

# 체감경기와 실물경기 간 괴리 측정 및 분석

손윤석\* · 한희준\*\*

본 논문은 우리나라의 체감경기와 실물경기 간 괴리를 정량적으로 측정하고, 해당 괴리 지표의 특징과 유용성, 그리고 관련 경제 변수를 분석한다. 이를 위해 주요 경제 심리지수로부터 경제주체가 공유하는 공통심리요인을 추출한 후, 주요 거시 실물지표의 영향을 통제하여 체감-실물 괴리 지표를 산출한다. 2003년 1분기부터 2025년 1분기까지 기간의 분석 결과, 추정된 괴리 지표는 민간소비 성장률에 대해 강한 선행성을 보였으며, 해당 지표에 대한 양(+)의 충격은 민간소비 성장률을 1~3분기 동안 통계적으로 유의한 수준으로 증가시키는 것으로 나타났다. 또한 체감-실물 괴리는 체감물가와 소비자물가 간 괴리, 고용 없는 성장, 가계 신용위험, 경제정책 불확실성과 유의한 관계를 가지는 것으로 확인되었다.

JEL Classification: E00, E21, C01

핵심 주제어: 체감경기, 실물경기, 경제심리, 괴리, 상대격차

DOI: 10.23299/bokeri.2026.32.1.002

\* 제1저자, 한국은행 대구경북본부 과장 (E-mail: ysson1230@bok.or.kr, Tel: 053-4290-252)

\*\* 교신저자, 성균관대학교 경제학과/퀀트응용경제학과 교수  
(E-mail: heejoonhan@skku.edu, Tel: 02-760-0428)

이 논문은 손윤석의 2025년 성균관대학교 퀀트응용경제학과 석사학위논문을 수정보완한 것이다. 본 연구의 내용은 전적으로 집필진의 의견이며, 한국은행의 공식적 견해와는 무관함을 밝힌다. 본 논문에 대해 유익한 의견을 주신 두 분의 익명의 심사자에게 감사드린다. 본 논문에 혹시 남아 있을 수 있는 오류는 저자들의 책임임을 밝힌다.

논문 투고일: 2025.7.16, 논문 수정일: 2026.1.9, 게재 확정일: 2026.2.27

## I. 서론

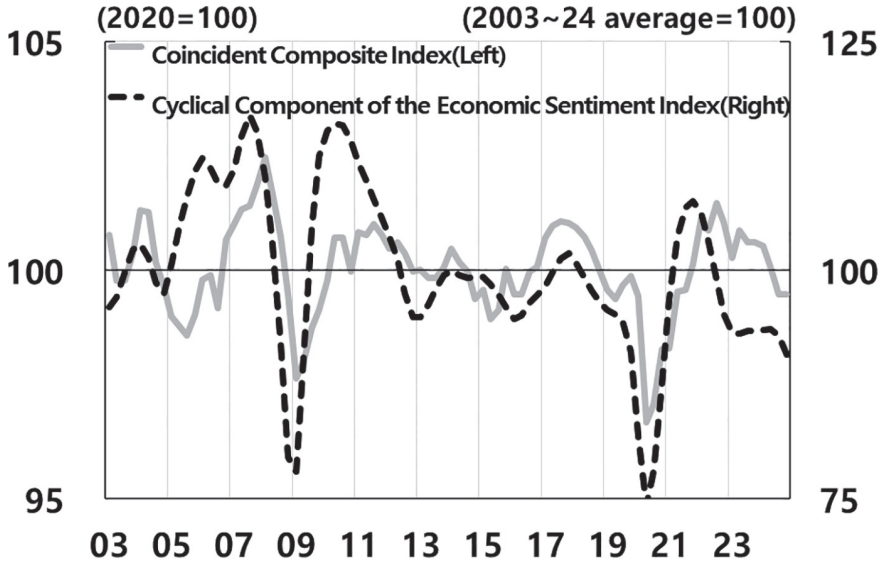
최근 한국을 비롯한 여러 국가에서 거시경제 지표와 체감지표 간 괴리가 주요 경기 이슈로 주목받았다. 이는 실물경제의 흐름을 반영하는 지표(hard data)와 경제주체의 주관적 인식을 반영하는 심리지표(soft data)가 통상 함께 움직인다는 통념에도 불구하고, 일부 시기에는 양 지표 간 동행성이 약화하거나 서로 다른 신호를 제공할 수 있음을 시사한다. 예를 들어 경제성장률 등 주요 실물지표가 양호한 흐름을 나타내는 가운데에서도 심리지표가 상대적으로 부진한 경우가 관측되는데, 이는 숫자로 확인되는 경기와 경제주체가 피부로 체감하는 경기 간 간극이 확대될 가능성을 보여준다.

해외에서도 두 지표간의 탈동조화가 최근 경기 국면에서 논의되었다. 미국의 경우 2022~2023년 중 경기 회복 국면에 진입한 것으로 평가되는 상황에서도 물가 급등 등 비우호적 대내외 여건이 지속되면서 소비자심리지수가 부진한 흐름을 보였고, 일부에서는 이를 바이브세션(vibecession)<sup>1)</sup>으로 지칭하기도 하였다. 이는 실물지표가 시사하는 경기 흐름과 달리, 생활물가·주거비 부담 등 체감과 밀접한 요인이 경제주체의 인식을 제약하면서 심리지표가 상대적으로 약하게 나타날 수 있음을 보여주는 사례로 볼 수 있다. 유럽에서도 동 현상에 대한 검토 필요성이 제기되었는데, 2023년 7월 ECB 통화정책회의 의사록에 심리지표-실물지표 간 탈동조화에 대한 언급을 확인할 수 있다.

또한 실물지표와 체감지표 간 엇갈림은 팬데믹 이후에만 나타난 새로운 현상으로 보기는 어렵다. 예컨대 2007~2009년 글로벌 금융위기 이후에는 경기지표가 회복되는 과정에서도 고용 회복이 지연되면서 소비자심리지수가 한동안 낮은 수준에 머무른 사례가 관측되었다. 반대로 2016년 말 미국 대선 이후에는 실물지표의 개선이 지연되었는데, 소비자심리는 빠르게 개선되는 등 실물경제 흐름과 심리지표의 흐름이 일치하지 않는 사례가 종종 보고된 바 있다.

1) 영어 단어 vibe(분위기)와 recession(침체)이 결합된 용어로, 경제지표는 괜찮은데 사람들이 체감하는 분위기는 '경기침체 같다'고 느끼는 현상을 뜻한다.

〈Figure 1〉 Cyclical Components of Korea’s Coincident Composite Index and the Economic Sentiment Index



Note: As shown in Figure 1, the comovement between real economic activity and economic sentiment generally holds in Korea, although there are periods in which the two indicators visibly diverge.

Sources: ECOS

〈그림1〉에 보듯, 우리나라에서도 실물경기와 경제심리의 동행성은 대체로 유지되지만 특정 시기에 두 지표간 간극이 발생하는 구간이 관측된다. 예컨대 2005~2006년 전후에는 경기가 둔화되는 흐름에서도 경제심리는 개선되는 모습이 관측된다. 또한 2015~2016년에는 실물경기가 회복하는 상황인 반면 경제심리는 상대적으로 위축되는 모습이 나타났다. 한편 팬데믹 이후 경기 회복 국면에서도 심리지표가 상대적으로 더욱 크게 부진한 구간이 관측되었는데, 이는 두 지표간의 탈동조화가 일시적 현상에 그치지 않을 수 있음을 시사한다.

본 연구의 목적은 우리나라 체감경기와 실물경기 간의 괴리를 정량적으로 측정하고, 해당 괴리 지표의 특징, 유용성, 관련 경제 변수 등을 분석하는 것이다. 보고는 기업경기실사지수(composite business survey index, CBSI), 소비자심리지수(composite consumer sentiment index, CCSI), 경제심리지수(economic sentiment index, ESI)와 같은 주요 경제 심리지수로부터 경제주체들의 공통된 경기 인식을 반영하는 공통심리요인을 추출한 후, 주요 거시 실물지표의 영향을

통제하여 체감-실물 괴리 지표를 산출하였다. 2003년 1분기부터 2025년 1분기까지의 기간 동안 산출한 체감-실물 괴리 지표는 코로나 팬데믹 이후 비관적 방향으로 비대칭성과 변동성이 확대된 것으로 나타났고, 주요 경제 충격과 회복 국면을 따라 움직이지만 실물경제 지표와의 연동성은 낮아 독립적인 심리 요인을 반영하는 것으로 나타났다.

다음으로 본 연구는 체감-실물 괴리 지표가 민간소비, 설비투자, 수출, GDP 등 주요 거시지표의 성장률에 대해 선행성을 가지는지와 어떻게 영향을 미치는지를 시차상관관계, Granger 인과성 검정, 충격반응분석을 통해 분석한다. 분석 결과, 체감-실물 괴리 지표는 주요 거시지표 가운데 특히 민간소비 성장률에 대해 가장 뚜렷한 선행성을 보였으나 설비투자과 수출 성장률에 대해서는 유의한 선행성이 관찰되지 않았다. 또한 충격반응분석 결과, 체감-실물 괴리 지표에 대한 양(+)의 충격은 민간소비 성장률을 1~3분기 동안 통계적으로 유의한 수준으로 증가시키는 것으로 나타났다.

마지막으로 본고는 체감-실물 괴리가 단순한 정서적 편차가 아니라 (1) 체감물가와 소비자물가 간 괴리, (2) 고용 없는 성장, (3) 가계 신용위험, (4) 경제정책 불확실성 등의 경제 변수와 밀접한 관계를 지닌다는 것을 보였다. 회귀분석 결과 이들 변수는 모두 괴리 지표와 음(-)의 관계를 지니며 통계적으로 유의한 것으로 나타났다.

본고의 구성은 다음과 같다. 먼저 2장에서는 선행연구와 심리지수 데이터를 설명한다. 3장에서는 공통심리요인을 추출하는 방법을 설명하고 추출된 결과를 제시한다. 4장에서는 체감-실물 괴리 지표를 추정하고, 이의 분포 및 특성에 대해 살펴본다. 이후에는 체감-실물 괴리 지표가 주요 거시경제 지표에 대해 가지는 선행성과 영향을 분석한다. 아울러 체감-실물 괴리와 상관된 주요 경제 변수들을 살펴본다. 5장에서는 연구의 결론을 제시한다. <부록 1>은 추출한 공통심리요인의 분포 및 특성을 제시하고, <부록 2>는 우리나라가 경험한 대표적인 실물과 체감경기 간 괴리 사례를 살펴본다.

## II. 선행연구 및 심리지수 데이터

### 1. 선행연구

지표경기는 경제 전체의 부가가치 또는 총량 지표를 기준으로 산출되나, 체감지표는 개별 응답자에게 동일한 가중치를 적용하여 산출된다는 점에서 산출 방식의 차이가 있다. 현재 한국은행에서 편제하고 있는 기업심리지수(BSI), 소비자심리지수(CSI)는 모두 일인일표 방식으로 산출되고 있다.<sup>2)</sup> 즉 심리지표는 지표경기에서 반영하지 못한 격차, 분배 상황 등에 따른 개인의 심리를 반영할 수 있다. 김형석·심연정(2019)은 체감경기가 경제주체들의 평균적 인식 외에도 설문조사에서 수반되는 편익<sup>3)</sup>가 반영되면서 ‘표출된 체감경기’로 드러난다고 분석하였다. 즉 부문 간 경제 격차와 왜곡된 분배로 체감경기가 실제 경기보다 악화될 수 있다.

다음으로 이종웅·김윤재(2024)에 따르면 최근 우리나라의 지표경기와 체감경기의 괴리는 구조적 요인과 경기적 요인으로 설명할 수 있다. IT 중심의 수출 주도 경제구조는 지표상 성장을 이루었지만, 내수 회복은 더더 국민의 상당수가 온기를 체감하지 못하게 되었다. 또한 고물가와 고금리 충격이 겹치면서 가계 구매력이 감소하고, 가계부채가 누증되면서 체감경기와 실물경기 간 간극이 더욱 확대되었다.

김영준·신석하(2016)는 소비자동향조사에서 제공하는 현재생활형편 소비자심리지수를 바탕으로 소득 수준, 연령대, 고용 형태 등에 따라 소비자 체감경기와 GDP 성장률 사이의 관계가 이질적으로 나타남을 보였다. 저소득자와 자영업자의 경우, 지표경기와 체감경기 괴리가 크게 나타났다. 체감경기와 실물경기 간 괴리가 두드러졌던 시기에는 임금, 구인배율, 주택매매가격, 주가지수, 생활물가지수, 가계부채 상환부담 등의 요인이 유의한 영향을 미친 것으로 분석되었다.

최근에는 Hatzius et al.(2024)이 체감지표와 실물지표 간 괴리는 신흥국보다 선진국에서 더 크게 나타남을 보였다. 먼저 신흥국 대비 선진국은 장기간 높고, 변동성이 큰 인플레이션을 경험하지 못하여 소비자심리가 소비자물가에 더욱 민감한 경향이 있다. 다음으로 자금대출 시 국내자본시장의 의존도가 낮은 신흥국보다 국내자본시장의 의존도가 높은 선진국 기업들의 이자율 민감도가 높기에 심리지표가 체감지표 대비 다소 부진한 경향이 존재한다.

2) 기업경기조사는 일인일표 방식의 기업심리지수 외에도 매출액 가중 기업심리지수를 제공한다.

3) 앵커링(anchoring) 편익, 무응답(non-response) 편익, 편향(spin) 편익, 선택 편익(selection bias) 등이 존재한다.

이 외에도 Harris and Sojourner(2024)에 따르면 미국의 체감경기는 편향된 뉴스 출처와 밀접한 연관이 존재한다. 부정적인 경제 뉴스에 노출되면서 실제 경기에 비해 인식은 더욱 부정적인 것이다. 즉 시간이 지남에 따라 체계적으로 경제 뉴스 톤이 부정적으로 변하면서 부정적 편향이 형성되었다. 김영준(2022) 역시 언론 보도 내용이 소비자의 경제심리에 유의한 영향을 미친다고 주장하였다.

## 2. 심리지수 데이터

본고는 경제심리를 나타내는 대표적인 심리지표로 한국은행에서 공표하는 기업경기실사지수(CBSI), 소비자심리지수(CCSI), 경제심리지수(ESI)를 활용하였다. 기업경기실사지수는 2003년부터 정기적으로 공표되고 있으며, 일정 기준 이상의 종사자 수와 매출액을 충족하는 제조업과 비제조업 사업체를 대상으로 실시한 설문 조사를 바탕으로 산출된다. 해당 지수는 기업이 체감하는 경기 동향을 파악하고, 긍정적으로 응답한 기업 수와 부정적으로 응답한 기업 수의 차이를 전체 응답 기업 수 대비 비율로 환산하고, 여기에 기준값 100을 더해 계산된다. 이 중 전산업 기업심리지수(CBSI)는 제조업 5가지 구성 항목(업황, 생산실적, 신규수주실적, 제품재고실적, 자금사정실적)과 비제조업 4가지 구성 항목(업황, 매출실적, 재산성실적, 자금사정실적)을 표준화하여 합성한 지수이다. 한편, 소비자심리지수(CCSI)는 2008년 2분기까지는 통계청에서 공표하였으나, 이후부터는 한국은행이 지역, 연령 등을 고려하여 표본을 추출하고 직접 조사를 수행하고 있다. 본 지수는 표본 가구로부터 조사된 현재생활형편, 생활형편전망, 가계수입전망, 소비지출전망, 현재경기판단, 향후경기전망 등 6개 구성 항목을 표준화한 후, 이를 종합하여 산출된다. 해당 지수는 100을 기준으로 하며, 100을 초과할 경우 가계가 인식하는 경제상황이 상대적으로 낙관적인 반면, 100 미만일 경우에는 비관적인 것으로 해석된다. 마지막으로 경제심리지수(ESI)는 앞서 언급한 기업경기실사지수(제조업 수출전망, 제조업 가동률전망, 제조업 자금사정전망, 비제조업 업황전망, 비제조업 자금사정전망)와 소비자심리지수(가계수입전망, 소비지출전망) 중 경기 대응성이 높은 7개 항목을 선정하여 가중평균하여 산출된다. 해당 조사에서 산출한 지수 중 2003년부터 전년 12월의 장기평균을 100으로 표준화한 CBSI, CCSI, ESI를 동 분석에서 사용하였다. 이상의 심리지표는 한국은행 경제통계시스템(ECOS)에서 월 단위로 제공되나, 소비자심리지수는 과거 분기 단위로 공표됨에 따라, 2003년 1분기부터 2025년 1분기까지의 분기 시계열을 구성하였다.

### Ⅲ. 공통심리요인

본 장에서는 소비자·기업·경제 전반의 심리지표가 공유하는 공통심리요인을 추출한다. 개별 심리지표는 표본 구성과 항목이 다르나 공통된 추세를 공유한다. 따라서 체감-실물 괴리 지표를 산출 및 분석하기 위해서는 이러한 공통 요인을 대표 심리지표로 사용하는 것이 분석의 일관성과 효율성 측면에서 적절하다.

#### 1. 공통심리요인 추출 방법

거시경제 데이터의 고차원성과 이질성을 고려하여 공통요인을 추출하려는 시도는 오랫동안 이루어져 왔다. 동태요인모형(dynamic factor model, DFM)은 Geweke(1977)를 기점으로 발전한 모형으로, 다수의 관측변수를 소수의 잠재 공통요인(latent dynamic factor)으로 축약하는 데 활용된다. 예를 들어, Stock and Watson(1989)은 산업생산, 판매, 비농업 고용, 소득 등 몇 가지 핵심 시계열 지표에 동태요인모형을 적용하여 공통요인을 식별하고, 이를 기반으로 동행지수(coincident economic indicator)를 구성하였다. 이후 Doz et al.(2011)은 칼만 필터와 준최대우도(quasi-maximum likelihood) 추정을 결합한 2단계 추정법을 제안하였는데, 이는 초기 요인은 주성분분석(principal component analysis, PCA)을 통해 구한 뒤 칼만 필터를 반복 적용하여 요인 및 관측방정식의 모수를 동시에 추정하는 것이다. 이러한 방법은 고차원 데이터에서도 일치성(consistency) 있는 추정을 가능하게 하여 경기 모니터링 지수 산출과 나우캐스팅(nowcasting)에 폭넓게 활용되고 있다.

한편 Stock and Watson(2002)은 PCA 기반의 확산지수(diffusion index) 방법을 제시하였으나, 본 연구에서는 심리지표가 경기 국면에 따라 동태적 반응과 자기상관 구조를 갖는다는 점을 고려하여 아래의 동태요인모형을 채택하였다. 특히 칼만 필터 기반 추정을 실시하였는데, 이는 노이즈 제거에 우수하여 공통심리요인을 보다 정교하게 추출할 수 있다는 장점이 있기 때문이다.

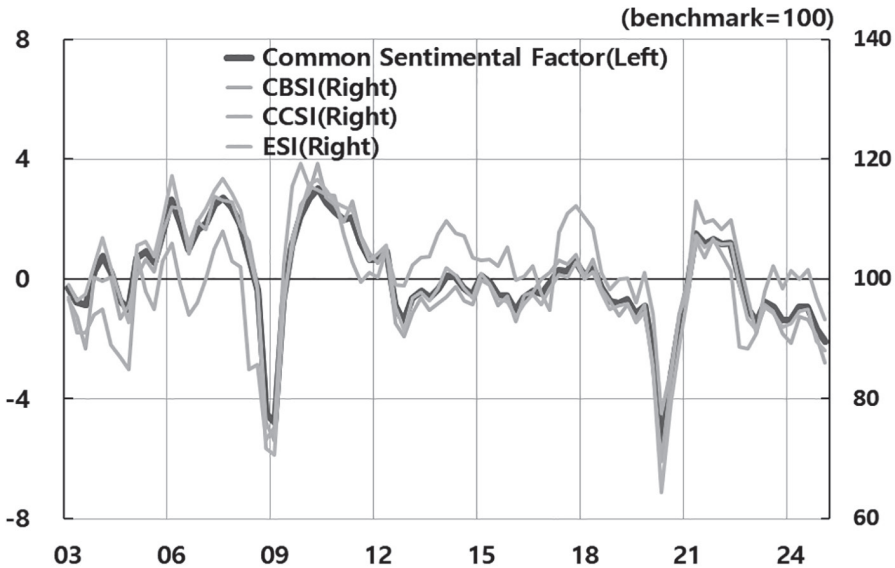
$$x_t = \Lambda F_t + e_t \text{ (관측방정식)}$$

$$F_t = B F_{t-1} + u_t \text{ (상태방정식)}$$

여기서  $x_t$ 는 관측된 심리지표들(CBSI, CCSI, ESI) 벡터,  $F_t$ 는 추출한 공통심리요인,  $\Lambda_t$ 는 요인적재량 벡터,  $e_t$ 는 개별지표의 특이요인을 의미한다. 상태방정식은 추출한 공통심리요인이 AR(1) 과정을 따름을 의미한다.<sup>4)</sup> 이때  $e_t$ 와  $u_t$ 는 서로 독립인 백색잡음으로 가정한다.

## 2. 추출된 공통심리요인

〈Figure 2〉 Common Sentimental Factor and Sentiment Indicators



Note: The figure plots the extracted common sentiment factor together with major sentiment indices (CBSI, CCSI, and ESI). The common factor is estimated using a dynamic factor model and represents the shared component across sentiment indicators. All sentiment indices are shown as index levels (benchmark = 100).

Sources: ECOS

〈그림2〉는 동태요인모형을 통해 추출한 공통심리요인을 나타낸 것이다. 추정 결과, 공통심리요인은 자기상관 계수가 0.793으로 높은 지속성을 보였다. 관측방정식의 적재값은 CBSI(0.61), CCSI(0.42), ESI(0.61)로 나타나, CBSI와 ESI는 공통요인에 유사하게 반응하는 반면 CCSI는 상대적으로 작은 반응을 보였다.

4) 시차가 1일 때 AIC 값이 가장 작은 모습을 보였다.

(AIC 1 - 344, AIC 2 - 347, AIC 3 - 349, AIC 4- 351, AIC 5 - 354, AIC 6 - 356)

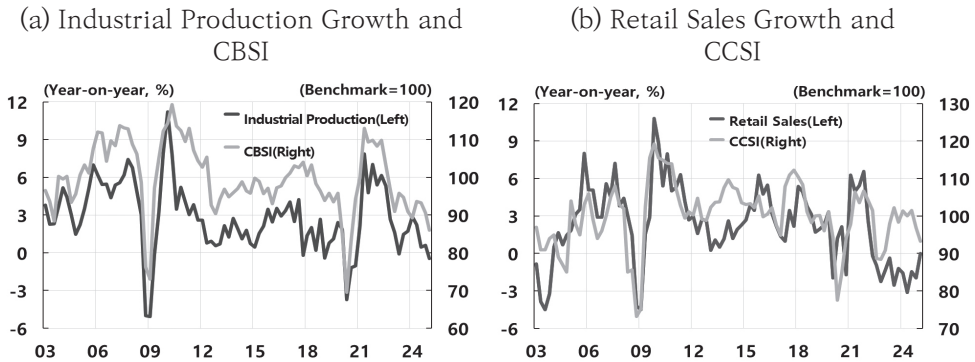
〈그림2〉에서 확인할 수 있듯이, 공통심리요인은 각 심리지수와 전반적으로 유사한 흐름을 보인다. 특히 ESI와의 상관계수는 0.98로 매우 높은<sup>5)</sup> 반면, CCSI와의 상관관계는 상대적으로 낮게 나타났다. 이는 CCSI가 CBSI 및 ESI와 일부 항목(가계수입전망, 소비지출전망 등)을 공유함에도 불구하고, 다른 심리지수에 비해 개별적(idiosyncratic) 요인의 영향이 상대적으로 크기 때문으로 해석된다.

한편 단일 공통요인은 평균 80.5% 이상의 분산을 설명하여, 추출한 공통심리요인이 세 심리지표 간의 공통 변동을 충분히 포착하고 있음을 시사한다. 다요인 구조를 도입할 경우 요인 해석의 불명확성 및 독립적 분석의 어려움이 발생하므로, 본 연구에서는 해석 가능성과 분석 효율성을 고려해 단일 공통요인을 채택한다. 공통심리요인의 분포 및 추가 특성은 〈부록 1〉에 제시하였다.

## IV. 체감경기와 실물경기 간 괴리

### 1. 괴리 추정

〈Figure 3〉 Trends in Major Sentiment Indices and Real Economic Indicators



Note: The sentiment indices broadly comove with the corresponding real activity indicators, although temporary divergences are observed in some periods. Growth rates are measured year-on-year (left axis), and sentiment indices are shown as index levels (right axis, base year = 100).

Sources: ECOS

5) 추출된 공통 심리 요인은 ESI와 매우 유사하게 나타났으며, 이는 ESI가 CBSI와 CCSI 중 경기 대응성이 높은 7개 항목을 선정하여 가중평균으로 만들어졌기 때문에 자연스러운 결과다. 아래 4장에서 체감-실물 괴리 지표를 추정할 때 공통심리요인 대신 ESI를 사용하여도 질적으로 비슷한 결과가 나타났다. 따라서 간단하게 ESI를 공통심리요인으로 취급할 수도 있다. 하지만, 추후 연구에서 더 다양한 심리지표를 포함하여 공통심리요인을 추출할 경우, 3.1장에서 기술한 방법으로 공통심리요인을 추출하는 것이 바람직할 것이다.

본 장에서는 앞서 추출한 공통심리요인에서 거시경제 실물지표의 영향을 제거함으로써 체감경기와 실물경기 간 괴리를 나타내는 지표를 산출한다. 실물요인은 김형석·심연정(2019)을 참고하되, 심리지표와의 연관성을 보다 명확히 반영하기 위해 CBSI 및 CCSI와 상관관계가 높거나 경제 전반을 대표할 수 있는 변수를 기준으로 구성하였다. 김형석·심연정(2019)이 설비투자와 민간소비를 대응 지표로 사용한 것과 달리, 본 연구에서는 CBSI에는 전산업생산지수(상관계수 0.83), CCSI에는 소매판매지수(0.60)를 각각 대응 변수로 채택하였다. 이는 설비투자(0.55) 및 민간소비(0.54)에 비해 심리지표와의 상관성이 더 높다는 점에서 보다 적절한 대응관계를 제공한다.<sup>6)</sup> <그림3>에서도 두 심리지표는 각각의 대응 실물지표와 유사한 추세를 보임을 확인할 수 있다.

또한 거시경제 전반의 여건을 통제하기 위해 기준금리, 국고채 10년물 금리, 실업률, 실질실효환율, 경상수지, 통관수출 등 총 7개의 주요 거시 변수들을 통제 변수로 포함하였다. 이 중 전산업생산지수, 소매판매지수, 통관수출은 전년동기대비 증감률을, 국고채금리와 기준금리는 전기대비 차분값을 사용하였으며, 실질실효환율은 로그변환 후 전기대비 차분하였다.

본 연구의 기본 아이디어는 공통심리요인이 거시경제 여건에 대한 합리적 반응과 동일한 여건 대비 경제주체의 심리적 과열 또는 위축을 함께 포함하고 있다는 점에 있다. 공통심리요인으로부터 실물지표의 영향을 제거하기 위해, 공통심리요인을 종속변수로 하고 주요 실물변수를 설명변수로 포함한 선형 모형을 최소자승법(OLS)을 이용하여 추정하였다. 그 잔차를 공통심리요인에서 실물요인을 통제한 체감-실물 괴리 지표로 정의하였다. 이러한 접근은 심리지표를 거시경제 변수로 설명되는 성분과 그렇지 않은 성분으로 분해하여 해석하는 Kim and Na(2018)의 방법론적 발상과 맥락을 같이한다. Kim and Na(2018)은 투자자 심리지수에서 거시여건과 연동된 성분을 분리하여 순수 심리 성분의 역할을 점검하였다. 이에 따라 본 연구는 동일한 분해 논리를 경제심리지표에 적용하여 거시 기초여건으로 설명되지 않는 심리 성분을 체감-실물 괴리로 해석한다.

$$f_t = X_t\beta + u_t$$

6) 전산업생산지수 및 소매판매지수와 함께 설비투자와 민간소비를 포함하여 체감-실물 괴리 지표를 산출할 때에도 4.3절의 논문의 주요 결과는 여전히 성립하는 것으로 나타났다.

여기서  $f_t$ 는 앞서 추출한 공통심리요인이며,  $X_t$ 는 전산업생산지수, 소매판매지수, 통관수출, 기준금리, 국고채 10년물 금리, 실질실효환율 등으로 구성된 실물 변수 벡터이다. 추정 결과는 아래와 같다.<sup>7)</sup>

<Table 1> Regression Results: Common Sentimental Factor

Variables	Common Sentimental Factor
Constant	-1.299*** (0.140)
Industrial Production	0.238*** (0.056)
Retail Sales	0.160** (0.034)
Customs-Cleared Exports	0.041*** (0.014)
Policy Rate	0.990*** (0.354)
10-year Government Bond Yield	0.180 (0.292)
Real Effective Exchange Rate	0.712 (2.548)
Adjusted R <sup>2</sup>	0.773

Note: The dependent variable is the common sentiment factor. Figures in parentheses are standard errors. \*\*\*, \*\*, and \* denote statistical significance at the 1%, 5%, and 10% levels, respectively.

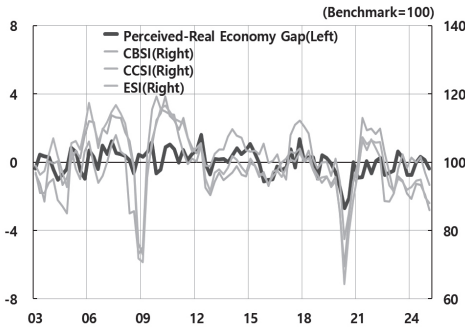
잔차가 양수이면 실물경기 지표 대비 체감경기가 상대적으로 과열된 상태를, 음수이면 상대적으로 침체된 상태를 의미한다. 이와 같은 잔차 기반 접근은 주관적 경기 인식이 객관적 실물지표에 비해 얼마나 괴리되어 있는지를 정량적으로 평가할 수 있다는 점에서 유용하다. 다만 동 지표는 실물지표로 설명되지 않는 심리적

7) 익명의 심사의견에 따라 Bai-Perron 검정을 실시한 결과, supF 검정통계량은 28.991(p-value는 0.004)인 것으로 나타나 구조변화의 존재를 시사하는 반면, 정보기준(BIC)에 기반한 모형 선택 결과는 해당 변화가 모형 복잡도를 정당화할 만큼 충분히 크지 않음을 나타냈다. 모형의 분기점(structural break)의 개수가 증가함에 따라 BIC 값은 상승하는 것으로 나타났으며(분기점 0개 234.5 → 1개 241.3 → 2개 250.2 → 3개 255.6 → 4개 259.2 → 5개 266.4 → 6개 269.9 → 7개 292.1), 보수적 정보기준 하에서는 구조변화를 허용하지 않는 모형이 최적 모형으로 채택되었다. 이는 표본 내에서 구조변화를 도입할 경우 설명력의 개선은 관찰되나, 그 정도가 자유도 증가에 따른 패널티를 상쇄할 만큼 뚜렷하지 않음을 의미한다.

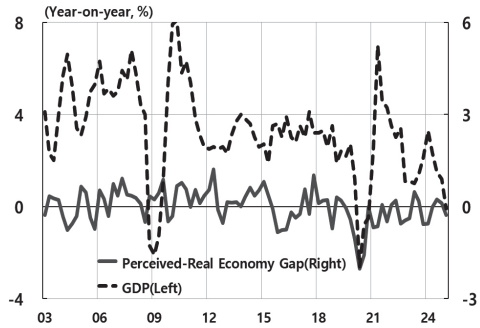
변동을 의미하므로, 과도한 낙관 또는 비관의 정도를 측정하는 지표로 이해해야 한다. 또한 선형 모형의 잔차는 전체 평균이 0에 수렴하므로, 본 지표는 장기적 편향 보다는 표본 기간 내에서의 상대적 괴리의 크기와 방향을 판단하는 데 적합하다.<sup>8)</sup>

〈Figure 4〉 Perceived-Real Economy Gap and Related Indicators

(a) Perceived-Real Economy Gap and Sentiment Indicators



(b) GDP Growth and Perceived-Real Economy Gap



Note: Graph (a) plots perceived-real economy gap together with selected sentiment indices (CBSI, CCSI, and ESI, base year = 100). Graph (b) plots GDP growth and the gap.

Sources: ECOS

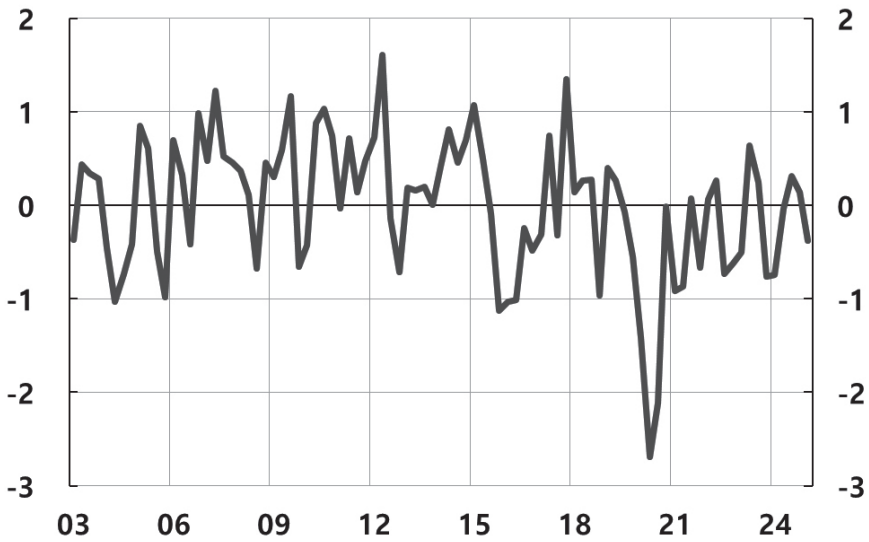
추정된 체감-실물 괴리 지표는 〈그림4〉에서 보이듯 심리지표들과 일정 부분 유사한 흐름을 보이지만 경제성장률과는 전반적으로 상이한 추세를 보인다. 실제 상관계수를 기준으로 살펴보면, 체감-실물 괴리 지표는 CBSI(0.42), CCSI(0.41), ESI(0.47)에 비해 경제성장률(0.14)과의 상관성이 현저히 낮은 것으로 나타났다.

## 2. 체감-실물 괴리 지표의 분포 및 특성

2003년 1분기부터 2025년 1분기까지의 기간에 대해 추정한 결과, 체감-실물 괴리 지표는 경제 순환에 따라 상당한 변동성을 보였다. 지표의 분포 및 시계열적 움직임을 주요 시기로 구분하여 살펴보면 다음과 같다.

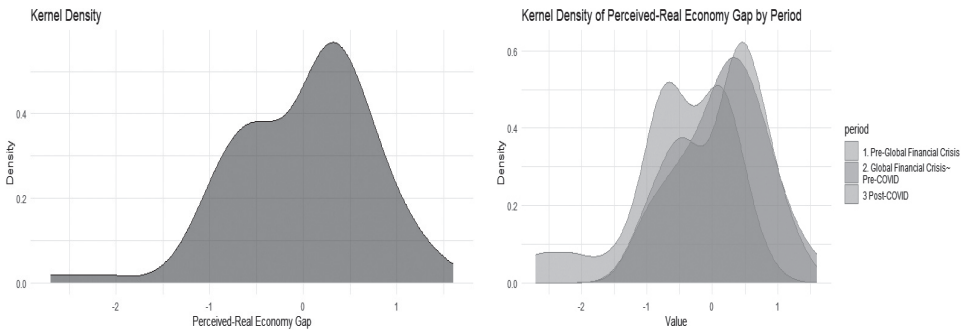
8) 체감-실물 괴리 지표는 자기상관을 지닌 것으로 나타났는데, 이는 경기에 대한 과도한 낙관 또는 비관이 즉각적으로 조정되는 것이 아니라 시차를 두고 조정된다는 것을 의미한다.

<Figure 5> Perceived-Real Economy Gap



Note: Figure 5 plots perceived-real economy gap over time. The index is constructed as the residual component of the common sentiment factor after controlling for major real-sector fundamentals.

<Figure 6> Distribution of Perceived-Real Economy Gap



Note: The left panel shows the kernel density of the gap for the full sample. The right panel presents kernel densities by subperiods, illustrating shifts in the distribution over time.

<Table 2> Summary Statistics: Perceived-Real Economy Gap

Period	Mean	Standard Deviation	Skewness	Kurtosis	Maximum	Minimum
Full-Sample	0.000	0.739	-0.699	1.256	1.605	-2.696
Pre-Global Financial Crisis	0.128	0.624	-0.329	-0.861	1.220	-1.029
Global Financial Crisis~ Pre-COVID	0.172	0.649	-0.132	-0.445	1.605	-1.128
Post-COVID	-0.511	0.799	-1.165	1.527	0.639	-2.696

Note: The table reports summary statistics of the perceived-real economy gap across different periods. The gap is defined as the residual component of the common sentiment factor after controlling for major real-sector fundamentals.

먼저 <표2>와 <그림6>에서 확인할 수 있듯이, 체감-실물 괴리 지표는 전반적으로 종 모양 분포를 보이나 정규분포에 비해 왼쪽으로 꼬리가 더 두껍고 긴 비대칭 분포를 나타낸다. 글로벌 금융위기 전에는 분산이 비교적 작고 대칭적이었다. 다만 글로벌 금융위기 이후부터 코로나 팬데믹 이전까지는 평균이 양의 방향으로 이동하여 경제주체들이 실물경기 대비 상대적으로 낙관적인 인식을 보였음을 알 수 있다. 반면 코로나 팬데믹 이후에는 경제에 대한 비관적 평가가 뚜렷해지면서 지표의 평균이 음으로 전환되었고, 분산 또한 확대되었다. 이 시기에는 왼쪽으로 꼬리가 더욱 두꺼워지며 정규성을 벗어나는 특징이 강화되었다.

시계열적 흐름에서도 체감-실물 괴리 지표는 심리지표들과 유사하게 주요 경제 충격과 회복 국면을 따라 움직이지만, 실물경제 지표와의 연동성은 상대적으로 약한 편이다(<그림5>, <그림6> 참조). 글로벌 금융위기와 코로나 팬데믹 기간에는 괴리 지표가 급격히 음의 값을 보였으며, 회복기에는 양의 값으로 전환되었다가 이후 평균 근처로 수렴하는 패턴이 관찰된다. 추정 방법의 특성상 충격이 제거되면 실물 대비 심리의 일탈이 소멸되는 모습을 보이기도 하나, 전반적으로 체감-실물 괴리 지표는 실물경기의 구조적 변동만으로 설명하기 어려운 독립적인 요인의 영향을 반영하는 것으로 판단된다.

### 3. 주요 거시지표에 대한 선행성 분석

본 분석에서는 체감-실물 괴리 지표가 GDP, GDP 민간소비, GDP 설비투자, GDP 수출의 전년동기대비 성장률에 대해 선행성을 가지는지와 어떻게 영향을 미치는지 평가한다. 이를 위해 시차상관계수, Granger 인과검정과 충격반응함수 분석을 진행할 것이다.

<Table 3> Cross-Correlations between the Sentiment-Real Economy Gap and Growth Rates of Major Macroeconomic Indicators<sup>1)2)</sup>

Macroeconomic Indicators	t-4	t-3	t-2	t-1	t	t+1	t+2	t+3	t+4
GDP	0.005	0.149	0.291	0.233	0.144	0.218	0.200	0.306	0.323
GDP Private Consumption	-0.026	0.140	0.335	0.356	0.216	0.291	0.231	0.197	0.222
GDP Facilities Investment	-0.149	-0.147	-0.021	0.052	0.015	0.249	0.259	0.227	0.240
GDP Exports	0.024	0.067	0.169	0.127	0.034	0.129	0.111	0.305	0.309

Notes: 1) Shaded cells indicate coefficients whose absolute values exceed the approximate significance bound,  $2/\sqrt{T}$  ( $T=89$ )  $\approx \pm 0.212$ .

2) Lags and leads are based on quarterly data.

먼저 시차상관계수 분석 결과, 체감-실물 괴리 지표는 민간소비 성장률과의 선행 관계가 가장 두드러졌다. 특히 1분기 전 시점에서의 상관계수는 0.356으로, 동시 시점의 0.216보다 높아 1분기 선행성이 뚜렷하게 관측되었으며, 2분기 선행 시에도 0.335으로 높은 상관성을 보였다. 이는 GDP 성장률과의 1분기 선행인 0.233, 2분기 선행인 0.291 보다도 높은 것으로 나타났다. 반면, 설비투자과 수출 증가율에는 다소 후행하는 것으로 나타났다. 이를 종합해 보면 체감-실물 괴리 지표가 민간소비에 1분기와 2분기 선행성을 유의하게 가지며 이에 따라 전체 GDP에 대해서도 선행성이 있는 것으로 나타난 것을 유추할 수 있다.

<Table 4> Granger Causality between Perceived-Real Economy Gap and Major Macroeconomic Growth Indicators(p-value)<sup>1)2)</sup>

Sentiment Indicators	Macroeconomic Indicators	Sentiment → Macroeconomic Indicators				Macroeconomic Indicators → Sentiment			
		Lags				Lags			
		1	2	3	4	1	2	3	4
Perceived-Real Economy Gap	GDP	0.06	0.04	0.00	0.01	0.09	0.22	0.00	0.01
Perceived-Real Economy Gap	GDP Private Consumption	0.00	0.00	0.00	0.00	0.04	0.04	0.06	0.03
Perceived-Real Economy Gap	GDP Facilities Investment	0.59	0.15	0.10	0.48	0.01	0.04	0.05	0.03
Perceived-Real Economy Gap	GDP Exports	0.16	0.36	0.18	0.27	0.23	0.47	0.00	0.01

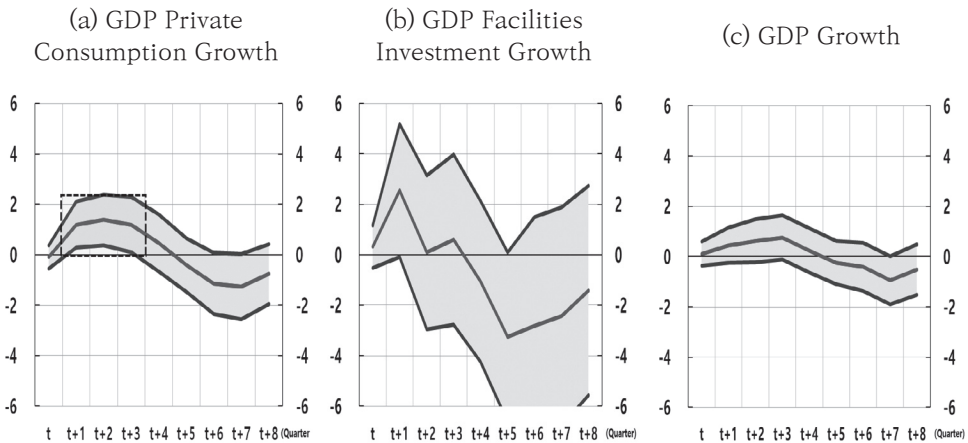
Notes: 1) Shaded cells indicate statistical significance at the 5% level.

2) Lags are based on quarterly data.

Granger 인과관계 분석 역시 이러한 결과를 지지한다. 체감-실물 괴리는 민간 소비 성장률에 대해 모든 시차(1~4분기)에서 1% 유의수준에서 유의한 Granger 인과성을 가지는 것으로 나타났다. 반면, 설비투자 및 수출 성장률에 대해서는 체감-실물 괴리 지표가 해당 거시지표를 예측하는 방향의 Granger 인과성은 유의하게 나타나지 않았다.

다음으로 벡터자기회귀 모형을 사용하여 체감-실물 괴리 지표에 충격이 발생한 이후 주요 거시지표들이 어떠한 동태적 경로를 따라 반응하는지 파악하고자 한다. 이를 통해 앞서 수행한 지표 간 선행성 분석 결과를 보완함과 동시에, 충격에 대한 주요 거시지표들의 동태적 조정 경로를 분석하고자 한다. 구조형 벡터자기회귀 모형의 식별은 Sims 인과사슬(causal chain)을 이용하여, 변수 순서를 단기금리(콜금리), 체감-실물 괴리 지표, 민간소비, 설비투자, GDP, 인플레이션으로 정하였다. 금융시장이 다소 빠르게 움직이고, 실물지표들이 추후에 시차를 가지고 조정되는 경향이 있기 때문이다. 시차는 AIC 기준에 따라 8으로 설정하였다.

〈Figure 7〉 Impulse-Response of Major Macroeconomic Indicators to Perceived-Real Economy Gap



Note: Shaded areas represent the 90% confidence interval.

〈그림 7〉은 체감-실물 괴리 지표에 1 표준편차 크기의 양(+)<sup>1</sup>의 충격이 가해졌을 때, 민간소비, 설비투자, GDP 성장률이 시차별로 어떻게 반응하는지를 나타낸 것이다. 민간소비 성장률은 90%의 신뢰구간을 고려할 때 1~3분기 후에 통계적으로 유의한 수준으로 양의 반응을 보이는 것으로 나타났다. 반면, 설비투자와 GDP 성장률은 90%의 신뢰구간을 고려할 때는 모두 유의하지 않은 것으로 나타났다. 본 절의 분석 결과들은 체감-실물 괴리가 단기적으로 민간소비에 유의한 영향을 미치며, 민간소비에 선행적 신호로 작용할 수 있음을 시사한다.

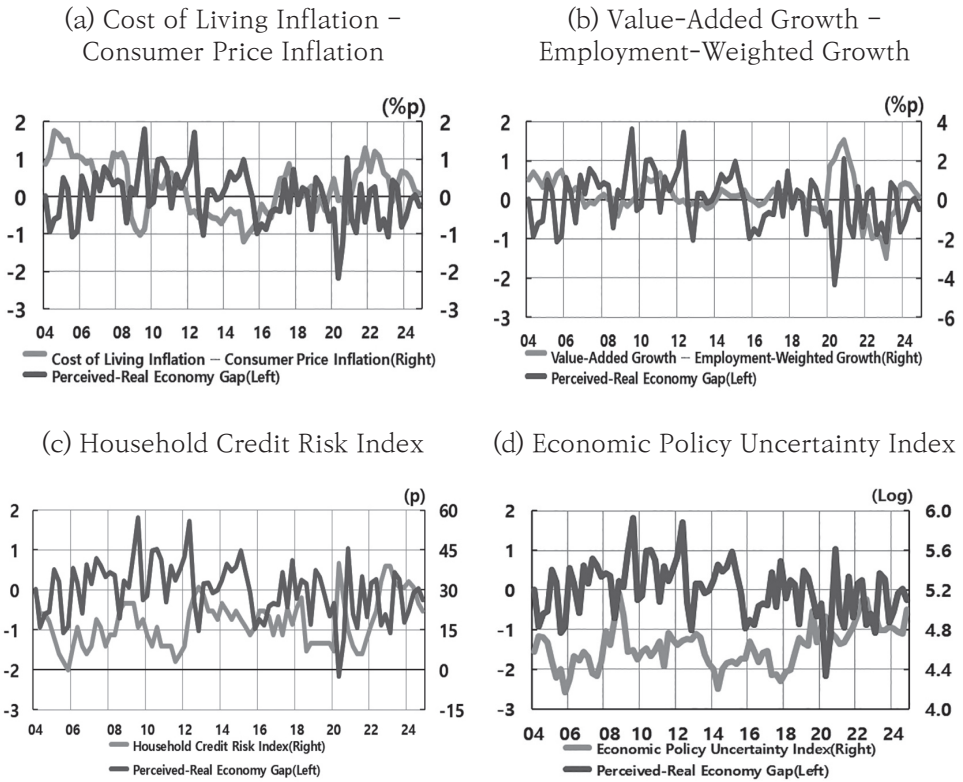
#### 4. 체감-실물 괴리 지표와 관련된 경제 변수 분석

체감경기와 실물경기 간 괴리는 경제의 기초 여건과 괴리된 경제주체들의 체감 경기, 즉 심리적 해석 방식에 기인한다. 특히 체감-실물 괴리 지표가 민간소비에 미치는 영향이 큰 것으로 나타난 점을 고려할 때, 동 지표는 격차 및 분배구조와 물가, 불확실성 등 경제주체가 직접 체감하는 여건들과 맞닿아 있음을 유추할 수 있다. 이에 본 절에서는 체감경기와 실물경기 간 괴리와 관련이 깊은 경제 변수들을 회귀분석으로 분석한다.

체감-실물 괴리 지표와 관련된 경제 변수로 다음과 같은 변수들을 고려한다. 먼저, 체감물가와 소비자물가 간 격차이다. 체감물가는 통계청에서 공표하는 지수로, 소비자물가지수 중에서도 소비자들의 구매빈도가 높고, 생필품 중심의 144개 품목을 대상으로 산출된다. 동 지수 간의 괴리가 양(+)<sup>1</sup>의 방향으로 커질수록 체감하는 물가가 공식적인 물가보다 높고, 물가 인식에 있어 괴리가 존재함을 의미한다. 다음은 부가가치 성장률과 고용가중 성장률의 차이이다. 이는 실질 GDP 성장률과 취업자 비중을 가중한 고용성장률의 차이를 의미하고 포용적 성장 여부를 나타낸다. 실제 부가가치 성장률 대비 고용가중 성장률이 저조한 것은 고용 없는 성장을 나타내며 이는 사회적으로 포용적 성장이 저해되고 있음을 파악할 수 있다. 다음으로 가계 신용위험을 고려한다. 해당 지표는 한국은행에서 총 203개의 금융기관을 대상으로 진행한 조사에서 대상 기관의 여신업무 총괄담당 책임자가 평가한 신용위험을 지수화한 것이다. 경제주체들은 높은 가계부채나 이자율 상승 등으로 신용위험이 확대되면 실제 경기보다 인식이 부정적으로 변할 수 있기 때문이다. 마지막으로 경제정책 불확실성 지수를 고려한다. Baker et al.(2016)는 경제주체들이 정부의 경제정책 방향이나 실행 여부에 대해 불확실성을 느끼는 것을 지수화하였다. 경제주체들은 비우호적인 대내외 여건 등에 따라 경제정책 불확실성이 확대되면

실제 경기 상황보다 경기를 부정적으로 인식하는 경향이 존재한다. 이러한 변수들과 체감-실물 괴리 지표 간의 관계는 <그림 8>와 같이 전반적으로 역의 관계를 보인다.

<Figure 8> Perceived-Real Economy Gap and Related Economic Variables



Note: Figure 8 presents the time-series movements of Perceived-real economy gap and related economic variables.

Sources: ECOS, Baker et al.(2016)

<Table 5> Regression Results: Perceived-Real Economy Gap

Variables	Perceived-Real Economy Gap
Constant	0.653*** (0.189)
Cost of Living Inflation - Consumer Price Inflation	-0.244** (0.113)
Value-Added Growth - Employment-Weighted Growth	-0.288** (0.089)
Household Credit Risk Index	-0.031*** (0.009)
Economic Policy Uncertainty Index	-0.335* (0.188)
Adjusted R <sup>2</sup>	0.195

Notes: The dependent variable is the perceived-real economy gap. Figures in parentheses are standard errors. \*\*\*, \*\*, and \* denote statistical significance at the 1%, 5%, and 10% levels, respectively.

<표 5>는 체감-실물 괴리 지표를 종속변수로 그리고 각 변수를 설명변수로 둔 선형 모형을 추정한 결과를 나타낸다. 추정 결과 앞선 예상과 같이 각 변수의 회귀계수는 모두 음(-)의 값을 나타냈으며, 대부분 5%의 유의수준에서 통계적으로 유의하였다. 첫째로, 생활물가 상승이 전반적인 물가상승보다 높게 나타날수록 체감경기가 실물경기보다 더 부정적으로 형성된다. 이는 전체 소비자물가는 낮더라도 가계는 물가 부담을 크게 느껴 경제 상황을 나쁘게 인식하는 것으로 해석할 수 있다. 다음으로 고용 없는 성장이 심화할수록 경제주체들은 거시지표상 성장률은 체감하지 못한다. 이는 경제의 과실이 충분한 일자리 증가로 이어지지 않을 때 체감경기는 실제 지표보다 비관적으로 형성되는 것으로 볼 수 있다. 셋째로, 가계신용 위험도 상승은 심리를 위축시키는데 이는 당장 생산·고용 등 거시지표에 반영되지 않을 수 있다. 마지막으로 경제정책 불확실성 증가는 정치적 갈등, 비우호적인 대내외환경, 경제정책 방향의 불분명 등으로 정책 집행에 대한 신뢰가 낮아지면서 기업과 가계는 실제 경기상황에 비해 불안감을 느끼게 된다. 즉 경제주체는 경제 내 격차 및 불확실성 확대로 실물경제 대비 과도하게 경기에 대해 부정적으로 인식한다고 유추할 수 있다.

<부록 2>에서는 우리나라가 경험한 대표적인 실물과 체감경기 간 괴리 사례를 이러한 분석 결과를 바탕으로 살펴본다.

## V. 결론

본 연구는 심리지표인 CBSI, CCSI, ESI로부터 공통심리요인을 추출한 후 주요 거시 실물지표의 영향을 통제하여 체감-실물 괴리 지표를 추정하고, 해당 지표의 특징과 유용성, 그리고 관련 경제 변수를 분석하였다. 분석 결과, 체감-실물 괴리 지표는 민간소비에 특히 높은 선행성과 영향력을 보이는 것으로 나타나, 민간소비 관련 경기 모니터링 및 정책 판단에 유용한 정보로 활용될 수 있음을 시사한다. 또한 체감-실물 괴리는 체감물가와 소비자물가 간 괴리, 고용 없는 성장, 가계 신용위험, 경제정책 불확실성 등과 유의한 관계를 가지는 것으로 확인되어, 향후 경기 판단과 정책 설계 시 이들 요인에 대한 지속적인 모니터링도 유용할 것으로 기대된다.

한편 소비자심리지수(CCSI)는 2008년 2분기까지는 분기 자료만 이용 가능하나, 이후 기간에 대해서는 월별 자료를 활용할 수 있다. 따라서 그 이후 기간에 대해 월별 체감-실물 괴리 지표를 산출하고, 월별 소매판매액 등 소비 관련 고빈도 지표에 대한 예측력을 이동 윈도우 예측(rolling window forecasting) 절차를 통해 보다 엄밀하게 분석할 수 있을 것이다. 이러한 확장 분석은 향후 연구 과제로 남긴다.

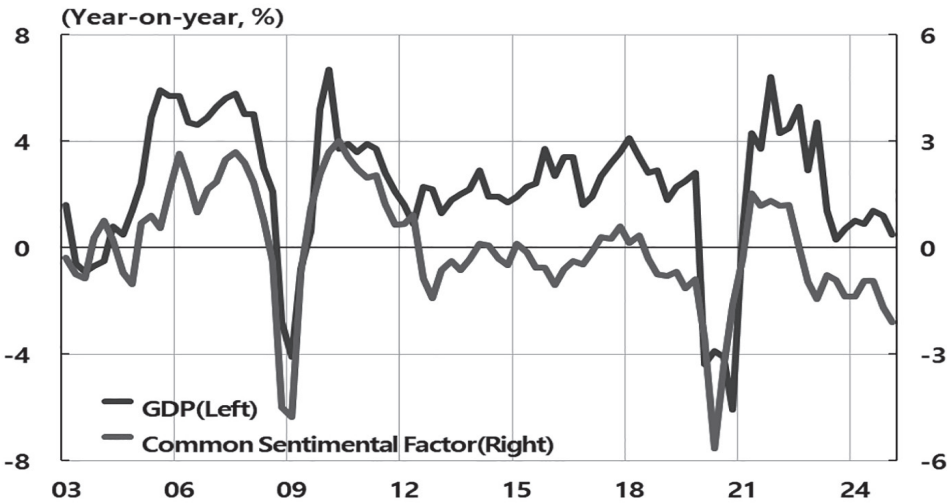
## 〈참고문헌〉

- 김영준 (2022), “언론 보도 내용의 감성이 소비자들의 경제 심리에 미치는 영향에 대한 분석”, *시장경제연구*, 51(1), 71-102.
- 김영준, 신석하. (2016), “우리나라 소비자 특성별 체감경기와 거시경제지표 간의 관계 분석”, *한국산학기술학회논문지*, 제17권 제11호, 474-482.
- 김형석, 심연정. (2019), “경제 내 상대적 격차에 따른 체감경기 분석”, *한국은행 조사통계월보* 논고, 2019-1.
- 이종웅, 김윤재. (2024), “경제지표의 그늘, 체감되지 않는 숫자”, *한국은행 블로그*, 2024년 9월.
- Baker, S.R., Bloom, N. and Davis, S.J. (2016), “Measuring Economic Policy Uncertainty”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 131, Issue 4, pp. 1593-1636.
- Doz, C., Giannone, D. and Reichlin, L. (2011), “A Two-Step Estimator for Large Approximate Dynamic Factor Models Based on Kalman Filtering”, *Journal of Econometrics*, Vol. 164, Issue 1, pp. 188-205.
- Geweke, J. (1977), “The Dynamic Factor Analysis of Economic Time Series Models”, in D. J. Aigner and A. S. Goldberger (eds.), *Latent Variables in Socio-Economic Models*, Amsterdam: North-Holland, pp. 365-383.
- Harris, B. and Sojourner, A. (2024), “Why Are Americans So Displeased with the Economy?”, *Brookings Institution*, January 5.
- Hatzius, J., Briggs, J., Kodnani, D. and Pierdomenico, G. (2024), “Why DM Business Surveys Are So Weak”, *Global Economics Comment*, Goldman Sachs, July 11.
- Kim, D. and Na, H. (2018), “Investor Sentiment, Anomalies, and Macroeconomic Conditions”, *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, Vol. 47, No. 6, pp. 751-804.
- Stock, J.H. and Watson, M.W. (1989), “New Indexes of Coincident and Leading Economic Indicators”, *NBER Macroeconomics Annual*, Vol. 4, pp. 351-394.
- \_\_\_\_\_. (2002), “Forecasting Using Principal Components from a Large Number of Predictors”, *Journal of the American Statistical Association*, Vol. 97, No. 460, pp. 1167-1179.

### 〈부록 1〉 공통심리요인의 분포 및 특성

공통심리요인은 경제 순환에 맞춰 상당한 변동성을 보이는 것으로 나타났다. 동 지표의 분포 및 시계열적 움직임을 주요 시기로 구분하여 살펴보면 다음과 같다.

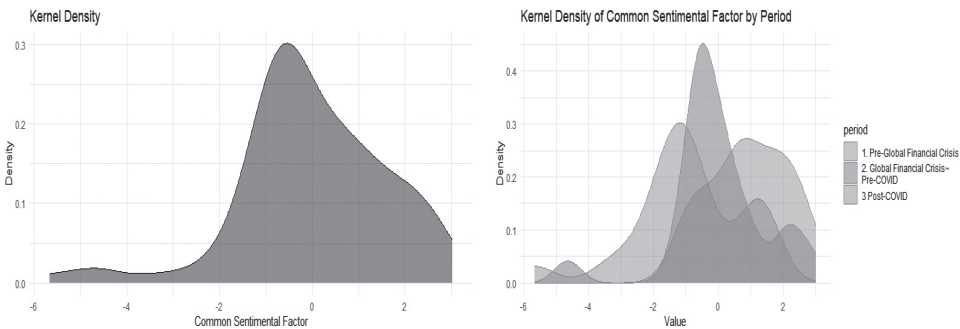
〈Figure 9〉 Common Sentimental Factor and GDP Growth



Note: The figure plots the common sentiment factor together with year-on-year GDP growth rate. The figure illustrates the relationship between overall economic sentiment and real economic activity over time.

Sources: ECOS

〈Figure 10〉 Distribution of Common Sentimental Factor



Note: The left panel shows the kernel density of common sentimental factor for the full sample. The right panel presents kernel densities by subperiods, illustrating shifts in the distribution over time.

〈Table 6〉 Summary Statistics: Common Sentimental Factor

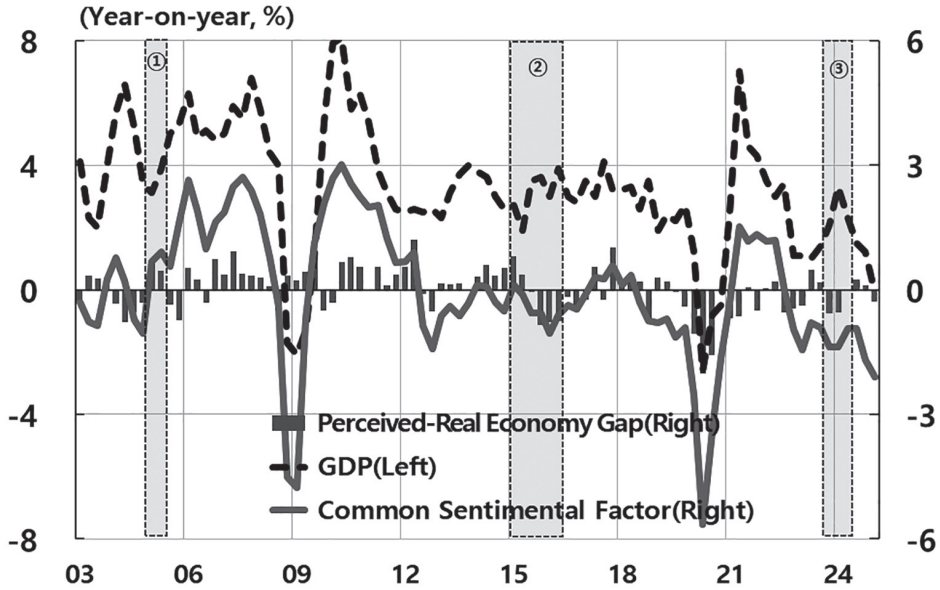
Period	Mean	Standard Deviation	Skewness	Kurtosis	Maximum	Minimum
Full-Sample	0.000	1.604	-0.749	1.835	3.021	-5.656
Pre-Global Financial Crisis	0.932	1.186	-0.154	-1.071	2.702	-1.040
Global Financial Crisis~ Pre-COVID	-0.019	1.488	-0.704	2.962	3.021	-4.775
Post-COVID	-0.933	1.729	-0.761	1.524	1.519	-5.656

Note: The table reports summary statistics of the common sentiment factor across different periods. The factor is extracted using a dynamic factor model from major sentiment indicators (CBSI, CCSI, and ESI).

먼저 공통심리요인은 정규분포와 대비하여 평평한 모습을 보이고, 경제충격들로 인해 왼쪽으로 꼬리가 길게 늘어진 모습을 하고 있다. 〈표 6〉에서 보듯, 왜도는 음의 값을 가지고 첨도는 3보다 낮은 값을 가진다. 즉 정상시에는 고르게 분포되어 있으나 극단값이 종종 발생하여 분포가 뾰족해지고 비대칭적인 모습이다. 〈그림 10〉과 〈표 6〉에서 보듯, 글로벌 금융위기 이전에는 분포가 비교적 좁고, 대칭에 가까웠던 반면 글로벌 금융위기 이후에는 분산이 크게 증가하고, 왼쪽으로 꼬리가 길게 늘어지는 비대칭이 심화되었다. 특히 좌우 양쪽 꼬리가 코로나 팬데믹에 따른 대규모 충격과 이후 펜트업 수요(pent-up demand) 등에 따른 급격한 경기 회복 과정으로 더욱 두꺼워지면서 분포가 비정규적으로 변하였다. 한편, 평균은 시간이 지날수록 작아지고, 표준편차는 커지는데 이는 경제주체들은 과거에 비해 부정적으로 경기를 인식하고 있고, 심리의 변동성도 확대되고 있는 모습을 시사한다. 〈그림 9〉에서 보듯, 공통심리요인은 경제성장률과 유사한 추세를 보이면서 경기 순행적인 모습이다. 글로벌 금융위기와 코로나 팬데믹 같은 충격기에는 심리요인이 대폭 하락하였으나 회복기에는 비교적 높은 심리 수준으로 전환되는 과잉 반등 현상이 관찰된다. 특히 회복기에는 높은 심리지수가 관측되는 현상은 정책 반등과 기대 전환으로 경제주체들이 충격 후 빠르게 심리가 낙관화된 것을 의미한다.

## 〈부록 2〉 우리나라 실물과 체감경기 괴리 사례 분석

〈Figure 11〉 Perceived-Real Economy Gap, GDP Growth, and Common Sentimental Factor

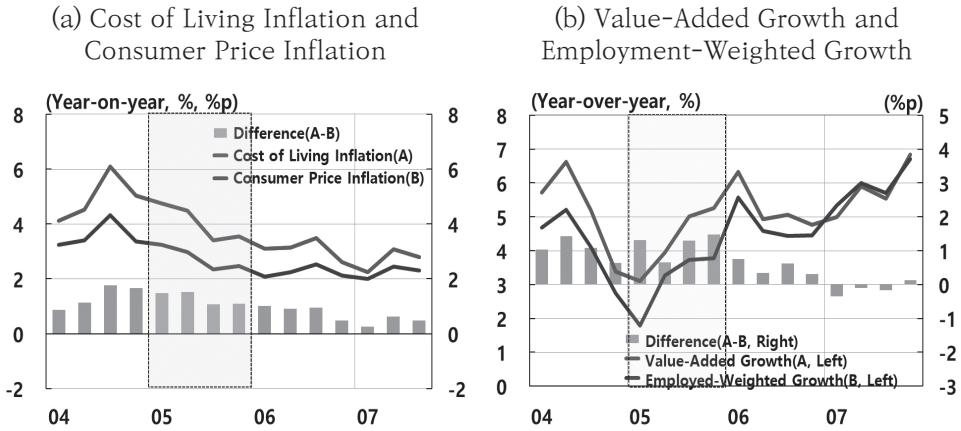


Note: The figure plots the perceived-real economy gap, GDP growth, and the common sentiment factor. The figure illustrates the relationship among the perceived-real economy gap, real economic activity, and overall sentiment over time.

Sources: ECOS

우리나라가 경험한 대표적인 실물과 체감경기 간 괴리 사례를 앞선 추정 결과를 바탕으로 살펴본다. 〈그림 11〉에서 보듯, 2005년 1분기부터 3분기는 경제성장이 가속화되는 시기이나 공통심리요인은 다소 주춤하였다. 다음으로 2015년 1분기부터 2016년 3분기까지는 경제성장률은 상승하였으나 공통심리요인은 하락하였다. 마지막으로 2023년 3분기부터 2024년 1분기 사이 경기는 코로나 팬데믹 이후 경제성장률이 회복세를 보일 때 공통심리요인은 다소 부진하였다.

<Figure 12> Main Drivers of the Perceived-Real Economy Gap in Period I

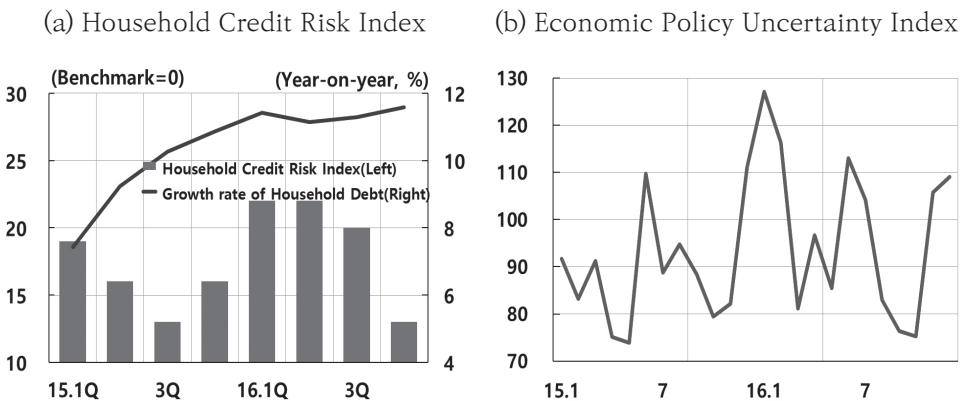


Note: The figure plots selected macroeconomic variables together with the perceived-real economy gap for Period I (2005Q1-2005Q3).

Sources: ECOS

먼저 2005년 1분기부터 3분기 상황을 살펴보겠다. 동 기간에는 물가오름세가 전반적으로 둔화하고 있는 시점이었으나 생활물가 오름세가 소비자물가 대비 높아지면서 경제주체가 인식하는 물가 격차가 확대되었다. 또한 고용가중 성장률이 지표 성장률에 다소 뒤처지면서 포용적 성장이 저해되었다. 이는 <그림 12>에서 확인할 수 있다.

<Figure 13> Main Drivers of the Perceived-Real Economy Gap in Period II

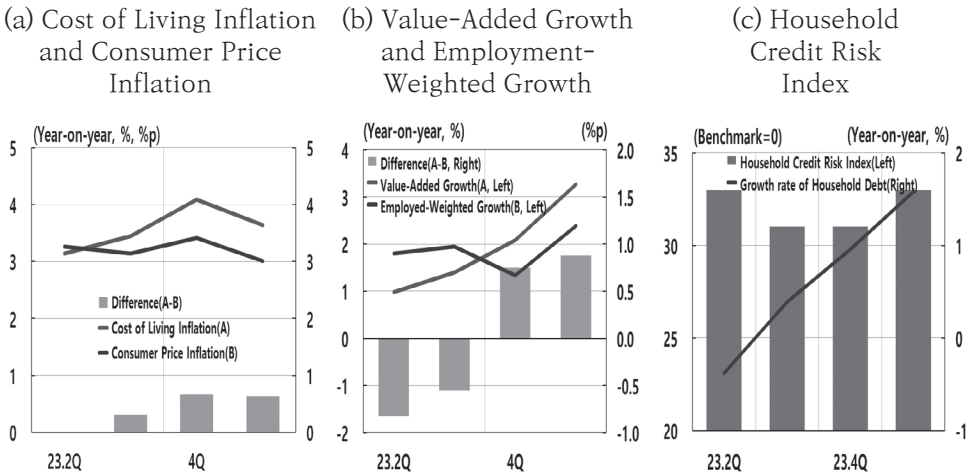


Note: The figure plots selected macroeconomic variables together with the perceived-real economy gap for Period II (2015Q1-2016Q3).

Sources: ECOS, Baker et al.(2016)

다음으로 2015년 1분기부터 2016년 3분기는 주로 두 가지 요인이 영향을 미쳤다. 먼저 2015년도에는 메르스와 같은 보건위기, 2016년에는 정치 불확실성에 따라 정책 불확실성이 전반적으로 크게 확대되었다. 또한 신용위험이 급격한 가계대출 증가세로 확대된 시기이다. 동기간 가계신용 전년동기대비 증가율은 평균적으로 10.2%를 기록하였다.

<Figure 14> Main Drivers of the Perceived-Real Economy Gap in Period III



Note: The figure plots selected macroeconomic variables together with the perceived-real economy gap for Period III (2023Q3-2024Q1).

Sources: ECOS, Baker et al.(2016)

마지막으로 2023년 3분기부터 2024년 1분기는 체감물가와 소비자물가의 격차가 확대되었다. 물가오름세는 추세적으로 다소 둔화되고 있지만, 생활물가 상승률이 소비자물가 상승률보다 높은 모습이다. 또한 23년 4분기부터는 고용가중 성장률이 경제성장률 대비 다소 낮은 모습을 보여주며 고용이 성장과 비례하게 증가하지 못한 모습이다. 추가로 코로나 팬데믹 이후 경기는 회복되고 있었으나, 가계신용이 팬데믹 기간 저금리 기조의 지속에 따른 가계대출 누증으로 역대 최고치를 경신하면서 신용위험이 확대되었다.

# Measuring and Analyzing the Gap Between Perceived and Real Economic Conditions

Yoonsuk Son\*, Heejoon Han\*\*

This paper quantitatively measures the gap between perceived economic conditions and real economic activity in Korea, and analyzes the characteristics, usefulness, and related economic variables of this gap indicator. To this end, we extract a common sentiment factor shared by economic agents from major economic sentiment indices and construct a perceived-real economy gap indicator by controlling for the influence of key macroeconomic indicators. Using data from the first quarter of 2003 to the first quarter of 2025, the results show that the estimated gap indicator exhibits strong leading properties for private consumption growth. A positive shock to the indicator significantly increases the growth rate of private consumption for one to three quarters. Furthermore, the perceived-real economy gap is found to be significantly related to the gap between perceived inflation and consumer price inflation, jobless growth, household credit risk, and economic policy uncertainty.

JEL Classification: E00, E21, C01

Key Words: Perceived Economic Conditions, Real Economic Activity, Economic Sentiment, Perceived-Real Economy Gap, Relative Gap

DOI: 10.23299/bokeri.2026.32.1.002

---

\* Senior Economist, Daegu-Gyeongbuk Branch, The Bank of Korea  
(E-mail: ysson1230@bok.or.kr, Tel: +82-53-4290-252)

\*\* Corresponding Author, Professor, Department of Economics and Quantitative Applied Economics, Sungkyunkwan University (E-mail: heejoonhan@skku.edu, Tel: 02-760-0428)

This paper is a revised and extended version of the first author's master's thesis submitted to the Department of Quantitative Applied Economics at Sungkyunkwan University in 2025. The views expressed in this study are those of the authors and should not be attributed to the Bank of Korea. The authors are grateful to two anonymous reviewers for their helpful comments and suggestions. Any remaining errors are the sole responsibility of the authors.

Received: 16 July 2025, Received in revised form: 9 January 2026, Accepted: 27 February 2026