위별 면적당 가격 추이



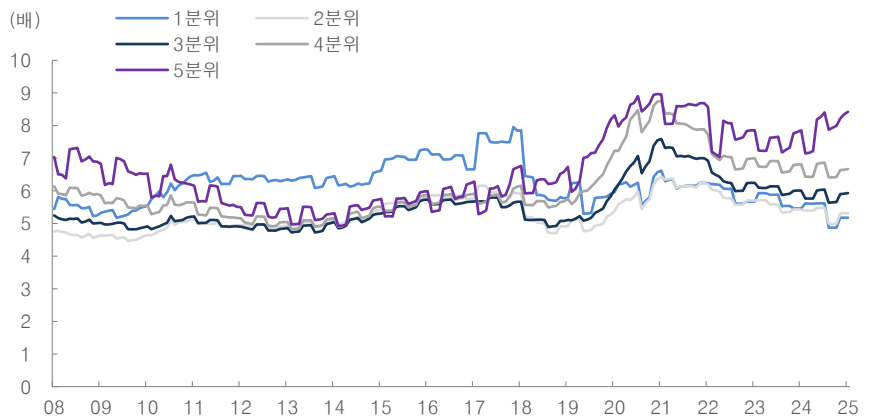
자료: KB은행, 대신증권 Research Center

그림 21. 지역 별 5분위/1분위 배수



자료: KB은행, 대신증권 Research Center

그림 22. 전국 5분위 PIR 추이, 5분위 부담 더 높아진 모습



자료: KB은행, 대신증권 Research Center

그림 23. 해외 보유세와 1주택자의 보유세에 대한 규제와 부담에 대한 이재명 대통령의 SNS 언급



**이재명** @Jaemyung\_Lee · 3월 23일  
 <저도 궁금했습니다.>  
 선진국 주요 도시 보유세, 우리나라와 비교하면?

**이재명** @Jaemyung\_Lee  
 <2026. 5. 9.이 지나면 매물이 잠길 것이라거나, 일부 다주택자들이 버텨보겠다고 한다는 말이 있습니다.

버티는건 각자의 자유인데, 이점은 알아두는 것이 좋을 것입니다.

정부가 제대로 작동하려면 권위가 유지되어야 하고, 권위를 잃은 정부는 뒤통거리는 오리를 넘어 식물이 됩니다.

정부의 권위는 신뢰와 일관성에서 나옵니다. 정부의 안정적 운영, 정부정책의 권위와 신뢰를 위해서라도 5.9. 이전에 매각한 다주택자보다 버틴 다주택자가 유리하도록 방지할 수는 없습니다.

5.9.이 지났는데 제대로 된 대책을 세우지 않아 매각한 것보다 버틴 것이 더 유리하게 되면, 매각한 사람은 속았다고 저와 정부를 욕할 것이고, 버틴 사람은 비웃을 것이며, 부동산 시장은 것잡을 수 없이 흔들릴 것입니다. 이렇게 되면 국정을 제대로 이끌어 갈 수 없습니다.

미리 언명한 것처럼 국민들께서는 저에게 국가와 국민을 위해 일할 권력을 맡기셨고, 그 힘을 위탁받은 제가 표를 계산하지 않고 일각의 비난과 저항을 감수하지만 하면 세제, 금융, 규제 등 막강한 권한으로 망국적 부동산투기를 막기 위해 할 수 있는 조치는 얼마든지 있습니다.

이재명 정부는 강력한 금융, 세제, 규제를 통하여 2026. 5. 9. 이 지난 후에도 다주택자들이 양도세 증가를 감수하고 매각하는 것이 이익(버틴 것이 더 손해)인 상황을 만들 것입니다. 또 그렇게 할 수밖에 없습니다.

정책수단을 총동원해, 다주택자는 물론 주거용 아닌 투자 투기용 1주택자도 보유보다 매각이 유리한 상황을 만들 것입니다. 초고가 주택은 선진국 수도 수준의 상응하는 부담과 규제를 안게 될 것입니다.

각종 규제와 부담은 실주거용 1주택을 기본으로, 주거여부, 주택수, 주택가격수준, 규제내역, 지역특성 등에 따라 세밀하게 가중치를 주어 통상적 주거는 적극 보호하되, 주택을 이용한 투자투기는 철저히 봉쇄되도록 설계할 것입니다.

자료: X, 대신증권 Research Center

## 이번 정부의 방향성은 무엇이였을까?

### 시장은 혼란

이번 정부 출범 이후 시장에서는 세금으로 집값을 잡지 않겠다는 이재명 후보의 발언을 통해 세제 강화가 없을 것이라는 기대감을 갖고 있었다.

특히 전문가들을 중심으로 세제나 규제가 상대적으로 크지 않을 것이라는 기대를 했었다. 다만, 필자는 지난해 자료를 통해 전반적인 세금 부담 증가를 예상한 바 있다.

이유는 지난 정부에서의 세금 부담이 과거 보수정부 대비 더 완화된 수준이었다는 점, 그리고 시세 상승분만을 반영하더라도 세금 부담이 크게 증가할 수 밖에 없기 때문이었다. 두 가지 요인들이 중첩된다면 세 부담이 100% 이상도 증가할 수 있기 때문이었다. 우리는 이재명 정부의 선거 당시를 살펴볼 필요가 있다. 아래는 지난 자료에서 이재명 정부의 부동산 공약에 대해 필자가 서술한 것이다.

### 공약은 중립

“공약을 통해서 살펴볼 수 있는 신정부의 부동산 정책/규제 방향성은 중립에 가까웠다.

20대 대선 당시 나타났던 국토보유세와 같은 신규 세제에 대한 공약은 찾아볼 수 없었고, 수요 억제에 대한 공약은 거의 나타나지 않았다.

대선과정에서 ‘세금’을 활용한 ‘주택 가격 안정’ 정책을 시행하지 않을 것을 시사했고, 이는 과거 민주당 정부와의 차별적인 부동산 정책 기조를 갖고 갈 것임을 보여주는 것으로 시장은 받아들였다. 공급 측면에서 4기 신도시가 언급되기도 했으나, 대선 준비 과정에서 취소 하였고, 1기 신도시를 비롯한 도시정비에 적극적인 모습을 보였다.

반면, 종합부동산세를 개편하거나, 취득, 양도세를 감면하겠다는 다른 당 후보와는 달리 세제 개편 최소화를 언급하면서 ‘중립’에 가까운 모습을 보였다.” (신정부 출범, 앞으로 5년 부동산 정책 환경은?, 2025년 7월 발간자료에서 재인용)

### 세금으로 집값 잡지 않아 발언 화제

“신정부의 주택 과세에서의 정책 방향성은 집값을 잡기 위한 세금 없자로 요약된다.

이재명 대통령은 대선 기간에 서초구-강남구를 찾아 “세금은 다른 제재 수단으로 사용되면 정당성을 얻기 어렵다”며 “수요 과다로 집값이 오르면 세금으로 수요를 억압해서 가격을 관리하는 게 아니라 공급을 늘려서 적절한 가격을 유지하겠다” 고 언급한 바 있다.

다만, 대략적인 세제를 유지하는 것을 가닥으로 잡고 대선 과정에서 이와 관련한 언급이 거의 없었다는 점을 고려하면, 필자는 주택 관련 세금은 상수가 아니라 역시 변수가 될 수 있다는 판단이다.

지난 정부에서도 세제 완화 없는 보유세 급감을 시현한 바 있고, 부동산 관련 세금은 취득등록세, 양도소득세, 재산세, 종합부동산세, 임대소득세 등으로 나뉘고 각종 공제와 세액 추정산식이 복잡한만큼 디테일과 적용 방식에 따라 세제 변화 없이 변수가 될 수 있기 때문이다. 이에 대해서는 후술하도록 하겠다.” (신정부 출범, 앞으로 5년 부동산 정책 환경은?, 2025년 7월 발간자료에서 재인용)

그림 24. 20대 대선 당시 부동산 공약

다른 듯 다른 여야 부동산 공약		
이재명 더불어민주당 후보	공약 분야	윤석열 국민의힘 후보
<ul style="list-style-type: none"> <li>올해 1주택자 위주 보유세 완화</li> <li>노인 등 위해 과세이연제 도입</li> <li>다주택자 양도세 한시적 감면</li> <li>국토보유세 공론화 거쳐 도입</li> </ul>	부동산세제 정상화	<ul style="list-style-type: none"> <li>올해 보유세 2020년 수준으로 환원</li> <li>중부세와 재산세 통합 추진</li> <li>다주택자 양도세 증과 2년간 배제</li> <li>취득세 부담 완화</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>재건축 안전진단 개선</li> <li>4중 주거지역 신축(용적률 500%)</li> <li>공공재개발 활성화</li> </ul>	정비사업 규제 완화	<ul style="list-style-type: none"> <li>30년 이상 아파트 정밀안전진단 면제</li> <li>재건축 초과이익환수제 완화</li> <li>역세권 민간재건축 용적률 상향(300%~500%)</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>용산공원, 구룡마을 등 311만가구 분양권가 공개 등으로 반값아파트 공급</li> <li>기본주택, 지분적립형 등 다양한 형태 도입</li> <li>생애최초 주택구입자 LTV 최대 90%</li> </ul>	대규모 주택공급	<ul style="list-style-type: none"> <li>민간재건축 활성화 통해 250만가구 지하철 인근 '역세권 첫집' 등 공급</li> <li>1기 신도시 재건축, 리모델링 특별법 제정</li> <li>신혼부부 등 LTV 80%로 완화</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>GTX-A·C 노선 연장</li> <li>GTX-D·E·F 노선 신설</li> <li>1호선, 경의중앙선, 경부고속도로 등 지하화</li> <li>강남고속터미널 등 시설 현대화</li> </ul>	광역교통망 확충	<ul style="list-style-type: none"> <li>GTX-D·E·F 노선 신설</li> <li>경부선, 경인선, 경원선 지하화</li> <li>경부고속도로 한남IC-양재IC 지하화</li> <li>서울 10개 철도차량 기지 지하·데크화</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>부울경 메가시티 계획 수립</li> <li>세종시 행정수도 명문화</li> <li>강(원)~호(남)축 적극 개발</li> </ul>	국가균형 개발	<ul style="list-style-type: none"> <li>부(산)울(산)경(남) GTX 등 확충에 클러스터화</li> <li>청와대 세종집무실, 국회 세종의사당 개원</li> <li>세만군 메가시티 조성</li> </ul>

자료: 언론사, 대신증권 Research Center

그림 25. 21대 대선과 달라진 부동산 공약

	이재명(더불어민주당) 후보	김문수(국민의힘) 후보	이준석(개혁신당) 후보
주택 공급 방식	<ul style="list-style-type: none"> <li>4기 신도시 개발 추진</li> <li>1기 신도시 재정비</li> </ul>	청년 주택 10만호 공급	59형 집중 공급
주거비 지원	<ul style="list-style-type: none"> <li>전세자금 이자 보전</li> <li>월세 세액공제 확대</li> </ul>	3·3·3 주거비 지원	실수요자 중심 세금 부담 완화
규제 완화 및 세제 정책	<ul style="list-style-type: none"> <li>재개발·재건축 용적률 상향</li> <li>그외 부동산 세제 개편 최소화</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>종합부동산세 개편</li> <li>재건축초과이익환수제 폐지</li> <li>대학가 주변 용적률·건폐율 완화</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>생애주기에 따른 취득·양도세 감면</li> <li>용적률 대폭 상향으로 재개발·재건축 확대</li> </ul>

자료: 머니투데이, 대신증권 Research Center

## 역시 세금은 변수, 방향성은 보유세 부담 증가 수준은 변수

### 세금도 옵션임을 공식화

필자는 이재명 후보 당시의 세제 관련 언급에도 불구하고, 세법 개정 없이도 보유세 부담은 크게 증가할 수 있어((1) 시세반영, (2) 지난 정부의 세제 변화 없는 보유세 급감 관련 원상복귀), 여전히 변수라 판단했다. 고가주택의 경우 보유세 부담이 2배 이상도 높아질 수 있기 때문이었다.

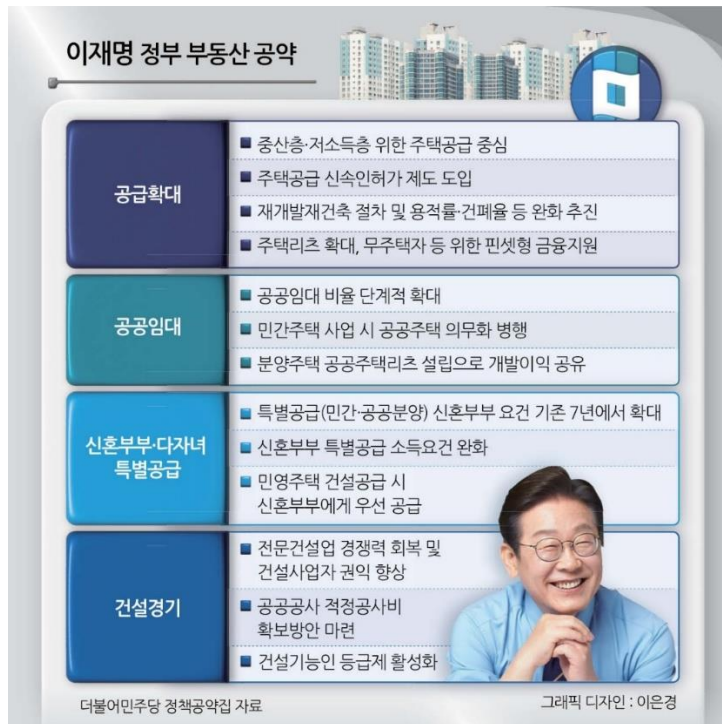
다만, 현 시점에서는 과거 전망보다 세제 강화가 더 크게 나타날 수 있을 것으로 예상된다. 이미 세제와 관련된 언급이 많이 있었고, 최근에는

“세금은 전쟁으로 치면 핵폭탄 같은거라 함부로 쓰면 안되지만, 그럼에도 최후의 수단으로 반드시 써야 하는 상황이 되면 써야 한다”

고 언급하면서 세제 변화가 정책의 옵션임을 공식화 했다.

세제 변화까지 강화쪽으로 나타난다면 세금 부담의 업사이드는 더 높아진다.

그림 26. 이재명 정부 부동산 공약



자료: 헤럴드경제, 대신증권 Research Center

## 자산으로의 주택 바라보는 이번 정부

집은 주거용이지에서  
주거+투자 인할이유  
없다로...

대선과정에서 가장 눈에 띈 이재명 후보의 부동산에 대한 언급은 주택 시장에 대한 질문에서 투자로서의 부동산에 대한 언급이었다.

그는 언론 인터뷰에서 "저는 사실 주거 문제에 대해서 생각을 많이 바꾼 편"이라고 하며, "집은 주거용이지 투자 투기용이 아니어야 한다고 얘기를 많이 했다. 이념적으로는 그렇다. 그 생각을 사실 강하게 가지고 있었고, 그에 기반한 주장도 많이 했었다" 고 과거의 주택에 대한 견해를 정리하면서 다음과 같이 언급했다.

"그런데 그게 지금 생각을 해보니까 그게 불가능하다. 그건 당위일 뿐이고 현실은 그렇지 않은 것"

"대한민국 금융시장 특히 자본시장을 살려야 한다고 생각하는 이유가 국민들이 투자할 때가 없다. 오로지 부동산이다. 부동산은 그동안 불패 신화를 이뤄왔기 때문에 모두가 부동산에 투자했다", "주거+투자' 두 가지 효과가 있기 때문에 이걸 안 할 이유가 없다" 또 다른 언론에서 그는 아래와 같이 밝혔다.

"투자 수단으로 부동산에 접근하는 걸 막을 길은 없다. 그걸 어거지로 하려다가 부작용이 많이 생겼다."

최근에도  
자산관점 그대로

이재명 대통령은 6.27 대출 정책 이후 7월 1일 국무회의에서 아래와 같이 언급했다.

"대한민국의 투자 수단이 주택 또는 부동산으로 한정되다 보니까 자꾸 주택이 투자 수단 또는 투기 수단이 되면서 주거 불안정을 초래해 왔다", "다행히 최근 주식시장, 금융시장이 정상화하면서 대체 투자 수단으로 조금씩 자리 잡아 가는 것 같다" "이 흐름을 잘 유지해야 되겠다는 생각이 든다"

정리하면, 이번 정부는 주택의 투자 매력을 인정하고, 적절한 수익 대안이 없는 상황에서 주택에 투자하는 현재의 흐름이라는 현실인식이 향후 정책에도 반영 될 것으로 보인다.

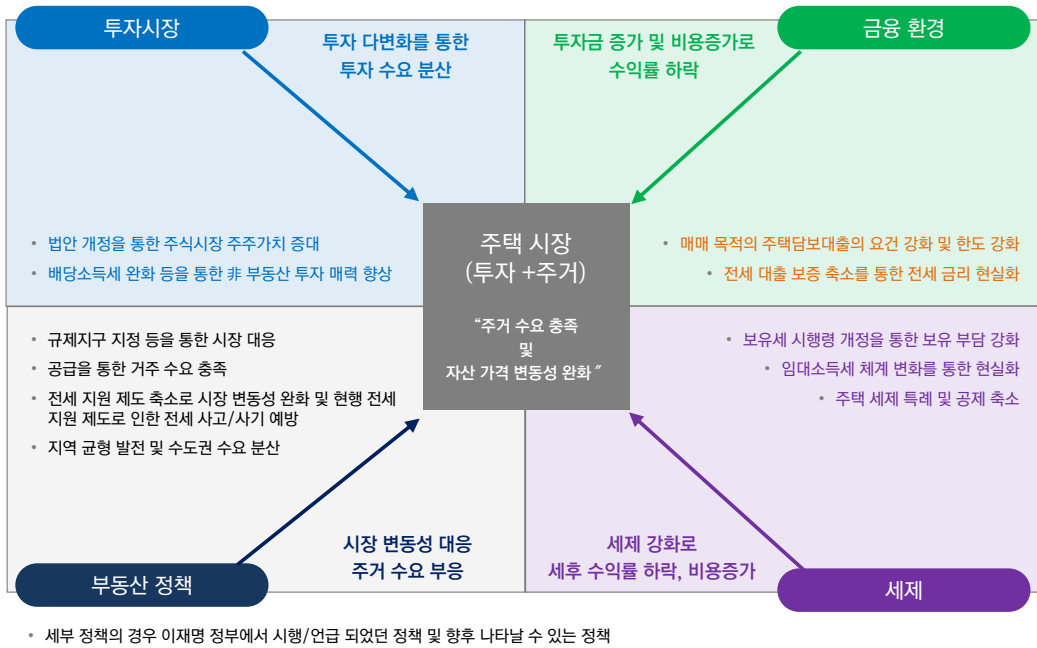
자산관점으로 보면  
더 과감한 정책 가능

자산의 관점으로 주택시장에 대응을 한다면 이는 더 과감한 정책으로 이어질수 있다.

거주목적의 집은 공공 공급 등을 통해 해결하려는 의지를 갖고 있고, 자산으로 주택을 대하면, 타 자산군(예를 들면 주식시장)의 기대 수익률을 높이고 주택 자산의 투자 매력을 낮추는 형식의 정책이 가능하기 때문이다.

거주로 기능하는 집 관점에서 부동산 정책을 펴다보면, 1주택자나 전세 세입자 또한 실거주이고 시장 가격이 높아지는 상황에서는 대출 강화나 세제 강화와 같은 정책을 펴기 어려워진다. 반면, 자산의 관점으로 정책을 편다면 (1) 레버리지를 축소하여 투자 수익률을 낮추고, (2) 세제 강화를 통해 세후 수익률을 낮추는 형식의 본질적인 정책이 가능해진다.

그림 27. 부동산 정책 보다는 부동산을 둘러싼 환경 변화에 대한 정책에 방점



자료: 대신증권 Research Center

## 향후 나타날 수 있는 정책 방향

현시점  
정책은 어디까지  
왔나?

이재명 정부가 출범한지 1년이 되지 않았다.

많은 규제와 정책 변화가 나타났다고 생각할 수 있으나, 필자는 현재까지의 정책은 인수 받은 주택 시장의 변화에 대응 성격에 가깝다고 판단한다.

지난 해 7월 자료에서 언급한 신정부의 정책 방향성은 2026년 본격화되고, 세제 측면에서도 납부자들은 2027년은 되어서야 영향받기 시작할 것이라 언급한 것도 마찬가지로 사유다.

과감한 대출 규제는 급등하는 시장에 대한 대응적 성격에 가깝고, 다주택자 중과 배제 연장을 하지 않은 것은 적극적인 액션이라기 보다는 소극적인 액션에 가깝다. 배제 연장을 하지 않은 것에 불과하기 때문이다.

그리고 최근 들어 나타난 대통령과 정부 주요 인사들의 언급은 현 정부의 주택시장에 대한 정책관과 현 시장에 대한 관점을 보여주고 있다 생각한다. 시장 상황에 따라 스탠스의 깊이 차이는 나타날 수 있으나, '투자과 주거' 두 개를 모두 다 해결할 수 있는 집을 안 할이유가 없는 세상에 대한 문제의식은 여전히 유효하다. 이러한 관점은 이재명 후보시절의 시장관이기도 하다.

향후 정책변화 포인트

- (1) 보유세
- (2) 양도소득세
- (3) 임대소득세
- (4) 대출규제 및 금리

필자는 5월 이후 주택에 대한 정책 변화의 방향성은 '세후 수익률' 하락 관점으로 크게 네 가지 측면으로 살펴보고자 한다.

첫번째는 보유세다. 종합부동산세와 재산세 전반에 대한 실효세율 변화다. 큰 틀에서의 세법이 변화하든, 그렇지 않은 간에 범 보유세의 변화는 주택 보유의 비용을 높이는 역할을 하게 되고 이는 주택이라는 자산의 세후수익률에 영향을 미친다.

두번째는 양도소득세다. 현재 주택 양도소득세는 차별적이다. 다주택자의 경우 타 자산 대비 세후 수익률을 크게 낮추는 역할을 하는 반면 1주택자의 경우 장기보유특별공제를 통해 10% 내외의 세율을 적용받는다. 한도가 없어 초고가 주택이라 차익이 수백억원이 발생한다 하더라도 마찬가지다. 이는 자산가들 사이에서 자가 거주 주택규모를 키울 유인으로 작용한다.

세번째는 임대소득세다. 한국은 전세 시스템과 소형주택 공급을 촉진하는 세제로 임대소득세의 체감율이 높지 않은 편이다. 이에 더해 1주택자가 자신의 집을 전세로 놓을 경우 과세되지 않는다. 차별적인 세율인 셈이다. 만약 모든 자산의 수익률이 동일하다면, 비거주 1주택자는 전세를 통해 투입자금을 크게 줄이고, 임대소득세도 내지 않아 Equity 수익률을 크게 높일 수 있다.

네번째는 대출규제 및 금리다. 주담대 금리레벨은 정상 스프레드를 유지할 가능성이 높고 경우에 따라 정책 방향성에 따라 더 높아질 가능성도 있다. 이러한 흐름은 주택 구매 비용을 높인다. 또한 전반적인 대출 통제는 필요 투자 규모를 높인다.

그림 28. 향후 나타날 수 있는 정책 변화 포인트 네 가지



자료: 대신증권 Research Center

**(1) 보유세****부동산 핵심 세제는  
1주택 관련 세제****핵심은 1 주택자**

그동안 시장이나 언론에서 세제 관련하여 가장 이슈가 되는 정책은 다주택자와 연관된 취득세와 양도소득세 증가에 관한 것이 아닐까 한다. 그러나, 필자는 핵심은 종합부동산세와 재산세가 아닐까 생각한다. 그것도 다주택자 증가 여부 등이 아니라 전반적인 1주택자의 보유세의 실효세율에 관한 이슈다.

다주택자에 대한 세제 변화는 일시적이다. 또한, 시장이 실수요자 중심으로 바뀐지 오래되었고, 과거 문재인, 윤석열 정부 시기를 살펴보면 다주택자 세제 변화의 영향은 크지 않다(물론, 다주택 규제완화로 다주택 투자가 활성화 되는 것은 영향이 있으나, 이런 방향으로 변화가 있을 가능성은 크지 않다).

세제 변화의 핵심은 1주택자의 보유세라 생각되며, 올해 들어 나타난 ‘구두 개입’의 중심에도 1주택자 보유세가 있다.

**보유세**

보유세의 영향이 상당히 클 것으로 생각되는 이유는 (1) 소유자의 매도 유인이 될 수 있다는 점, (2) 세율 강화 없이도 실효세율 변화가 크게 나타날 수 있다는 점 때문이다.

현재의 보유세는 크게 나누면 재산세와 종합부동산세로 나눌 수 있는데 지난 정부에서 시장 가격 하락이라는 요인을 제외하고도 공시지가 현실화를 하락 및 공정시장가액 비율 하락이라는 적용 방식의 완화를 통해 실효세율 하락이 크게 나타났다.

새로운 정책 변화없이 ‘원상복귀’ 만으로도 보유세 상승여력은 크고, 그동안 시세 급등이 나타났다는 점도 보유세 변화에 기여분이 상당하다.

**한국 보유세율은  
낮은 편이라는 평가**

여론에 따른 정무적인 의사결정과는 별개로 한국의 보유세율은 낮은 편으로 알려져 있다. 한국 지방세 연구원에 따르면 한국의 부동산 실효세율은 2021년 기준으로 0.19% 수준으로 OECD 평균(0.25%)대비 낮다.

실제로 최근 주택가격이 급격하게 상승해 반영에 시차가 있긴 하나, 최근 1년간 50억원대 중반까지 실거래가 나타나고 있는 래미안퍼스티지는 재산세 720만원, 종부세 688만원으로 재산세 실효세율이 0.25% 수준이며, 30억원을 상회하는 거래가 나타나고 있는 잠실엘스는 재산세 424만원 종부세 149만원 수준으로 0.18% 수준의 실효세율이 부과되고 있다(네이버 부동산 부동산 참조, 참조 날짜 2026년 3월 27일).

최근 가격상승이 빠르게 나타나, 보유세 부과 기준일 대비 시세가 올라 실효세율이 더 낮게 책정된 것을 고려할 필요가 있다.

가격대가 낮아지면 실효세율은 더 낮아진다. 현재 호가가 10억원대 후반이나 분당이나 마곡의 15-16억원대에 실거래가 있는 단지는 150만원 수준으로 0.1% 수준이다.

누진세율과 종합부동산세의 영향으로 고가시장으로 갈수록 세율이 높아지고, 저가시장으로 갈수록 세율이 낮아지며, 실효세율이 0.3%를 상회하는 비율은 크지 않은 편이다.

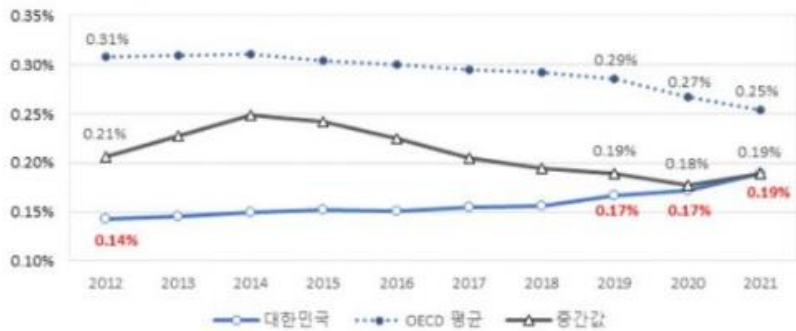
투자/구매 결정에 있어  
보유세는 큰 요인  
아닌 상황

1주택자의 경우 자산 규모를 고려할 때 보유세가 수익률에 영향을 미치는 정도는 낮다. 적절한 재산세 비율은 사회적 합의의 결과이긴 하나 보편적인 시각에서 주택시장의 재산세율은 낮은 편으로 시장 참여자들이 매수/매도를 결정할 때 주요 요인이 되지 않을 뿐 아니라 수익률 산정시에도 거의 영향이 없는 수준이다. 오히려 취득세와 중개수수료가 10년치 보유세를 상회한다.

낮아진 체감 세율

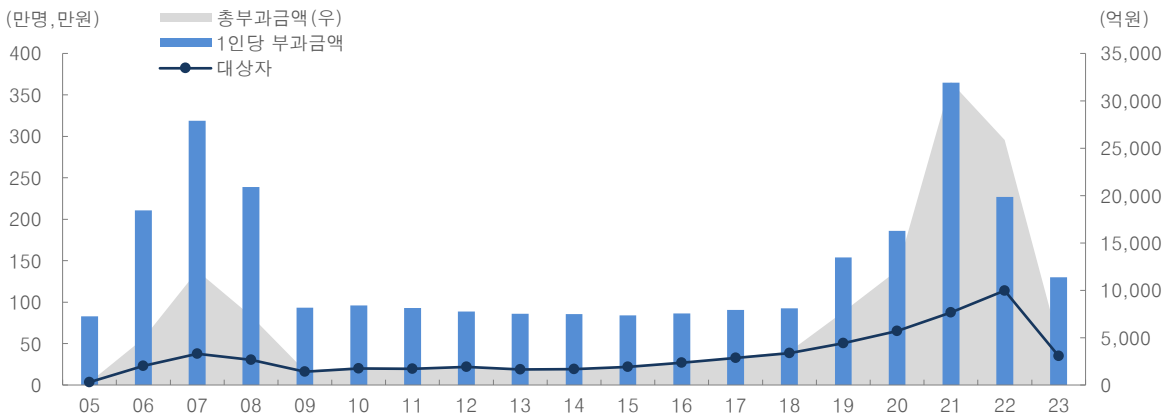
또한, 지난 정부에서 법개정 없이 체감세율을 낮췄다. 문재인 정부에서 진행된 공시가격 현실화율 로드맵에 변화를 줘 현실화율을 크게 낮췄고, 공정시장가액 비율은 전례 없는 수준으로 낮아졌다. 통상적으로 진보정권은 부동산 관련 세금 증세를, 보수정권은 부동산 관련 세금 감세를 추진했지만, 지난 정부는 이명박, 박근혜 정부 대비 완화적인 수준으로 낮췄다. 또한, 이러한 스탠스가 시세하락과 만나면서 체감 세율이 크게 낮아진 상황이다.

그림 29. 부동산 보유세 비율, 24년 25년은 낮아졌을 것으로 예상



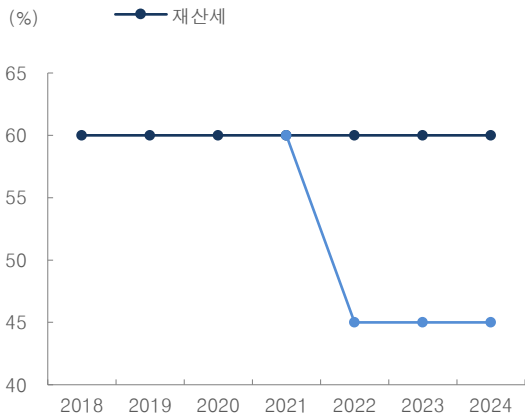
자료: 한국지방세연구원, 대신증권 Research Center

그림 30. 종합부동산세 부과 총액 및 대상자, 1인당 부과금액 추이(개인 주택분)



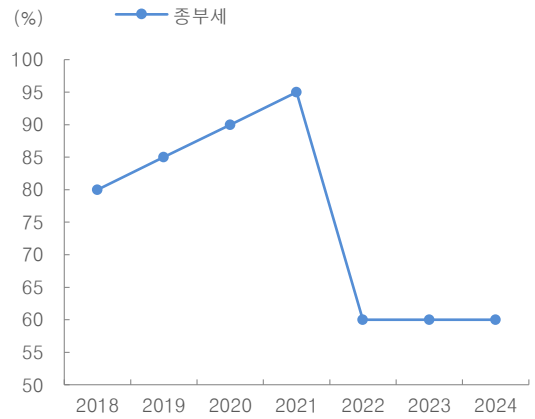
자료: 통계청, 국세청, 대신증권 Research Center

그림 31. 재산세 공정시장가액비율 추이



자료: 대신증권 Research Center

그림 32. 종합부동산세 공정시장가액 비율 추이



자료: 대신증권 Research Center

그림 33. 보유세, 종합부동산세 및 재산세 세율

재산세

- 시가표준액<sup>1)</sup>에 공정시장가액비율<sup>2)</sup>을 곱한 금액
  - 1) 단독·공동주택 공시가격
  - 2) 60%\*
- \* (22년) 1세대 1주택자 공정시장가액비율 45% 적용  
(23년) 1세대 1주택자 공정시장가액비율 45% 이하 적용(공시가격 3억 이하 43%, 3억초과 6억이하 44%, 6억 초과 45%)

• 주택

과표	표준 세율 (공시가 9억원 초과·다주택자·법인)	특례 세율 (공시가 9억원 이하 1주택자)
0.6억원 이하	0.1%	0.05%
0.6억원 초과~1.5억원 이하	6.0만원 + 0.6억원 초과분의 0.15%	3.0만원 + 0.6억원 초과분의 0.1%
1.5억원 초과~3억원 이하	19.5만원 + 1.5억원 초과분의 0.25%	12.0만원 + 1.5억원 초과분의 0.2%
3억원 초과~5.4억원 이하	57.0만원 + 3.0억원 초과분의 0.4%	42.0만원 + 3.0억원 초과분의 0.35%
5.4억원 초과		미적용

• 주택 공시가격(시가표준액)에 따라 세부담상한 적용

공시가격	개인 소유			법인 소유
	3억원 이하	3억원 초과 6억원 이하	6억원 초과	
세부담상한 비율	105%	110%	130%	150%

\* 지방교육세 재산세 납부세액의 20% 상당

종합부동산세

- $(\sum \text{인별 주택 감면후}^* \text{공시가격}) - 9\text{억원}^{**}) \times \text{공정시장가액비율}$
- \* 재산세 감면주택의 경우 감면비율만큼 공시가격에서 차감
- \*\* 1세대1주택자는 12억원, 단일세율 적용 범인은 0원

과세표준	2주택 이하			3주택 이상		
	개인		법인*	개인		법인*
	세율	누진공제		세율	누진공제	
3억원 이하	0.5%			0.5%		
6억원 이하	0.7%	60만원		0.7%	60만원	
12억원 이하	1.0%	240만원		1.0%	240만원	
25억원 이하	1.3%	600만원	2.7%	2.0%	1,440만원	
50억원 이하	1.5%	1,100만원		3.0%	3,940만원	
94억원 이하	2.0%	3,600만원		4.0%	8,940만원	
94억원 초과	2.7%	10,180만원		5.0%	18,340만원	

\* 상중세법에 따른 공인법인, 중부세령 §4의4①에 따른 공공주택사업자 등은 일반 누진세율 적용

• 개인은 150%, 법인은 세부담 상한을 적용하지 않음(무제한)

공시가격	개인(일반 누진세율 적용 법인 포함)	법인
세부담상한 비율	150%	제한없음

\* 종합부동산세 납부 세액의 20% 상당액으로 놓여준 특별세 납부

자료: 한국세정신문, 행정안전부, 국세청, 대신증권 Research Center

(1) 보유세

세금 인상 없는  
체감 세율 상승

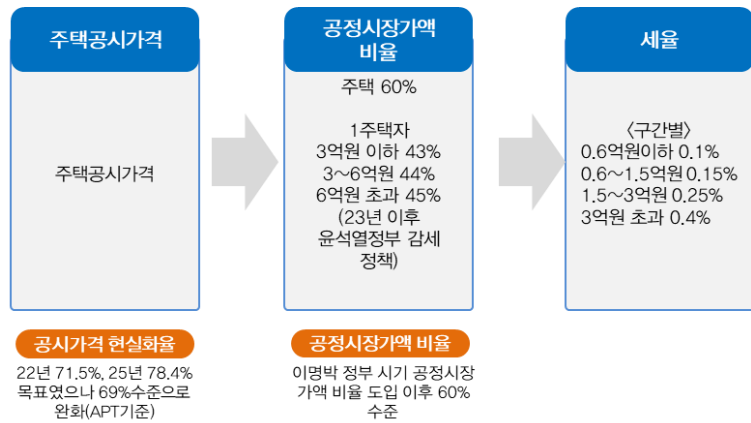
디테일 변화만으로도 보유세 차이는 크다

현재 보유세 산정 Flow를 살펴보면, 세율 변화 없이 세액을 결정짓는데에 미치는 요인이 많다. (1) 공시가격(현실화율), (2) 공정시장가액비율, (3) 공제다.

실제로 지난 정부에서도 세율 변화없이 상당한 체감 세율 하락을 만들어냈고, 이것이 시세 하락과 만나면서 체감 세율 하락폭이 컸다. 현재는 반대의 상황이다. 시세는 급격하게 상승했고 세율 변화 없이 체감 세율 상승을 만들어 낼 수 있는 상황이다.

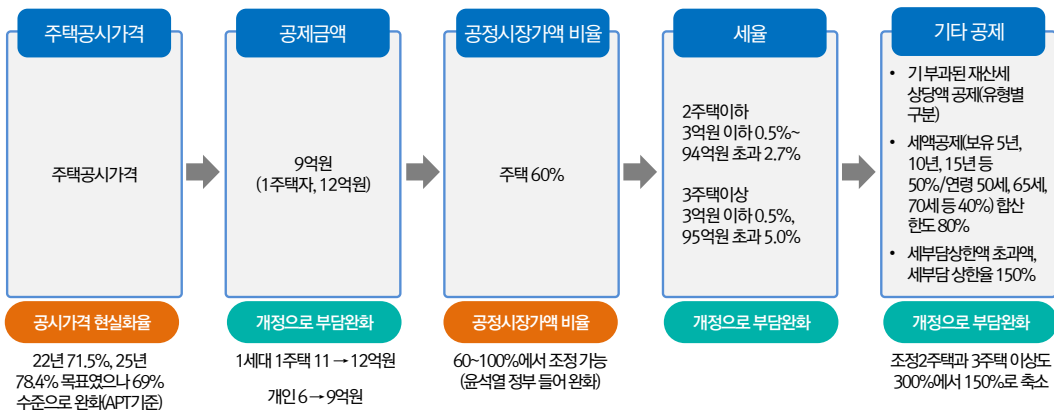
결국, 지난 정부에서 감세 없는 감세를 만들어 냈듯, 이번에는 증세 없는 증세를 만들어 낼 수 있는 셈이다. 디테일 변화만으로도 보유세 차이는 크게 나타날 수 있다.

그림 34. 재산세 부과 Flow



자료: 국세청, 대신증권 Research Center

그림 35. 종합부동산세 부과 Flow



자료: 국세청, 대신증권 Research Center

(1) 공시지가 현실화

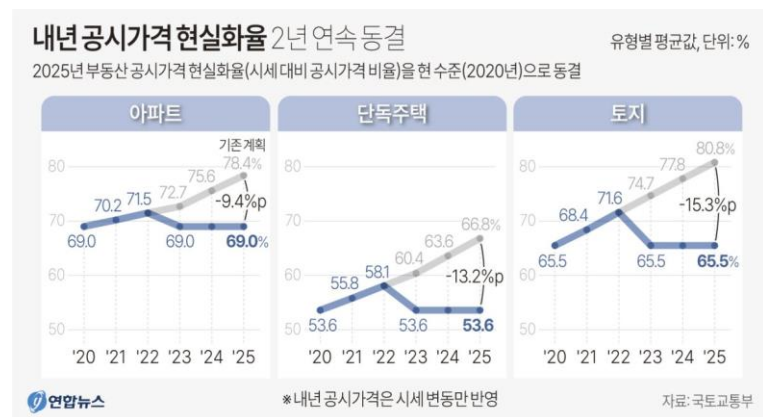
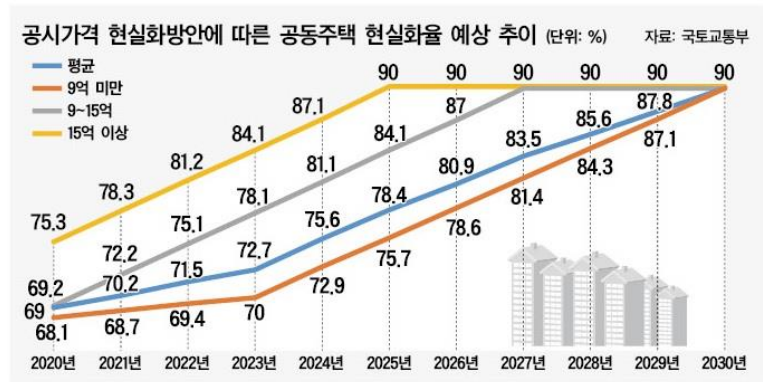
공시지가 현실화의 효과는 크다.

공시가격 현실화 이슈는 문재인 정부 시작 되었다. 문재인 정부는 2020년 ‘공시가격 현실화 로드맵’을 발표하며, 공동주택은 2030년까지, 공시가격을 시세의 90% 수준으로 단계적으로 높이는 것을 발표했다. 그러나, 윤석열 정부는 로드맵을 사실상 폐기하고, 공동주택 69%, 단독주택 53.6%, 토지 65.5%의 현실화율을 3년째 고정했다. 시세 하락과 현실화율 하락으로 보유세 부담이 크게 감소한 상황이다.

올해 공시가격은 이미 70% 수준으로 발표되었다. 다만, 내년도 이후부터 공시가격 현실화율의 변화는 나타날 수 있다.

다만, 공시지가 현실화율은 모든 가격대의 아파트에 영향을 주고 그 외에 다양한 제도의 기준이 되는 가격인 만큼 경우에 따라 거래빈도, 규모, 가격대, 지역 별로 다른 현실화율이 적용될 가능성도 있다.

그림 36. 공시가격 현실화를 계획 및 실제 적용 수준 (상 : 2019년, 문재인 정부 안, 하 : 윤석열 정부 적용 )



자료: 대한경제, 연합뉴스대신증권 Research Center

현실화율 90%로  
상향하는 것만으로  
15억원 이상 주택에  
50%내외의 세액 상승

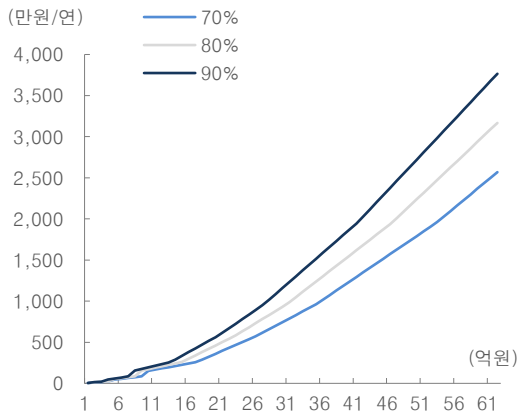
같은 부동산이라 하더라도 현실화율에 따라 과세 기준점이 크게 달라진다.

예를 들어 시세가 30억원일때, 공시가격 현실화율이 90%라면 공시가격이 27억원, 80%라면 24억원, 70%라면 21억원이다. 재산세와 종합부동산세 모두 이 공시가격을 시작으로 하여 공정시장가액비율, 공제 등을 하기 때문에 실효세율을 결정짓는 시점이라 할 수 있겠다.

21억원과 27억원이 그 자체로만 해도 30%정도의 가액 차이가 있고 이는 누적적인 재산세율, 공제 후 종부세 적용가액 등에 반영되기 때문에 현실화율이 미치는 영향은 전반적이나 수준은 차별적이다.

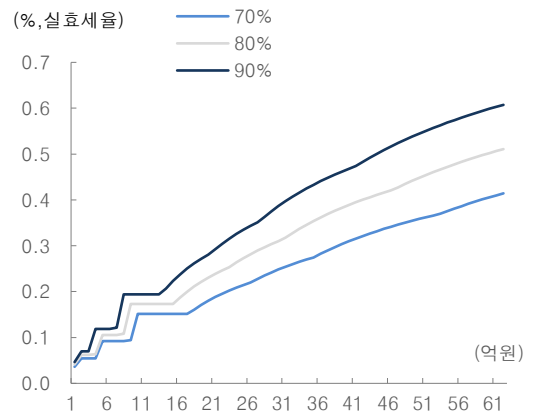
개인별로 다양한 공제 등이 존재하나, 종부세 대상이 되지 않는 중저가 아파트에는 약 30% 수준의 보유세 증가율이 나타나고, 종부세 대상이 되는 아파트의 경우 50% 내외의 보유세 증가율이 나타날 수 있다.

그림 37. 공시지가 현실화율 변화에 따른 세액 변화



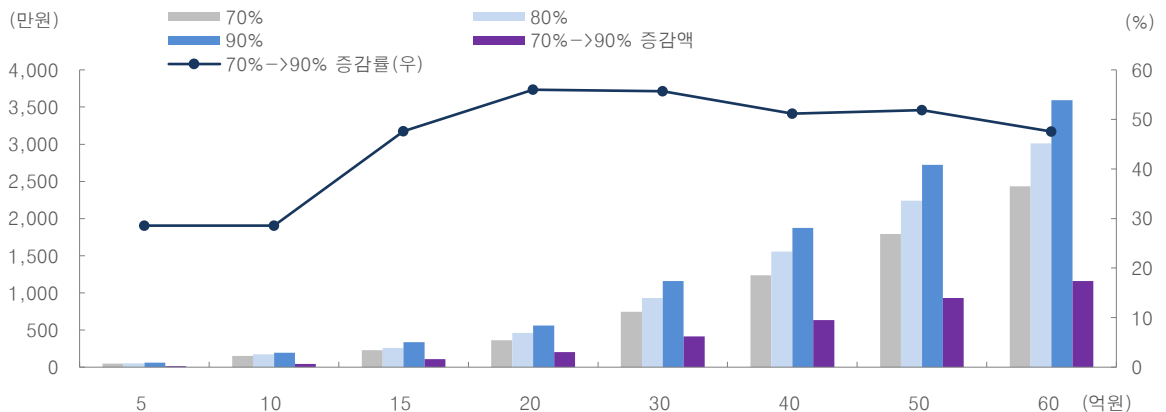
주 : 1주택 기준, 종부세 재산세액 차감 미반영으로 소유자에 따라 고령, 장기보유세 감면율이 다름  
자료 : 대신증권 Research Center

그림 38. 공시지가 현실화율 변화에 따른 세율 변화



주 : 1주택 기준, 종부세 재산세액 차감 미반영으로 소유자에 따라 고령, 장기보유세 감면율이 다름  
자료 : 대신증권 Research Center

그림 39. 실효세율 상승 시나리오 -보유세 공시지가 현실화율에 따른 세액/세율 변화



주 : 1주택 기준, 종부세 재산세액 차감 미반영으로 소유자에 따라 고령, 장기보유세 감면율이 다름  
자료 : 대신증권 Research Center

(2) 공정시장가액 비율

공정시장가액 비율은 재산세와 종합부동산세 모두에 적용 된다.

지난 정부는 종합부동산세는 공정시장가액 비율은 100%에서 60%로 재산세 공정시장가액 비율은 60%에서 43~45%로 하향한 바 있다. 공정시장가액 비율을 원복하기만 해도 세액은 크게 증가할 전망이다.

10억원 수준의 주택의 경우 증가율은 높으나, 증가액은 크지 않고, 고가 주택의 경우 재산세와 종합부동산세 두 개의 세금의 영향을 받고, 고가 세율이 더 높아 증가액은 더 클 것으로 예상된다.

공정시장가액 비율은 시행령으로 정해지는데, 이는 이명박 정부에서 세제에 대한 행정부의 영향력 확대를 위해 만들어졌다고 분석된다.

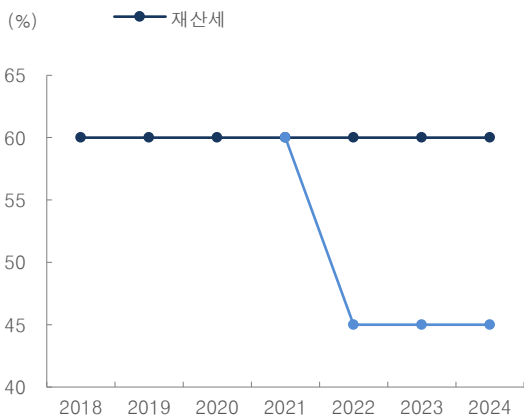
공정시장가액비율에 따른 세율/세액 변화

공정시장가액 비율 변화에 따른 1주택자의 세액/세율 변화를 살펴봤다.

원복은 1주택자 기준 재산세 공정시장가액 비율 60%, 종합부동산세 80% 수준을 적용하였으며 이는 역대 정부 중 세제에 있어 가장 강건했던 문재인 정부와 종합부동산세 도입 이후 세제에 있어 가장 완화적이었던 윤석열 정부를 제외한 정부들의 수치다(물론 공정시장가액비율은 이명박 정부에서 도입되었다).

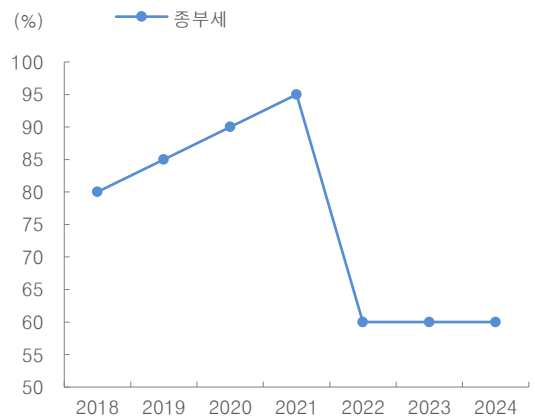
강화는 재산세 공정시장가액비율을 60% 수준으로 원복하고 종합부동산세 공정시장가액 비율은 90% 수준으로 강화하는 것이다. 과거 문재인정부에서는 100%까지 상향하려고 하였고, 95% 수준까지 높인 바 있다. 강화하는 경우 종부세 대상이 되지 않는 주택들의 경우 30% 중반 수준의 세액 상승이 50억원 이상의 초고가 주택의 경우 50% 수준의 세액 상승이 나타날 것으로 보인다.

그림 40. 재산세 공정시장가액비율 추이



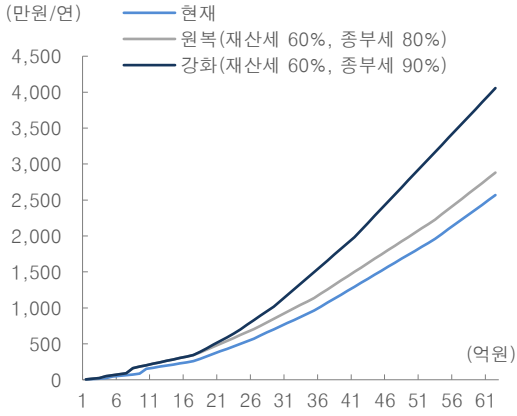
자료: 대신증권 Research Center

그림 41. 종합부동산세 공정시장가액 비율 추이



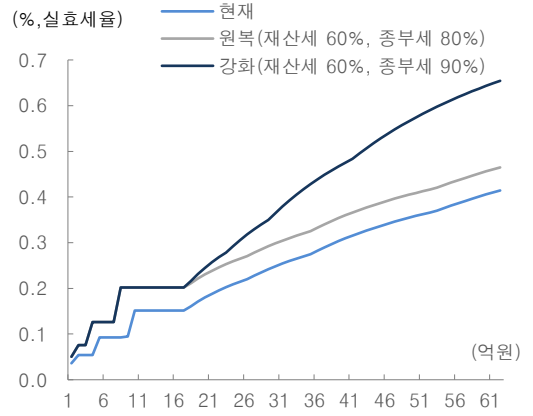
자료: 대신증권 Research Center

그림 42. 공정시장가액 비율 변화에 따른 세액 변화



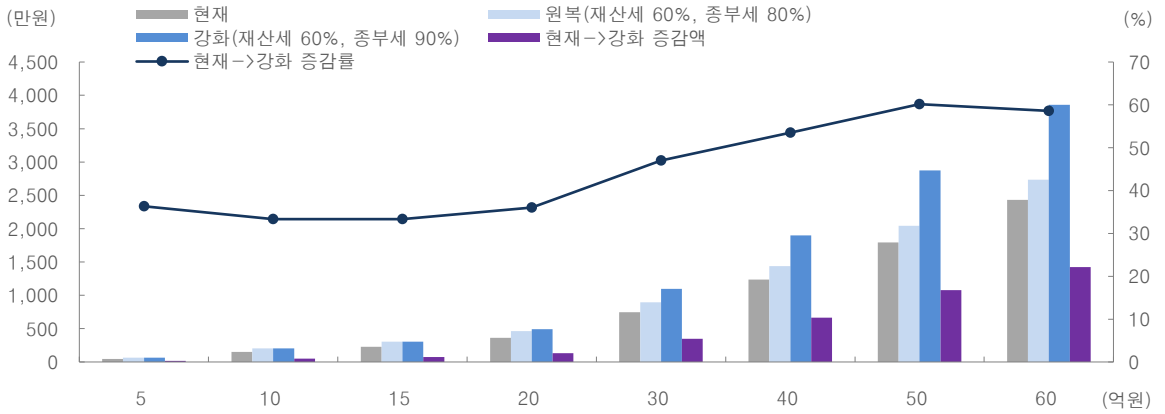
주 : 1주택 기준, 종부세 재산세액 차감 미반영으로 소유자에 따라 고령, 장기보유 시 감면율이 다름  
 자료: 대신증권 Research Center

그림 43. 공정시장가액 비율 변화에 따른 세율 변화



주 : 1주택 기준, 종부세 재산세액 차감 미반영으로 소유자에 따라 고령, 장기보유 시 감면율이 다름  
 자료: 대신증권 Research Center

그림 44. 실효세율 상승 시나리오 - 보유세 공정시장가액비율에 따른 세액/세율 변화



주 : 1주택 기준, 종부세 재산세액 차감 미반영으로 소유자에 따라 고령, 장기보유 시 감면율이 다름  
 자료: 대신증권 Research Center

(3) 공제변화

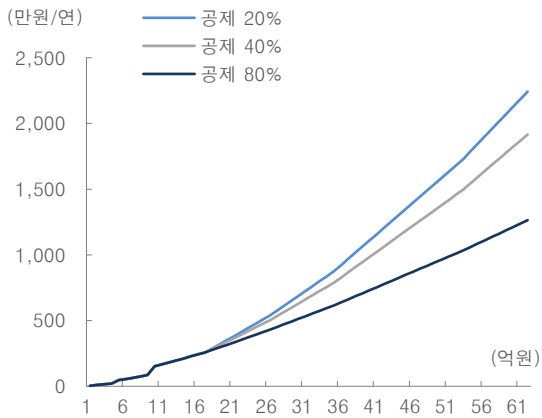
공제 변화가 보유세 차원에서 나타날 수 있다.

보유세 중 종합부동산세의 경우 최대 80%까지 공제가 가능하다. 장기보유자 및 고령자를 대상으로 한다. 시가 60억원 수준의 자산 보유자의 경우 916만원의 공제를 받을 수 있으며, 시가 20억원 보유자의 경우 연간 35만원 가량의 공제가 가능할 것으로 보인다.

종부세율이 누진적인 만큼 공제 또한 비싼집일수록 더 받는 구조다. 납부세액의 비율로 살펴봐도 유사한 결과가 나오는데, 60억원 주택의 경우 납부세액이 -42% 감소하나 20억원 주택은 약 -10% 정도 감소하는 것으로 나타난다.

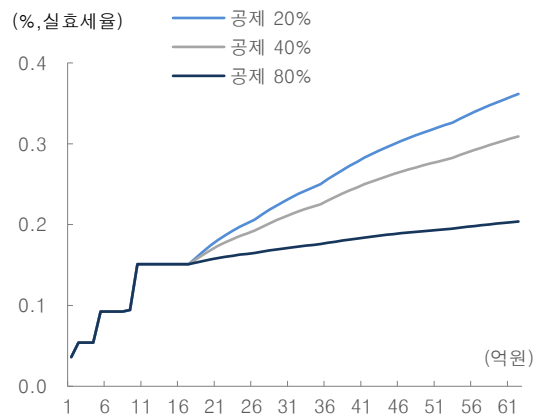
실거주와 고령자라 하더라도 공제의 상한을 두는 형태로 공제 변화가 나타날 수 있고 공제 비율 자체를 줄일 수 있다. 그러한 경우 장기보유 & 고령 & 고가주택 보유자 일수록 세금 부담이 커진다.

그림 45. 종부세 공제 변화에 따른 세액 변화



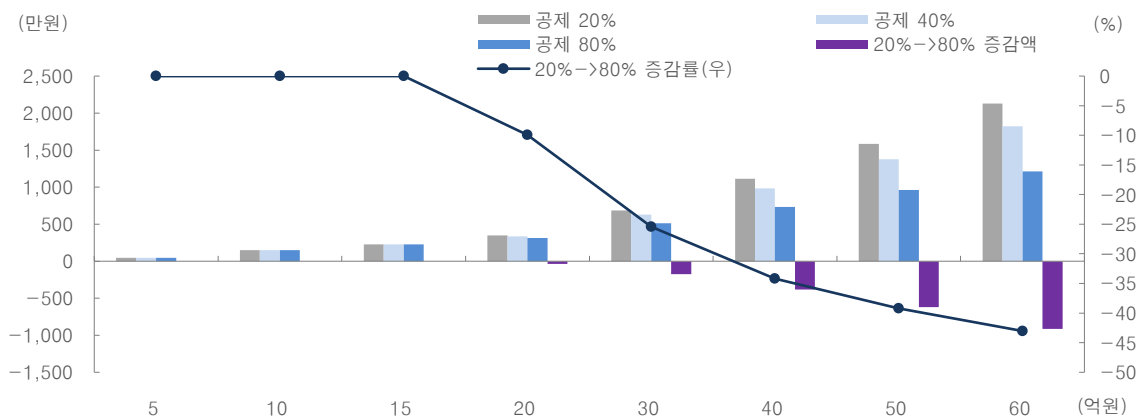
주 : 1주택 기준, 종부세 재산세액 차감 미반영으로 소유자에 따라 고령, 장기보유 시 감면율이 다름  
자료: 대신증권 Research Center

그림 46. 종부세 공제 변화에 따른 세율 변화



주 : 1주택 기준, 종부세 재산세액 차감 미반영으로 소유자에 따라 고령, 장기보유 시 감면율이 다름  
자료: 대신증권 Research Center

그림 47. 실효세율 상승 시나리오 - 종부세 공제 변화에 따른 세액/세율 변화



주 : 1주택 기준, 종부세 재산세액 차감 미반영으로 소유자에 따라 고령, 장기보유시 감면율이 다름  
자료: 대신증권 Research Center

(1) 보유세

최근 나타난  
고가 주택 보유세  
50% 증가 뉴스

복합 변화 시  
영향 커

세제 변화 없이, 공시가격, 공정시장가액 비율, 변화만으로도...

필자는 작년 7월 자료를 통해 고가 주택의 경우 시세 반영분, 세제 변화 없는 공시가격 현실화율 및 공정시장가액 비율 변화 만으로 세액이 100~200%까지 증가 할 수 있다고 전망한 바 있다. 또한, 납세자 기준으로는 2027년 납부액이 그 수준이 나올 것으로 예상했다.

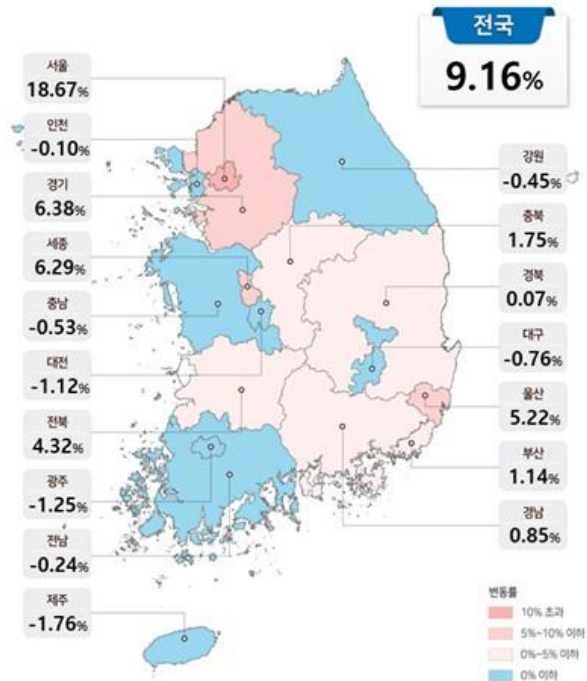
대략적인 계산으로도 30억원 기준의 주택이 공시가격 현실화율 80%와 공정시장가액비율을 이명박/박근혜 정부 수준까지만 원상 복귀 한다면, 48% 가량 보유세 증가가 나타나며, 시가 반영을 하는 경우(33% 증가하여 40억원의 시가 기록), 2배 이상의 보유세를 납부하게 되기 때문이다.

세제 변화의 방향성이나 시기에 대한 것은 여전히 미지수이나, 올해 공시가격이 발표되면서 시가상승을 일정 부분 반영하였다. 강남권의 경우 20% 후반 수준의 공시가격 상승이 나타났다. 이는 시가 상승의 반영이지 공시가격 현실화율과는 별도로이다.

세제 변화 없는 세액 증가는 상당할 수 있다.

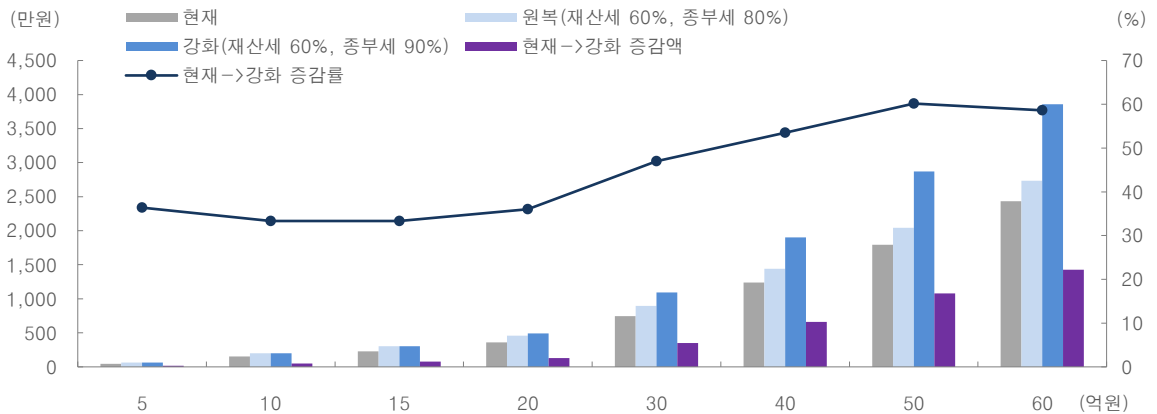
이미 2026년 공시가격 발표 이후 일부 강남권 아파트의 보유세는 50% 증가할 수 있다고 보도 된다. 여기에 공시가격 현실화율과 공정시장가액 비율 조정이 나타난다면, 올해 발표 된 공시가격이 내년에도 그대로 유지 된다 하더라도 가격대별 차이는 있으나 50% 이상 세액 증가가 나타날 수 있고, 최대 100%의 추가 증가도 이론상은 가능하다

그림 48. 2026년 공동주택 공시가격 전년비 지역별 증감



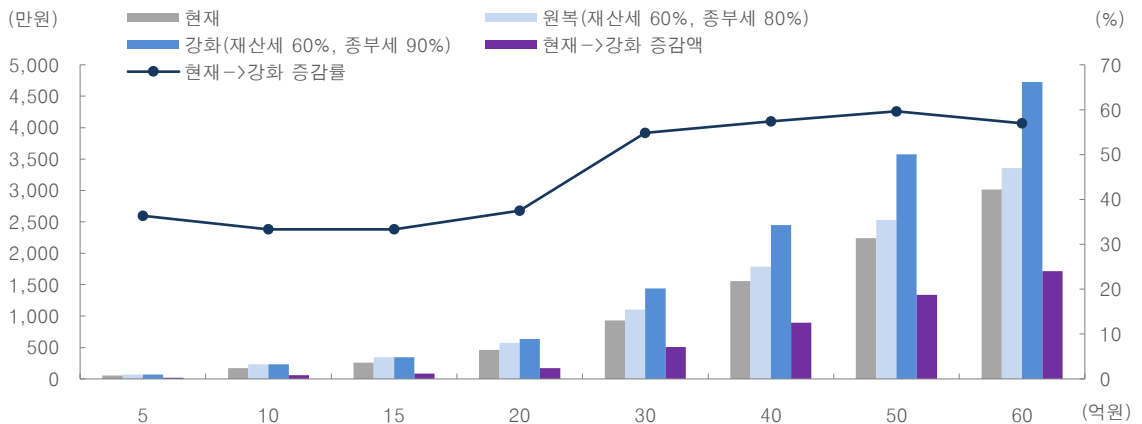
자료: 국토교통부, 대신증권 Research Center

그림 49. 실효세율 상승 시나리오 - 공시가격 현실화율 70% 수준일때



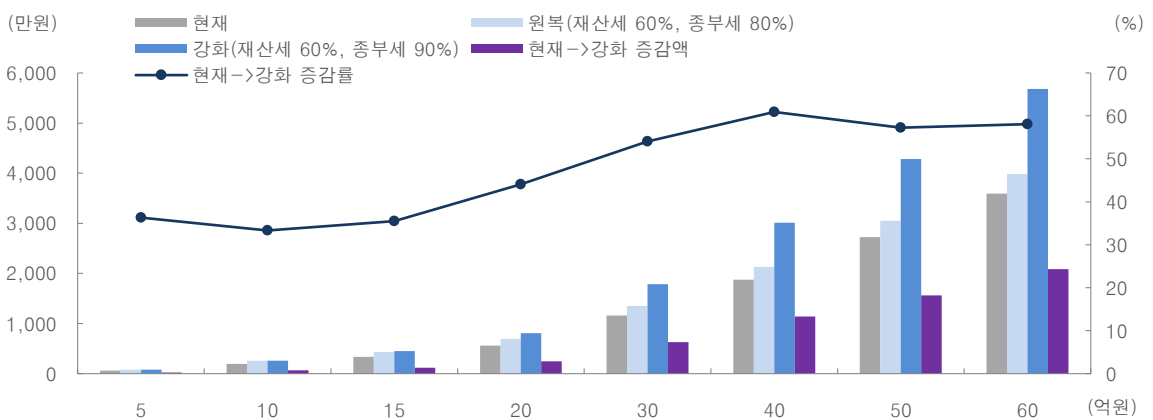
주 : 1주택 기준, 종부세 재산세액 차감 미반영으로 소유자에 따라 고령, 장기보유시 감면율이 다름  
 자료: 대신증권 Research Center

그림 50. 실효세율 상승 시나리오 - 공시가격 현실화율 80% 수준일때



주 : 1주택 기준, 종부세 재산세액 차감 미반영으로 소유자에 따라 고령, 장기보유시 감면율이 다름  
 자료: 대신증권 Research Center

그림 51. 실효세율 상승 시나리오 - 공시가격 현실화율 90% 수준일때



주 : 1주택 기준, 종부세 재산세액 차감 미반영으로 소유자에 따라 고령, 장기보유시 감면율이 다름  
 자료: 대신증권 Research Center

(1) 보유세

30억원 이상  
초고가 주택의 부담  
증가할 것으로 예상

일단은  
공시가격보다는  
공정시장가액 비율  
중심으로 강화 가능성

지난 사례 살펴보면, 초고가 주택 중심의 부담 증가 전망

필자는 30억원 이상의 초고가 주택의 부담 증가를 예상한다.

증가율 자체는 일부 중저가 주택의 급간 변경, 기저 세액의 효과로 크게 나타날 수 있으나, (1) 최근 시장이 고가 아파트 중심으로 상승하여, 시세 자체가 크게 상승했다는 점, (2) 기존 공시가격 현실화율 로드맵이나, 재산세 및 종부세 산정 방식 등 보유세 관련 제도 자체가 고가 주택 부담이 크게 설게 되었다는 점, (3) 실효세율 상향이라는 정책 방향을 정했을 때, 여론을 고려한다는 점 등을 고려할 때 저가 및 중가 시장의 보유세는 시세 상승 수준을 반영하고, 고가 및 초고가는 그 이상의 과표기준 상향이 나타나면서 더 높은 세율을 보여줄 것으로 전망한다.

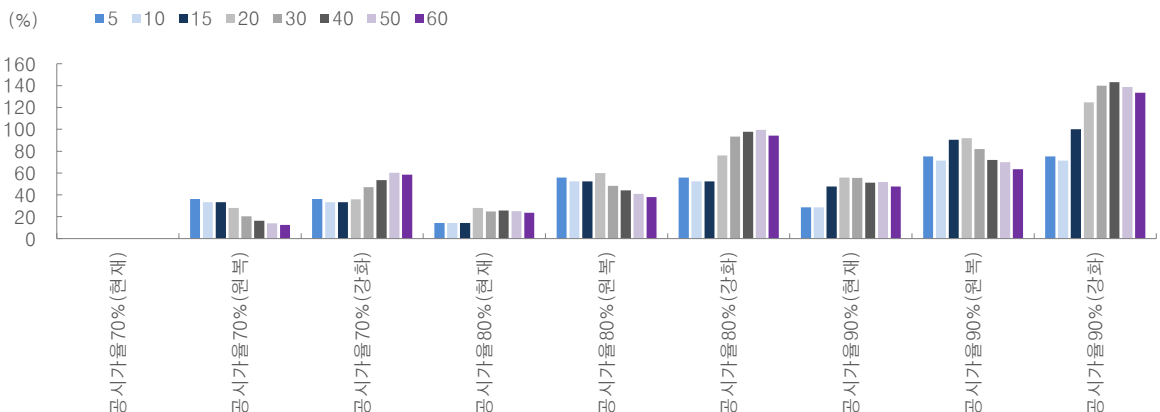
30억원 이상의 초고가 주택의 부담 증가를 예상하는 또 다른 이유는 그동안 여당이 지난 정부 보여준 재건축 초과이익 제도 완화나, 이재명 대통령이 대표 및 후보시절 언급한 주택 상속세 관련 언급에서 시세 기준 20억원 미만, 10억원 대 후반까지의 아파트에 대해서는 결론적으로 완화적인 태도를 취한바 있고, 서울의 주택 가격 레벨이 높아지면 서 20억원 내외의 아파트의 수가 서울 주요구 전반에 걸쳐 있을 정도로 확장되어 조세 저항이 상당할 것으로 예상되기 때문이다.

공정시장가액 비율을 원복 하는 경우 세액 증가율은 저가 주택이 더 높아진다.

다만, 저가 주택의 보유세액이 크지 않아 원복까지는 나타날 수 있다. 또한 공정시장가액 비율을 종부세 중심으로 강화하는 경우 고가 주택 위주로 세액 상승률이 높게 나타나, 종부세 공정시장가액 비율이 높아질 것으로 보인다.

공시가격 현실화는 전반적인 세액을 높인다. 이는 종부세와 재산세 구분이 없다. 따라서 공시가격 현실화는 현행보다 5%p나 10%p 혹은 가격대별 지역별 차등을 둘 가능성도 고려할 필요가 있다.

그림 52. 조건별 세액 증가율 비교



주 : 1주택 기준, 종부세 재산세액 차감 미반영으로 소유자에 따라 고령, 장기보유시 감면율이 다름  
자료: 대신증권 Research Center

**(1) 보유세**

지난 정부에서  
주장한 종부세 개편

**전반적인 보유세 변화의 가능성도 고려해야**

주택 보유세에 대한 전반적인 변화의 가능성도 열어 놓을 필요는 있다.

지난 정부에서도 논의된 바 있고, 당시에도 상속세, 금융투자소득세와 함께 종합부동산세 개편에 대한 논의가 있었고, 여야당 모두 보유세 자체에 대한 변화 필요성에 대해서는 공감했기 때문이다.

다만, 당시에는 지난 정부 기획재정부에서 주택 수에서 주택 총가액으로 전환하는 방안을 검토했고, 당시 야당이었던 현 여당도 1주택자 종합부동산세 예외와 같은 방안을 고민했다.

다만, 1주택 풀림 및 지방 아파트 시장 침체 등을 고려할 때 가액 변화와 유사한 흐름이 나타날 수 있는 가능성은 고민해 볼 필요가 있다.

가액으로 한다면  
다주택 보유 가능하고  
이는  
주임사 개편으로  
이어질수도

현 정부에서 나타난 가계 부채 대책이 수도권을 중심으로 타깃으로 한 만큼, 보유세 가액 전환이 아니라 하더라도 특정 지역이나 저가 아파트에 대한 주택임대사업 제도 개편 등도 장기적으로는 나타날 수 있는데, 이러한 경우 지방 중저가 주택에는 긍정적인 신호가 될 수 있겠다.

다만, 주택임대사업의 형태는 다르게 나타날 수 있다.

과거 주임사는 전세금을 매개로 투자금을 줄이면서 향후 나타나는 자본차익에 중점을 둔 제도였다면, 향후에는 아파트 임대사업이 재개 된다 하더라도 중저가 지역 위주로 허용될 가능성이 높고, 자본차익 보다는 운영 수익 중심으로 열릴 가능성이 높을 것으로 보인다.

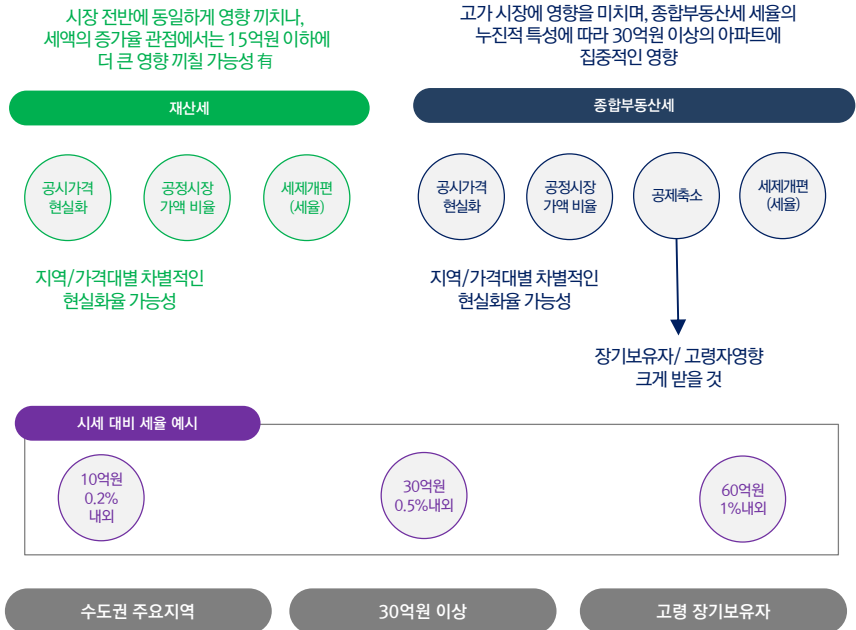
다만, 보유세는  
단기 물량 출회  
제한적

보유세의 증가가 예상되는 상황이지만 하나 보유세는 장기적인 시장 균형점의 재설정 문제이지 양도소득세 변화와 같이 단기적으로 물량 증가나 가격 조정으로 이어지기는 쉽지 않다.

다만, 그동안 1주택자가 주택 보유 결정에 있어 보유세가 영향을 크게 끼치지 않았던 반면 세제 부담이 증가한다면, 다운사이징으로 이어질 수 있다. 비교적 근래에 주택을 매입한 40-50대라면 여전히 현금흐름이 유입되고 자녀를 갖고 있을 수 있으나, 20-30년 이상 주택을 보유한 경우에는 시세 상승에 2-4배 가량 있었던 반면, 은퇴로 인하여 현금흐름은 크게 줄어들었을 수 있다. 이러한 경우 과거에는 30억원 이상의 고가주택을 보유하고 있고, 현금흐름이 월 2-3백만원에 불과하다더라도 주택을 보유하는 의사결정을 할 수 있었던 반면에 이제는 매달 감내해야 하는 보유세와 향후 나타날 수 있는 시세 차익을 고려한 의사결정이 필요해질 수 있다.

또한, 보유세 부담 증가는 조세 저항으로 이어질 수 있는 만큼 어떤 가격대의 주택의 보유세 부담을 늘리는가도 관전 포인트라 할 수 있겠다.

그림 53. 부동산 보유세 변화 시나리오



\* 정부 출범 1년이 지나지 않아 27년, 28년, 29년 30년 4번의 세금 납부기간을 거쳐 연간 보유세 증가를 상한제한이 있다하더라도 2029년이나 2030년에는 산정 세액을 부과 받을 것

주 : 실제 세제개편 방향이 아닌 시장에 영향을 끼칠만한 수준의 보유세 실효세율 수준의 시나리오  
 자료: 대신증권 Research Center

**(2) 양도소득세****앞으로의 이슈는  
양도소득세도 1주택****양도세도 변화의 핵심은 1 주택자**

다주택자 양도소득세는 이미 지난 이슈다.

중과 배제 기간은 올해 5월로 종료되고 이는 시장 가격에 반영중이다. 향후 주택 시장에 양도소득세가 영향을 미친다면 그것은 1주택자 양도소득세의 변화가 될 수 있을 것이다(물론 다주택자 양도소득세가 다 일반세율이 적용된다거나 하는 이슈는 영향을 끼칠 수 있으나, 현 상황에서는 나타날 가능성이 낮기 때문).

중과제도가 시행된 이후에는 보유세의 양상 따라 다르나, 일부 물량 감소가 나타날 수 있다. 특히나 장기적으로는 보유세 변화에 따라 다주택자 보유 물량이 일부 증가할 수 있겠으나, 단기적으로는 5월 이후 다주택자의 물량은 마무리 될 것으로 보인다.

**1가구 주택 양도소득세  
실효세율은  
10%까지 낮아져**

현재 한국의 1주택자 양도소득세 제도는 실수요 1주택 보호를 기본 철학으로 유지하고 있다. 1가구 1주택의 경우 2년 보유 혹은 거주 했을 경우(규제 지역에 따라), 12억원까지는 양도소득세 비과세를 시행하고 있다. 또한, 고가주택이라 하더라도, 장기 보유/거주를 할 경우 양도소득차익의 80%까지 비과세 된다.

과거 비과세가 9억원에서 12억원으로 상향될 당시에도 중위가구 자산을 훨씬 상회하는 비과세 수준에 반대의 목소리가 일부 있었다. 또한, 장기보유특별공제의 경우 공제의 금액적 제한이 없어 실거주자이긴 하나, 주택 가격이 높을수록 더 큰 혜택을 본다는 것에 대한 비판이 일부 있었다.

실제로 10년 거주/보유를 하는 경우 20%의 금액에 대해서만 일반과세를 적용 받아 금액과 무관하게 10%의 실효세율을 누릴 수 있다. 주택 차익이 백억원이든 천억원이든 적용 되는데, 이러한 제도의 방향성이 증산층의 자산 형성을 해치지 않기 위함을 고려하면, 다른 자산이나 소득 대비 세율이 낮게 형성되는 결과를 만들긴 했다.

또한, 이러한 현 제도는 자연스럽게 주택시장 급등과 맞물리면서 ‘똥똥한 한채’를 장기 보유할 수 밖에 없는 것으로 몰아가고 있는 것 아니냐 하는 지적도 존재한다.

**변화의 조짐**

2026년 1월 신년 기자회견과 뒤이은 1월 23일 SNS 메시지에서 그는 “주거용 1주택은 보호해야” 하지만, “비거주 1주택도 주거용이 아닌 투자·투기용이라면 장기 보유했다고 세금 감면을 해주는 것은 이상하다”는 취지로 말했다.

또 2월 27일에는 “다주택자는 물론 주거용이 아닌 투자·투기용 1주택자도 보유보다 매각이 유리한 상황을 만들 것”이라고 밝혔다. 다만 동시에 청와대와 정부쪽 설명을 보면, 이것이 곧바로 즉시 법 개정으로 확정된다는 뜻은 아니고 사회적 토론이 필요한 과제로 던진 측면도 있다. 즉 대통령의 기본 인식은 실거주 1주택 보호 + 투자성 1주택 혜택 재검토로 요약할 수 있다.

대통령의 발언에서 읽을 수 있는 것은 장기보유특별공제에서 보유분에 대한 개정은 나타날 것으로 생각된다.

그림 54. 거래세, 취득세 및 양도소득세 세율

양도소득세			
〈기본 세율〉			
과세표준	기본세율	누진공제액	
1,400만원 이하	6%	-	
5,000만원 이하	15%	126만원	
8,800만원 이하	24%	576만원	
1.5억원 이하	35%	1,544만원	
3억원 이하	38%	1,994만원	
5억원 이하	40%	2,594만원	
10억원 이하	42%	3,594만원	
10억원 초과	45%	6,594만원	
〈다주택자 등 중과세율〉			
구분	세율		
		'21.5.31. 까지	'21.6.1. 이후
조정대상지역 소재 주택	2주택자	기본세율 + 10%	기본세율 + 20%
	3주택 이상자	기본세율 + 20%	기본세율 + 30%
	분양권	50%	1년 미만: 70% 1년 이상: 60% (조정대상지역 내·외 구분없음)
주택 보유기간별	1년 미만 보유 주택·조합원입주권	40%	70%
	1년 이상 2년 미만 주택·조합원입주권	기본세율	60%
	2년 이상 주택·조합원입주권	기본세율	기본세율
미등기 양도주택		70%	70%

\* 현재 다주택자 중과 한시 배제 적용중

취득세				
〈표준세율〉				
과세표준	취득세	지방교육세	농어촌특별세	
6억원 이하	1.0%	0.1%		
6억원 초과 9억원 이하	6.5억원	1.33%	0.1~0.3%	전용면적 85㎡ 초과 시 0.2% 과세
	7억원	1.67%		
	7.5억원	2.0%		
	8억원	2.33%		
9억원 초과	8.5억원	2.67%		
	9억원	3.0%		
9억원 초과	3.0%	0.3%		
원시취득(신축, 상속*)	2.8%	0.16%	0.2%	
무상취득(증여)	3.5%	0.3%	0.2%	

\* 무주택 가구가 주택을 상속받은 경우에는 0.8% 세율 적용

〈다주택자·법인 등 중과세율〉					
취득세	유상취득				무상취득 (3억원 이상)
	1주택	2주택	3주택	4주택~법인	
조정지역	1~3%	8%	12%	12%	12%
非조정지역	1~3%	1~3%	8%	12%	3.5%

• 지방교육세 : 중과분(8% 및 12%) 모두 0.4%  
 • 농어촌특별세 : 8% 중과분 0.6%, 12% 중과분 1%  
 • 생애 최초로 주택을 구입하는 자에 한해 '25.12.31.까지 취득세 감면

\* 현재 지방 공시지가 2억원 이하 다주택자도 일반세율

자료: 한국세정신문, 행정안전부, 국세청, 대신증권 Research Center

그림 55. 김윤덕 국토교통부 장관



자료: Google 대신증권 Research Center

그림 56. 세종대 임재만 교수



자료: Google, 대신증권 Research Center

## 다양한 양도세 강화 제언들

관련된 논의는 일부 있는 상황이다.

김윤덕 국토부 장관 또한, 언론에 출연하여 비거주 1주택자·다주택자가 받는 현행 양도소득세 장기보유특별공제(장특공제) 혜택에 대해서도 "집값이 그렇게 많이 올랐는데, 그분들이 낸 세금을 월급쟁이들이 낸 세금과 비교하면 말이 안 되는 수준"이라며 "전체적으로 세제를 손질해야 할 것"이라고 했다.

또한, 임재만 세종대 교수는 민주당 진성준 의원실이 주최하는 간담회에서 세제에 대해 언급했다.

그는 현행 자산세의 형평성 저하와 경제적 왜곡을 지적하며 1주택자 양도세 비과세 기준 하향을 촉구했다.

임 교수는 "일정한 금액을 왜 12억으로 했는지 비과세 기준의 객관화가 필요하다"며 "중위 가격이 4억 정도 되는데 배수를 2배로 하면 약 8억원 정도가 된다"고 강조했다. 아울러 양도소득 비과세 혜택의 무제한 적용을 막기 위해 생애 금액 한도를 설정하거나 비과세 적용 횟수를 제한하는 방안도 제안했다.

또한, "장기보유특별공제 80%는 사실상 이사 페널티로 작용해 주택의 거주 기능보다 투자자산 기능을 강화시킨다"며 2년 거주 1주택 양도소득세(실효세율 6%대)와 근로소득세율(약 35%) 간의 조세 불형평성을 지적하는 목소리도 존재한다(이선화 국회미래연구원 연구위원).

정부(기재부 재산세 세제과장)에서도 "과도한 세제 혜택이 있다면 조정할 수 있다"며 "투자 목적보다는 실수요 목적의 부동산에 세제 혜택을 전환하는 방안 등을 연구용역을 통해 고민 중"이라고 밝혔다.

특히 "(정부는) 보유세와 거래세 부담에 대한 글로벌 스탠다드 측면을 고민하고 있다"며 "거래세를 낮추고 보유세를 높인다는 말씀을 주셨는데 기본적으로 방향성은 맞다고 본다"며 "다만 모든 거래세를 낮추고 모든 보유세를 높인다는 것은 바람직하지 않을 수 있어 거래세와 보유세 각각의 어떤 부분을 바꿔야 할지 연구용역을 통해서 고민해보고 있다"고 설명했다.

여기서 도출할 수 있는 현행 1주택자 양도소득세에 대한 문제의식은 크게 두 가지로 보인다.

첫째로, 12억원까지 비과세는 국민 전체의 자산 수준 대비 과도한 면이 있다는 점,

둘째로, 양도소득세 장기보유특별공제는 세율 측면에서 형평성 이슈가 발생하기도 하고 보유 기간을 채우면 상당한 금액의 혜택이 있어 이사를 막는 역할을 하기도 해 조건과 수준이 과도하다는 점 등이다.

반면, 현재 다주택자 증가가 5월 이후 시행되는 경우 다주택자 증가에 대해 과도하다는 지적은 있으나, 더 강화해야 한다는 논의는 없어 양도소득세 변화가 나타난다면 1주택자를 중심으로 나타날 수 밖에 없음을 보여준다. (이투데이, 2026년 2월 23일 기사)

1가구 1주택  
양도소득세 강화  
가능성 커

필자는 양도소득세 또한, 주택의 세후 수익률을 줄이는 방향으로 바뀔 것으로 생각 된다. 1주택 또한 예외가 아니며 경우에 따라 실거주 1주택자의 경우에도 일부 세후수익률 하락을 겪을 수 있을 것으로 생각된다.

방향성은 크게 세 가지다. (1) 보유분 면제, (2) 비과세 금액 조정, (3) 장특공 범위 조정.

필자는 비과세 금액 조정은 상당히 부담스러울 것으로 보인다. 12억원까지 비과세의 수혜는 현재 진입하는 기준으로는 수도권 중저가 시장과 지방시장이 대부분이다. 아파트 시장 전체로 본다면 상대적으로 저렴한 주택에 대한 과세라 조심스럽다. 그럼에도 불구하고 나타난다면, 금액을 소폭 하향하고, 물가나 소득, 자산증가분과 연동할 것으로 생각된다. 또한, 이 정책은 가격 안정효과는 미미하다 판단된다.

장기보유특별공제는 현행 80%이며, 현재 40%는 보유이며 40%는 거주이다. 필자는 보유분이 축소 혹은 폐지될 것으로 예상한다. 이미 대통령이 지적한 바 있는 부분이고, 비거주 1주택자는 투자라는 관점을 유지한다면 투자에 양도세를 공제해주는 셈이 되기 때문이다.

그렇다면, 장기보유특별공제는 최종적으로 얼마가 될 것인가가 관건이다. 만약 현행 거주분만 살려놓는다면 80% 공제가 40%로 줄어든다. 현재 장특공 이후 양도소득세가 10%를 하회하는 수준이라면, 공제가 줄어들 경우 금액대에 따라 다르지만 최고 20%대 중후반까지 높아진다. 장기보유특별공제의 범위 조정은 금액 조정이 병행될 가능성이 있다. 차익이 10억원까지 장기보유특별공제의 혜택을 받고 그 부분이 초과되는 부분은 일반과세를 받는 식이다. 두개가 병행된다면, 거주 10년시 공제를 최대 50%까지 해주되, 공제 금액은 10억원을 상회할 수 없는 요건을 붙이는 식이다.

장특공 혜택 축소하는 식의 새로운 세제를 예고하는 경우 그 시기까지 재고시장 물량 증가를 기대할 수 있기도 하다. 필자는 전반적인 장특공 공제 부분의 축소, 보유 부분 폐지 혹은 큰 축소 등이 나타날 것으로 예상한다.

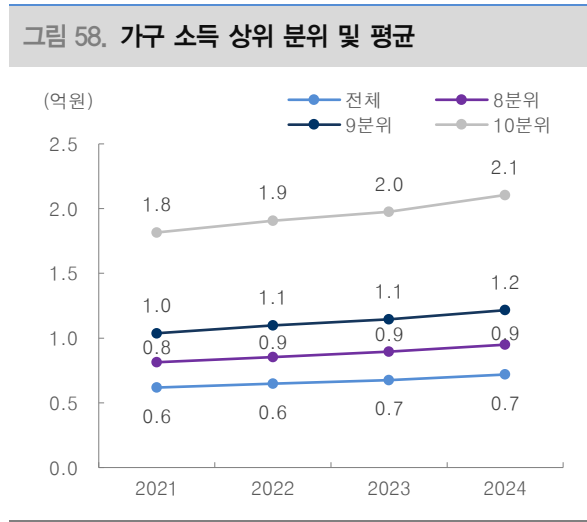
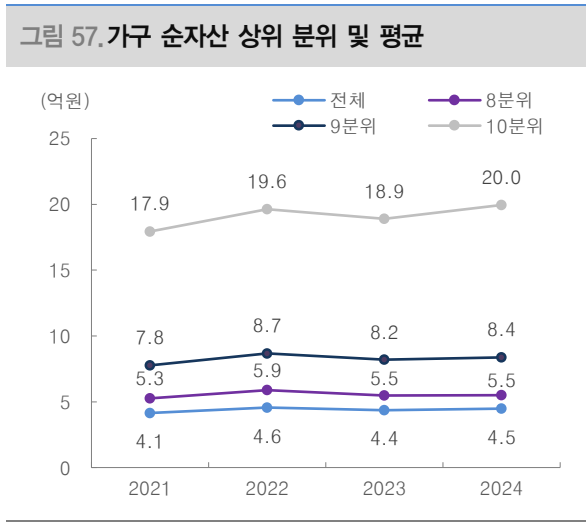
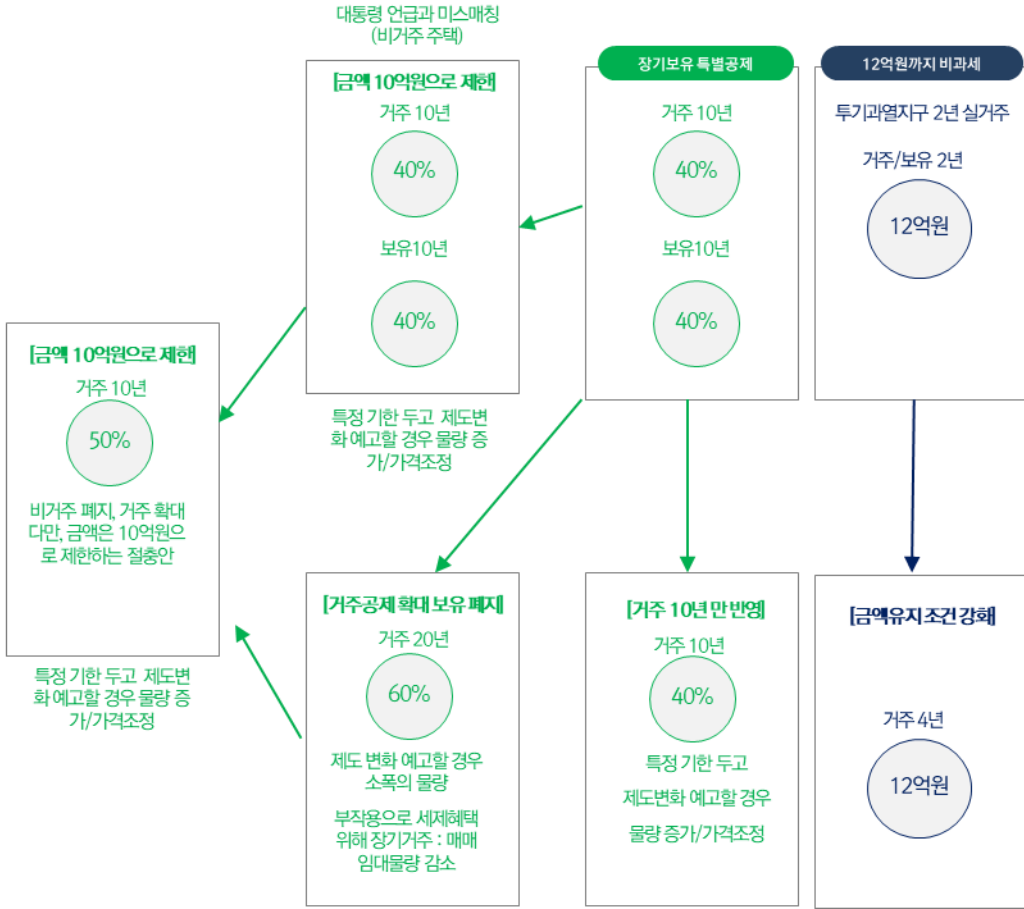


그림 59. 부동산 양도소득세 변화 예시



자료: 대신증권 Research Center

(3) 임대소득세

새로운 변수  
임대소득세

지난정부 국토부장관  
전세 수명 다했다

전세 축소와 디테일 수정으로 큰 변수가 된다

많이 언급되고 있지 않으나, 임대소득세는 새로운 변수로 나타날 가능성이 있다.

현 정부는 본격적으로 전세 대출에 대한 국가 지원을 축소하고 있다. 전세 보증률도 80%로 하향 했고, 현재 언론을 통해 전세 대출에 대한 DSR 도입 또한 고려되고 있다고 알려져 있다.

전세 사기 및 전세 보증으로 인한 주택도시보증공사 적자 증가, 높은 전세대출 한도 등이 전세의 태생적인 형태에서 변질되었다는 지적이 많은 것도 현실이다.

또한, 임대소득세는 필연적으로 한국의 임대차 계약방식과 연관되어 있을 수밖에 없는데 최근 들어 전세에 대한 논란이 많은 상황이다.

윤석열정부 국토교통부 장관 또한 전세 제도의 종말에 대한 언급을 한 바 있다.

박상우 국토교통부 장관이 “전세 제도는 수명을 다했다”며 건전한 월세 시장을 조성해야 한다고 밝혔다. 또 박 장관은 전세사기 문제의 재발 방지를 위해 주택 제도 전반의 근본적인 개선이 필요하다고도 했다.

27일 정치권에 따르면 박 장관은 전날 국회 국토교통위원회 제2차 전체회의에서 김정재 국민의힘 의원이 “사인 간 계약에 국가가 개입해 보증하는 현행 전세 제도는 재검토할 필요가 있다”고 질의하자 이같이 답했다.

특히 박 장관은 “보증 제도뿐 아니라 근본적으로 전세 제도 자체가 역사적 사명을 다했다고 생각한다”며 “제도 개편을 해야 한다”고 강조했다.

그러면서 박 장관은 “건전한 월세 시장을 육성하기 위한 법안이 이미 국회에 제출돼 있다”며 “월세 시장이 육성될 수 있도록 하는 제도적 기틀을 마련해 주기를 부탁한다”고 덧붙였다.

또 박 장관은 “전세대출과 전세보증금 반환보증이 전세사기를 부추긴 측면이 있다”라는 손명수 더불어민주당 의원의 지적에 “(전세보증 제도가) 손해보험 형태로 운영되는 지금 방식보다는, 집주인이 임대보증금 반환 의무를 이행하겠다는 확실한 증표로 보증에 가입해야 맞다”고 설명했다.

그러면서 박 장관은 “말이 전세지 국민은행이나 신한은행이 월세 내고 있는 거나 진배 없다”며 “사실은 월세인데 모양은 전세 형태로 포장하다 보니 전세사기 같은 문제가 생기는 것”이라고 말했다. 이어 “주택 제도 전반에 관한 근본적인 검토와 개선이 필요하다”고 덧붙였다.

이는 전세 축소의 흐름이 단지 한 정부 추진 정책이나 흐름이라기보다는 주택 시장의 변화, 금리 레벨의 변화, 안정화된 선진국 진입 등 한국 주택시장의 거시적인 환경 변화에서 기인함을 시사한다.

이에 더해 미국발 고금리 쇼크 이후 나타난 전세사기는 정책적인 변화를 가속화시켰다.

**월세 가속화는  
임대인의 임대소득세  
과세 부담으로 나타나**

월세 가속화에 대해 일부에서는 임차인의 목돈 마련이 어려운 것을 지적하나, 선술한 국토교통부 장관의 언급처럼 이미 은행에 월세를 내고 있는 것과 진배 없는 상황이다.

이러한 상황에서 월세 가속화는 향후 임대인의 과세 이슈로 연결 될 가능성이 높다.

현행에서는 2주택까지 전세는 신고 대상이 되지 않는다. 반면 2주택의 경우 월세는 신고대상이 된다. 따라서, 월세 수입이 증가할수록 전월세전환율에 따른 동일한 계약이라 하더라도 소득신고 대상이 되는 셈이고 이는 향후 임대소득세가 주택시장에 화두가 될 수 있음을 시사한다.

월세증가는 임차인과 임대인의 선호도, 전월세전환율과 전세대출간의 차이 등으로 결정 되기 때문에 변화가 있긴 하나, 그 외에도 전세시장 자체가 국가의 전세 대출 및 보증 등 우호적인 정책으로 유지되는 면도 있어 정책변화에 민감하다.

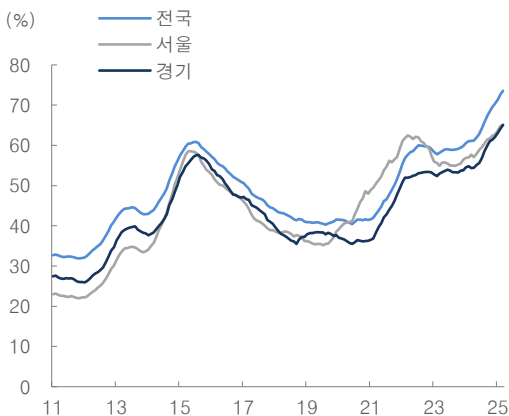
**디테일 변화에 따른  
1주택 부담 증가**

또한, 최근 나타난 비거주 1주택자에 대한 혜택이 과하다는 대통령의 언급은 현행 임대 소득세 부과 체계에 대한 변화로 이어질 수 있다.

현재 임대소득세 부과 시 전세가 유리할 뿐 아니라 1주택자의 경우에는 수십억원의 전세 임대를 하더라도 임대소득세가 부과되지 않기 때문이다. 반면, 동일한 수준으로 간주 되는 월세의 경우에는 임대소득세가 부과 된다.

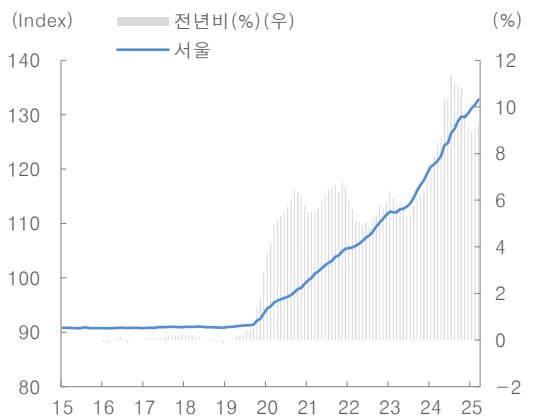
임대소득세 간주 범위의 증가, 간주임대료의 산식 변화 또한 향후 임차인의 임대소득세 부담 증가로 이어질 수 있다.

**그림 60. 아파트 전세 대비 월세 거래량 추이**



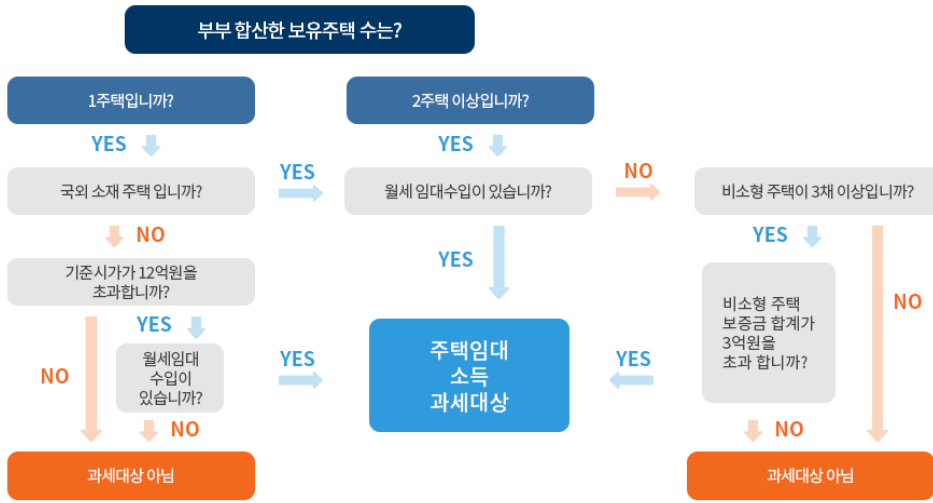
주 : 12개월 누적 거래량을 합산하여, 월세/전세 거래량 비율 추이를 작성  
자료: REPS, 대신증권 Research Center

**그림 61. 서울 월세 Index 추이**



자료: 부동산 114, 대신증권 Research Center

그림 62. 임대소득세 부과 판단 기준



자료: 국세청, 대신증권 Research Center

그림 63. 임대소득세 부과 대상 분류

보유 주택 수	과세대상 ○	과세대상 ×
1주택	<ul style="list-style-type: none"> <li>국외주택 월세 수입</li> <li>기준시가 12억원* 초과 주택 월세 수입 * '23년 귀속부터는 12억원</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>국내 기준시가 12억원* 이하 주택의 월세 수입</li> <li>모든 보증금·전세금 * '23년 귀속부터는 12억원</li> </ul>
2주택	<ul style="list-style-type: none"> <li>모든 월세 수입</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>모든 보증금·전세금</li> </ul>
3주택 이상	<ul style="list-style-type: none"> <li>모든 월세 수입</li> <li>비소형주택 3채 이상 보유 &amp; 해당 보증금·전세금 합계 3억원 초과 하는 경우 해당 보증금·전세금</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>소형주택의 보증금·전세금</li> <li>비소형주택 3채 미만 보유한 경우 보증금·전세금</li> <li>비소형주택의 보증금·전세금 합계 3억원 이하인 경우 보증금·전세금</li> </ul>

\* (소형주택) 주거전용 면적이 40㎡ 이하이면서 기준시가가 2억원 이하

자료: 국세청, 대신증권 Research Center

그림 64. 임대소득세 부과 방식(2천만원 이하 세율 14% 분리과세)

구분	주택임대 수입 금액	필요경비	공제금액 <sup>2)</sup>	분리과세 사업소득금액	산출세액	세액감면 <sup>3)</sup>	분리과세 결정세액
등록임대 주택 <sup>1)</sup>	월세 + 간주 임대료	60%	4백만원	수입금액 (-)필요경비 (-)공제금액	과세표준 (×)14%	단기(4년) 30%(20%) 장기(8-10년) 75%(50%)	산출세액 - 감면세액
미등록 임대주택		50%	2백만원			-	=산출세액

- 1) 등록임대주택: 세무서와 지자체에 모두 등록하고 임대보증금·임대료의 증가율이 5%를 초과하지 않아야 함
- 2) 분리과세 주택임대소득을 제외한 종합소득금액이 2천만원 이하인 경우 공제
- 3) 국민주택규모의 임대주택으로 조세특례제한법 제96조의 요건을 모두 충족하여야 함

주: 2천만원 이상인 경우 이자소득, 배당소득, 상가 등 기타 부동산 임대소득, 근로소득, 사업소득 등과 함께 종합과세되며, 간주임대료는 보증금에서 3억원을 제외한 값의 60%에 연 환산 이자율 3.5% 수준(2024년 기준)

자료: 국세청, 대신증권 Research Center

## 세제 : 효과는 디테일에

### 개정없이도 변수되는 주택 세제

정리하면, 법률 개정 없이도 세제는 이슈가 될 수 있다.

큰 세제 변화 없이 시행령 개정 및 세제의 적용과정으로도 세율 변화가 클 수 있기 때문이다. 또한, 현재 주택은 다른 어떤 자산군보다도 세제상 우위에 있기 때문이다.

예를 들면 6억원 주택을 매입하여 12억원에 매도하는 경우 중간에 전세를 주더라도 1주택자는 2년간 부과 되는 세금이 1,000만원이 되지 않는다. 재산세, 취득세, 임대소득세, 양도소득세를 모두 합하여도 저율, 면제, 공제로 인하여 6억원의 자본차익과 임대에도 불구하고 자본차익과 운영수익에 대한 의미 있는 과세가 없는 셈이다.

위의 예에서 1주택 양도세 특례 조항이나, 전세에 대한 종합과세 등 미세한 적용 및 특례가 없어진다면, 일반세율 하에서 세후 수익률은 크게 하락할 수 있기 때문이다.

### 부동산 세제의 영향

세제의 효과는 장/단기 효과로 나누어 볼 수 있다.

장기적으로 세금의 증가는 전반적인 공급을 저해하며, 가격 상승으로 이어진다. 다만, 이러한 효과가 반영되는 것은 2-3년 정도의 기간이 아닌 5~10년이고, 한국의 부동산 세제 및 정책 역사상 일관된 세제가 장기간 유지된 적이 없고, 다른 요인들의 영향도 받기에 실제 시장에 미치는 영향을 발라내기는 어렵다.

이론적으로 재산세의 증가는 일시적으로 매도물량을 늘리고 가격 조정의 트리거가 될 수 있다.

시장 호가 대비 0.5% 수준의 보유세만 도입 된다 하더라도(40억원 기준 연 2천만원 수준) 이는 상당한 매도 물량 증가로 이어질 것으로 예상되며, 이와 함께 전세 임대에 대한 의미있는 과세가 나타난다면(10억원 전세의 전월세 전환율 금액에 대한 종합과세와 같은 형식), 단기적으로 가격 강한 조정이 나타날 수 있다.

양도소득세 강화의 영향은 양면적이다.

양도세 강화는 기 보유자의 세후 수익률을 낮추면서, 매도 의사를 거둬 재고시장의 물량 감소로 이어질 수 있다.

이는 지난 정부에서 나타난 다주택자 양도세 강화의 예에서 확인할 수 있다(물론, 이러한 시장 참여자들의 행동 뒤에는 언젠가는 비정상적인 세율이 정상화 될 것이라는 기대가 존재한다). 다만, 합리적인 수준의 양도소득세 강화를 예고하는 경우 시장 물량 출회를 기대할 수 있기도 하다.

신규 진입자에 대한 양도세 강화 혹은 다주택자 양도세 증과는 단기적으로 투자 수요를 제한하는 효과를 거둘 수 있다. 취득세를 상향하거나, 증과하는 것 또한 마찬가지로 역할을 한다. 보유세와 양도세 외에도 시장에 영향을 미치는 세제는 다음과 같다.

재건축 초과이익 환수제의 산정방법, 전세금에 대한 간주 임대료 산식 및 종합소득세 부과 방식, 다주택자 취득세 증과 등 또한 시장에 영향을 미칠 수 있는 상황이다. 현재 전세 임대인은 다른 소득세 대비 면세사업자에 가까운 세부담을 하고 있고, 재건축 초과이익환수제가 잔존한다면 웬만한 지역의 재건축은 상당한 동력을 잃을 가능성이 높기 때문이다.(25년 2월 자료 인용)

그림 65. 부동산 세제의 영향

	보유세 (재산세, 종부세)	양도소득세	재조환	취등록세	임대 소득세
매매	<중단기> 부정적 (강화시 매도물량 증가)	<중단기> 긍정적 재고시 장 물량 감소 (장기) 투자 수요 감소	재건축 가격에 부정적 장기적 공급 감소	주택수 차별화시 쏟아진 한채 트렌드	강화시 가격에 부정적 완화시 가격에 긍정적
임대	물량 감소, 자가 주택 위주로의 변환 임대인 월세 선호도 증가	<장기> 물량 감소, 자가 주택 위주로의 변환 (1주택 양도세 차별시)			전세와 월세의 소득세 차별 화시 선호도 차이 현재 임대인에게 전세유리, 이러한 경우 전세가를 증가
기타	금액이 아니라 주택 수에 따라 차별화시 똑똑한 한채 트렌드 출회	주택 수에 따라 차별화 되는 경우 쏟아진 한채 트렌드 출회			

자료: 대신증권 Research Center

그림 66. 부동산 세제의 효과는 디테일에, 세율 변화 없이도 영향이 큰 세제 변수들

보유세 (재산세, 종부세)	양도소득세	임대 소득세
<ul style="list-style-type: none"> <li>공정시장가액 비율 상향</li> <li>장기보유 공제 등 금액제한</li> </ul>	<p><b>다주택자 양도소득세</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>다주택자 양도소득세 증가 한시 배제 일몰</li> </ul> <p><b>양도소득세 강화 및 적용 시일</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>1가구 1주택자 양도소득세 면제 요건 강화 및 축소(수도권 4년 이상 실거주 등)</li> <li>장기보유특별공제 요건 강화 및 금액 제한, (10억 원 미만에만 적용 or 거주 구간 확대)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>간주 임대료 60% 비율 상향 (10억원 전세의 경우 2,000만원 이상으로 종소세 신고필요)</li> <li>1주택 고액 전세도 임대소득세 부과 (월세와의 형평성 고려)</li> </ul>
보유세 비용 증가 (세후수익률 하락 및 현금 필요)	양도세 강화 이전 (ex. 2027년 5월 이전) 물량 출회	임대시 비용 지출 발생 (세후수익률 하락 및 현금 필요)

자료: 대신증권 Research Center

**(4) 대출규제 및 금리****주담대 금리 스프레드  
정상화 국면****주담대 금리 스프레드 정상화 국면**

지난 몇 년간 유레 없이 완화적이었던 주담대 금리는 최근 들어 정상화 국면에 진입했다. 작년 7월을 저점으로 스프레드 정상화가 나타나기 시작했고, 24년 12월 부터는 팬데믹 이전 시기와 비교해도 적절한 레벨을 회복했다는 판단이다.

2024년 7월과 8월 사이에서 주택담보대출 평균금리는 각각 3.5%와 3.51%를 기록했다. 2022년 금리 인상 시기에 주택담보대출 평균금리가 4.8%를 상회했던 것을 고려하면, 평균 기준으로 130bp의 하락이 있었는데, 기준금리나 시장금리의 하락은 그만큼 나타나지 않았다. 기준금리와의 스프레드는 역전되기도 하였다. 주담대 평균금리가 3.5%를 기록했기 때문에 상당한 수의 대출자들이 기준금리보다도 낮은 금리에 대출을 받을 수 있었던 셈이다. 금융채 3년물과 비교해도 비슷한 결과가 나타난다.

2001년 이후 2021년까지 20년간 금융채 3년물 금리와 주택담보대출 금리의 스프레드 평균은 약 97.6bp다 그러나, 이번 금리 상승 이후 2022년 9-11월에는 -7.3bp, -35bp, -11bp를 기록하기도 했고, 올해 1월부터 8월까지의 30bp를 넘는 달이 거의 없었다.

COFIX 신규 금리 스프레드를 봐도 마찬가지다. 2010년부터 2020년 1월까지 COFIX 신규 금리 대비 주담대 금리 스프레드는 평균 134.6bp였고, 팬데믹 시기에는 172.5bp를 기록했다. 그런데 금리 인상 사이클 도입 이후 스프레드는 53.9bp로 매우 낮아졌다.

2024년 6월에는 19bp 7월에는 8bp, 8월에는 15bp에 불과했다. 작년 연말부터 은행의 가산금리가 높아지고, 정부가 인위적으로 금리를 높인다고 시장에서 언급되기도 하지만, 11월의 COFIX 대비 스프레드는 95bp 12월에는 103bp에 불과해 평균보다 오히려 낮은 셈이다. 여전히 스프레드로 보면 가산금리가 낮은 수준이다.

대기업 대비 한국의 주택담보대출 금리로 살펴봐도 2024년 주택담보대출 금리는 대기업 대출 금리 대비 10년대 최저 수준을 기록했다. 2024년 7월과 8월에는 대기업의 은행 대출 대비 주택담보대출이 약 140bp까지 더 낮은 금리로 대출이 가능했다.

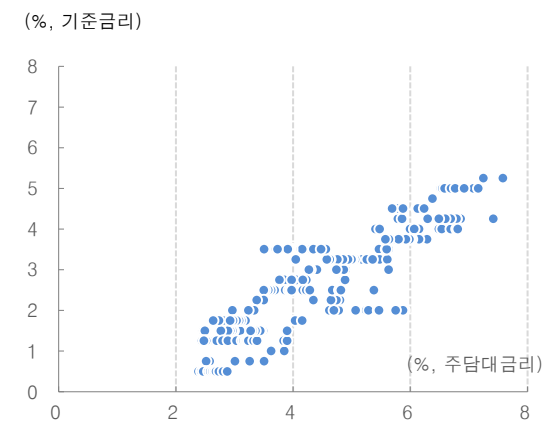
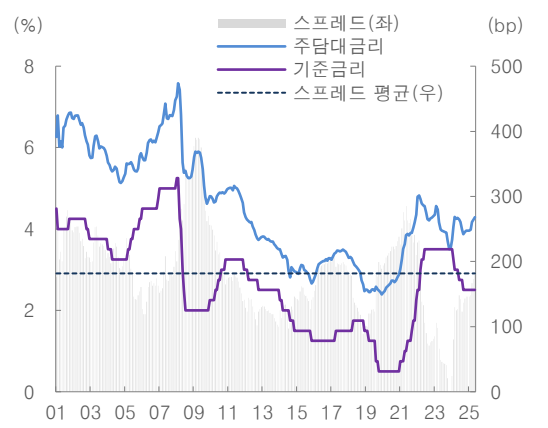
Cofix 신규 금리 대비 주담대 평균 금리의 스프레드는 올해 들어 평균 125bp를 기록하면서 정상화 국면에 진입했다.

다만, 이번 정상화는 Cofix금리가 낮아지면서 스프레드가 벌어진 국면이기에, 이러한 스프레드를 지속적으로 유지할지는 지켜볼 필요가 있다.

대기업 대출 금리와 주담대 금리 차이 또한 정상화 된 레벨로 진입했다. 작년 7월에는 대기업 대출 금리보다도 100bp 이상 낮은 금리로 주택담보대출을 받을 수 있었고 이는 2010년 이후 처음이었다.

기준금리와 동일한 레벨의 주택담보대출 금리도 사라졌다. 유레 없이 완화적인 주택담보대출 금리 환경이 사라진 셈이다(25년 7월 자료에서 재인용).

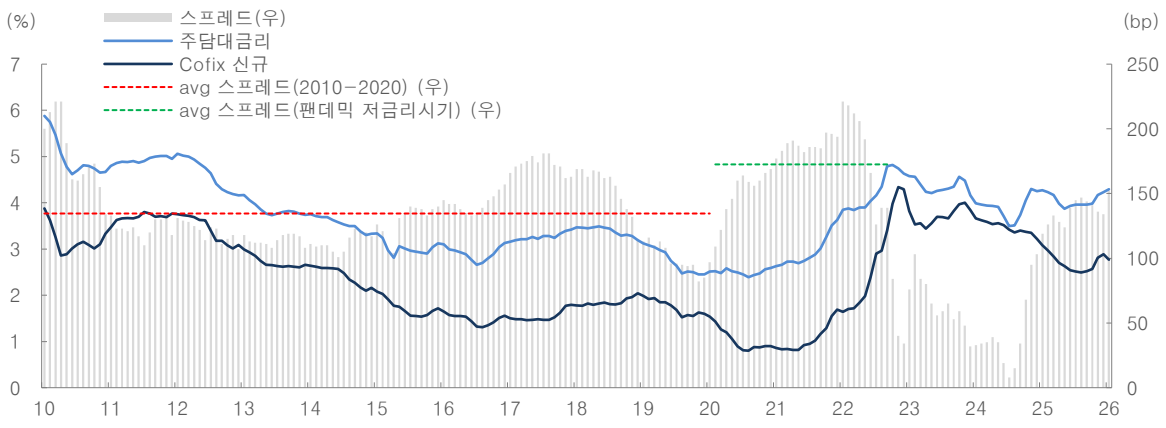
그림 67. 기준금리와 주담대 금리 및 스프레드      그림 68. 주담대/기준금리 분포도



자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

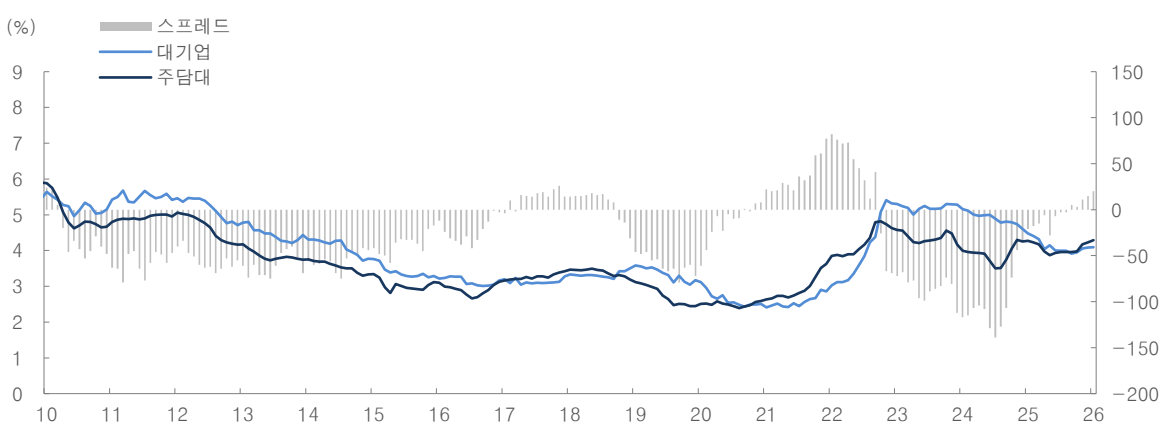
자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

그림 69. Cofix 금리 및 주담대 금리와 스프레드 추이, 25년 들어 정상 레벨



자료: Quantwise, 한국은행, 대신증권 Research Center

그림 70. 대기업 대비 주택담보대출 금리 스프레드 24년이 10년내 최저 수준, 25년 들어 정상화



자료: Quantwise, 한국은행, 대신증권 Research Center

(4) 대출규제 및 금리

가계 부채 관리 정책 주요 내용

가계 부채 정책에서 엮보이는 시장에 대한 관점

6월 27일 발표된 가계부채 관리 방안은 이번 정부에서 부동산 시장에 큰 영향을 미치는 첫 정책이라는 점에서 현 정부의 정책 방향성을 살펴 볼 수 있겠다.

내용은 (1) 수도권 및 규제지역에서 주택담보대출 6억원 이하로 제한하는 것이고, (2) 다주택자 주담대 전면 금지, (3) 생애최초 주담대 LTV강화 및 전입 의무 부과, (4) 잔금 대출 및 세입자 퇴거 대출 6억원 제한, (5) 전세대출 보증 비율 80%로 하향, (6) 은행 및 금융권 총량 관리 강화, (6) 정책 대출 한도 강화 등이다.

신규 계약분부터 적용되나 발표 익일부터 적용하면서 정책 변화를 앞둔 풀림현상을 방지하고, 기존 계약에 대한 혼선을 방지 했다.

대책의 내용은 시장 예상치를 크게 상회하는 수준이었을 뿐 아니라, 유례 없이 강력한 수준이었다.

그림 71. 6월 27일 발표된 가계 부채 관리 방안

### 수도권·규제지역 주택 가계부채 관리 강화 방안

6월 28일 부터 시행

**가계대출 총량관리 강화**

- 금융권** 7월 부터 당초 계획 대비 **50% 감축** (정책대출 제외)
- 정책대출\*** 연간 공급계획 대비 **25% 감축**  
(\*다임돌대출, 버팀목, 보금자리론)

**주담대 최대한도 6억원 제한**

- 주담대 총액한도 없음 → **6억원**  
(실제 대출금액은 6억원 한도 내에서 LTV, DTI, DSR 비율 등에 따라 상이)

**은행권 자율관리조치, 전 금융권 확대 시행**

- 실거주 목적이 아닌 추가 주택구입 수요 차단
  - 2주택자 이상/1주택자** 규제지역 LTV 50% → 0%  
비규제지역 LTV 70% → 0%
  - 처분 조건부 1주택자\*** 규제지역 LTV 50% → 동일  
비규제지역 LTV 70% → 동일  
(\*6개월 이내 처분)  
※투기투과열지역, 조정대상지역  
현재 강남구, 서초구, 송파구, 용산구
- 생활안정자금 목적 주담대 한도 제한
  - 1주택자** 1~2억 (은행별 자율관리) → **최대 1억원**
  - 다주택자** 금지 → 금지 (동일)  
\*수도권·규제지역내 주택 보유수 기준  
(지방 소재 주택 보유수와 무관)
- 주담대 대출만기 30년 이내로 제한
  - 30~40년 (은행별 자율관리) → **30년 이내**
- 소유권 이전 조건부 전세대출 금지\*
  - 소유권 이전 조건부 전세대출 취급 금지 (은행별 상이)  
→ 소유권 이전 조건부 **전세대출 금지**  
\*전세대출 심사 시 임대차계약서 상 임대인과 임차주택 소유주가 다른 경우 취급 금지 등)
- 신용대출 한도를 연소득 이내로 제한
  - 연소득 1~2배 내 제한 → **연소득 이내 제한**

**LTV 등 규제 강화**

- 생애최초 주택구입 주담대 LTV 조정+전입 필수
  - LTV** 수도권·규제지역 80% → 70%  
지방·규제지역 외 80% → 동일
  - 전입신고** 전입의무 없음 → **6개월 이내 전입**  
(다임돌은 1개월내 전입)
  - 정책대출(다임돌, 보금자리론) 동일 적용
- 정책대출 최대한도 및 주택자금 조정
 

	다임돌(구입) 전국	버팀목(전세)
일반	2.5억 → 2억	수도권 1.2억 → 한행 지방 8천만 → 유지
생초(다임돌) 청년(버팀목)	3억 → 2.4억	전국 2억 → 1.5억
신혼 등	4억 → 3.2억	수도권 3억 → 2.5억 지방 2억 → 1.6억
신생아	5억 → 4억	전국 3억 → 2.4억
- 전세대출 보증비율을 현행 보다 강화
  - 전세대출 보증비율 90% → **80%**  
(주금공-HUG·SGI 7월 21일 부터 시행)

자료: 금융위원회

자료: 뉴시스, 대신증권 Research Center

추가 대출규제 나온  
10.15 부동산 대책

추가 대출 규제는 10.15 부동산 정책에서 수도권·규제지역 주담대 6억 원 상한을 주택 가격별로 세분화 해 15억 이하 6억 / 15억 초과~25억 이하 4억 / 25억 초과 2억으로 차등화했고, 스트레스금리 하한은 수도권·규제지역 주담대에 3%로 상향했을 뿐 아니라, 또 1주택자가 수도권·규제지역에서 받는 전세대출은 이자상환분을 DSR에 반영하기 시작했다.

이번 정부에서는 이렇게 두 차례 큰 대출 규제 변화가 나타났고 당분간 규제 완화 가능성은 낮아 보인다.

대출 규제 또한  
디테일에

다만, 이번 정부의 주 특성은 디테일이다. 주택담보대출 규제는 과거 문재인 정부에도 존재했으나, 이번에는 디테일의 차이가 존재한다.

6.27 정책에서도 전세/우회 대출을 차단했다. 수도권·규제지역에서 소유권 이전 조건부 전세대출을 금지해 껌투자성 활용을 막고, 전세대출 보증비율은 90%→80%로 낮추고, 생활안정자금 목적 주담대는 수도권·규제지역 1주택자 최대 1억 원, 다주택자는 금지. 신용대출도 차주 연소득 이내로 제한. 디딤돌·버팀목 등 정책대출 최대한도도 축소했다.

사업자 대출 우회 사용에 대해서도 칼을 빼들었다.

금융위·금감원은 2025년 7월부터 전 금융권 사업자대출 우회 사용을 집중점검했고, 은행권 점검 5,805건 중 45건·119억 원의 주택구입 목적 위반을 확인했다. 이 중 25건·38억 원은 회수하였으며, 2026년 2월엔 경매시장으로의 사업자대출 유입과 고위험 대출군을 집중 점검 하겠다고 했고, 3월에는 국세청이 2026년 하반기부터 사업자대출의 주택 취득 유용을 전수 검증하되 상반기 중 자진상환·수정신고 시 검증대상에서 제외하겠다고 발표했다.

대출 규제 및  
금리 정상화 지속 전망

따라서, 현행 대출 규제는 당분간 유지되면서, 우회 대출을 디테일 있게 차단하면서 주택시장으로 유입될 수 있는 자금을 막는 추세는 지속될 것으로 보인다.

또한, 주택 관련 대출 스프레드 정상화는 전세 대출에 대한 부담으로 작용하면서 전세가 상승물을 둔화시키는 요인으로 작용할 것으로 보인다. 특히나 최근과 같이 지정학적 리스크와 물가에 대한 우려로 금리가 상승할 경우 이런 추세는 지속될 것으로 전망된다.

한편, 전세대출에 대한 추가적인 규제의 가능성은 존재한다. 현 규제 상황에서 15억원 이하의 주택의 대출 규모를 줄이는 것을 제외하고는 큰 흐름 변화가 매매시장에 나타나긴 어렵다. 그러나 전세대출은 대출 금리가 높아진 것을 제외하면 큰 변화가 없었다.

가장 유효한 것 중 하나는 투기과열지구나 일정 금액 이상의 주택을 보유한 1주택자에 대한 전세대출 규모 축소 등을 생각해볼 수 있다. 또한, 고액 전세에 대해 DSR 적용도 고려대상이 될 수 있겠다.

## 주택 시장 안정화에 대한 관점, 자산으로 바라보면...

코스피, 금융정책,  
세제개편, 주택정책

코스피, 금융정책 세제개편, 주택정책 도저히 엮이지 않을 것 같은 네 가지 키워드는 자산으로서의 한국 주택을 둘러싼 이슈이다.

자본시장에서 안정적인 수익을 누릴 수 있다면, 상대적으로 부동산 자산 매입의 수요가 감소하고, 대출 규제는 Equity 수익률을 낮춘다. 세제 개편은 부동산의 세후수익률을 낮추는 효과를 갖고오고, 주택 정책은 일시적인 시장 대응과 장기적인 공급을 맡는다.

자본시장을 살리는 것은 부동산 영역 밖의 일이다. 국회와 정부부처에서 상법개정을 비롯한 제도 개선을 통해서 진행되고 있고, 최근 주가수준은 상당수준의 성과를 얻은 것으로 보인다.

금융정책은 정권초기인 작년 6월부터 시행되며, 큰 그림은 그려졌고 현 시점에서는 우회대출을 막고, 미세한 규제 강화가 남아 있는 상황이다. 또한, 낮아진 주담대 스프레드 또한 정상화 되었다.

주택 정책의 일환으로 토지거래허가구역 지정 및 투기과열지구 지정이 광범위하게 나타났고, 공급정책도 두번이나 나타났다. 여기서부터는 추가 정책이 아니라 실행이 중요한 상황이다. 공급정책 특성상 잘 작동한다 하더라도 3-4년은 있어야 영향이 나타난다.

현시점에서의 정책 변화의 관건은 금융정책의 유지 여부와 세제 변화다.

세후수익률 하락을  
위한 변화의 핵심

앞서 살펴본 (1) 보유세, (2) 양도소득세, (3) 임대소득세는 주택 자산의 세후 수익률을 결정짓는 요소들이다.

또한, 큰 법 개정 없이도 세후수익률에 큰 영향을 미친다. 동시에 현재 이재명 대통령과 정부 주요 인사들은 세제에 대한 언급을 하고 있다.

정책이 발표되기 까지 세제 변화의 디테일을 알 수는 없으나, 현 시점에서 변할 수 있는 변화의 폭과 주요 정책 포인트를 본장에서 살펴봤다.

결과적으로 보유세는 큰 변화 없이도 2025년 대비 2-3배의 세액 변화가 나타날 수 있고, 양도소득세의 공제 변화는 세후수익률의 영향 뿐 아니라 정책 도입 방법에 따라 시장에 물량을 출회할 수 있을 변수가 될 수 있다.

임대소득세 변화는 비거주 1주택자나 다주택자 전반에 영향을 미칠 수 있는 요인이다.

한편, (4) 현재 대출규제 강화나 금리 스프레드가 유지 된다면, 세제 변화의 파급력은 더 커질 수 있다.

관건은 1주택자

따라서, 우리는 향후 나타날 정책변화의 폭과 디테일을 주시할 필요가 있다.

필자는 본 장에서 언급한 1주택자 중심의 보유세, 양도세, 임대소득세 변화가 시장에 큰 영향을 주는 요인이라 판단한다.



## Part 2.

시장 : 다시 차별화?

## Part 2. 시장 : 다시 차별화?

### Upside Down, 뚝뚝한 한채 먼저 무너지는 상황?, 추세하락 판단 일러

강남부터 하락한다?

아파트 시장은 “강남부터 하락”이라기보다 “고가 핵심지 조정이 서울 전체 약보합 또는 제한적 조정으로 흡수되는 국면”에 가깝다.

강남3구의 하락이 나타나긴 했으나 15억원 이하의 중저가 시장의 상승세는 여전하다. 권역별로 살펴봐도 상승세의 둔화 정도이다. 지금은 시장 전체가 무너지는 추세하락보다, 가격대별·지역별 재편으로 보는 편이 더 정확하다.

추세하락 판단일러

특히나 이번 하락을 이끌어 낸 것이 주택시장의 정책/매크로 환경 변화라기 보다는 다주택자 양도세 증가 배제 연장을 하지 않은 이벤트를 시작으로 정부의 강력한 ‘구두개입’에 의한 것이기에 더하다.

실제로 올해 서울 거래는 15억원 이하 주택에 집중되고 있다. 2월 서울 아파트 매매계약의 87.2%가 15억원 이하였고, 1월 서울 아파트 실거래량도 5,207건으로 1년 전보다 55.6% 증가했다. 이는 대출 규제 아래에서도 서울·수도권의 실수요가 완전히 꺾인 것이 아니라, 대출 가능한 가격대로 이동했음을 뜻한다.

다주택자 양도세 증가가 2026년 5월 9일 재시행되면서, 이번 조정은 고가 지역 위주의 일시적 숨 고르기로 마무리될 가능성이 있고, 다주택자 매물도 정책 이벤트성 출회 성격이 강하다는 해석이 가능하다.

추세하락의 가능성은 향후 나타날 세제 개편의 범위와 폭이 좌우할 가능성이 크다. 만약, 1주택 보유세 강화, 양도세 장특공 혜택이 크게 축소되고 변경 기한을 못박는다면(예를 들면 27년 12월), 대상이 고가 주택을 대상으로 한다 하더라도 서울 시장 전반이 추세하락할 가능성이 크다. 이 판단은 향후 정책에 따라 다시 하는 것이 낫다.

추가정책 없다면  
조정은 여기서 마무리  
예상

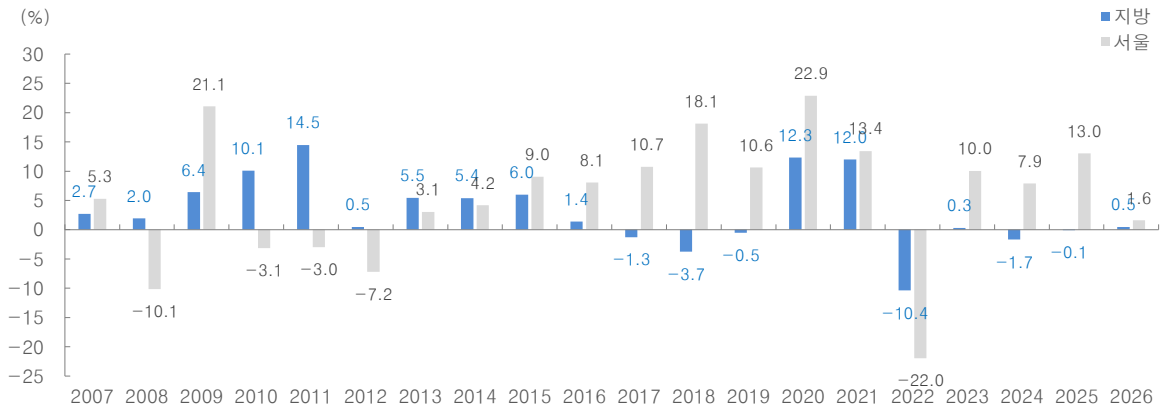
필자는 현재까지의 정책변화로 인한 가격하락은 실질적으로 마무리 국면에 접어들었다고 판단한다.

현재 아파트 시장은 서울 내 고가 시장이 일정정도 조정이 나타났고, 조정이 차츰 중고가 시장으로 내려가는 양상이다. 이러한 시간차를 두고 약간의 조정 및 상승세 둔화가 서울 시장 전반에 나타날 것으로 보인다. 그 이후 매수세가 유입되고 재고 시장 물량이 더 이상 크게 증가하지 않으면서 단기 조정국면은 마무리 지어질 것으로 보인다.

그동안 아파트 시장은 철저한 차별화 장세였다. 최근 나타난 정책변수는 차별화 장세의 수혜지역부터의 조정을 이끌어냈다. 다시 차별화 장세가 나타날 것인지, Upside Down 장세가 나타날 것인지, 전반적인 하락이 출회될지는 미지수다.

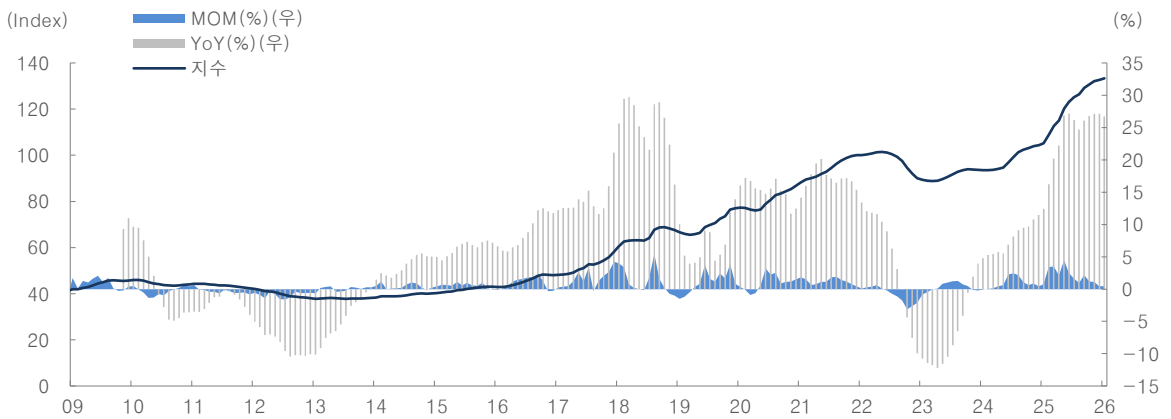
단기변수는 향후 나타날 세제 개편안이 될 것으로 보인다.

그림 72. 국토부 실거래가 서울/지방 연간 상승률 추이



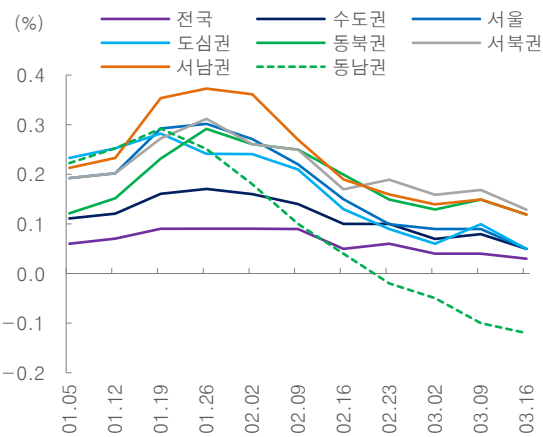
자료: 국토교통부, 대신증권 Research Center

그림 73. KB 선도 아파트 지수



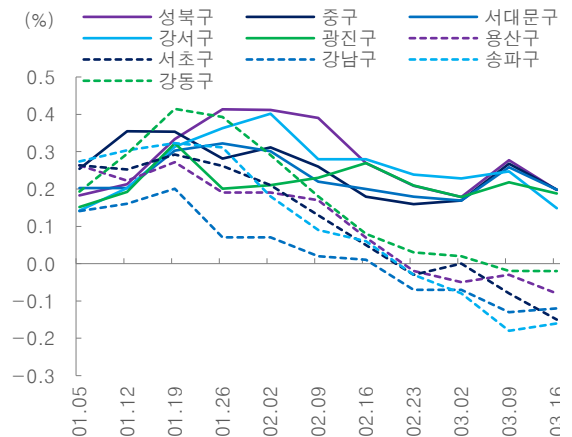
자료: KB국민은행, 대신증권 Research Center

그림 74. 아파트 권역별 주간 상승률 추이



자료: 국토교통부, 대신증권 Research Center

그림 75. 서울 특징 구의 아파트 주간 상승률 추이



자료: 국토교통부, 대신증권 Research Center

### 철저한 차별화 장세 : 서울, 서울에서도 강남 3구 + 한강벨트

서울중심의 상승  
철저한 차별화 장세

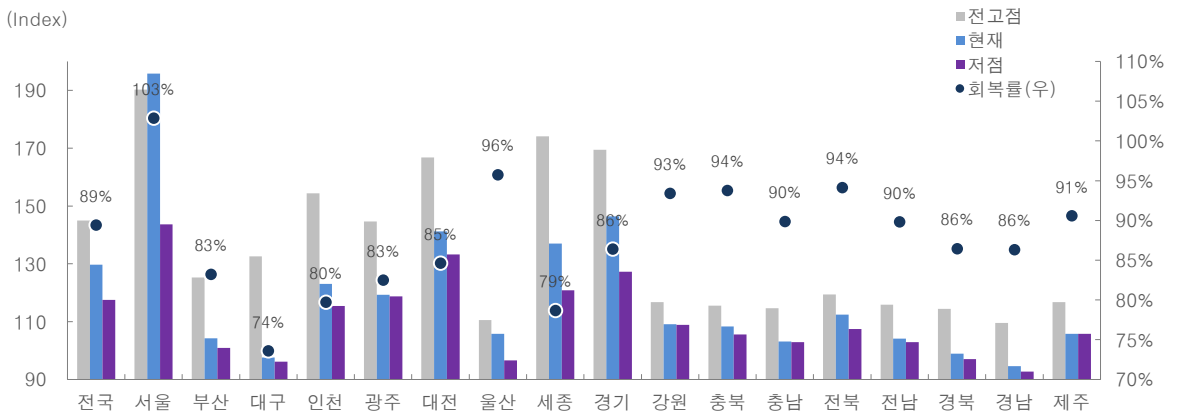
전국 기준 아파트 가격은 전고점 대비 89% 수준이다.

부산은 83%, 대구는 74%, 인천은 80%, 광주는 83% 등을 기록하고 있다. 최근 주택시장의 회복이 철저히 차별적으로 나타났음을 확인할 수 있다.

서울은 전고점을 갱신하여 역사적 고점 기준에 있다. 미국발 고금리 쇼크 이후 수도권 주요지역을 중심으로 상승했기 때문이다. 실거래 지수 구별 자료를 살펴보면, 강남구는 금리 인상 전 고점 대비 +24%, 성동구는 +21%, 서초구는 +17%, 용산구는 +16%, 송파구는 +15% 상승하며 전고점을 돌파한지 오래다.

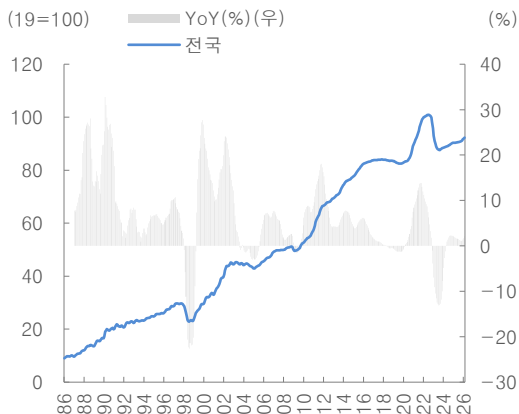
반면, 서울 안에서도 강서, 서대문, 동대문구는 전고점 수준이며, 노원구, 도봉구, 금천구, 강북구, 중랑구, 구로구, 성북구 등은 전고점 대비 -10~20% 내외 수준에 머물러 있다.

그림 76. 고금리 쇼크 이후 광역시도 별 회복 수준



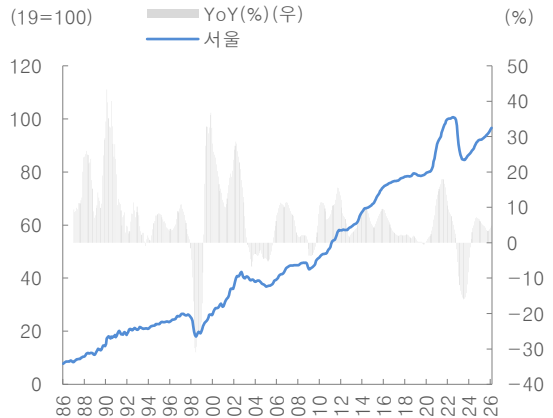
자료: 국토교통부, 대신증권 Research Center

그림 77. 전국 아파트 지수 추이



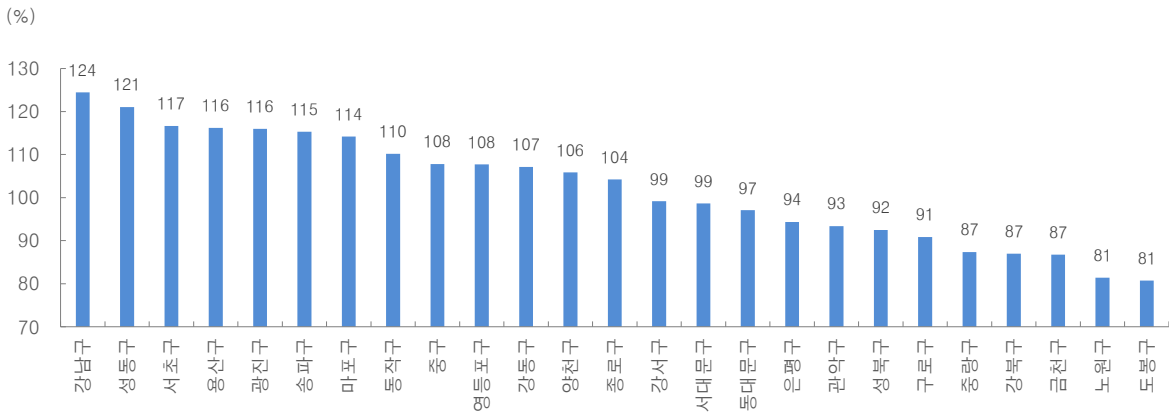
자료: KB은행, 대신증권 Research Center

그림 78. 서울 아파트 지수 추이



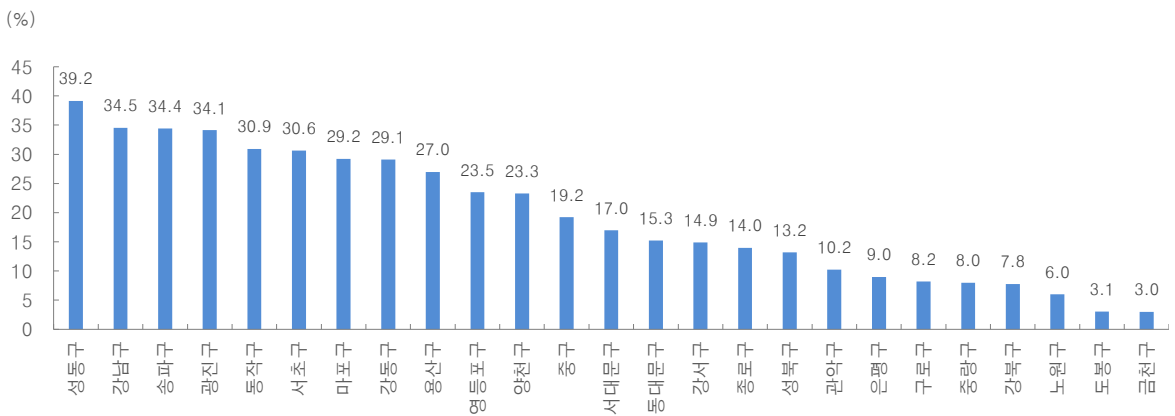
자료: KB은행, 대신증권 Research Center

그림 79. 서울 25개구 고점 회복률



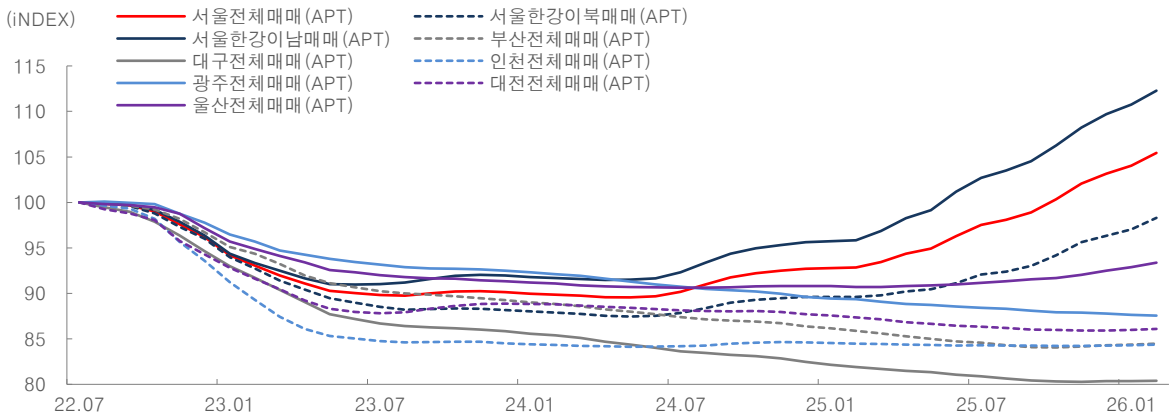
주 : 금리상승 이전 고점 회복률, 100이 넘는 숫자는 전고점을 넘은 지역들, 분기 데이터 기준으로 4Q25를 기준으로 함  
 자료 : 국토교통부, 대신증권 Research Center

그림 80. 서울 25개구 23년말 대비 상승률



주 : 분기 데이터 기준으로 4Q25를 기준으로 함  
 자료 : 국토교통부, 대신증권 Research Center

그림 81. 서울 및 주요 광역시 최근 아파트 가격 INDEX 추이



자료 : KB은행, 대신증권 Research Center

## 그러나, 조용히 올라오는 지방시장, 장기간 가격조정으로 경쟁력 높아져

### 지방 전반적인 반등

그러나 최근 2년을 기준으로 살펴보면 지방 광역시 단위에서도 회복이 확인된다.

수도권이 아니라도 전반적으로 저점을 딛고 상승하는 추세다. 세종시는 저점대비 +13.3% 상승했고, 울산은 +0.5% 상승했다. 대전은 +5.9%, 부산은 +3.4% 상승했다.

미분양의 무덤으로 불리던 대구조차 광역시 Index가 반등했다. 도별로 살펴봐도 충남이나 강원, 제주 등 일부 지역을 제외하고는 반등에 성공했다.

### 광역시에도 나타나는 회복세, 형태는 K

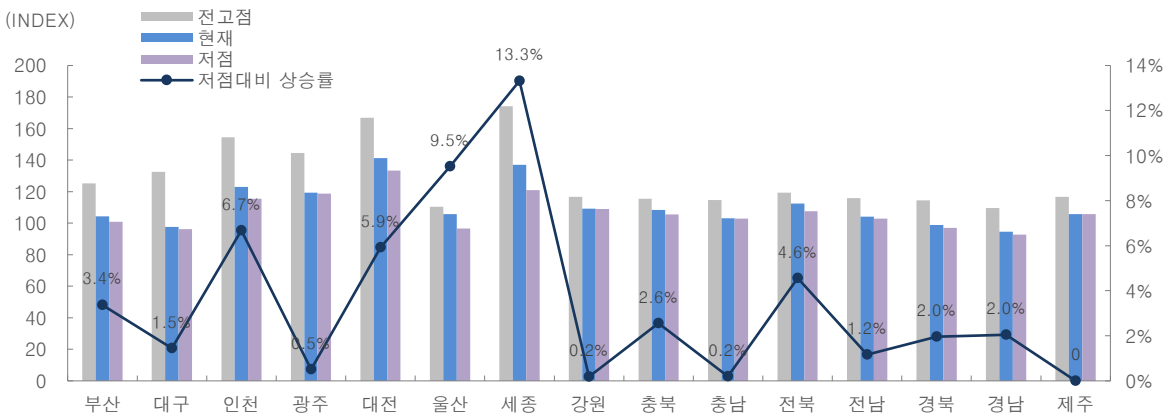
부산의 구별 Index는 전반적으로 상승세다.

2025년 들어 송도, 해운대 등 해안가 신축아파트를 중심으로 가격 반등이 나타났다. 여전히 원도심 노후 아파트는 약세를 보이고 있으나, K자형 회복에 힘입어 반등중이다. 국토부 구별 Index에서 서구가 2년간 +43% 상승을 기록했는데 이는 신축의 표본 편입 등의 이슈로 다소 과다 계상된 것으로 보이긴하나 그대로 수록한다.

대구의 경우에도 바닥 다지기를 하는 모습이다. 2025년부터 신규 입주물량이 금감하였고, 미분양 해소 속도도 빨라지면서 수성구 등의 반등이 강하다. 대구 역시 외곽 지역의 적체 물량이 해소되지 않는 상황이나, 광역시 K자 회복 트렌드를 보이고 있다. 실거래 지수로는 중구가 2년간 +13.9%로 가장 강하게 오르는 것으로 보이나, 중구 노후 저층 주거지에서 신축으로 탈바꿈 그리고 2023년 공급 과잉으로 소위 마피등이 나타난 것에 대한 기조효과로 역시 다소 과다 계상된 것으로 보인다.

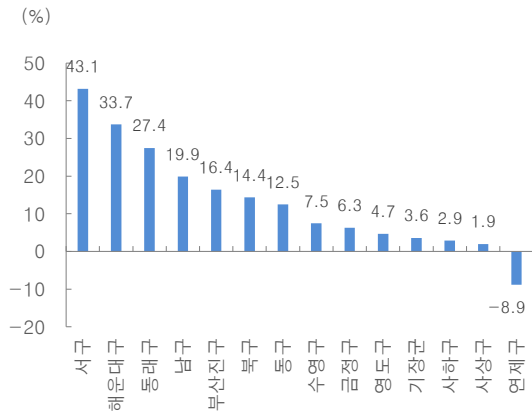
대전은 도안신도시, 둔산동 위주로 상대적으로 견조한 모습을 보였으나, 원도심 중구 낙폭이 커진 상태다. 그러나, 최근에는 세종시와 완만한 회복세와 동조화 현상이 나타나고 있고 유성구등 주요 지역 거래의 회복세가 나타나고 있다. 향후에도 전세가가 매매가를 지탱할 수 있을 것으로 기대된다.

그림 82. 고금리 쇼크 이후 광역시도 별 회복 수준, 저점 대비 상승률 상당히 나타나



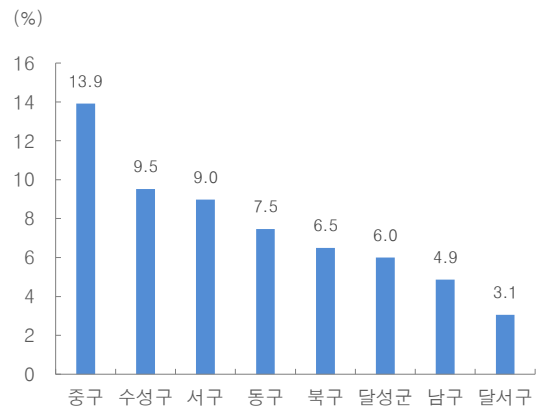
자료: 국토교통부, 대신증권 Research Center

그림 83. 부산 23년 말 대비 구별 지수 상승률



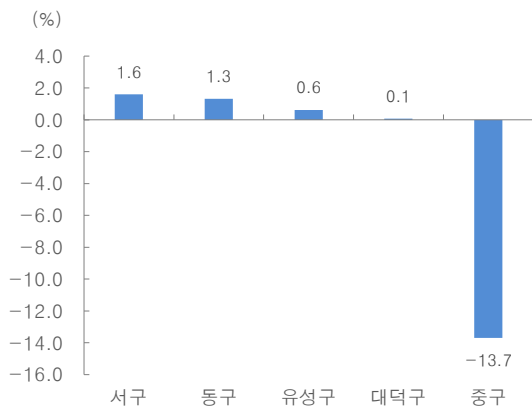
주 : 구별 데이터는 4Q25 기준  
 자료 : 국토교통부, 대신증권 Research Center

그림 84. 대구 23년 말 대비 구별 지수 상승률



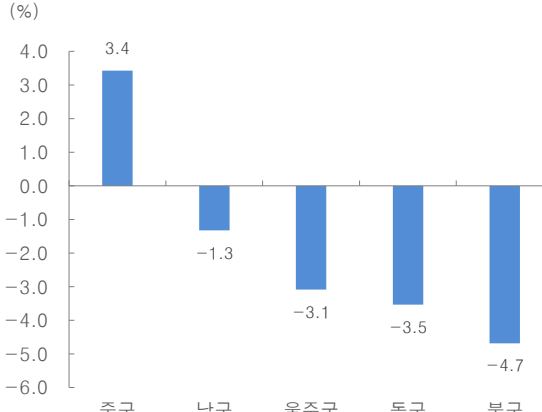
주 : 구별 데이터는 4Q25 기준  
 자료 : 국토교통부, 대신증권 Research Center

그림 85. 대전 23년 말 대비 구별 지수 상승률



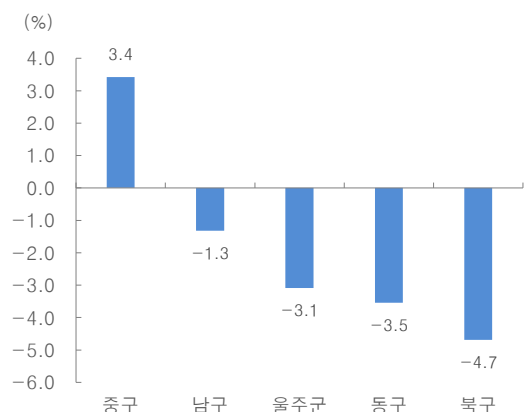
주 : 구별 데이터는 4Q25 기준  
 자료 : 국토교통부, 대신증권 Research Center

그림 86. 울산 23년 말 대비 구별 지수 상승률



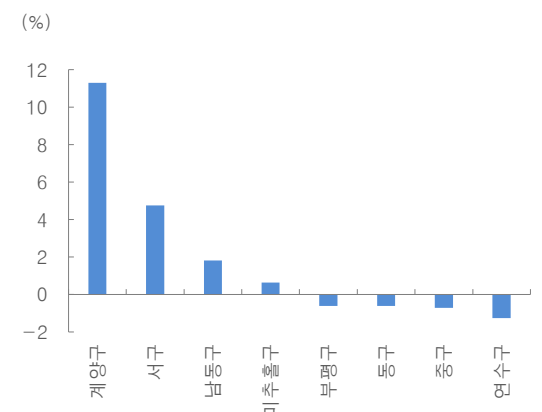
주 : 구별 데이터는 4Q25 기준  
 자료 : 국토교통부, 대신증권 Research Center

그림 87. 광주 23년 말 대비 구별 지수 상승률



주 : 구별 데이터는 4Q25 기준  
 자료 : 국토교통부, 대신증권 Research Center

그림 88. 인천 23년 말 대비 구별 지수 상승률



주 : 구별 데이터는 4Q25 기준  
 자료 : 국토교통부, 대신증권 Research Center

## 대출규제와 세제개편 그리고 전세가을

### 고가아파트 규제에 취약한 상황

최근 나타난 상승은 대출규제 완화와 함께 세제상 우위에 있는 고가주택 위주로 상승이 나타났다.

이는 과거 회복기에 나타난 침체 이후의 공급부족, 전세가 상승, 매매수요로 임대차 수급 유입과 같은 공간시장의 메커니즘이라기 보다는, 금융 완화와 함께 향후 나타날 공급부족 우려가 상승세를 만들어냈다고 할 수 있겠다.

작년 6월 이후로 매수세 유입을 차단하는 하는 대출 규제가 나타났고, 이는 고가 주택에 대한 매수 여력 하락으로 이어졌다.

또한, 고가주택은 최근 나타나는 세제 이슈에도 취약하다. 한국의 보유세는 누진 구조로 설정되어 있고, 양도소득세 관련 개정이 나타난다 하더라도 고가시장, 그리고 매수한지 오래된 소유자부터 타격을 받기 때문이다.

### 전세가을 변화 중점

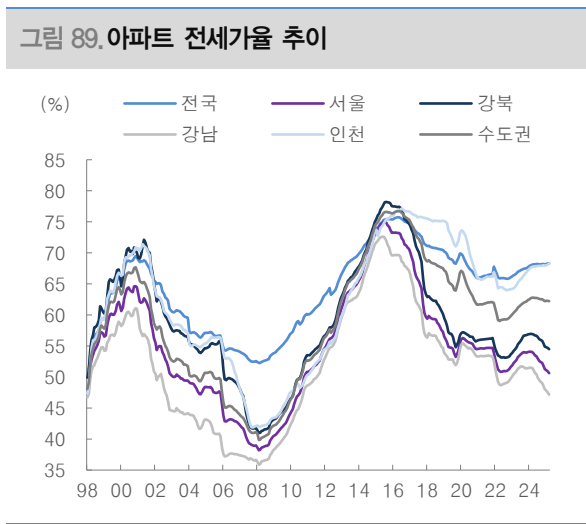
이러한 상황에서 우리가 눈여겨 봐야 할 지표는 전세가을이다.

전세가을이 높은 지역은 공급 축소와 함께 매수세 유입을 기대할 수 있는 상황이다.

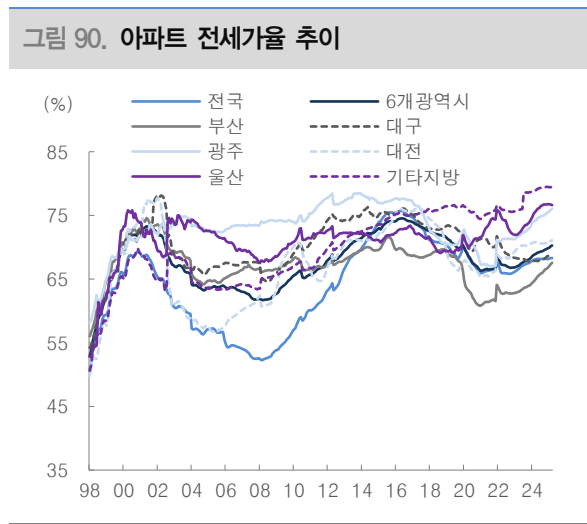
실제로 최근 들어 대출규제나, 정부의 세제 개편 전망에도 견조한 시세를 보이는 지역들은 전세가을이 높은 지역들이다. 물론, 구별/시별 전세가을에는 재건축 자산의 비중, 단기 신축 입주량 등이 영향을 미치기도 하니 큰 추세를 기준으로 살펴볼 필요는 있다.

고가 주택을 중심으로 한 전방위적인 세제 강화가 나타날수록, 전세가을이 높은 지역 위주의 거래가 지속될 가능성이 높다.

다른 한편으로는 고가주택의 가격조정 이후 전세나 월세 상승이 해당 지역의 반등 변곡점을 만들 가능성이 높다. 따라서, 우리는 전세가을 혹은 월세율을 살펴볼 필요가 있다.

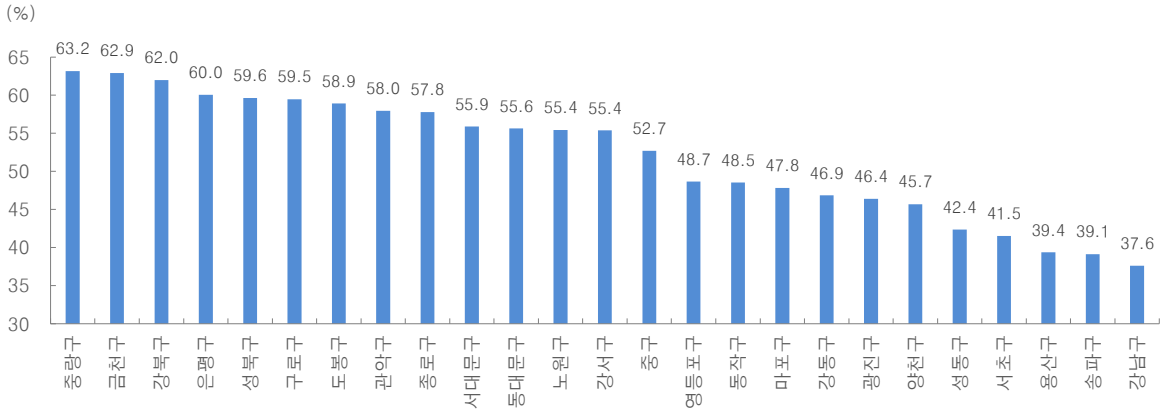


자료: 국토교통부, 대신증권 Research Center



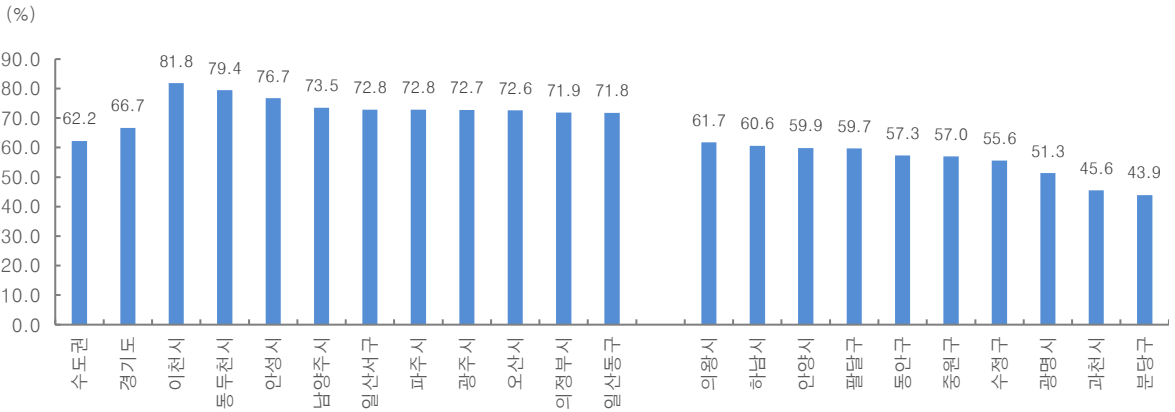
자료: 국토교통부, 대신증권 Research Center

그림 91. 서울 25개구 전세가율 26년 2월말 기준



자료: KB국민은행, 대신증권 Research Center

그림 92. 경기도 전세가율 상위 지역 하위 지역



자료: KB국민은행, 대신증권 Research Center

## 공급은 줄어든다, 세제 변화 있더라도 지금 추세라면...

### 공급 저조 지속

수도권 주요지역의 공급은 저조할 전망이다.

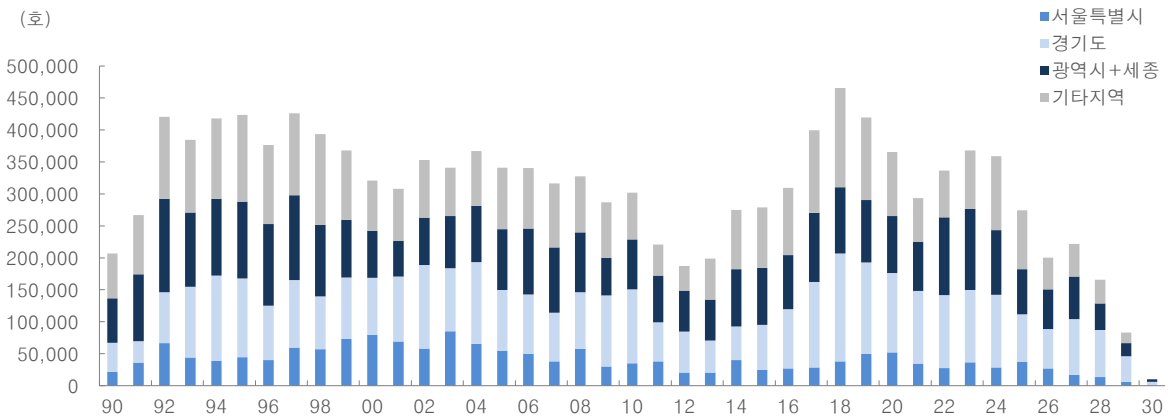
특히 서울의 공급은 2026년부터 집계 이후 최저치를 기록할 것으로 예상된다.

3기 신도시 공급은 입주 기준으로는 2030년 이후 본격화 될 것으로 예상되며, 1기 신도시 재건축은 향후 5년간 공급물량으로 잡힐 가능성은 높지 않다.

서울 내 도시정비 사업으로 인한 공급이 비교적 빠른 공급이 가능할 것으로 예상되며, 공공 부지의 아파트 공급 또한 빠른 공급 대안이 될 수 있다.

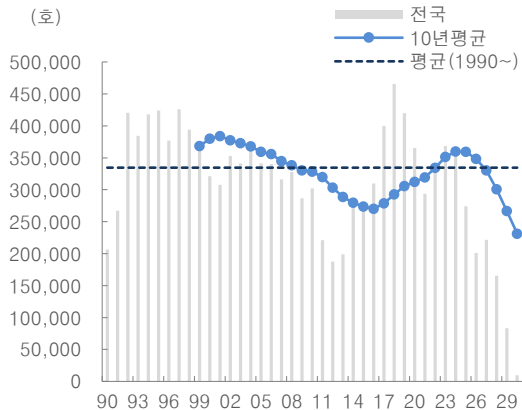
현 시점에서 향후 5년간의 공급량을 변화시킬 수 있는 요인은 공공부지 개발 및 공급 그리고 그린벨트 해제와 같은 이벤트라 판단되며, 중앙정부에서 적극적으로 추진한다면 3기 신도시도 최근 몇 년간의 속도보다는 진척을 보일 수 있다. 5년 내 입주 하지 않더라도 분양을 하는 것만으로도 수요 흡수 효과가 상당히 때문이다.

그림 93. 전국 아파트 공급물량 및 예정물량 추이



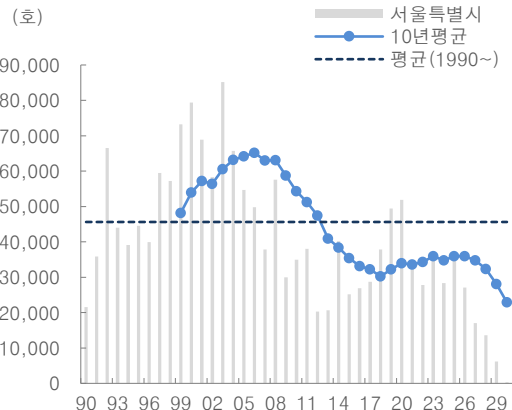
자료: 부동산114, 대신증권 Research Center

그림 94. 전국 아파트 공급물량 및 예정물량 추이



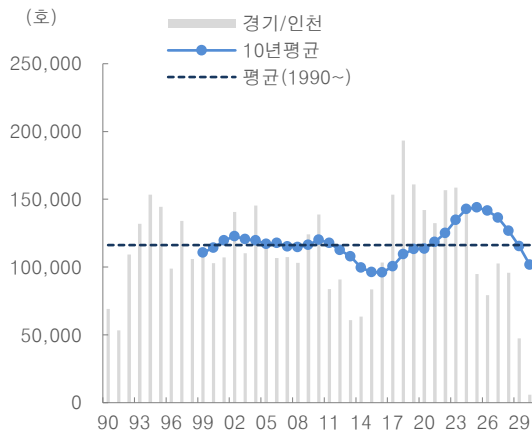
자료: 부동산114, 대신증권 Research Center

그림 95. 서울 아파트 공급물량 및 예정물량 추이



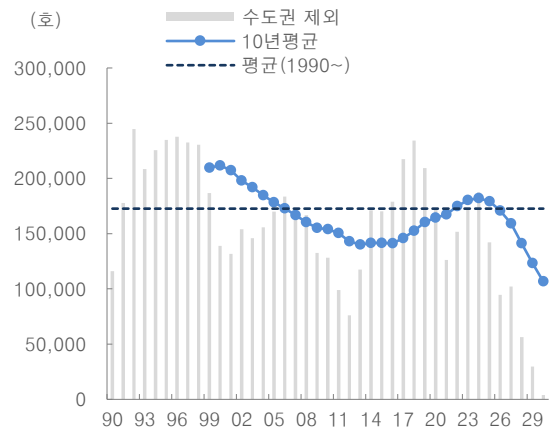
자료: 부동산114, 대신증권 Research Center

그림 96. 수도권 아파트 공급물량 및 예정물량 추이



자료: 부동산114, 대신증권 Research Center

그림 97. 지방 아파트 공급물량 및 예정물량 추이



자료: 부동산114, 대신증권 Research Center

## 임대차 시장 : 변화의 조짐

### 전세가격은 상승중

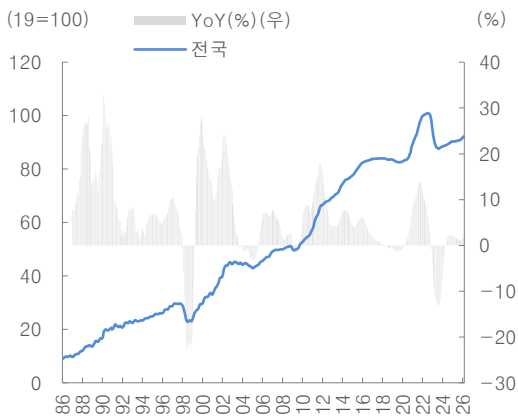
전세가격은 지속적으로 상승세다.

다만, 매매가격 대비 상승세는 더딘 편이다. 반면 월세 인덱스는 전년비 8~10% 수준의 상승세를 기록하고 있다. 전세가격 상승세는 지속될 것으로 예상되나, 명목전세가격의 상승은 과거와 같은 상승을 기록하기는 쉽지 않을 것으로 보인다.

원인은 명목 전세가 아닌 금리에 있다. 예를 들어 특정 아파트의 전세가격의 전고점이 5억원이라 할 때 당시 전세대출 금리가 3%였다면, 지금은 그보다 상당히 높은 금리에 대출을 받아야한다. 따라서 동일한 전세금이라 하더라도 기회비용이나 대출비용이 더 커져 있음을 의미한다.

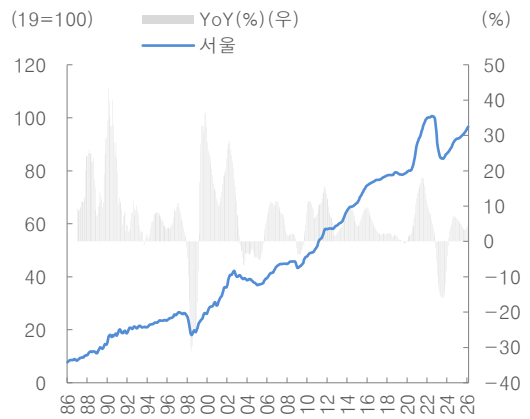
그러나, 그럼에도 불구하고 공급감소는 전세가격에 지속적인 상승을 예고하며, 필자는 전반적인 전세가격 상승을 전망한다. 다만, 현재 임대시장의 이슈는 전세의 월세화다.

그림 98. 전국 전세 지수 추이



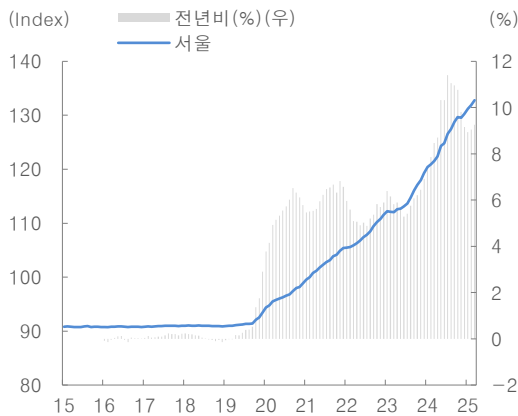
자료: KB은행, 대신증권 Research Center

그림 99. 서울 전세지수 추이



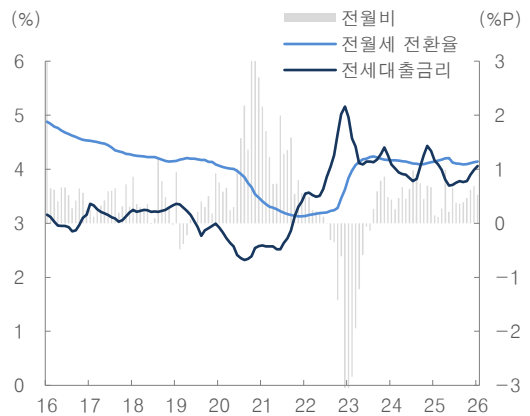
자료: KB은행, 대신증권 Research Center

그림 100. 서울 월세 INDEX 추이



자료: 부동산114, 대신증권 Research Center

그림 101. 서울 아파트 공급물량 및 예정물량 추이



자료: 부동산114, 대신증권 Research Center

전세 명목가격만 보면  
더 오를 수 있으나,  
비용 관점에서 봐야

전세가의 해석은 양면적이다.

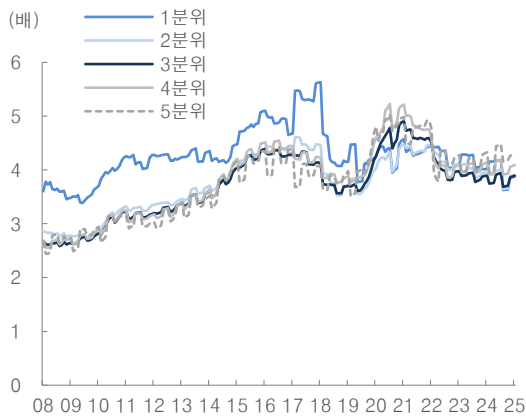
명목전세 가격은 높아지고 있으나, 소득대비로 살펴보면, 매매가격과 달리 과거 대비 크게 높지 않은 상황이다. 이는 주택시장 회복기에 구매력이 있는 계층이 전세보다는 매매에 유입되면서 나타난 현상일 수 있다. 이러한 경우 향후 전세가격이 급격히 증가하면서 서울의 전세가율을 높이는 요인으로 작용할 수 있다.

그러나, 또다른 해석도 가능하다.

PIR관점에서 전세가격을 살펴볼 때 빠져있는 요인은 바로 금융비용이다. 전세가격을 소득으로 나누는 과정에서 금융환경은 개입하지 않는다. 현재 높아진 금융비용(금리)이 현재 전세가를 누르는 요인으로 작용하는 것일 수도 있다.

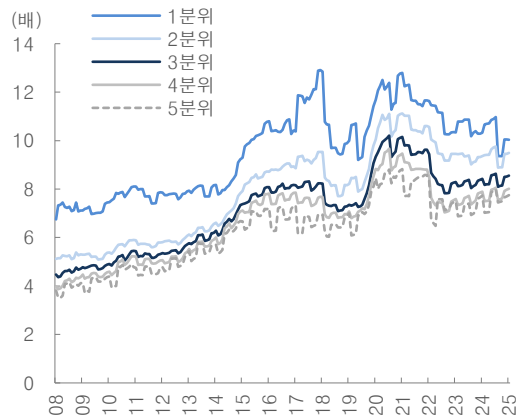
실제로 월세 INDEX의 상승은 상당히 가파르게 나타나고 있고, 높아진 금융비용으로 전세가 과거 대비 큰 매력을 임차인에게 주지 못하는 상황일 수도 있다. 이러한 경우 전세가 상승의 전제는 금융비용의 하락이 될 수도 있다.

그림 102. 전국 전세 PIR



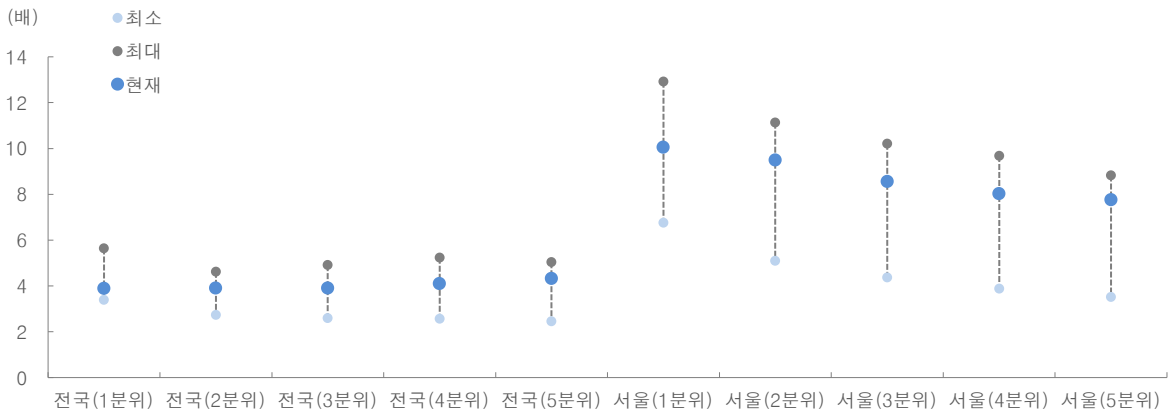
자료: KB은행, 대신증권 Research Center

그림 103. 서울 전세 PIR



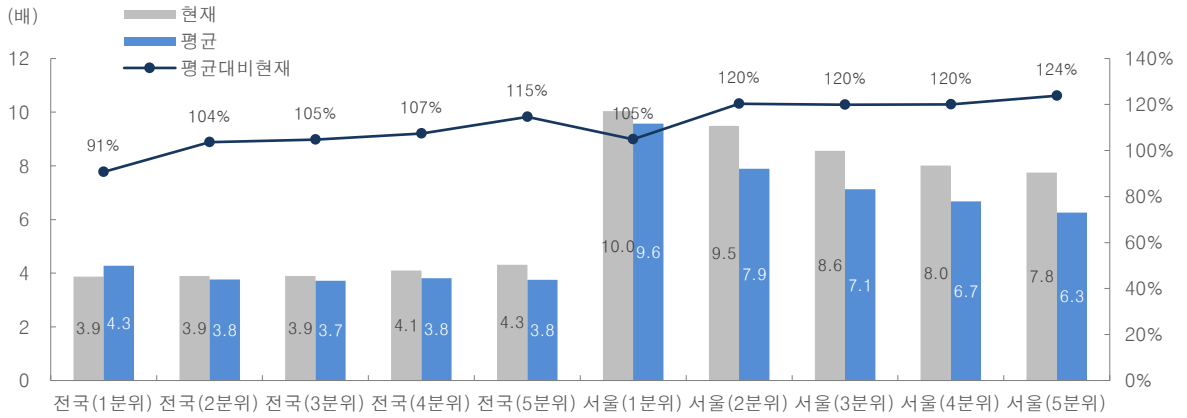
자료: KB은행, 대신증권 Research Center

그림 104. 전국/서울 분위별 전세가 부담 수준 역사적 최대/최소 그리고 현재 레벨



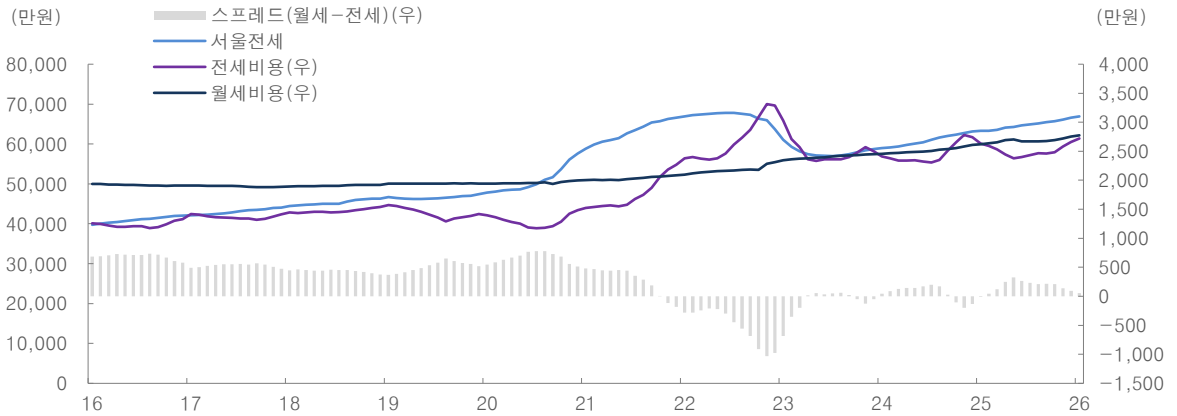
자료: KB국민은행, 부동산114, 국토교통부, 한국은행, 대신증권 Research Center

그림 105. 서울 전국/서울 분위별 전세가 부담 수준 평균과 현재 평균 대비 현재 수준



자료: KB국민은행, 부동산114, 국토교통부, 한국은행, 대신증권 Research Center

그림 106. 서울 월세/전세 비용 추이 및 스프레드



자료: KB국민은행, 부동산114, 국토교통부, 한국은행, 대신증권 Research Center

## 전세가 상승보다는 전세 물량의 감소가 화두

### 전세 물량 감소

최근 들어 전세가 화두가 되고 있다.

다만, 과거와 소재가 약간 다르다. 바로 전세가 상승이나 하락이 아니라 전세 품귀에 관한 내용이다.

전세 물량이 급격히 감소하면서 대단지를 기준으로 전세 계약이 쉽지 않다는 내용이다. 다만, 과거 이러한 시기에는 그에 맞춰 급등하는 전세 가격을 마주할 수 있으나, 현 시점에서는 전세 급등 뉴스는 상대적으로 적다(오르지 않는다는 것이 아니라, 21년 등 전세가격 급등시기의 상승률이 더 높다는 의미다).

일각에서는 이를 다주택자 압박으로 인한 전세 품귀로 해석하나 필자는 다주택자의 매도로 인한 물량 감소는 이렇게 급격하게 나타나기보다는 장기적인 팩터로 판단한다.

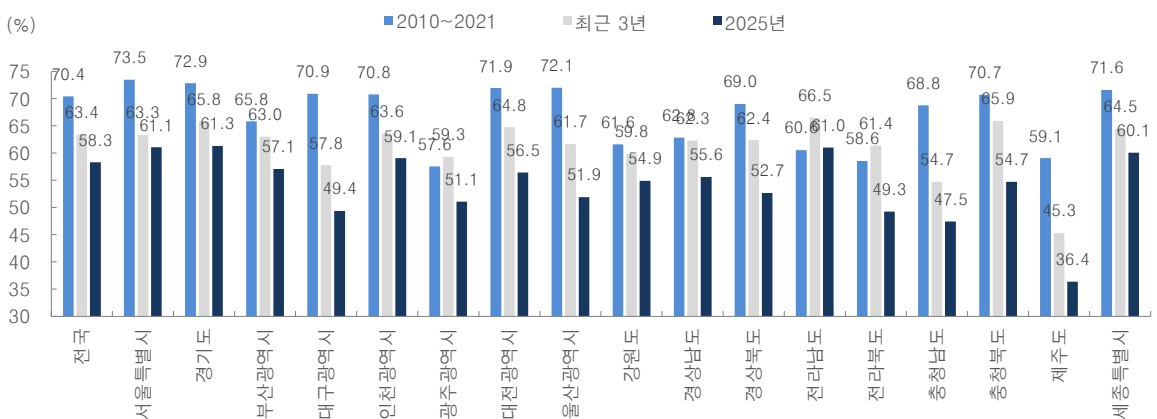
### 원인 2가지

전세물량 감소를 크게 두 가지로 원인을 살펴볼 수 있겠다.

첫째는 금융비용 상승과 전세 명목가격 상승으로 인한 월세 선호 현상이다. 10년전 월세 대비 전세는 세입자에게도 비용절약을 할 수 있는 방법이었으나, 현시점에서 매력은 크게 감소했다. 이에 따라 일부 월세를 선택한 결과라 할 수 있다. 만약 전세대출이 다시 2.5%수준으로 낮아진다면, 전세 선호도가 높아지고 적어진 매물에 전세가격이 급격하게 높아질 것이다.

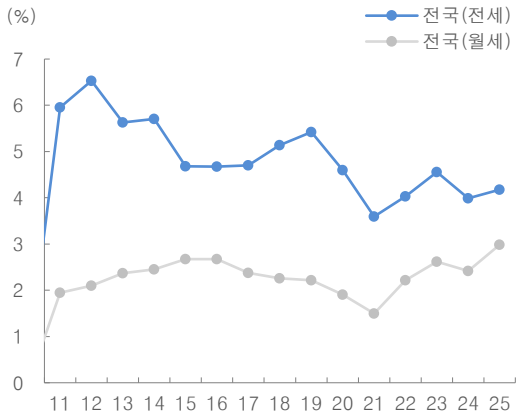
또 다른 점은 계약 갱신 청구권 사용과 갱신 계약의 증가다. 현재 서울의 전세가격은 2년전 대비 상승했고 4년전과 유사하다. 계약 갱신 청구권을 사용할 유인도 많고 4년차 임차인이 갱신계약을 하기도 용이한 조건이다. 높아진 전세가격에 새로운 임차인이나 임대인을 찾는 것은 중개료 부담으로 이어지기 때문이다.

그림 107. 전국 광역시도 단위 아파트 임대 계약 대비 순 전세 거래 비중



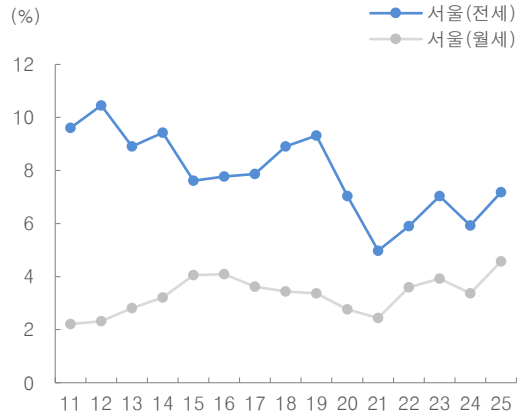
자료: REPS, 대신증권 Research Center

그림 108. 전국 임대계약 회전율



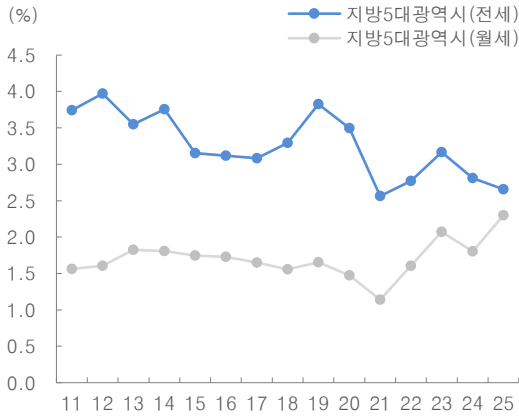
자료: 국토교통부, 부동산114, 대신증권 Research Center

그림 109. 서울 임대계약 회전율



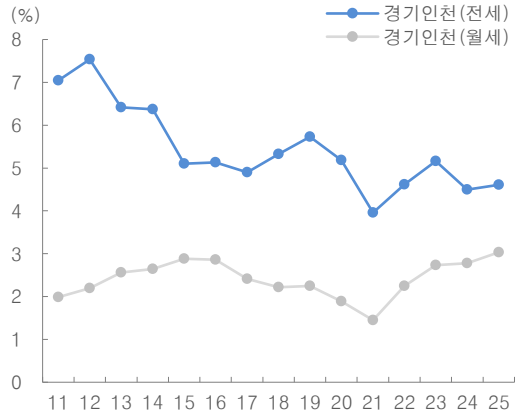
자료: 국토교통부, 부동산114, 대신증권 Research Center

그림 110. 지방 광역시 임대계약 회전율



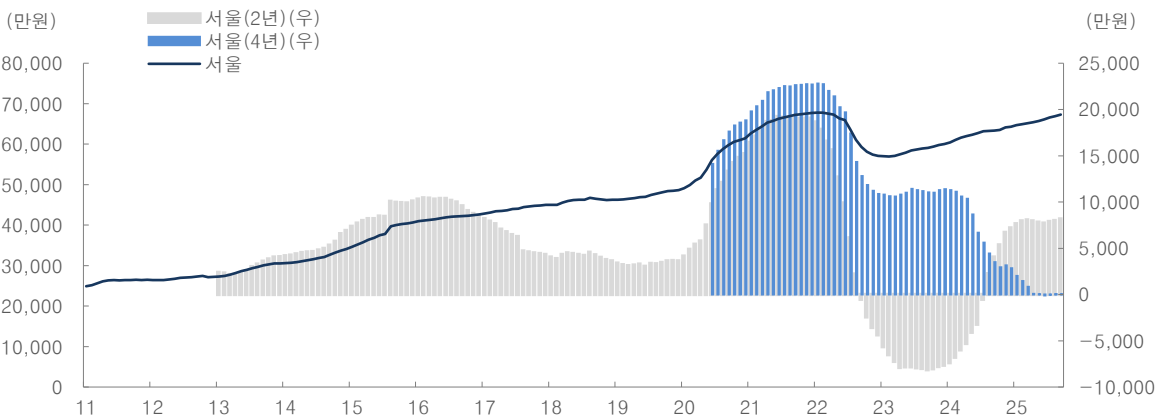
자료: 국토교통부, 부동산114, 대신증권 Research Center

그림 111. 서울제외 수도권 임대계약 회전율



자료: 국토교통부, 부동산114, 대신증권 Research Center

그림 112. 서울 전세가격 평균 추이와 2년전, 4년전 대비 가격 증감



자료: 국토교통부, 대신증권 Research Center

## 임대 주택 공급자의 공백과 부작용 논란

### 다주택자 압박

본 자료에서 나타날 정책 변화의 방향성은 주로 1주택자의 세후 수익률 약화에 초점이 맞춰져 있다. 이유는 현재 다주택자의 경우 이미 다주택자 양도세 증가와 종부세 등으로 인하여 일정 금액 이상의 주택을 보유한 경우 세후 수익률이 급격히 낮아져 있기 때문이다.

현재 다주택자의 선택은 최근 시장의 변화처럼 시장에 보유 물량을 매도하는 것과 현재 정책의 변화가 있을 때까지 보유세를 감내하는 것, 그리고 증여하는 것뿐이라는 판단이다. 상당기간 있었던 실거주 장세는 이러한 정책 흐름을 반영한다.

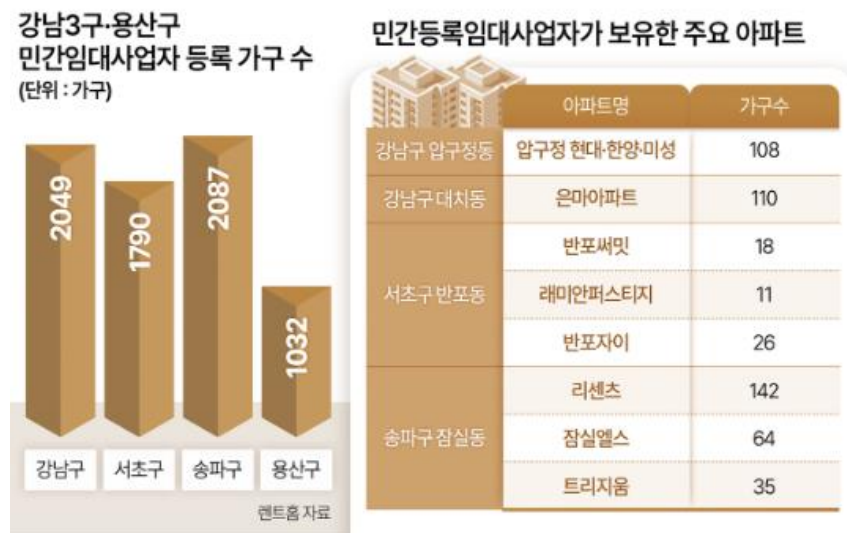
다만, 이러한 다주택자에 대한 전방위적 압박은 향후 나타날 임대 물량 감소로 이어질 것이라는 우려가 있다.

### 주임사 물량 출회 가능성

이재명 대통령은 지난 2월 “같은 다주택인데 한때 등록임대였다는 이유로 영구적으로 특혜를 줄 필요가 있냐는 의견도 있다”며 등록임대사업자에 대한 세제 혜택 축소를 시사하기도 했다.

정부가 등록임대사업자에 대한 혜택을 축소할 시 고가 아파트 사이에서 급매물이 출회될 수 있다는 분석이 나온다. 일단 금융당국은 서울 등 수도권 규제지역에 임대사업자가 보유한 아파트에 대해서 대출 만기를 연장해 주지 않을 방침이다. 당정은 일시 상황을 기준으로 만기가 돌아오는 임대사업자 보유 아파트 수가 서울·수도권에만 1만2000가구 수준인 것으로 파악하고 있다.

그림 113. 주요구 및 주요 단지에 민간임대사업자 등록 가구수



자료: 헤럴드경제, 대신증권 Research Center

다주택자  
=민간임대공급

선술한 것처럼 단기적으로는 물량 증가로 매매가격 안정효과를 기대할 수 있다.

그러나 시장에서는 다주택자의 임대물량 공급기능에 대해서 우려한다. 이 논리는 직관적이다. 다주택자의 감소는 결국 임대물량의 감소로 이어질 수밖에 없고 자연스럽게 전월세 불안으로 이어질 것이라는 진단이다.

최근 나타나는 전/월세 물량 감소는 이러한 논리를 뒷받침한다.

장기적인 다주택자 감소는 임대시장을 불안하게 만들 것이고, 여전히 기업형 임대주택이나 공공 임대 주택이 부족한 상황에서 전월세 불안으로 이어지고, 이는 다시금 주택 매매가격 상승으로 이어질 수 있다.

서울대 이준구 교수  
다주택자 매도  
전월세 상승 없어

다만, 반대의 의견도 있다. 대표적인 사람이 서울대 경제학과 명예교수 이준구다. 이준구 교수는 워낙 명성있는 인물로 본인의 주장을 그대로 인용한다.

이 교수는 ‘다주택자에게 주택을 팔라고 압박하면, 임대주택 공급 물량이 줄어들어 전월세 가격이 상승할 것’이라는 보수 언론과 시장 일각의 주장을 반박했다.

이 교수는 “예를 들어 다주택자가 가진 주택 다섯 채가 팔리면 거기에 전월세로 살던 사람이 집을 비워야 할 테니까 임대주택 공급 물량이 다섯채 줄어든다는 것은 맞는 말”이라면서도

“그런데 그 다섯 채의 주택을 산 사람들 입장에서선 집을 샀으니까 전월세에 들어가 살 필요가 없어졌고, 따라서 임대주택에 대한 수요가 바로 그 다섯 채만큼 줄어든다”고 지적했다.

“이렇게 공급 물량이 줄어든 만큼 수요 물량이 똑같은 크기로 줄어든다면 전월세 가격에 오는 영향은 지극히 미미하다”는 것이 이 교수의 분석이다.

이 교수는 임대 공급 물량 감소로 인한 전월세 가격 상승은 “판매(매도) 쪽만의 상황을 보고 내린 성급한 결론”이라고도 했다.

양도세 증가 반대론자들의 전망대로 다주택자들이 집을 팔지 않고 자식들에게 증여한다고 해도 주택 임대시장에 미치는 효과는 크지 않다고 이 교수는 내다봤다.

이 교수는 “증여를 받는 다주택자의 자식들이 임대주택에 대한 수요를 똑같은 크기로 줄일 것”이라며 “단기적인 관점에서 볼 때 다주택자가 집을 파는 것이 전월세 가격의 상승을 가져올 하등의 이유가 없다”고 말했다.

그러면서 “다주택자들이 집을 대거 처분해 주택 가격이 실제로 떨어지는 결과가 나타난다면 주택 가격과 연동되어 결정되는 전·월세 가격도 하락세로 돌아설 것”이라고 덧붙였다. 이 교수는 “우리 사회에는 조금만 생각해 봐도 허구임이 뻔한 엉터리 주장들이 온 사회에 만연돼 있다.

보수 언론의 보도를 보면 소위 그 방면의 전문가를 자처하는 사람조차 그런 엉터리 주장을 천연덕스럽게 하는 것을 알 수 있다”며 “부동산 정책과 관련해 그런 엉터리 주장들이 특히 많이 유포돼 있고, 그것이 지금까지 합리적인 부동산 정책을 추진하는 데 큰 걸림돌로 작용해 왔다”고 지적하기도 했다(한겨레 2026년 2월 5일)

**아파트 시장은 버티나  
비아파트 시장  
다주택자 감소는  
공급 감소로 이어져**

필자는 아파트 시장에 한해서는 다주택자 감소가 전월세 시장 불안으로 이어지기는 어려울 것으로 판단한다. 특히나 최선호 지역의 경우에는 말이다.

다만, 주택 임대사업의 수익률 저하는 결과적으로 주택 공급 감소로 이어진다. 수익률이 저하되면 가격이 하락하고, 가격이 하락하면 공급이 장기적으로 감소한다. 필자가 이준구 교수의 의견에 일부 동의하는 이유는 서울 아파트 시장은 가격이 하락한다고 공급이 즉각적으로 감소하는 구조가 아니기 때문이다.

예를 들면 강남3구의 시세가 40억원이라면 공급 분양가는 25억원 내외이다. 사업을 진행하는 주체는 주택을 분양받는 사람으로부터 25억원 밖에 얻지 못한다. 가격이 하락하면 공급이 감소하는 시스템이 작동하기 위해서는 40억원 수준의 주택이 25억원 정도까지 하락해야 가능한데, 현재로서 그러한 걱정을 할 단계는 아니기 때문이다.

필자는 서울 아파트의 세후 수익률 하락과 전세 감소 등으로 가격하락이 나타난다면, 당분간 전세물량 감소, 전세가격 상승, 매매가 하락, 월세 상승이 나타나는 것은 필연적인 과정이라 판단한다.

왜냐하면 현재까지의 서울 아파트 시장은 자본차익 위주의 투자 시장과 자본차익과 주거 가치를 나누는 투자자와 세입자가 존재했고, 장기가격 상승 기대가 세제 변화로 새로운 균형점을 찾으면 자연스럽게 일정정도 감소한 자본차익 기대를 운영수익으로 만회하는 움직임이 나타날 것이기 때문이다. 또한, 투자의 주체 또한 고레버리지, 리스크를 감수하는 투자자에서 저레버리지, 충분한 자본력, 운영수익을 통해 보유세와 임대소득세를 부담하는 투자자로 손바뀔 할 가능성이 크기 때문이다. 물론, 자가 거주자로 손바뀔 이 나타날 수도 있다.

아파트 시장, 특히나 서울 아파트 시장은 자가 거주자들이 선호하는 지역으로 자가 거주자들의 시장 참여로 전체적인 공급감소까지 나타나지 않을 것으로 예상된다.

그러나, 비아파트 시장의 경우 임대사업자와 다주택자에 대한 압박은 공급감소로 이어질 수 있다 생각된다. 극단적인 경우 멸실을 결정하는 소유주들도 많을 것으로 예상된다.

**공급의 부재  
비아파트 공급 요인  
견인할 임대사업자  
필요**

필자는 아파트, 특히나 수도권 아파트의 경우 재고시장에서 다주택자가 보유하냐 아니냐 보다는 지연된 공급이 이슈로 생각된다.

특히 과거 시장을 통해 재개발/재건축을 지연시킨 역사가 누적되면서 공급지연이 나타났고, 3기 신도시나 공공부지 개발을 추진했던 지난 6-7년간의 공공 주도의 공급은 시장의 신뢰를 받기 어려운 상태가 되었다. 양치기 소년이 된 것이다.

여기에 추가로 나타난 빌라사기 등은 비아파트 공급을 어렵게 했다. 비아파트 시장에 대한 대책은 어떤 정부도 적극적으로 나서지 않고 있다.

필자는 낮은 전세금 혹은 월세 중심의 비아파트 공급자에 대한 파격적인 혜택을 통해 자가 거주자들이 소유하기 기피하는 비아파트 시장의 임대시장이 선행되지 않으면, 결국 임대 펀더멘털 주도의 상승을 장기적으로 피하기 어렵다고 판단한다.



## Part 3.

전망 : 5월은 끝인가?  
시작인가?

## Part 3. 5 월은 끝인가? 시작인가?

### 구조 변화인가 해본 게임인가?

#### 갈림길

주택시장에 대한 강한 정책 드라이브를 이끄는 현 정부에 대한 시장의 시각은 양면적이다. 일부에서는 ‘혹사...’ 하며 ‘구조적 변화’에 대한 기대를 하기도 하는 반면, 다른 한편에서는 ‘이미 우리는 이 게임을 세 번이나 해봤다’며 노무현, 문재인 정부의 규제를 다시 시도하는 것에 불과하다고 하는 이들도 있다.

두 가지 관점 모두 직관적이고 타당한 관점이다.

다만, 구조적 변화의 가능성과 과거 정부의 부동산 규제의 실패의 반복의 갈림길에서 향후 나타날 정책/세제 변화와 시장의 흐름에 대해서는 살펴볼 필요가 있다.

#### 보유세 변수는 디테일에

그동안 아파트 투자를 고려할 때 보유세는 고려 대상이 아니었다.

그러나, 현재 다주택자의 경우 특히 고가 주택의 경우 보유세는 수익률에 영향을 미치기 시작했다. 현재 보유세의 관건은 1주택자의 주택 구매에 영향을 미치는 요인이 되는 가이다.

이재명 대통령은 과거 후보시절, 세금으로 집 값을 잡지 않겠다고 밝힌바 있으나, 주택이라는 자산의 세제가 워낙 투자자 우호적이고 주요 선진국 대비해서도 세율이 높지 않은 상황에서 부담이 높아질 가능성이 크다.

다만, 과거와 같은 징벌적 과세보다는 디테일을 중심으로 살펴볼 필요가 있다. 개정안이 통과 되어야 하는 ‘세율’등 보다는 공시지가, 공정시장가액비율, 공제조건 강화 등의 변화로 실효세율 증가로 인한 투자수익률 하락이 주요 변화일 것으로 예상된다.

필자는 30억원 이상 주택의 실효세율이 어느 수준에 이르는가를 살펴볼 필요가 있다는 판단이다. 0.5% 내외 수준까지 높아진다면, 이는 고가 시장에 변수가 될 수 있다는 판단이다. 또한, 공제 변화와 비거주에 대한 접근도 주목할 필요가 있다.

다만, 보유세 상승은 시장의 급격한 조정으로 이어지지는 않을 것이나, 종부세 기준일을 기점으로 물량 증가가 나타나는 수준이 커질 수 있다.

#### 양도세 1주택자 물량 이끌어 낼수 있는 변수

양도소득세는 ‘장특공’의 범위와 공제 방법의 변화에 관심을 갖을 필요가 있다.

장기보유/거주자의 경우 주택가격 상승분의 90%를 향후에 세후수익으로 가져가는 구조다. 한국의 가구 소득을 고려할 때 2-30억원 이상의 주택이 연간 4-5% 상승한다면 월평균 가구소득 이상의 세후 자본차익을 가져갈 수 있는 구조이고, 이는 장기보유의 강력한 근거가 된다. 또한, 낮은 보유세 부담과 만나면서 바이엔홀딩을 해야만 하는 세제다.

금액제한이나 보유기간에 대한 장특공 배제와 같은 제도가 도입되고, 도입 시기를 못박는다면, 단기 물량 증가와 가격조정이 예상된다.

금융환경

매크로 변화가 나타나지 않는다면, 금융환경에서의 큰 변화는 나타나지 않을 것으로 보인다. 다만, 여기서 추가적인 전세대출에 대한 규제 등은 있을 수 있겠다.

다만, 최근 나타난 금융환경의 변화는 시장에서의 월세선호로 이어질 수 있겠다. 이는 장기적으로는 임대차 시장의 변화로 이어지면서 자산 가격대비 연세 레벨이 높은 자산의 재평가로 이어질 수는 있다.

매크로 변화로 금리 등락은 있을 수 있겠으나 당분간 금융규제 완화는 기대하기 어렵다는 판단이다.

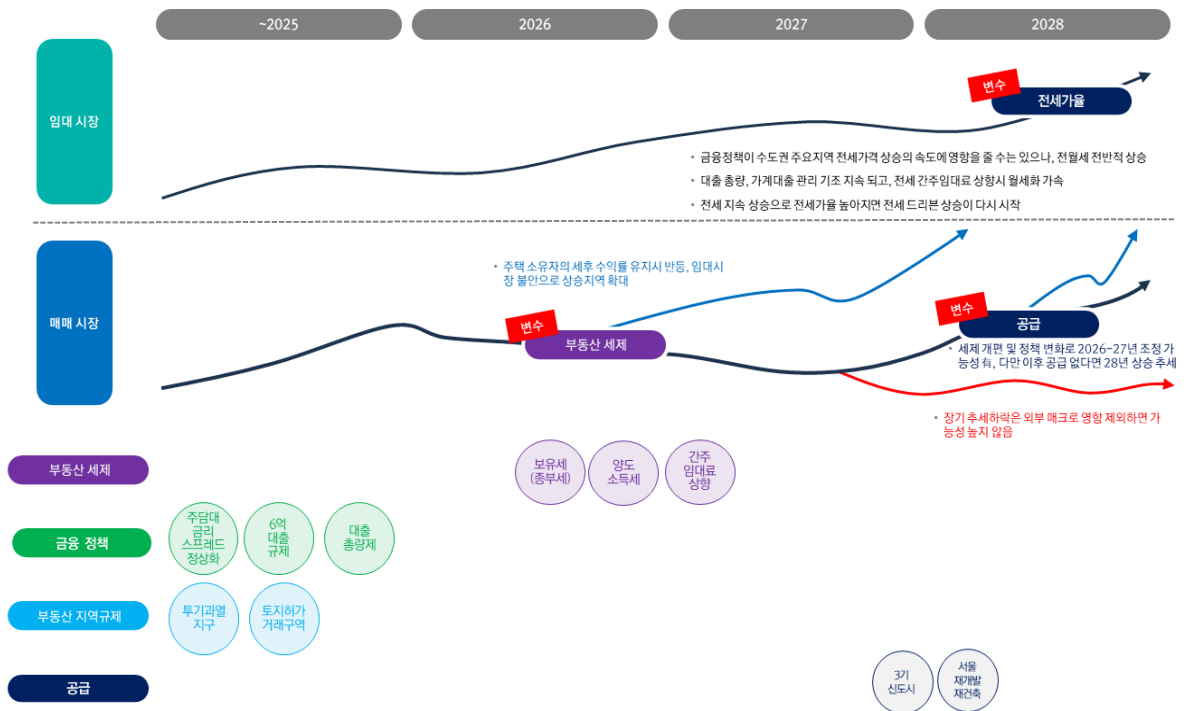
공급

공급은 적다.

이번 정부의 다양한 규제와 정책은 모두 공급을 기다리는 과정에 불과하다. 강한 규제가 나타난다 하더라도 그 규제를 소화하고 나서의 공급 상황이 중요할 수 밖에 없다.

이번 정부의 부동산 관련 금융/세제/정책 변화가 모두 시행되고 시장의 전반적인 가격 조정을 이끌어 내는 수준의 영향을 끼친다 하더라도 그 이후의 시장은 지금 준비하고 있는 공급정책이 잘 작동하는가에 있다.

그림 114. 매매/임대시장 장기 시나리오



자료: 대신증권 Research Center

## 우리는 이 게임을 해봤어~, 게임의 룰이 달라졌을 수도,

### 해본 게임인가?

보유세 증가, 대출 규제, 양도세 압박을 두고 많은 사람들은 ‘우리는 이 게임을 이미 두 번이나 해봤다’라고 언급한다.

장기적으로 보유세 증가, 대출 규제와 같은 압박수단만으로 주택 시장 안정을 구현해내는 것은 어렵다. 그러나, 필자는 현재 이재명 정부의 규제는 정부 대내외적으로 차이가 여러가지 존재한다 생각한다.

### 정부는 많이 남았고, 더 강력한 정책

일단은 현재 정부는 출범한지 1년도 되지 않았다.

문제인 정부의 강화된 세율을 납세한 것은 대략 2년이다. 필자는 당시 세 부담이 지속되었다면, 상당한 물량이 출회되었을 가능성이 있었다고 판단한다. 정책의 시기와 수준은 알 수 없으나 강화된 보유세가 도입된다면 27년, 28년, 29년, 30년까지 4번을 납부해야 할 것이고, 세 상한에 걸려 제한된 금액 또한 법대로 모두 부과될 가능성이 크다.

또 다른 점은 정책 방향성이다. 과거 전세대출이나 1주택자, 실수요를 선으로 여겼던 정책 스탠스는 존재하지 않는다. 이재명 정부는 주택시장을 자산의 관점으로 살펴보고 있고, 초고가 주택 보유자나, 비거주 1주택자는 정부가 보호해야 할 실수요로 여기지 않는다. 이런 정부의 스탠스는 정책이나 규제에 있어 보다 광폭행보를 할 수 있게 만든다.

### 금리, 가격레벨 녹차 많아

정부 외의 환경 또한 다르다.

첫번째는 금리 환경이다. 팬데믹 시기 2%대 초반의 금리 환경과 4%를 상회하는 금리 환경은 하늘과 땅차이다. 2% 대 초반에서 부담 없던 주택담보대출이나 전세대출도 현 상황에서는 부담 될 수 밖에 없다.

두번째는 주택시장의 가격레벨이다. 명목가격이 크게 높아졌을 뿐 아니라 가격레벨도 부담스러운 상황이다. 이는 세제 변화의 효과를 배가시킨다. 또한, 과거 대비 현금 여력이 크게 줄어든 고가 주택 보유자들이 크게 늘었을 것으로 생각된다(2020년 대비 내년은 7년이나 지났다. 근로소득의 정점이었던 사람이 연금 생활자가 된지 4-5년이 지났을 세월이고, 이재명 정부의 임기 말이 되면 이 시차는 10년으로 커진다).

### 여론의 변화

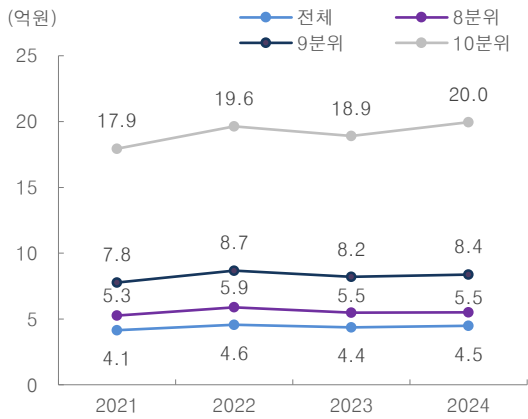
정책에 대한 여론의 반응 또한 살펴봐야 할 변수다.

필자는 부동산 세제 강화를 이번 정부 초기부터 예상은 했으나, 여론을 의식해 지방선거 이후에 본격적으로 나타나지 않을까 전망했다.

과거 정부들의 부동산 증세 기조는 거의 대부분 부정적인 여론을 만나면서 정책의 동력을 잃었다. 그러나, 최근의 분위기는 사뭇 다르다.

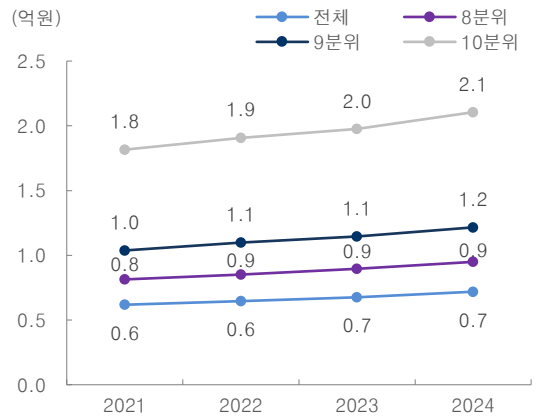
대통령은 연일 부동산 세제 강화와 관련된 발언을 하고 있으나, 대통령의 지지율은 더 높아지는 분위기다. 필자는 정책이 변수인 현 상황에서 세제강화나 규제 강화의 수준을 예상하는데 있어서는 지지율이 중요 지표가 될 수 있다 생각한다. 현 시점에서는 세제강화나 규제강화가 정부의 의도대로 지속될 것으로 지지율은 보여준다.

그림 115. 가구 순자산 상위 분위 및 평균



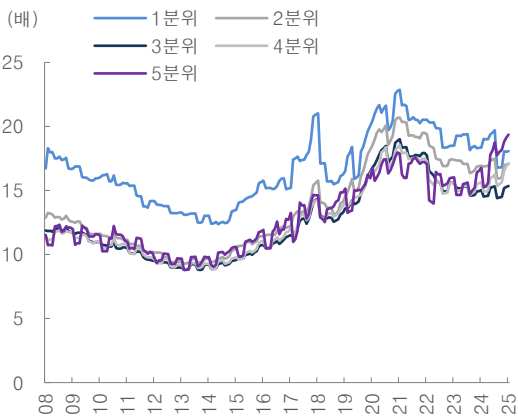
자료: 통계청, 대신증권 Research Center

그림 116. 가구 소득 상위 분위 및 평균



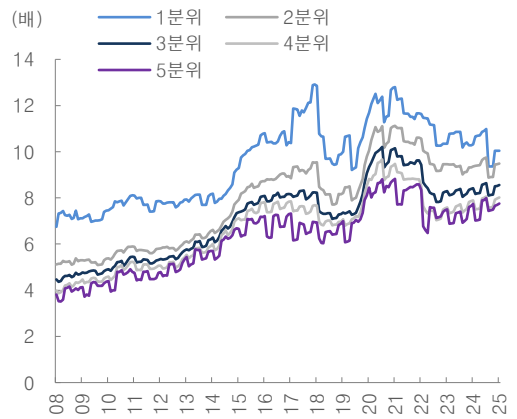
자료: 통계청, 대신증권 Research Center

그림 117. 서울 분위별 매매가격 PIR 추이



자료: KB국민은행, 대신증권 Research Center

그림 118. 서울 분위별 전세가격 PIR 추이



자료: KB국민은행, 대신증권 Research Center

그림 119. 이재명 대통령 직무 수행 평가 정책 부분

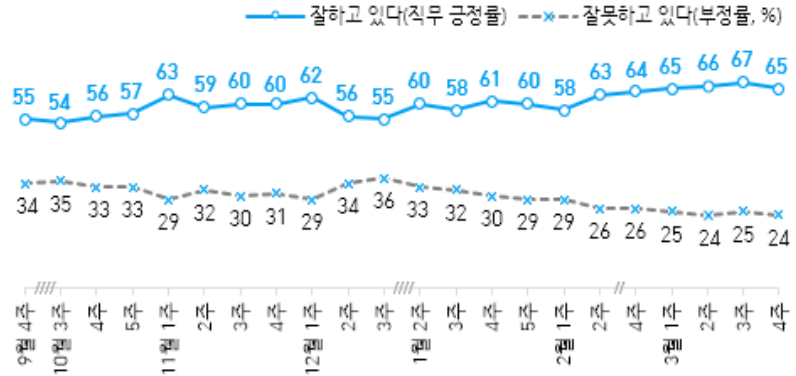
질문) 어떤 점에서 [잘하고/잘못하고 있다고] 생각하시는지 한 가지만 구체적으로 말씀해 주십시오. (자유응답)  
/ 아래 제시 사례수는 가중적용 기준. 조사완료 사례수는 긍정 평가자 669명, 부정 평가자 235명

대통령 직무 수행 긍정 평가 이유 2026년 3월 24~26일 (긍정 평가자 652명)		대통령 직무 수행 부정 평가 이유 3월 24~26일 (부정 평가자 244명)	
경제/민생	17%	경제/민생/고환율	17%
전반적으로 잘한다	10%	외교	7%
외교	8%	부동산 정책	7%
부동산 정책 (+3)	8%	도덕성 문제/자격 미달	7%
소통	7%	독재/독단	6%
직무 능력/유능함	7%	과도한 복지	5%
서민 정책/복지	6%	국고 낭비/후경/재정 확대 (+3)	5%

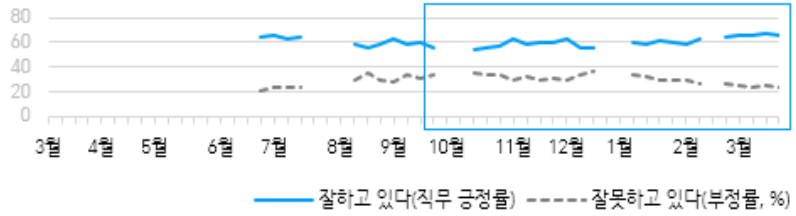
자료: 한국갤럽, 대신증권 Research Center

그림 120. 이재명 대통령 직무 수행 평가 추이

● 대통령 직무 수행 평가: 2026년, 최근 6개월



● 대통령 직무 수행 평가 2025-2026



자료: 한국갤럽, 대신증권 Research Center

## 복합적인 정책 변화 나타나면, 고가 시장 중심으로 조정 전망

자산시장에서  
절대적인 위치에  
있는 아파트

정부의 정책 변화의 수준이나 시기, 방법은 알 수 없다. 전반적인 세제 개편에 대한 시그널과 세제는 최후의 수단이라는 상반된 표현들이 오가고 있다.

필자의 추정으로는 아직 정해진 것이 없다는 정부의 발표대로 시장의 방향성과 변화, 시장 참여자들의 인식변화에 따라 유동적인 상황일 것으로 생각된다.

그러나, 현재 정책 변화가 시장의 화두이고, 정부 또한 한국의 자산시장에서 절대적인 위치에 있는 주택시장에 대한 구조 변화를 이끌어내려고 하는 만큼 시장에 영향을 미칠 수 있는 정책 변화를 베이스 시나리오로 살펴보도록 하겠다.

유의미한 정책변화의  
전제

시장에 큰 영향을 미치는 정책 변수 보유세 증가와 양도소득세 강화로 인한 세후수익률 하락이다.

필자가 기존 시장에 영향을 미칠 수준의 세제 변화는 다음과 같다.

(1) 1주택자 실효세율 기준으로 시가 10억원의 경우 0.2~0.3%, 30억원의 경우 0.5%, 60억원의 경우 0.7% 수준의 보유세가 부과 되고 종부세 공제가 축소되는 보유세 변화

(2) 양도소득세는 비거주 장특공 폐지 및 전체 공제율이 50% 이하로 하향 조정되고, 일정 금액(예를 들면 10억원) 이상의 경우 일반세율을 적용 받는 형태로 변화, 물량 출회 극대화를 위해서는 일정 시기 까지만 현재 제도 적용

(3) 1주택자 전세에 대한 간주임대료 현실화(일정 금액 이상에 대한 종소세 부과 등)

고가 시장 중심으로  
계단식 조정 전망

필자는 현재의 대출/지역 규제가 유지 되는 상태에서 위와 같은 세제변화가 나타난다면, 고가 시장을 중심으로 계단식 조정이 나타날 것으로 전망한다.

다주택자 매물 출회는 올해 5월을 기점으로 마무리 될 것으로 생각된다. 일부 제때 정리를 못한 물건이 출회될 수는 있으나, 세율이 높아 특정 시기에 다량으로 쏟아질 가능성은 낮다. 올해 5월 이후 정책변화가 없다면, 시장의 상방압력이 높아질 가능성이 높다.

그러나, 5월 이후 세제개편으로 보유세 로드맵이 일정 수준 이상의 실효세율 부과로 나타난다면 고가 시장 중심으로 물량이 출회될 가능성이 높다. 배우자 증여는 절세 수단 이긴하나, 고가로 갈수록 효과가 제한적이고 효과적인 절세를 위해서는 증여세가 발생한다. 다만, 발표 시점부터 물량이 일부 증가하느냐, 내년도 보유세 고지후 나타나는가의 차이는 발생할 수 있겠다.

마지막은 양도소득세 장특공 공제 축소다. 예고 없는 제도변화는 장기 수익률 저하로 신규 진입자의 투자 매력도를 낮추는 역할에 그치나, 일정 시기 이후의 양도세변화를 예고하는 경우 보유세 부담이 높은 장기보유자들의 매물이 출회되며 시장 조정이 다시 한번 나타날 가능성이 크다.

4년 이상 남은 임기  
보유세 효과 커져

조정 전망의 기저에는 아직 정권 출범 1년도 지나지 않았다는 점이 있다.

과거 문재인 정부 시기 다주택자가 버틸 수 있었던 가장 큰 이유 중 하나는 세 부담 상한으로 인하여, 급격한 세 부담에도 이를 이듬해에 바로 부담하지 않아도 됐다는 점과, 2차례의 보유세만 부과 받았다는 점이다. 부담 세액이 10배 증가하였다 하더라도 한해 증가하는 세금은 재산세 30%, 종부세 50% 만이 가능했다.

올해가 이번 정부 들어 첫 보유세 부담을 하는 해이고, 올해 공시가격은 시세 상승분만을 반영하였다. 세제 변화가 나타나 세 부담이 증가하는 경우 높아진 세 부담을 향후 4년 동안 부담을 할 것이고, 세 부담 상한에도 불구하고 여러해에 걸쳐 최종적으로 납부세액에 도달 할 가능성이 크다.

또한, 기 발표된 대출규제와 높아진 금리와 서울 주요지역의 아파트 가격레벨은 복합적인 세제 변화가 물량을 이끌어내면서 계단식 조정을 만들어낼 가능성이 크다.

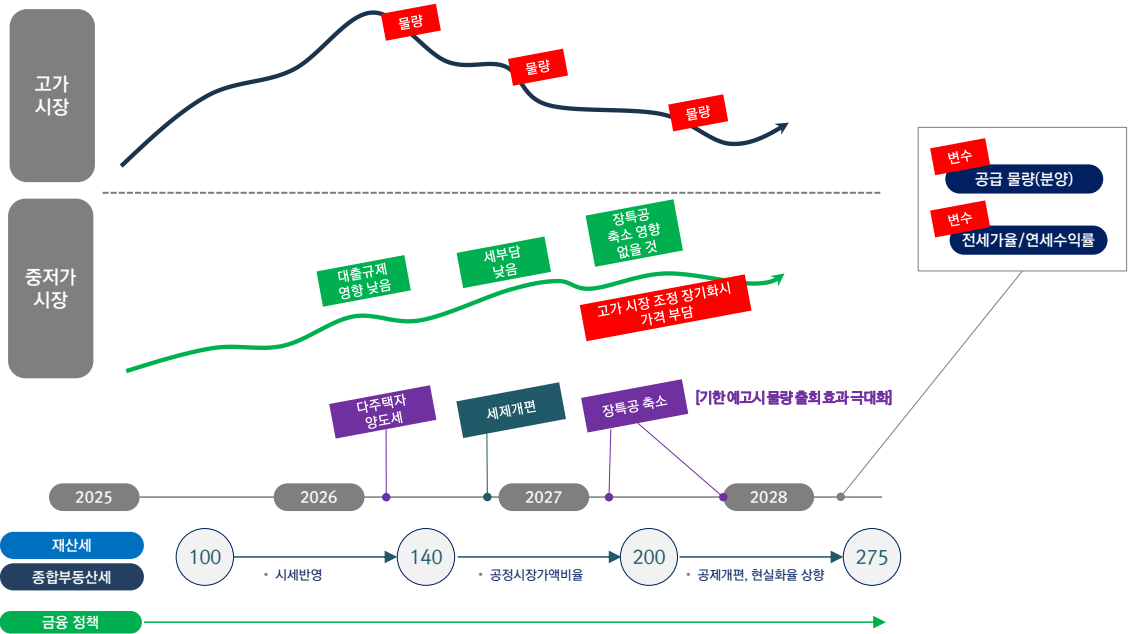
중저가 상대위 전망  
그러나, 고가시장  
조정 장기화시  
보합세

반면, 중저가 지역은 상황이 다르다. 고가시장 위주의 회복으로 가격레벨 부담이 상대적으로 적고, 높은 전세가격과 대출 규제의 영향도 덜하다.

또한, 세제 강화가 나타난다 하더라도 보유세는 소득대비 부담이 크지 않은 수준이고, 양도세 변화로 세후수익률이 하락할 가능성도 낮다.

이러한 이유로 상대적으로 높은 상승률을 기록할 가능성이 크다. 다만, 고가시장 조정 장기화시 지방의 경우 디커플링 장세 시험이 가능하나 수도권 중저가 지역은 보합세로 기간조정에 진입할 가능성이 높다.

그림 121. 정책 변화로 인한 고가시장 중심의 조정 시나리오



\* 정부 출범 1년이 지나지 않아 27년, 28년, 29년 30년 4번의 세금 납부기간을 거쳐 연간 보유세 증가를 상한제한이 있다 하더라도 2029년이나 2030년에는 산정 세액을 부과 받을 것. 재산세 상한+30%, 종합부동산세 연상한+50% 고려하여 세 부담을 100, 140, 200, 275(+40%)로 설정

## 구조변화 그 이후의 시장은 ?

시장의 방향은  
다시 공급으로

필자는 그 이후의 시장은 다시금 공급상황에 따라 달라질 것으로 보인다.

현재까지 수도권 주요지역의 공급은 2028년까지는 매우 적은 편이고 이는 달라질 가능성이 크지 않다.

아파트 공급 뿐 아니라, 비아파트 공급상황도 녹록치 않다. 복합적인 정책 변화로 고가 시장 중심으로 조정이 나타난다 하더라도 전/월세 시장은 지속적으로 상승할 가능성이 크다.

그렇다면, 시장은 다시금 상승압력이 높아질 것이고 공급부족의 수준에 따라 상당히 큰 상승세를 기록할 가능성이 크다.

아직 2-3년 후의 일이나, 이 시기 시장의 핵심변수는 공급이 될 것으로 예상된다.

공급없이  
임대차 시장 상승으로  
가격레벨 맞출 것

이 시기에 공급이 부족하다면 나타날 수 있는 부분은 강한 전월세 상승이다.

또한, 다주택자가 늘어나기 힘든 구조로 인하여 자가 거주자의 비중이 높아지고 전반적인 임대 물량이 줄어든 상황에서의 공급부족 장기화는 현재 높아진 주요지역의 아파트 가격레벨을 임대시장 상승으로 커버할 수 있다.

현시점 대비 가격 조정으로 가격레벨이 낮아진 상황에서 전세와 월세가 꾸준히 증가하고 있는데, 2028년 이후에 공급부족으로 다시 한번 전월세 상승이 나타난다면 전세가율이나 매매가 대비 월세 수익률 관점에서도 일정정도 합리적인 수준의 가격레벨이 나타날 수 있다.

결국, 향후 1-2년의 시장은 현재 정부의 정책 변화에 따라 수도권 주요지역의 조정이 나타날 수 있으나, 그 이후의 시장은 다시금 수요-공급에 따라 시장이 움직일 가능성이 크다.

또한, 비아파트 시장 공급에 대한 정책의 장기부채로 인하여 비아파트 시장의 월세 상승이 나타나면서, 비아파트를 대상으로 하는 투자 매력도가 높아질 수 있겠다.

### 글로벌 부동산 이슈 리포트 발간 내역

순번	제목	국가(섹터)	발간일
1	오피스 신화는 지나간 역사가 되나 -높아진 공실률, 예고된 부실-	미국(오피스)	2023.07
2	서울 오피스는 더 오를 수 있을까? -낮은 공실률과 전략적 투자자-	한국(오피스)	2023.08
3	서울 길거리 상권 - 부촌 슬세.권 : 한남.압구정.성수-	한국(리테일)	2023.09
4	일본 부동산 시장의 변화 - 집을 사는 일본인, 투자하는 외국인-	일본(주거용)	2023.11
5	전세의 두 얼굴 -24년은 여전히 공급보다는 정책과 금리-	한국(주택시장)	2024.02
6	그들이 같이 사는 이유 -주거 상품 불모지에서 자라난 코리빙-	글로벌(코리빙)	2024.06
7	노인을 위한 집은 있는가?	글로벌(시니어하우징)	2024.08
8	공급과 대출의 힘겨루기 속에 높아지는 정책 불확실성	한국(주택시장)	2025.02
9	부실과 회복의 공존 -미국 상업용 시장에도 봄날이 오나?	미국(상업용)	2025.05
10	신정부 출범, 앞으로 5년 부동산 정책 환경은?	한국(주택시장)	2025.07
11	서울 오피스의 완전한 회복과 '투자자' 들의 고민	한국(오피스)	2025.09
12	성장기를 지나 성숙기로 성장통 이후 회복기에 나타날 차별화	한국(물류)	2025.11
13	주택시장의 갈림길 -구조 변화인가 해본 게임인가?-	한국(주택시장)	2026.03

### 최근 전망 리포트 발간 내역

순번	제목	국가(섹터)	발간일
1	[2026 미국 부동산] 강건하게 상승 할 주택 뚜렷하게 회복 할 상업용	미국(상업용/주거용)	2025.12
2	[한국 오피스] 2026년 서울 오피스 시장의 모멘텀과 리스크	한국(상업용)	2026.03

### [Compliance Notice]

---

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:배상영)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

---