

# 생산 부문으로의 자금 흐름 전환과 성장 활력

2025. 12. 9

한국은행 황인도 · 장훈 · 김우석

\* 본 내용은 저자 개인 의견이며 한국은행의 공식 견해와는 무관합니다.  
따라서 인용 시에는 반드시 저자명을 명시하여 주시기 바랍니다.

## 핵심 내용 Preview

신용 흐름의 비생산 → 생산 부문 전환 시, 성장률 제고 효과와 관련 정책과제

민간신용 규모 같아도, 생산부문에<sup>기업</sup>에 배분된 비중 높을수록 장기<sup>5년 평균</sup> 성장률 ↑

- o 1975-2024년 43개국 패널 자료. BIS의 GDP 대비 민간·가계·기업신용 이용
- o 경로: 투자율(GDP 대비) ↑, 생산성 ↑

[시뮬레이션] 비생산 부문 신용 줄고<sup>가계신용 -10%p</sup>, 그만큼 생산 부문에 배분<sup>기업신용 +10%p</sup>  
→ 연평균 성장률 +0.2%p (예: 1.9% → 2.1%)

[추가 분석] 기업 내에서도 외부자금 의존도가 높은 산업, 중소기업, 고생산성 산업에서 신용의 (+) 효과 큼

[정책 방향] 고생산성 부문에 신용 늘도록 대출 인센티브 체계 조정, 인프라 구축 필요  
(예: 중소기업 특화 신용평가기관 설립)

# 목 차

## Table of Contents

---

01 연구 배경 및 질문

---

02 실증분석, 시뮬레이션

---

03 추가분석 결과

---

04 정책대응

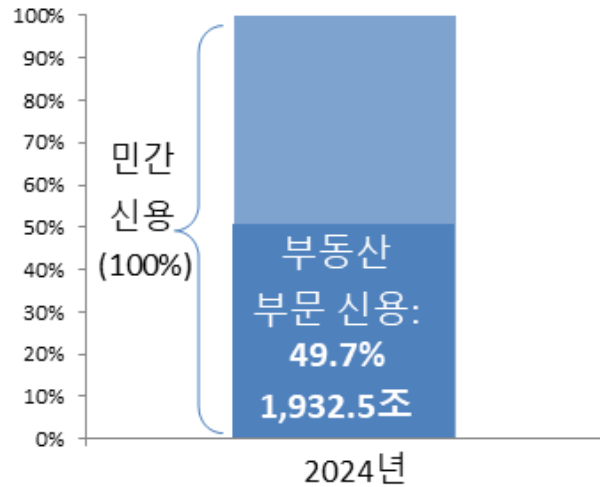
---

# 1. 연구 배경: 비생산 부문 신용 집중 ⇨ 다양한 사회·경제 문제를 양산

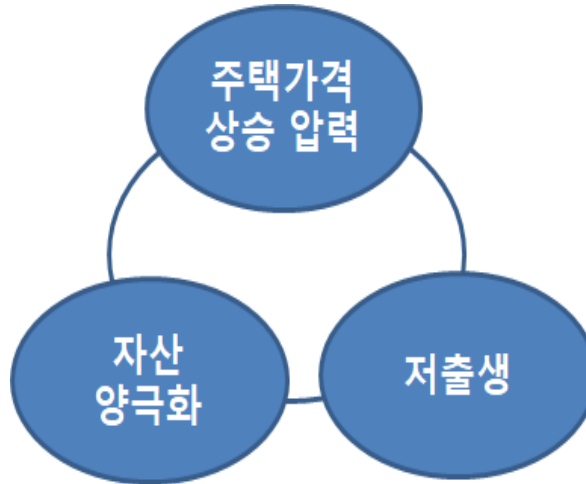
민간신용의 50%가  
부동산 부문에 집중

다양한 사회 문제  
양산

가계부채 누증 등  
통화정책 운영에 부담



주: 가계의 주택담보대출 등 부동산대출과  
부동산업·건설업에 대한 기업대출  
자료: 추명삼 외 (2025)



한국은행-한국금융연구원 공동 정책 컨퍼런스

## 부동산 신용집중: 현황, 문제점 그리고 개선 방안

일시: 2025년 4월 3일 (목) 14:00  
장소: 은행회관 14층 세미나실

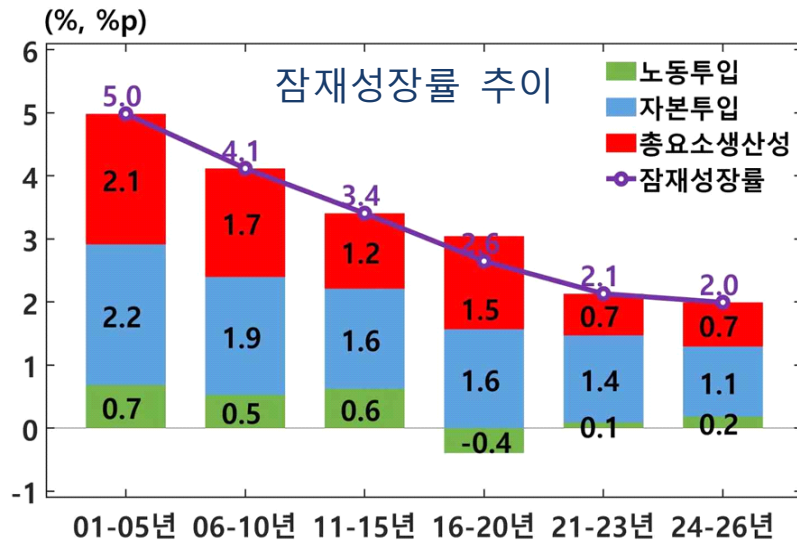
주최: 한국은행 KIF 한국금융연구원

후원: 금융위원회 금융감독원

비생산 부문 신용 집중 ⇨ 자원배분의 비효율성 ↑ ⇨ 잠재성장률에도 부정적

5%에 달하던 잠재성장률,  
최근에는 2% 내외로 하락

부동산에 쏟린 돈 생산부문으로,  
지속성장 기반 강화...  
경제성장전략 발표



자료: 이은경 외 (2024)



## 1. 연구 질문 Research question

**[문헌]** 신용과 성장에 관한 연구는 많지만, 생산 부문으로의 자금 흐름 전환이 성장에 미칠 영향을 정량적으로 살펴 본 연구는 드물

- BIS (2024), Müller & Verner (2024), Levine (2021), Mian et al. (2017), Arcand et al. (2015)

**[연구 질문]** 비생산→생산 부문으로의 자금흐름 전환을 통해 장기 성장을 제고 가능? 정량적인 크기는?, 관련 정책과제는?

**[방법론]** 국가별 패널 자료를 활용한 성장 회귀식 Growth Regression

- 성장에의 인과적 효과 → 패널 데이터 이용
- 문제점: 생산 vs 비생산 부문별 신용 공급에 관한 국별 패널데이터는 X
- 최선의 Proxy: HH Credit-to-GDP vs. (Non-Financial) Corporate Credit-to-GDP  
(한국<sup>2024년</sup>: 90.1%) (110.5%)
  - 가계신용의 66.8%는 주택구입목적 ('23년 25개국 평균<sup>이해인, 2024</sup>)
  - 기업신용의 대부분은 생산 부문(기업신용 중 부동산부문 비중은 20% 미만)
- BIS (2024) 방식을 따라 추정

## 2. 실증분석: 개요와 특징

### ● 성장 회귀식의 이슈 최소화

- 모델의 불확실성 (Sala-i-Martin et al., 2004): 다양한 변수를 포함, 비선형적 관계도 고려
- 내생성, 역의 인과관계 문제<sup>Reverse Causality</sup>: 1기간 전 설명변수 이용<sup>predetermined variables</sup>,  
FE 패널 모형 외에 Arellano-Bond Diff. GMM 모형 추정

### ● BIS의 43개국 패널자료, 1975-2024, 비중첩 5년 평균치 이용

- FE Panel model:  $gr_{i,t} = \alpha + \beta X_{i,t-1} + \mu_i + \varepsilon_{i,t}$  ..... (1)
- A-B Diff GMM :  $gr_{i,t} - gr_{i,t-1} = \gamma(gr_{i,t-1} - gr_{i,t-2}) + \beta(X_{i,t-1} - X_{i,t-2}) + (\varepsilon_{i,t} - \varepsilon_{i,t-1})$  ..... (2)

### ● 설명변수 Set ( $X_{i,t-1}$ )

- 신용, 금융 발전  
GDP 대비 가계신용, 기업신용: 1차 & 2차항  
GDP 대비 민간신용<sup>가계+기업</sup> (1차 & 2차항), 민간신용 중 기업신용 비중  
GDP 대비 주식 시가총액, 매매회전율
- 초기조건<sup>Initial Conditions</sup>: 1인당 GDP
- 노동투입<sup>Labor</sup>: 인적자본<sup>Human capital</sup>, 생산인구 증가율, 인구고령화
- 정책·제도 요인<sup>Policy & Institutions</sup>: 무역개방도, 경제안정성(inflation), 공공부문(정부소비, 정부부채비율)
- 구조적·기타 요인: 제도·지리 변수 등은 고정효과 항( $\mu$ )에 반영

<참고>

기초 통계

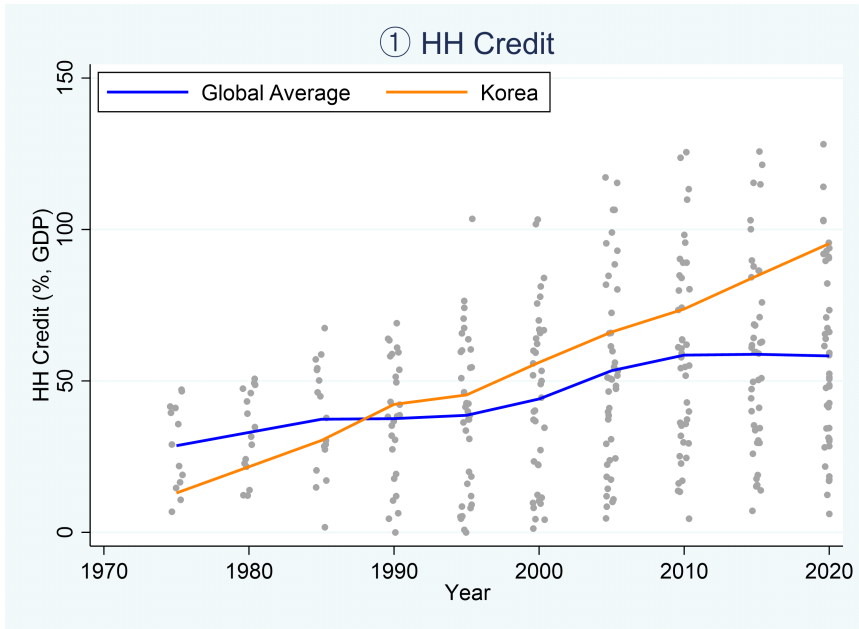
(43개국 X 최대 10개 기간, unbalanced panel)

모든 변수는 5년 평균치 사용

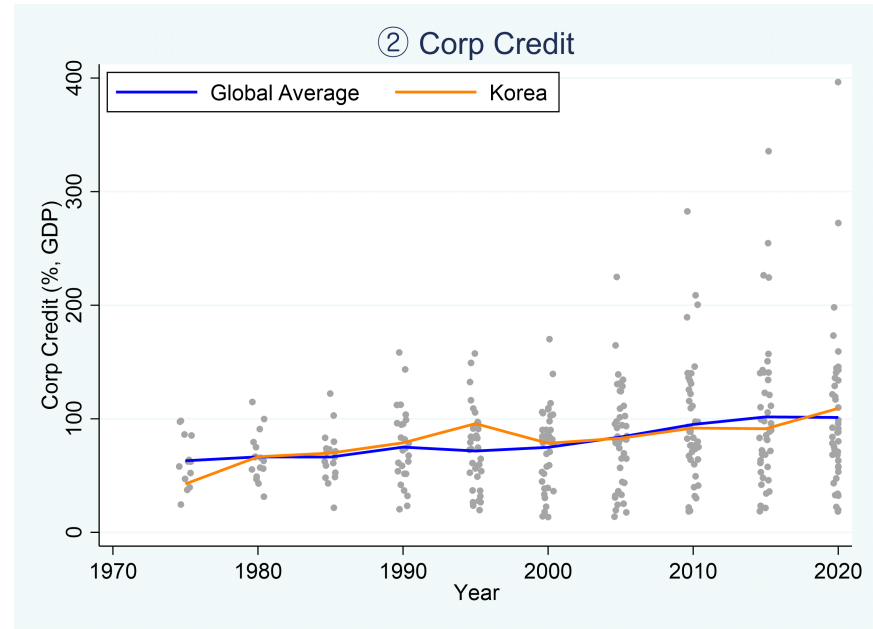
	Variable	Obs	Mean	SD	Min	Max
<b>GDP 성장률</b>	<b>Growth</b>	421	<b>3.11</b>	2.43	-8.76	11.47
1인당 GDP 성장률	Growth_percap	421	2.09	2.29	-10.02	10.88
<b>가계신용<sup>1)</sup>(잔액 기준, GDP 대비,%)</b>	<b>HHcredit</b>	320	<b>48.46</b>	29.22	0.28	128.58
<b>기업신용<sup>1)</sup>(잔액 기준, GDP 대비,%)</b>	<b>Corpcredit</b>	319	<b>84.28</b>	49.55	14.32	394.66
<b>민간신용<sup>1)</sup>(잔액 기준, GDP 대비,%)</b>	<b>PrivateCredit</b>	319	<b>132.77</b>	70.39	18.15	461.56
<b>기업신용 비중(민간신용 중, %)</b>	<b>CorpShare</b>	319	<b>64.54</b>	11.85	35.35	98.48
정부부채(GDP 대비,%)	Govern_debt	300	61.12	38.92	5.029	258.6
ln(GDP, 달러화)	Lngdppc	422	9.36	1.31	5.16	11.77
무역개방도((EX+IM)/GDPx100)	Openness	418	82.96	72.69	12.16	425.16
생산인구(15-64)증가율	Workpopul_gr	430	1.16	1.22	-1.34	6.50
인적자본(PWT)	Hc_edu	424	2.84	0.60	1.25	4.37
물가상승률(CPI inflation)	Inflation	410	15.38	92.29	-2.26	1667.2
정부소비 비중(GDP 대비, %)	Governspend	417	17.19	5.12	4.51	36.64
64+ 인구/15-64세 인구x100	Dependency_old	430	17.94	8.25	3.19	49.98
주식시가총액 / GDP x 100	Capital	333	79.74	128.6	0.76	1336.8
ln(주식시장 매매 회전율 <sup>2)</sup> )	Lnturnover	323	3.67	1.04	0.088	5.77

주: 1) 민간신용=기업신용+가계신용. 가계는 가계 및 민간비영리단체를 포괄. 기업은 비금융법인을 의미  
 BIS의 신용(Credit) 데이터는 **은행, 비은행, 국외거주자**로부터 **대출과 채권**을 통해 조달한 모든 자금을 포괄.  
 단 지분이나 주식시장을 통한 자금조달은 자본에 해당하므로 포함되지 않으며 상거래 신용도 제외됨  
 2) 매매 회전율= (연중 거래가 이루어진 주식의 가치 / 주식시가총액) x 100

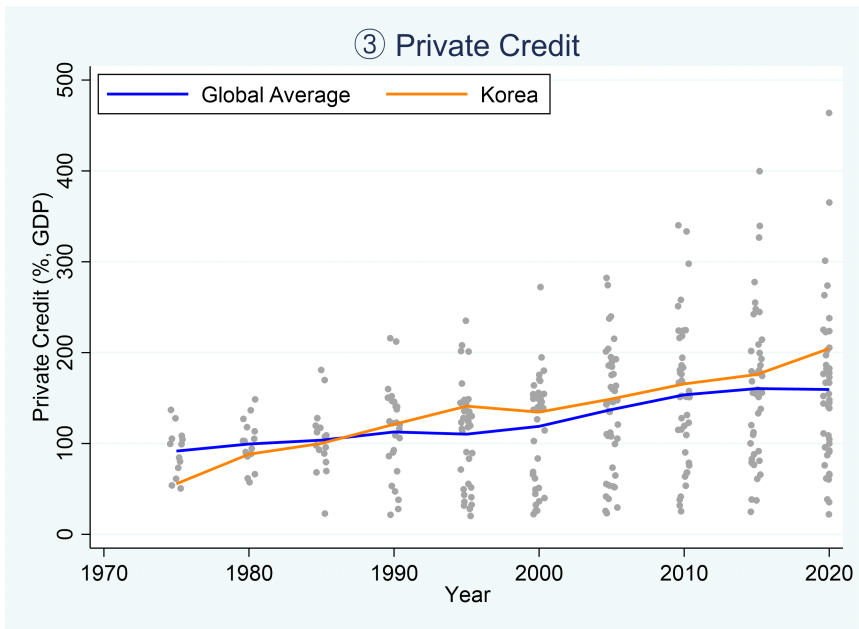
### ① 가계신용 GDP 대비 빠르게 확대



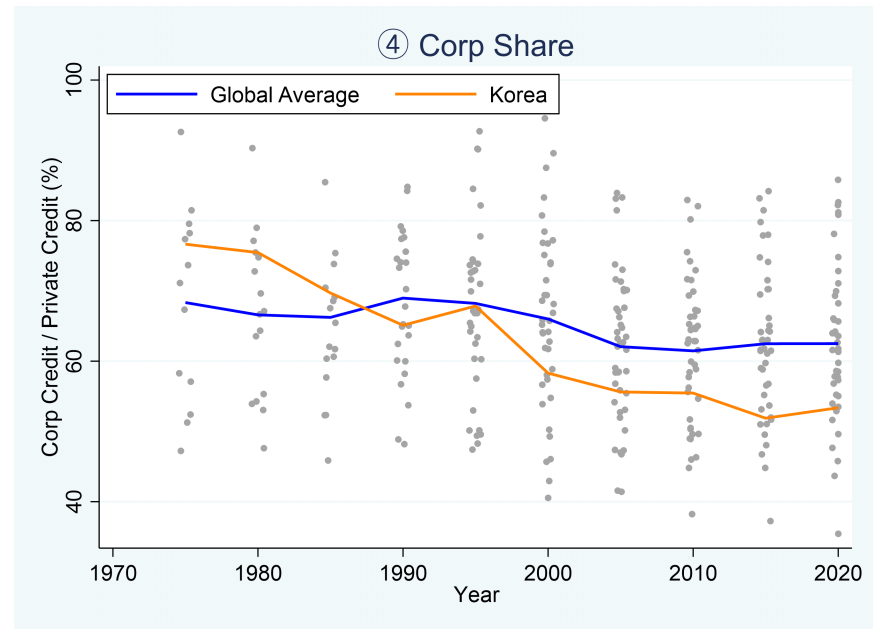
### ② 기업신용 GDP 대비 완만한 증가



### ③ 민간신용 (가계+기업신용, GDP 대비) 증가세



### ④ 기업신용 비중 하락세

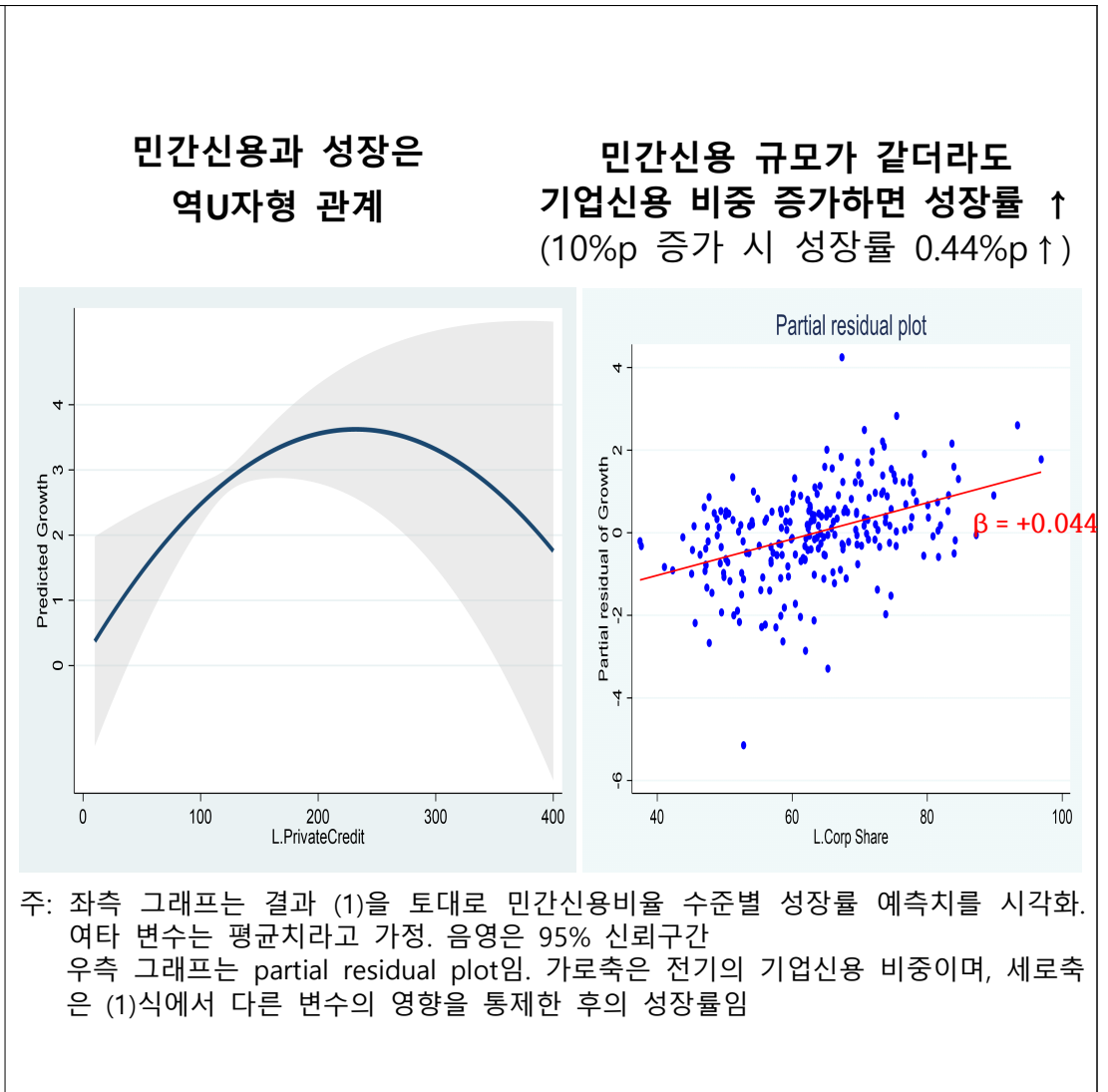


## 2. 실증분석 I: 민간신용 수준뿐만 아니라, 그 구성이 중요

- 민간신용과 성장 간 역U자 관계 재확인 (BIS 2024; 추명삼외 2025)
- (New) 민간신용의 구성도 중요!: 기업신용 비중이 높을수록 장기 성장에 긍정적

고정효과 패널모형 추정 결과		
	(1)	(2)
	Growth	Growth
L.PrivateCredit 민간신용비율	0.022** (0.0091)	0.023** (0.0089)
L.PrivateCredit^2/100 제곱항	-0.004* (0.002)	-0.004* (0.002)
<b>L.Corp Share 기업신용 비중</b>	<b>0.044** (0.016)</b>	<b>0.046** (0.019)</b>
L.Lngdppc	○	○
L.Inflation	○	○
L.Openness	○	○
L.Workpopul_gr		○
L.Hc_edu		○
L.Governspend		○
L.Dependency_old		○
L.Capital	○	○
L.Capital^2/100	○	○
Crisis Dummies	○	○
Obs	237	237
R2	0.398	0.408
N. of country_id	42	42

주: 비중척 5년 평균치 이용. L=lagged. 종속변수는 안정적인 계열임(Fisher-type panel unit root test). ( ) 내는 강건 표준오차.  
\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1. 상수항은 보고 생략

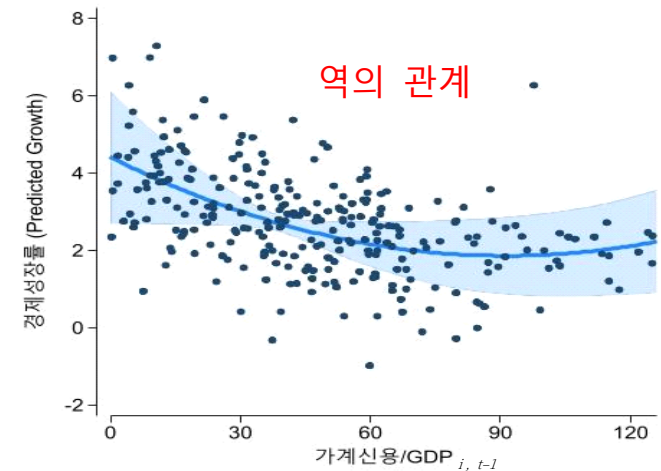


## 2. 실증분석 Ⅱ. 가계 vs 기업 신용을 분리하여 추정: 상이한 영향 확인

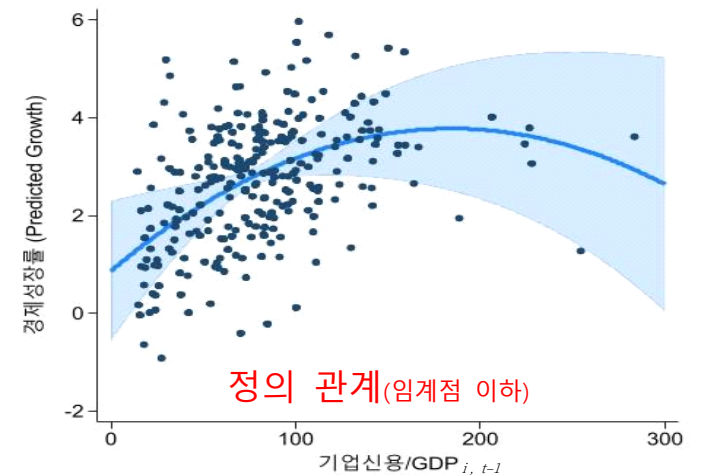
Dep Var = Growth	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	Fixed Effect Panel Model			Arellano-Bond Diff GMM	
				1 <sup>st</sup> step	2 <sup>nd</sup> Step
<b>L.HHcredit</b>	<b>-0.056**</b> (0.025)	<b>-0.057**</b> (0.027)	<b>-0.063**</b> (0.027)	<b>-0.075***</b> (0.026)	<b>-0.067*</b> (0.037)
<b>L.HHcredit^2/100</b>	<b>0.031*</b> (0.015)	<b>0.033*</b> (0.016)	<b>0.038**</b> (0.016)	<b>0.039**</b> (0.016)	<b>0.036*</b> (0.020)
<b>L.Corpcredit</b>	<b>0.032***</b> (0.011)	<b>0.034***</b> (0.011)	<b>0.029***</b> (0.0094)	<b>0.038***</b> (0.012)	<b>0.040***</b> (0.014)
<b>L.Corpcredit^2/100</b>	<b>-0.0086***</b> (0.0024)	<b>-0.0094***</b> (0.0024)	<b>-0.0079***</b> (0.0019)	<b>-0.011***</b> (0.0025)	<b>-0.012***</b> (0.0028)
L.Lngdppc	○	○	○	○	○
L.Openness	○	○	○	○	○
L.Workpopul_gr	○	○	○	○	○
L.Hc_edu	○	○	○	○	○
L.Inflation			○		
L.Governspend			○		
L.Dependency_old			○		
L.Growth				-0.15** (0.065)	-0.12 (0.076)
Crisis Dummies		○	○	○	○
Obs	273	273	267	230	230
R2	0.275	0.329	0.341	-	-
N. of country_id	43	43	42	43	43
AR2 p	-	-	-	0.349	0.543
Sargan p	-	-	-	0.100	0.100
Hansen p	-	-	-	1	1

주: 비중첩 5년 평균치 이용. L=lagged. 종속변수와 모든 식의 잔차는 stationary함(Fisher-type panel unit root test). ( ) 내는 강건 표준오차. \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1. 상수항은 보고 생략

가계신용과 장기 성장률 (95% CI)



기업신용과 장기 성장률(95% CI)



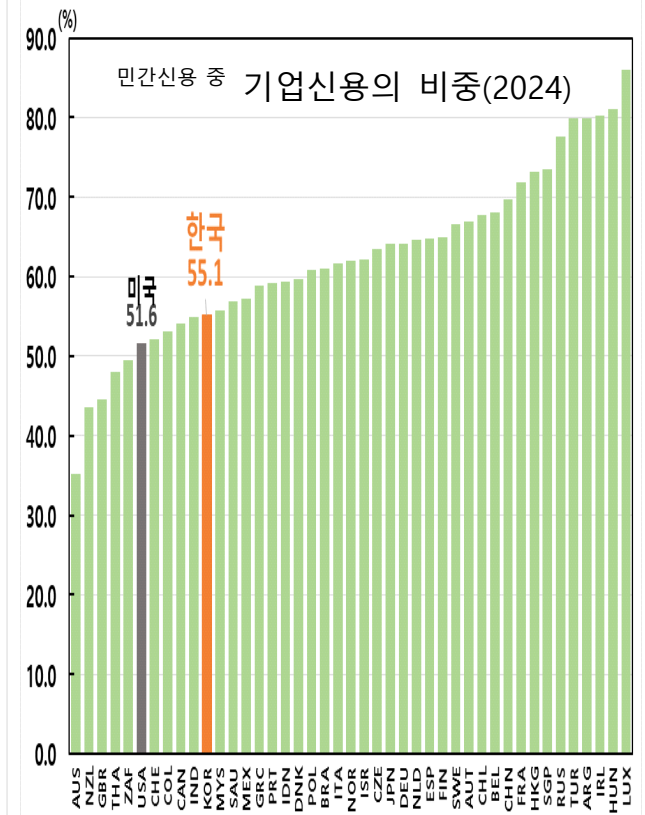
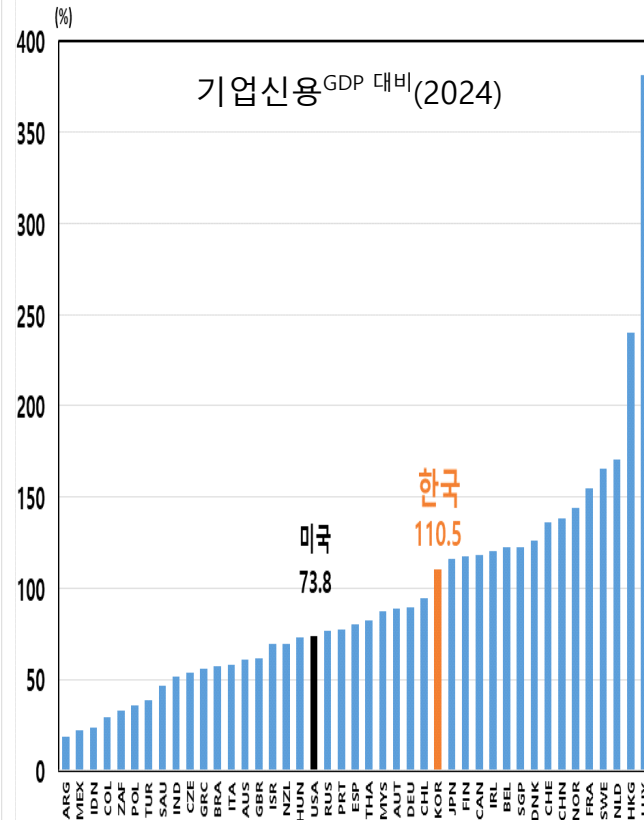
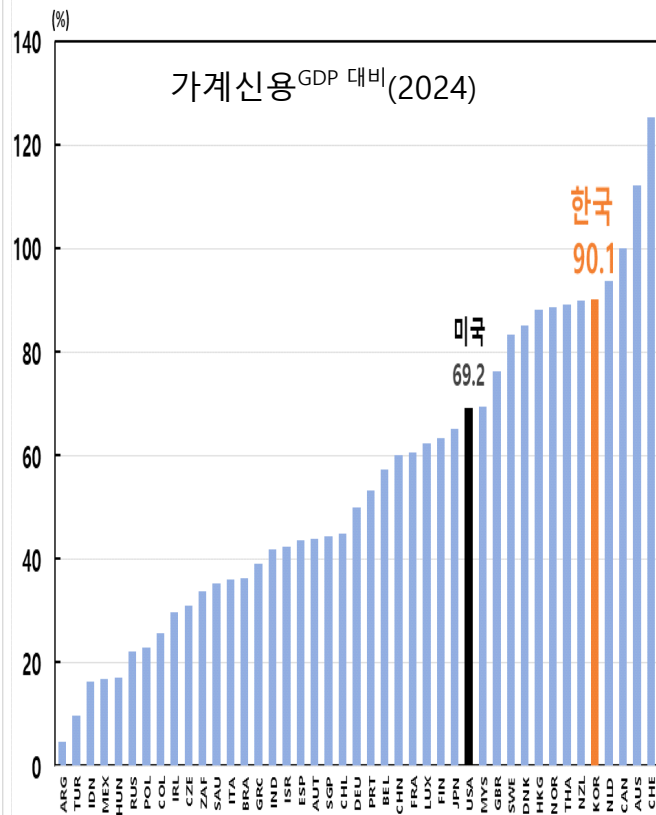
주: 실선은 결과 (1)을 토대로 신용 수준별 성장률 예측치를 시각화. 여타 변수는 평균치라고 가정

※ **강건성:** 종속변수로 10년 평균 성장률이나, 1인당 GDP 성장률(5년 평균) 사용 시에도 결과 유사. 정부부채 등 변수를 추가하거나, 고차원의 비선형적 관계 고려 시에도 결과 유사(참고 참조)

# Simulation: 민간신용 규모는 동일, 생산 부문 배분이 커지면? ⇨ 성장률 0.2%p ↑ (비생산<sup>가계</sup>신용 일부가 생산부문<sup>기업</sup>으로 전환)

**분석 Ⅱ 이용** (GDP 대비 가계신용이 90.1% → 80.1%로, 기업신용은 110.5% → 120.5%로 조정) ⇨ 장기 성장률 0.2%p ↑

**분석 Ⅰ 이용** (Corp Share 55.1 → 60.1) ⇨ 장기 성장률 0.2%p ↑



자료: BIS

### 3. 추가 분석 I

(주식시장) 유의성이 약하거나, 불안정 → 추가 연구 필요(참고 참조)

(Heterogeneity) 기간 구분, AEs vs. EME 분석 → 이질성 크지 않음

(Channel) 기업신용은 “투자율”(GDP대비)을 높이며 “생산성”을 높이는 것으로 나타남

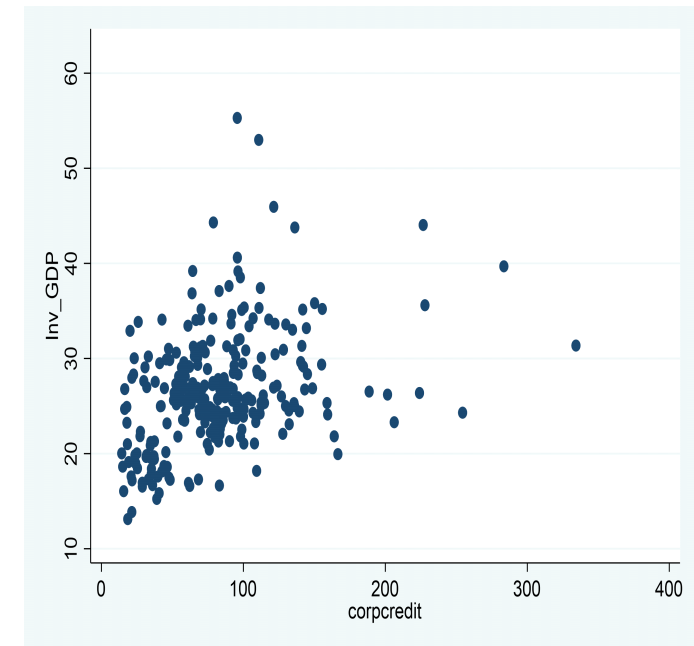
기업신용은 투자율(GDP대비)에 긍정적 영향

기업신용과 투자율(GDP대비)

Dep. Var = Inv-to-GDP	(1) FE 패널	(2) FE 패널	(3) FE 패널
Corpcredit	0.086*	0.086*	0.095**
	(0.044)	(0.044)	(0.041)
Corpcredit^2/100	-0.014	-0.014	-0.017
	(0.011)	(0.011)	(0.010)
L.Lngdppc	0	0	0
HHcredit		0	0
HHcredit^2/100		0	0
Time FE	No	No	Yes
Obs	263	263	263
R2	0.092	0.092	0.201
N. of country id	43	43	43

주: 모든 자료는 비중첩 5년 평균치 이용. ( ) 내는 강건 표준오차. 상수항은 보고 생략

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1



주: 가로축은 기업신용(% GDP대비) 세로축은 투자율임. 비중첩 5년 평균치를 이용한 단순 scatter plot

(Contribution) 민간신용의 “구성”이 성장에 미치는 효과에 초점을 둔 분석은 드뭄.

가계신용, 기업신용과 성장 간 비선형적 관계를 패널자료를 통해 보임

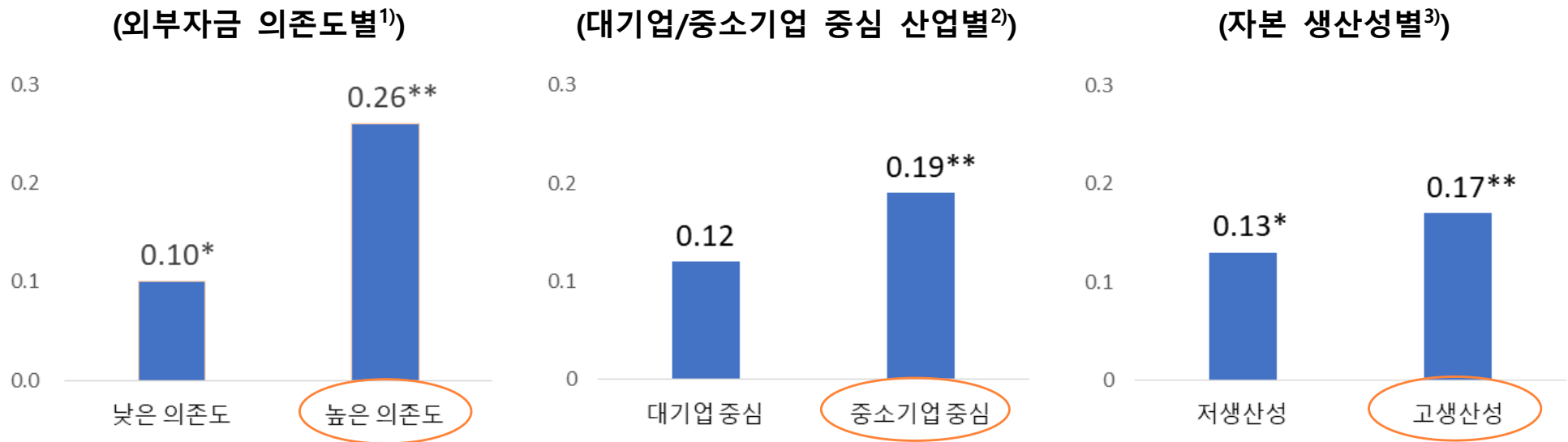
### 3. 추가 분석 Ⅱ: 신용의 성장 촉진 효과가 큰 곳은?

외부자금 의존도가  
높은 산업

중소기업 중심 산업

고생산성 산업

우리나라의 산업별 패널모형 추정 결과  
[신용증가율이 실질매출액 증가율에 미치는 효과]



주: 우리나라 기업경영분석(2012-2023) 자료를 바탕으로 산업-연도별 패널을 구축하여 고정효과 패널모형을 추정. 종속변수는 산업별 매출액 증가율이며, 설명변수는

1기간 전의 산업별 신용증가율, 자산규모와 경제위기 더미변수 및 고정효과 항임. 모든 변수는 총산출물가지수 및 GDP디플레이터로 실질화. \*\* p<0.05, \* p<0.1

(1) 각 산업별 연평균 차입금의존도가 산업 전체 중위수(29.6%)보다 크면 高의존도 산업으로 분류(예: 금속가공제품 제조업, 원료 재생업, 운수업)

(2) 각 산업별 연평균 매출액 비중에서 중소기업이 차지하는 비중이 50% 이상인 경우 중소기업 중심 산업으로 분류

(3) 각 산업별 연평균 총자본투자효율(부가가치액/총자본)이 산업 전체 중위수(20.0)보다 큰 경우 高생산성 산업으로 분류

## ▣ 기업신용 중 부동산부문에 대한 신용은 성장과 생산성에 기여 못함

- 부동산업·건설업에 대한 은행 대출의 비중(Müller & Verner 2024)을 이용, 재가공한 데이터를 이용

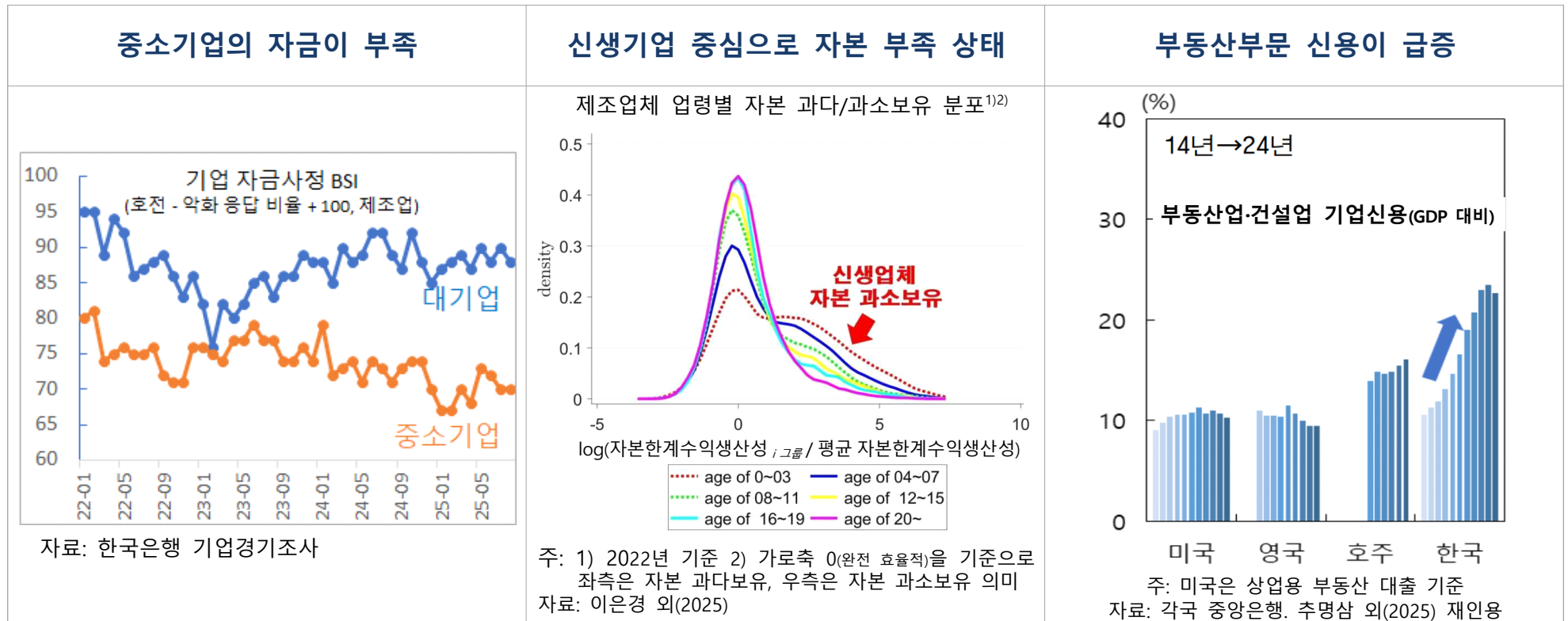
### 패널 고정효과 모형 추정 결과

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Growth	Growth	Growth	Growth	TFP Growth	TFP Growth
L.Ingdpcc	-0.97** (0.39)	-1.17*** (0.42)	-1.17*** (0.42)	-1.21*** (0.43)	-1.11*** (0.33)	-0.93** (0.35)
L.HHcredit (가계신용 / GDP, %)	-0.008 (0.010)	-0.008 (0.010)	-0.009 (0.011)	-0.009 (0.012)	0.010 (0.008)	0.011 (0.008)
<b>L.Other Corp Credit</b> (부동산·건설업 이외 기업신용 / GDP, %)	<b>0.026*</b> (0.013)	<b>0.026**</b> (0.012)	<b>0.028**</b> (0.012)	<b>0.026**</b> (0.012)	<b>0.014**</b> (0.007)	<b>0.013*</b> (0.007)
<b>L.Real Estate Corp Credit</b> (부동산·건설업 기업신용 / GDP, %)	<b>-0.004</b> (0.017)	<b>-0.003</b> (0.019)	<b>-0.004</b> (0.019)	<b>-0.007</b> (0.021)	<b>-0.001</b> (0.011)	<b>-0.004</b> (0.011)
L.Workpopul_gr		○	○	○	○	○
L.Governspend			○	○		
L.Openness				○		○
L.Hc_edu					○	○
Crisis Dummies	○	○	○	○	○	○
Obs	180	180	180	180	180	180
R2	0.239	0.257	0.258	0.263	0.282	0.294
Number of country_id	36	36	36	36	36	36

주: 모든 자료는 비중첩 5년 평균치 이용. L=lagged. 종속변수는 stationary함(Fisher-type panel unit root test). ( ) 내는 강건 표준오차.  
 \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1. 상수항은 보고 생략

## 4. 정책대응(관련 현황)

- [실증분석 결과] 기업(생산) 부문에 신용이 공급되어야 성장 ↑  
기업 내에서도 외부자금 의존도 ↑, 중소기업, 고생산성 기업, 비부동산 부문에 배분되어야
- 기업 부문 내에서도 중소기업, 신생기업에 대한 신용공급이 충분치 않은 상황  
부동산부문에 대한 신용공급은 빠르게 증가



## 4. 정책대응(자금흐름 전환을 위한 정책과제)

### ▣ 기업(생산) 부문으로 신용이 배분되도록 정책 Incentive 구조를 조정

- 비생산 부문 대출에 대한 Disincentive 강화
  - 주택담보대출 위험가중치 조정(25.9.19), **부문별 경기대응완충자본** 적립(SCCyB) 등
- 기업대출, 중소기업대출 취급에 대한 incentive 강화
  - 자본규제 등을 통한 기업대출, 중소기업대출 취급 유인 강화

### ▣ 중소기업, 벤처, 신생 기업 대출을 위한 평가 인프라 구축

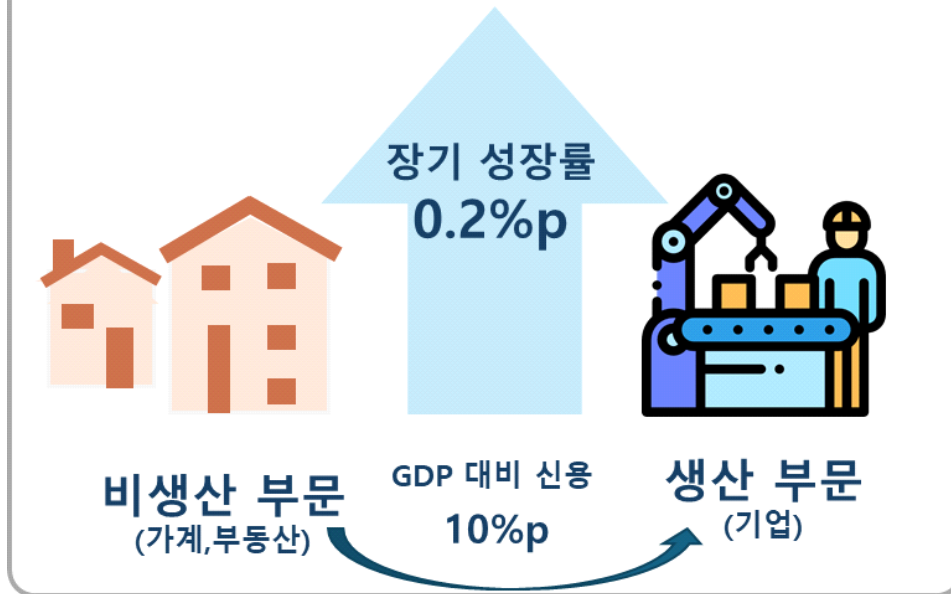
- 현재 은행의 대출 행태: “부동산 중심의 관행적 금융”(김석기·백연주·이규복 2025)
- 대차대조표 중심, 담보, 보증 중심의 대출 => 미래 사업성 중심의 신용 공급 필요
- 중소기업·신생기업의 사업성에 관한 객관적 평가 기준 필요: “중소기업 특화 신용평가기관 설립”

### ▣ 자본 투자를 통한 자금 공급 기능 강화(equity financing)

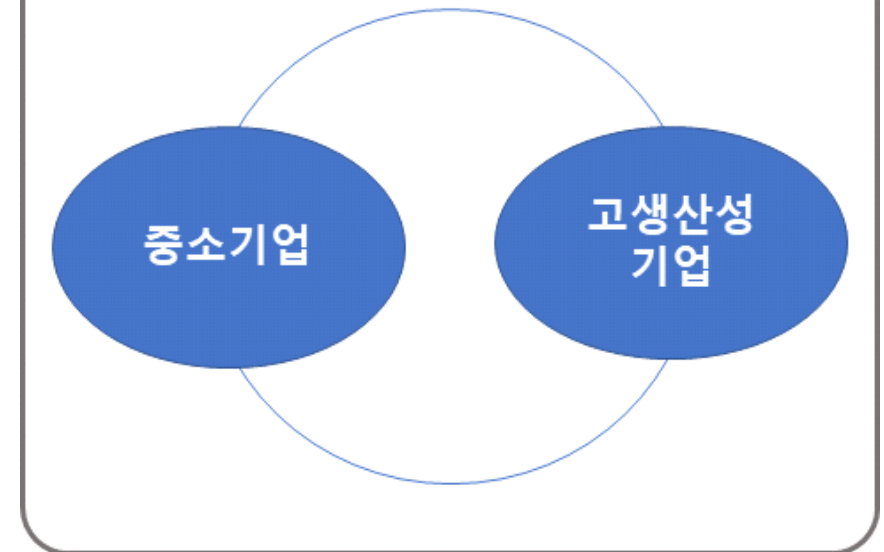
- \* 부채에 기반한 기업신용은 과도하면 역효과 확인. 차주와 금융기관의 건전성도 고려할 필요
- 주주 권익보호 강화 등 지속 추진
- 벤처캐피탈 활성화

# 핵심 메시지

비생산 → 생산 부문으로 신용 재배분 시  
장기 성장률 0.2%p 제고



중소기업, 고생산성 기업에 배분 시  
성장 효과 극대화



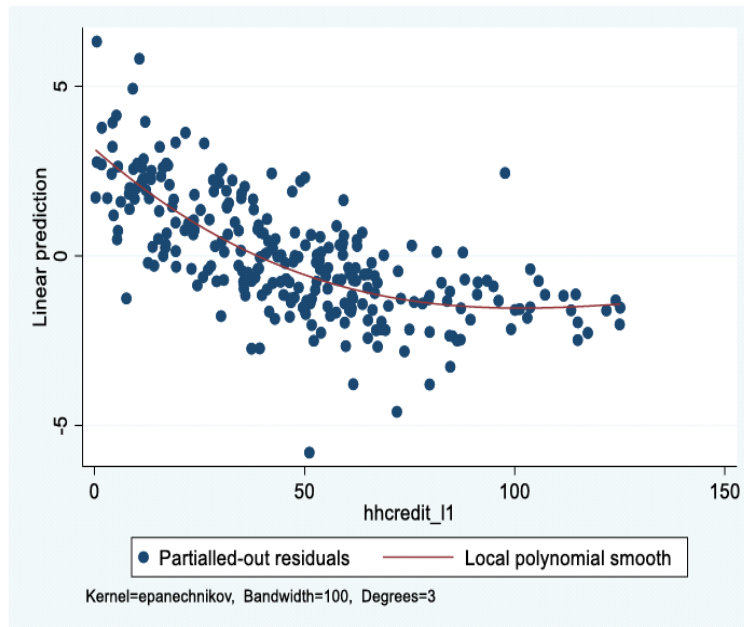
## 참 고

- <참고 1> 신용과 성장 간 고차원의 비선형적 관계 고려 시
- <참고 2> 주식시장의 효과 포함 분석 결과
- <참고 3> 강건성 검증 결과

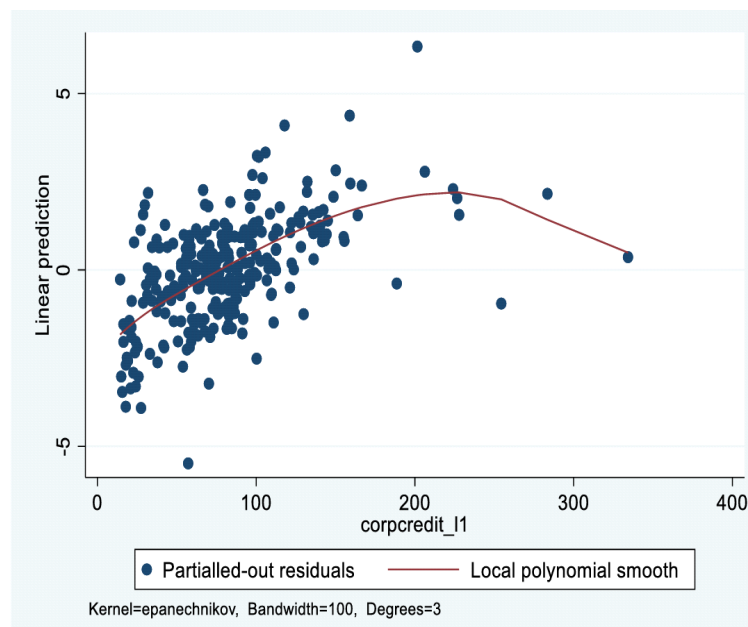
## <참고 1> 신용과 성장 간 고차원의 비선형적 관계 고려 시

■ 신용과 성장 간의 고차원의 비선형적 관계 고려 시에도 결과는 유사

가계신용과 성장(Partial resid. plot)



기업신용과 성장(Partial resid. plot)



주: 신용항이 2차항보다 높은 고차원의 비선형 관계를 가질 경우를 가정한 결과. xtsemipar 모형을 이용하여 추정. 세로축은 분석Ⅱ의 결과 (1)에서 다른 변수의 영향을 통제한 후의 성장률을 나타냄

## <참고 2> 주식시장 변수 추가 시 결과

■ (1)-(2)에서는 유의성 낮음. (3)의 경우 2차항(GDP대비 주식시가총액의 제곱항)이 유의한 +

주식시장과 장기 성장률: FE 패널 모형

	(1)	(2)	(3)
	Growth	Growth	Growth
L.PrivateCredit	0.024** (0.009)	0.024** (0.009)	0.025*** (0.009)
L.PrivateCredit^2/100	-0.005* (0.003)	-0.004* (0.003)	-0.005* (0.002)
L.CorpShare	3.999** (1.589)	4.292** (1.867)	4.545** (1.865)
L.Lngdppc	-2.012*** (0.365)	-2.005*** (0.412)	-1.769*** (0.416)
L.Inflation	-0.067*** (0.017)	-0.066*** (0.015)	-0.064*** (0.015)
L.Openness	0.020*** (0.006)	0.021*** (0.006)	0.019*** (0.007)
L.Workpopul gr		-0.323 (0.294)	-0.305 (0.288)
L.Hc edu		-0.702 (0.791)	-0.818 (0.743)
L.Governspend		-0.001 (0.084)	-0.017 (0.085)
L.Dependency old		0.003 (0.030)	0.011 (0.030)
L.MktCapitalization GDP 주식시가총액/GDP (%)	0.002 (0.004)	0.002 (0.004)	-0.009 (0.006)
L.MktCapitalization GDP^2/100 제곱항			0.004*** (0.001)
L.LnTurnover 주식매매회전율	0.111 (0.160)	0.156 (0.167)	0.195 (0.174)
금융위기 더미변수	0	0	0
Obs	226	226	226
R2	0.402	0.414	0.425
N. of country id	42	42	42

주: 모든 자료는 비중첩 5년 평균치 이용. 이상치(3 표준편차 이탈)는 제외.

L=lagged. ( ) 내는 강건 표준오차. \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1 상수항은 보고 생략.

**<참고 3> 강건성 검증 결과:** Time FE항, 상호작용항, 정부부채 비율(GDP 대비) 추가 시, 종속변수를 1인당 장기성장률로 변경 시에도 주요 결과에 큰 변화 없음

**FE 패널 모형 강건성 검증**

**'1인당 장기 성장률'에 관한 FE 패널 및 GMM 추정 결과**

Dep. Var = Growth	(1) Time FE 추가	(2) Interaction 추가	(3) 항 정부부채비율 추가
L.HHcredit	-0.039* (0.022)	-0.051** (0.024)	-0.076** (0.030)
L.HHcredit^2/100	0.024* (0.014)	0.026 (0.016)	0.036* (0.019)
L.Corpcredit	0.026** (0.012)	0.029** (0.012)	0.033*** (0.011)
L.Corpcredit^2/100	-0.008*** (0.003)	-0.010*** (0.002)	-0.009*** (0.003)
L.HHcredit x Corpcredit		0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
L.Govern_Debt			0.011 (0.008)
L.Lngdppc	-2.108*** (0.551)	-1.390*** (0.374)	-1.694*** (0.389)
L.Openness	0.013 (0.010)	0.010 (0.007)	0.008 (0.006)
L.Workpopul_gr	-0.391 (0.283)	-0.349 (0.268)	-0.648** (0.269)
L.Hc edu	0.946 (0.764)	0.998 (0.749)	1.282 (1.149)
Time FE	Yes	No	No
Crisis Dummies	No	Yes	Yes
Obs	273	273	224
R2	0.357	0.301	0.421
N. of country_id	43	43	36

Dep. Var = Per capita Growth	(1) FE 패널	(2) FE 패널	(3) Diff. GMM 2nd step
L.HHcredit	-0.050** (0.022)	-0.055** (0.025)	-0.062** (0.026)
L.HHcredit^2/100	0.027* (0.014)	0.033** (0.015)	0.029* (0.015)
L.Corpcredit	0.027** (0.011)	0.026** (0.010)	0.043** (0.016)
L.Corpcredit^2/100	-0.008*** (0.002)	-0.008*** (0.002)	-0.013*** (0.004)
L.Lngdppc	-0.981*** (0.343)	-1.440*** (0.272)	-1.703*** (0.584)
L.Openness	0.0103* (0.006)	0.010 (0.007)	0.022** (0.009)
L.Workpopul_gr	-0.354 (0.305)	-0.337 (0.271)	-0.362 (0.400)
L.Hc_edu	-0.416 (0.833)	1.032 (0.689)	0.334 (0.982)
L.Inflation		-0.021 (0.028)	
L.Governspend		0.021 (0.080)	
L.Dependency_old		-0.013 (0.024)	
L.Gdp_growth			-0.184*** (0.067)
Crisis Dummies	No	Yes	Yes
Obs	273	267	230
R2	0.225	0.311	-
N. of country_id	43	42	43
AR1 p	-	-	0.001
AR2 p	-	-	0.446
Sargan p	-	-	0.058
Hansen p	-	-	1

주: 모든 자료는 비중첩 5년 평균치 이용. L=lagged. 종속변수인 성장률과 모든 식의 잔차는 stationary함(Fisher-type panel unit root test). ( ) 내는 강건 표준오차. \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1 상수항은 보고 생략

