

II. 핵심이슈

가계별 금리익스포저를 감안한 금리상승의 소비 영향 점검

조사국 거시분석팀 정동재 이아람 이규환 이승주
경기동향팀 유현수

목 차

검토 배경

최근 소비 및 저축 양상

금리익스포저 이질성의 영향

결론 및 시사점

가계별 금리익스포저를 감안한 금리상승의 소비 영향 점검

KEY TAKEAWAYS

- ① **고물가와 고금리의 영향으로 민간소비가 부진하다.** 특히, 2022년말부터 소비의 회복 모멘텀이 약화되었으며 비슷한 시기 실질금리가 기준금리 인상 이전 수준을 상회하기 시작하였다. 이와 함께, 가계가 보유중인 주택담보대출 및 신용대출의 이자율도 지난해 초부터 금리 인상 전보다 2~3%p 높은 수준에 있어 금리 상승이 소비를 제약하고 있는 것으로 보인다.
- ② **[평균효과: 기간간 대체]** 금리상승이 소비에 미치는 직접적인 영향은 통상 가계의 기간간 대체 효과(저축↑, 현재소비↓)로 설명되는데, 지난해 초부터 예금 등 가계의 이자부자산이 크게 늘어난 점 등을 감안할 때 기간간 대체 효과가 나타나고 있는 것으로 평가된다.
- ③ **[개별효과: 금리익스포저]** 이러한 거시적 영향 속에서도, 가계가 금리리스크에 노출된 정도에 따라 금리변동이 개별 가계소비에 미치는 영향은 크게 달라질 수 있다. 이를 파악하기 위해 개별 가계의 금리익스포저와 소비를 살펴본 결과, 실제로 단기금융부채(단기금융자산 대비)가 많은 “금리상승 손해층”의 소비가 크게 위축된 것으로 나타났다. 이들 가계에는 3-40대, 소득 중상위층 및 소비 상위층의 비중이 높았다. 반대로 “금리상승 이득층” 가계는 소비를 늘렸는데 여기에는 60대, 고소득 및 고자산층 비중이 컸다.
- ④ **가계 금리익스포저의 이와 같은 분포적 특징은 기간간 대체 효과에 더해 추가로 전체 소비를 위축시키는 것으로 분석되었다.** 이는 “금리상승 손해층”에 소비성향이 높은 가계가 상대적으로 많이 포함되어 있는 반면, “금리상승 이득층”에는 소비성향이 낮은 가계가 많은 데 기인한다. 모형에서 추정되는 금리인상의 소비둔화 효과(기간간 대체 + 금리익스포저)는 기간간 대체만 고려했을 때보다 20% 이상 커지는 것으로 나타났다.
- ⑤ **앞으로 물가가 안정됨에 따라 금리도 낮아지게 되면 가계의 소비도 긍정적 영향을 받을 것으로 예상된다.** 다만 그간의 누적된 물가상승으로 물가수준이 크게 높아진 점은 향후 소비 회복 속도를 제약할 가능성이 있다. 향후 3-40대의 부채비율이 여전히 높은 상황에서 금리가 낮아질 경우, 가계부채가 재차 크게 확대되지 않도록 정책적 노력을 기울여야 할 것이다.

검토 배경

1. 고물가 및 고금리의 영향으로 소비 회복세가 지난해 내내 예상을 하회하며 부진을 이어가고 있다. 민간소비는 2022년말부터 회복모멘텀이 약화되다가 지난해 4/4분기에는 팬데믹 이전뿐만 아니라 글로벌 고물가 이전의 예상 추세를 상당폭 하회하고 있다. 소비에는 가계의 소득 여건 및 기대인플레이션과 같은 경기적 요인과 인구구조, 잠재성장률, 팬데믹 이후 가계 소비행태와 같은 구조적 요인이 복합적으로 영향을 미치게 된다. 다만 지난해 가계가 실제 부담하는 이자율이 금리인상 이전에 비해 약 2~3%p 높은 수준을 유지하였고 실질금리도 1.5%p 내외 상승하면서 고금리의 소비 제약 효과가 가시화됐을 가능성이 있어 민간소비에 대한 금리상승의 영향을 중점적으로 살펴보고자 한다¹⁾.

2022년말부터 소비 회복모멘텀 약화

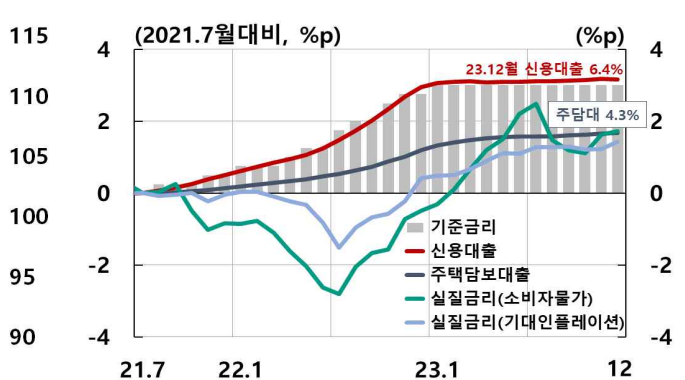
[그림 1] 민간소비 추세¹⁾²⁾ 및 실적



주: 1) 점선은 2015~19년 추세
2) IMF(21.4월) 중기전망(23-26년)을 활용한 추세
자료: 한국은행

실질금리 및 가계 실효금리가 시차를 두고 상승

[그림 2] 기준금리, 실질금리¹⁾ 및 가계대출 실효금리²⁾



주: 1) 가계대출금리(잔액기준)에서 물가상승률 차감
2) 예금은행 잔액기준
자료: 한국은행

2. 금리상승시 가계가 저축을 늘리고 소비를 줄이는 경로(기간간 대체)는 모든 경제주체에 동일한 방향으로 작용하지만, 가계별 재무 상황의 금리 리스크에 따라 실제 소비 변화는 달라질 수 있다. 특히 최근에는 가계부채 누증과 같은 환경 변화로 인해 소비에 대한 금리의 효과가 과거보다 커졌을 가능성이 제기되고 있다. 이에 본고에서는 ① 가계 자산·부채의 마이크로데이터를 분석함으로써 소비제약이 큰 가계를 식별하고 이들의 소비변화가 실제로 전체 민간소비의 둔화를 초래하였는지 점검하였다. 이를 통해 ② 최근 금리상승의 영향이 과거의 평균적 반응보다 확대되었을 가능성을 확인하였다. 마지막으로 ③ 향후 금리하락이 예상되는 환경에서 소비에 대한 영향을 전망하고 시사점을 도출하였다.

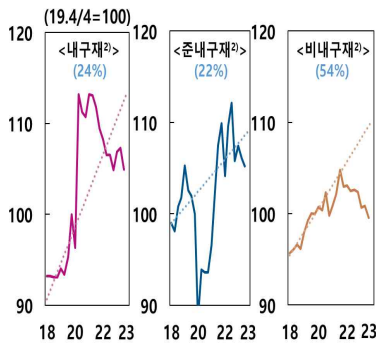
1) 본고에서는 금리상승의 소비 영향을 가계의 저축·소비 간 의사결정과 이자수익(또는 이자부담) 변화에 따른 영향에 한정하여 분석하였다. 금리상승으로 인한 가계의 실질소득 여건 변화가 소비에 미치는 영향은 분석에서 제외되어 있다.

최근 소비 및 저축 양상

3. 국내 민간소비는 지난해 이후 부진이 이어지고 있는데, 이는 세부 품목 및 가계 특성을 불문하고 다양한 부문에서 공통적으로 나타나고 있다. 품목별로 보면, 재화 소비는 지난해 이후 내구재, 준내구재 등 전 품목이 부진한 가운데²⁾ 그간 상대적으로 견조하였던 서비스 소비도 지난해 이후 팬트업 수요 소진 등으로 회복모멘텀이 약화된 모습이다. 가계 특성별로도 팬데믹 이후 모든 소득분위의 가계에서 팬데믹 이전 대비 소득이 확대되었음에도 소비 증가율은 소득 증가율에 미치지 못함에 따라 가계의 소비성향이 전반적으로 약화되었다. 이는 소득여건 악화만으로 소비둔화를 설명하기는 불충분함을 시사한다.

재화 소비 전 품목 부진

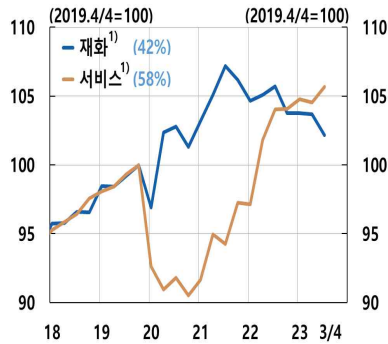
[그림 3] 형태별 재화소비¹⁾



주: 1) 점선은 2015~19년 추세
2) ()내는 비중(22년 기준)
자료: 한국은행 국민계정

서비스 소비도 회복세 둔화

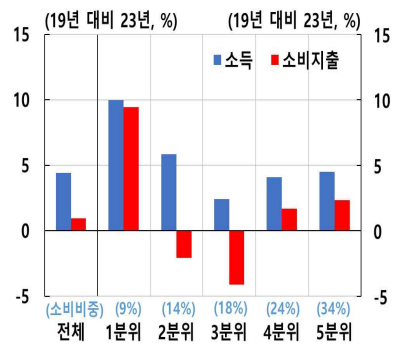
[그림 4] 재화 및 서비스 소비



주: 1) ()내는 비중
자료: 한국은행 국민계정

가계 소비성향 전반적으로 약화

[그림 5] 소득 분위별 소득¹⁾ 및 소비지출 변화²⁾



주: 1) 근로·사업·재산소득 등 경상소득과 비경상소득 합산
2) 1/4~3/4분기 기준. 소비자물가 지수(2020년)로 실질화
자료: 통계청 가계동향조사

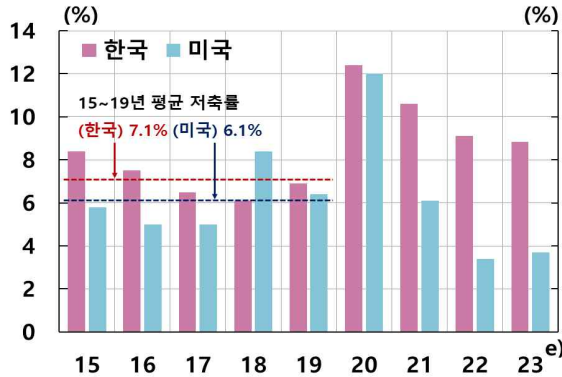
4. 이와 동시에, 가계의 저축률이 과거 평균 대비 높은 수준을 유지하고, 예금 등 이자부 자산을 늘리는 등 가계의 저축성향은 상승하였다. 팬데믹 초기 크게 상승한 우리나라 가계 순저축률은 이후 2년간 하락하였다가 금리 인상이 집중된 2022년 이후에는 하락 속도가 완만해졌으며, 팬데믹 이전보다 여전히 높은 수준이다. 또한, 가계가 예금, 채권 등 이자부 자산을 크게 늘린 한편 대출금 등 이자부 부채는 줄이면서 가계의 이자부 자산/부채 비율이 지난해 급상승한 점에 비추어 기간간 대체가 활발하게 이루어지고 있는 것으로 보인다(그림 7).

2) 금리 상승에 대한 소비 형태별 반응에 관한 자세한 논의는 「금리 상승의 내수 부문별 영향 점검」(BOK 이슈노트 2022-27호)을 참조하기 바란다.

가계 순저축률 팬데믹 이전 대비 높은 수준 유지

지난해 가계 이자부 자산/부채 비율 급상승

[그림 6] 가계 순저축률



자료: 한국은행

[그림 7] 가계 이자부 자산/부채¹⁾ 비율 및 기준금리



주: 1) 자산: 결제성 및 비결제성 예금, 채권, 파생 및 기타금융 자산, 부채: 대출금, 정부용자, 파생상품 및 기타금융부채
자료: 한국은행

5. 이처럼 품목 및 가계 특성과 무관하게 소비가 광범위하게 부진한 가운데 가계의 저축성향이 크게 상승하는 모습으로 짐작해 볼 때, 금리 인상 이후 소비의 기간간 대체 경로가 일정 부분 작동하고 있는 것으로 추정된다. 즉, 금리 상승에 따른 소비의 기간간 대체는 임금둔화, 고물가 등 여타 요인과 함께 최근의 민간소비 부진에 영향을 주었을 것으로 보인다. 특히, 국내 가계부채에서 변동금리 비중이 상대적으로 높은 수준³⁾임을 감안하면 우리나라 가계가 체감하는 금리 상승폭은 주요국에 비해 더 컸을 가능성이 있다.

금리익스포저 이질성의 영향

6. 기간간 대체 경로가 모든 가계에 대해 동일한 방향의 영향을 미치는 것과 달리, 금리 상승이 가계별로 상이한 영향을 미치는 경로도 존재한다.

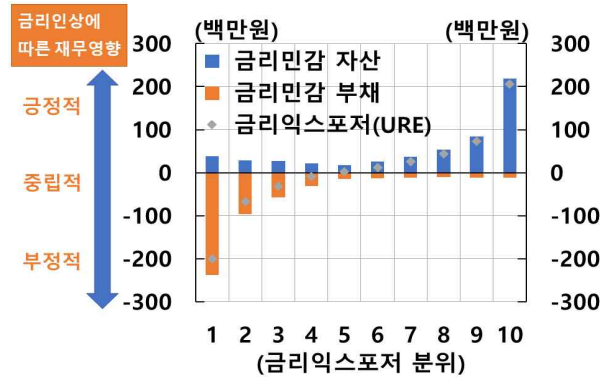
7. 이를 살펴보기 위해 가계의 금리익스포저(Unhedged Interest Rate Exposure, URE)를 측정⁴⁾한 결과⁴⁾ 금리 상승에 따라 재무적 이익(+ 금리익스포저)과 손해(- 금리익스포저)를 보는 가계가 뚜렷하게 구분되었다(그림 8). 금리익스포저에 따라 10분위로 나누어보면, 1분위로 갈수록 음(-)의 금리익스포저가 커 금리상승시 손해를 보고, 10분위로 갈수록 이득을 보는 것으로 나타났다. 또한 자산규모 및 구성을 살펴보면, 9-10분위는 유동 및 비유동성 자산이 많지만 1분위로 갈수록 비유동성 자산⁵⁾이 많고 유동성 자산은 적은 불균형한 자산구성을 보였다. 중분위의 경우 금리 변화에 대체로 중립적인데, 이는 이들의 자산 규모가 작은 데다 금융시장 접근성이 제한되어 부채규모도 작은 데 기인한다. 저소득 취약층이 주로 중분위에 해당되는 것으로 볼 수 있다.

3) 국가별 주담대 변동금리 비중(22.4/4분기, 잔액 기준, %): 한국 65.1, 스웨덴 51.0, 덴마크 35.8, 영국 13.1, 미국 6.1
4) 금리익스포저(URE)는 Auclert(2019)에 따라 자산·부채 가운데 금리갱신 만기 1년 이내의 순금융자산을 기준으로 측정하였다. (자세한 측정 방법에 대해서는 <참고 1> 참조)
5) 현금 및 저축성예금을 유동 자산으로, 여타 금융자산과 실물자산을 비유동 자산으로 분류하였다.

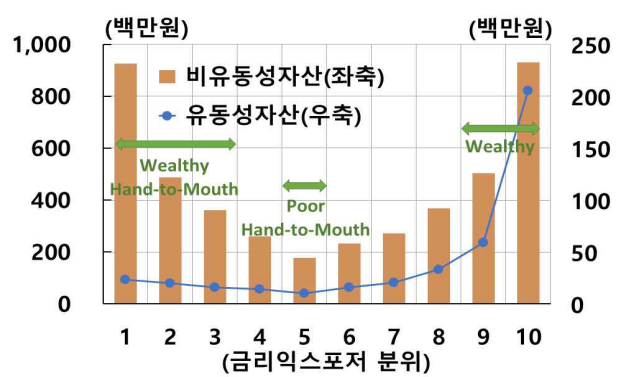
II. 핵심이슈

금리익스포저에 따라 금리인상에 따른 영향이 차별화 | 금리익스포저별로 가계 보유자산의 규모 및 구성에서 차이가 뚜렷

[그림 8] 가계 금리익스포저 분포(10분위별)¹⁾



[그림 9] URE 분위별 유동성·비유동성 자산¹⁾²⁾



주: 1) 가계금융복지조사(2023) 가구주 30-65세 기준
 자료: 한국은행, 통계청, 한국은행 조사국

주: 1) 가계금융복지조사(2023) 기준
 2) 유동성·비유동성 자산 구분은 본문 각주 5) 참고
 자료: 한국은행, 통계청, 한국은행 조사국

8. 한계소비성향⁶⁾ 또한 동 구분에 따라 차별화되는 모습을 보였다. 일반적으로 유동성 자산의 보유가 낮은 가계는 소득충격이 왔을 때 소비가 반응하는 정도가 큰 특징(高 한계소비성향)을 보인다. 실제로, 가계 패널자료를 통해 추정해 보았을 때 한계소비성향은 동 예상에 부합하는 결과를 보였다⁷⁾. 즉, 음(-)의 금리익스포저(금리상승 손해층)가 크거나 중립적(취약층)인 가계의 한계소비성향은 높지만 9-10분위(금리상승 이득층)의 한계소비성향은 낮은 것으로 나타났다. 이러한 자산 및 한계소비성향의 특징과 학계의 관련 논의⁸⁾를 반영하여 [표 1]과 같이 가계를 금리상승 손해층(URE 1-3분위: Wealthy Hand-to-Mouth, W-HtM), 취약층(5분위: Poor Hand-to-Mouth, P-HtM), 및 금리상승 이득층(9-10분위: Wealthy)로 구분하였다⁹⁾.

[표 1] 금리익스포저에 따른 가계의 구분

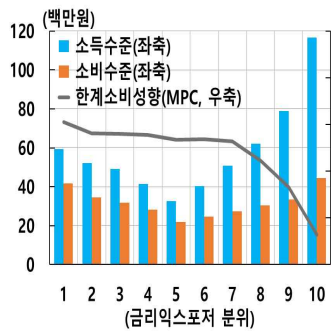
구분	금리익스포저	비유동성자산	유동성자산	한계소비성향
금리상승 손해층(W-HtM)	음의 방향	많음	적음	높음
취약층(P-HtM)	-	적음	적음	높음
금리상승 이득층(Wealthy)	양의 방향	많음	많음	낮음

6) 소득 한 단위 증가시 소비가 얼마만큼 증가하는지 측정하는 지표로, (소비증감/소득증감)으로 정의된다.
 7) 장기간의 가계 패널자료(한국노동패널, 13~23차년도)를 통해 일시적 소득충격에 따른 한계소비성향을 추정한 결과, 추정치는 유동성 자산 보유수준이 낮을수록 높아지는 단조적(monotonic)인 패턴을 보였다. (자세한 추정방법에 대해서는 <참고 2> 참조)
 8) 가계의 한계소비성향은 소득이 높을수록 낮아지는 것으로 알려져 있으며 학계에서는 한계소비성향이 매우 높은 가계를 “근근이 먹고사는 가계(Hand-to-Mouth)”라 부른다. 하지만 Kaplan et al.(2014)은 자산 규모가 낮은 가계뿐만 아니라, 비유동성 자산이 많더라도 유동성 자산 규모가 낮아 한계소비성향이 높은 가계가 적지 않음을 보이고 이들을 “Wealthy Hand-to-Mouth”로 정의하였다.
 9) 우리나라 W-HtM 비율을 25~30%(미국 등 주요국은 20% 내외)로 추정한 Park(2017) 및 Song(2020)을 참고하여 URE 1-3분위를 W-HtM로 분류하였으며, URE 9-10분위를 금리상승 이득층으로 정의하였는데 이를 URE 8-10분위로 보더라도 정성적 차이는 없었다. 다른 그룹으로 전환중일 가능성이 있는 가계는 미분류하였다.

9. 금리상승 손해층(W-HtM)은 30-40대 비중이 높고 소득은 중상층(소득 4-7분위), 소비는 상위층(소비 6-10분위)에 집중되어 있다. 또한 주택보유비중, 수도권 거주비중, 부채가 모두 높은 수준을 보였으며 부동산 담보대출의 비중 역시 큰 수준을 보였다¹⁰⁾. Wealthy와 비교하면 평균적으로 젊고 소득수준은 다소 낮으나 주택보유비중 및 소비 수준에는 큰 차이가 없다.

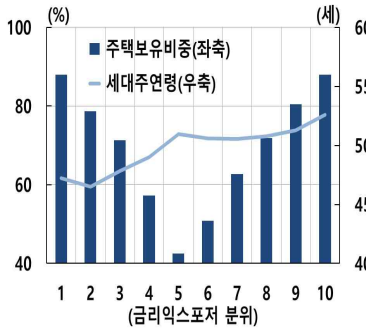
W-HtM은 소비 수준과 한계소비성향 모두 높음 **주택보유비중은 URE양극단에서 높아짐** **W-HtM은 30-40대 비중이 높음**

[그림 10] 금리익스포저별 소비수준¹⁾ 및 한계소비성향²⁾



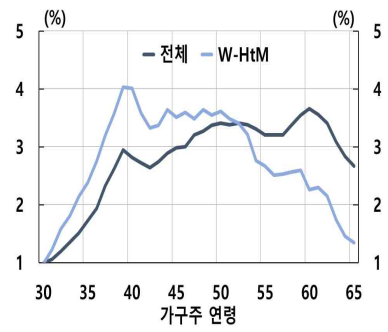
주: 1) 자동차 등 내구재 지출 제외
2) 추정방법은 <참고 2> 참조
자료: 한국은행, 통계청, 한국은행 조사국

[그림 11] 금리익스포저별 주택보유비중 및 연령



자료: 한국은행, 통계청, 한국은행 조사국

[그림 12] 전체 및 W-HtM가계의 연령분포

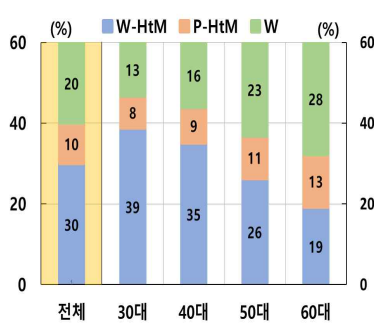


자료: 한국은행, 통계청, 한국은행 조사국

10. 취약층(P-HtM)과 금리상승 이득층(Wealthy)에는 모두 고령층의 비중이 높다. 특히 자산 기준으로는 고령층이 최하위층(1분위)과 최상위층(10분위)에 쏠려 있어 양극화가 드러난다. 반면 소득·소비의 경우 하위층에 집중되어 있어, 자산이 많은 고령층도 소비수준이 높지 않음이 나타난다.

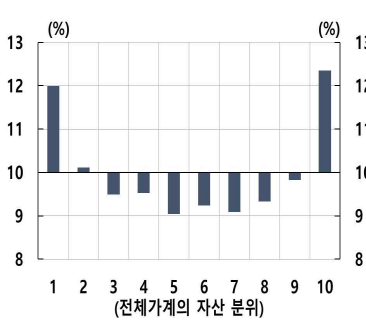
고령층은 P-HtM과 Wealthy 비율이 높음 **60대의 자산은 양극화** **연령대별 차별화되는 경향**

[그림 13] 연령대별 가계구분 비율



자료: 한국은행, 통계청, 한국은행 조사국

[그림 14] 자산분위별 60대의 분포¹⁾



주: 1) 분포가 전체와 같다면 매 분위에 10%씩 분포
자료: 한국은행, 통계청, 한국은행 조사국

[표 2] 연령별 평균 통계량¹⁾²⁾

연령	(백만원)		
	소득	소비	자산
30대	65 (49)	28 (14)	363 (407)
40대	76 (69)	36 (18)	513 (623)
50대	76 (62)	33 (19)	542 (730)
60대	61 (54)	25 (15)	541 (785)

주: 1) 가계금융복지조사 20-23년 평균, 2019년 가격 실질 기준
2) ()는 표준편차
자료: 한국은행, 통계청, 한국은행 조사국

10) 주택보유비중: 전체 69%, W-HtM 79%, 수도권 비중: 전체 51%, W-HtM 57%, 부채중 부동산담보 비중: 전체 50.4%, W-HtM 58.8%

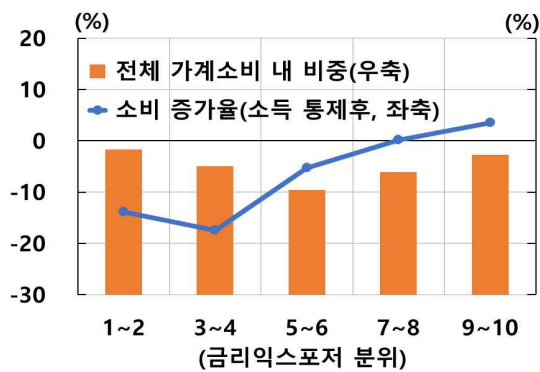
II. 핵심이슈

11. 상기 특징을 종합할 때, 금리익스포저 경로에 따른 소비 변화는 금리상승 손해층(W-HtM)에서 가장 크게 나타나고 취약층(P-HtM) 및 금리상승 이득층(Wealthy)이 받는 영향은 상대적으로 제한적일 것으로 예상된다. W-HtM은 유동부채로 인해 금리 인상에 따른 금융 비용 상승이 클 뿐 아니라, 한계소비성향이 높아 소비감소 폭도 크다. 또한 W-HtM은 절대적인 소비수준 또한 높으므로 경제 전체의 소비둔화에 대한 기여도도 클 것으로 보인다. 반면 P-HtM은 한계소비성향은 높지만 금리 상승의 재무적 영향이 중립적이며, 전체 소비에서 차지하는 비중도 크지 않다. Wealthy는 금리 상승에 따른 긍정적 영향은 크지만, 한계소비성향이 낮아 동 영향이 소비로 이어지는 정도가 제한적일 것이다.

12. 실제로 팬데믹 이후 가계 소비의 변화¹¹⁾를 살펴보면, 금리상승 손해층(W-HtM)의 소비 회복이 가장 부진했던 것으로 나타났다. 22년중 소득요인을 제거한 소비증가율을 살펴보면, 취약층(P-HtM)의 소비감소는 W-HtM에 비해 상대적으로 완만하였으며, 금리상승 이득층(Wealthy)의 소비는 소폭 증가하였다(그림 15). 이러한 소비변화는 금리익스포저 경로를 포함한 금리상승의 영향으로 예상되는 패턴에 부합한다. 즉, 기간간 대체 경로가 가계 전반적으로 소비를 제약하는 가운데, 금리익스포저 경로의 영향이 높은 W-HtM의 소비가 상대적으로 크게 부진한 모습이다. 이는 금리상승이 금리익스포저 재분배 경로를 통해서도 가계소비에 유의한 영향을 주고 있음을 의미한다.

팬데믹 이후 소비는 금리상승 손해층에서 가장 부진하여 금리상승으로 예상되는 패턴에 부합

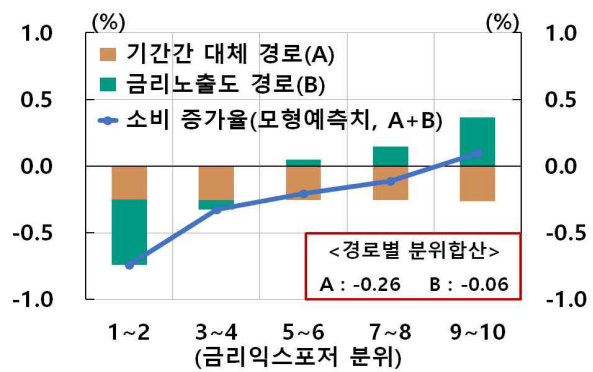
[그림 15] 금리익스포저별 소비 변화 (실제 데이터, 19년 대비 22년)¹²⁾



주: 1) 가계금융복지조사 2020~2023년 공통 패널가구 대상. 가구별 실질 소비지출액에서 실질 소득요인을 통제하여 제거한 후 증가율 산출
2) 각 분위는 2020.3월 금리익스포저를 기준으로 구분. 따라서 각 분위별 소비 증감에는 대상기간중 가계 자산·부채 구성이 변화하면서 금리익스포저 자체가 달라진 데 따른 영향도 포함되어 있음.

자료: 한국은행, 통계청, 한국은행 조사국

[그림 16] 금리익스포저별 소비 변화 (1% 금리상승시 모형예측치¹⁾)



주: 1) 가계금융복지조사 2020~2023년 공통 패널가구 대상, 1% 금리상승 충격에 따른 소비 변화 예측치. 모형상의 금리충격은 당해연도에 1% 상승했다가 익연도에 소멸하는 실험적인 충격(기간간 대체탄력성 모수 $\sigma=0.3$ 가정)으로 실제 금리충격과는 상이하다는 점에 유의할 필요.

자료: 한국은행 조사국

11) 현재 가계금융복지조사 소비지출은 2022년도가 최신 자료이므로 2023년 이후 소비변화를 직접 확인하기는 어렵다. 다만 개인별 신용카드 지출액 등의 자료를 보면 2023년에도 고부채 보유자의 소비지출이 특히 부진한 것으로 나타나, 금리상승 손해층의 소비부진 패턴이 2023년 이후에도 지속되었을 가능성이 높은 것으로 판단된다.

13. 모형을 통해 금리익스포저 재분배 경로의 영향을 가계 전체적으로 합산해보면, 동 경로의 순영향은 기간간 대체와 같은 방향, 즉 금리인상에 따라 전체 가계소비를 감소시키는 방향으로 작용하는 것으로 추정된다. 이는 한계소비성향이 높은 W-HtM의 소비감소가 한계소비성향이 낮은 Wealthy의 소비증가를 상회하는데 주로 기인한다. 모형에서 추정되는 금리인상의 소비둔화 효과(기간간 대체 + 금리익스포저)는 기간간 대체만 고려했을 때보다 20% 이상 커지는 것으로 나타나는 등 금리익스포저 경로의 크기는 작지 않은 수준일 것으로 판단된다¹²⁾(그림 16).

14. 금리익스포저 경로의 영향이 더해진 금리인상의 영향은 거시자료를 토대로 한 추정치에 비해 다소 클 가능성이 있다. 불확실성이 높기는 하지만, Auclert(2019)에 기반한 금리충격에 따른 소비의 반응은 과거 20여년의 자료를 통해 추정된 거시모형의 충격반응을 대체로 상회한다. 이러한 결과는 금리가 소비에 미치는 영향이 재분배 경로를 통해 강화되고, 특히 가계부채 수준이 높고 변동금리 대출 비중이 높아 금리익스포저가 음의 방향으로 쏠린 여건하에서 더욱 확대될 수 있음을 시사한다.

결론 및 시사점

15. 높은 수준의 금리는 민간소비를 둔화시킨 것으로 나타났다. 가계가 평균적으로 저축을 늘리고 소비를 줄이는 가운데, 가계별로 보면 단기금융부채 비중이 높은 가계의 소비둔화가 더욱 컸을 것으로 예상된다. 금리상승의 직접적인 영향으로 소비가 둔화된 가계는 3~40대 비중이 높고 소득 중상위층에 해당하는 금리상승 손해층(W-HtM)인 것으로 보인다. 반면 금리상승으로 자산수익을 기대할 수 있는 금리상승 이득층(Wealthy)은 한계소비성향이 낮아 소비 증가폭이 크지 않았다. 전통적인 저소득 취약층(P-HtM)은 금리상승의 영향을 별로 받지 않은 것으로 나타났는데, 이는 이들의 금융자산·부채가 적기 때문이다¹³⁾. 이에 따라, 가계 재무상황에 따른 영향을 합산해보면 기간간 대체에 더해 금리익스포저 경로가 추가로 소비를 위축시킨 것으로 분석되었다.

12) 금리익스포저 재분배 경로에 따른 소비의 금리탄력성 크기는 약 -0.06으로, 금리 1%p 상승이 가계소비 증가율을 약 0.06%p 감소시키는 수준이며, 기본모형에서 상대적인 크기는 기간간 대체 경로의 약 23% 수준으로 추정된다. 동 수치는 기간간 대체탄력성 모수를 선행연구에서 널리 제시된 범위(0.1~0.5)의 중간값으로 적용한 결과이다. 경로별 금리탄력성 추정량은 아래와 같다.

$$\blacksquare \text{ 금리익스포저 경로 : } \widehat{Cov}\left(MPC_i, \frac{URE_i}{\widehat{E}[c_i]}\right) \quad \blacksquare \text{ 기간간 대체 경로 : } -\sigma \widehat{E}\left((1 - MPC_i) \frac{c_i}{\widehat{E}[c_i]}\right)$$

c_i : i 가구의 소비지출, MPC : 한계소비성향, σ : 기간간 대체탄력성 모수

σ 에 (0.1~0.5) 범위를 적용할 경우 상대 크기는 15~70%로 미국의 추정치인 약 30~130%(Auclert 2019)와 비교하면 다소 낮은 수준이다. 다만 한계소비성향 등의 불확실성, 국가별 자료의 차이, 모형설정의 오류 가능성 등으로 인해 추정치의 불확실성이 매우 높다는 점에 유의할 필요가 있다.

13) 저소득 취약부문 소비의 경우 금리 상승보다는 고물가 및 소득여건 둔화에 영향을 받았을 가능성이 크다.

II. 핵심이슈

16. 앞으로 물가가 안정됨에 따라 금리도 낮아지게 되면 가계의 소비도 긍정적 영향을 받을 것으로 예상된다. 다만 그간의 누적된 물가상승으로 물가수준이 크게 높아진 점은 향후 소비 회복 속도를 제약할 가능성이 있다. 향후 3-40대의 부채비율이 여전히 높은 상황에서 금리가 낮아질 경우, 가계부채가 재차 크게 확대되지 않도록 정책적 노력을 기울여야 할 것이다¹⁴⁾. 왜냐하면 소비활동이 왕성한 경제주체의 부채 확대는 가계의 금리리스크 노출도를 높여 장기적으로 소비여력을 제한하면서 내수부문의 역동성을 약화시킬 수 있기 때문이다.

14) 2022-23년중 가계의 디레버리징이 어느 정도 진행되었으나 연령대별로 보면 3-40대 가계의 부채는 여전히 팬데믹 이전 수준을 상회하고 있다. 반면 50대의 23년 부채비율은 19년과 유사하고 60대는 상당폭 하락하였다.

참고 1 가계별 금리익스포저(URE) 추산 방법

본고에서는 다음과 같이 금리익스포저를 정의하고, 이를 가구별로 추산하였다. 추산에는 가계의 자산·부채 정보가 필요하며, 이를 위해 가계금융복지조사 미시자료를 사용하였다.

■ **금리익스포저 = 금리변동 만기 1년 이내* 금융자산** - 금리변동 만기 1년 이내* 금융부채**

* 보유상품의 금리 갱신시점이 1년 이내에 도래하는 상품

** 연간 가처분소득 포함

□ **활용자료** : 2020년도~2023년도 가계금융복지조사¹⁵⁾

※ 가계금융복지조사 자료의 주요 특징

① 표본 규모

전국 약 20,000가구

② 설문 기준시점

[자산·부채] 매년 3월말, [소득·소비] 전년도 연간

③ 소비지출의 범위

내구재(가전·가구 등), 준내구재(의류·신발 등), 비내구재 및 서비스 지출 포괄, 다만 일부 내구재(자동차 구입) 등은 제외

□ **분석대상 가구** : 가구주 연령 30세 이상, 65세 이하¹⁶⁾

⇒ 총 11,282가구(2023년 기준, 전체 표본가구의 약 62%)

<표> 평균 통계량(2023년)

가구주 특성		금융자산(만원) ¹⁾		금융부채(만원) ¹⁾		
연령(세)	성별(남성, %)		현·예금		주담대	신용대출
50.9	78	9,185	4,338	6,378	4,431	1,031

주: 1) 2019년 가격 실질 기준

□ **자산·부채 금리변동 만기 구조**

: 가계금융복지조사 자산·부채 항목별, 연도별로 다양한 보조자료*를 활용하여 추산¹⁷⁾

* 자금순환표, 한국은행 통화금융통계(여수신 종별·예금주별·기간별 비중, 대출 종별 고정금리 비중 등), 가계부채DB 등

15) 2022-23년 가계금융복지조사는 고용·산재보험 급여소득을 행정자료로 보완한 자료를 사용하였다.

16) 고령층과 저연령층의 소득원천 및 소비행태가 분석대상 연령층과 크게 상이할 수 있다는 점을 감안하여 가구주 연령을 30-65세로 제한하였다.

17) 만기 구조는 자산·부채 항목별로 추산한 것으로 가구별 차이까지는 고려하지 않았다. 따라서 동일한 자산·부채 항목에 대해서는 모든 가구가 동일한 만기 구조를 갖는 것이 암묵적으로 가정되었다.

참고 2 한계소비성향 추정 방법

본고에서는 Crawley and Kuchler(2023)에 따라 다음과 같이 한계소비성향을 추정¹⁸⁾하였다.

- 자료 : 한국노동패널 제13~23차년도(소비지출 응답 기준 2009~19년)
- 대상 가구 : 가구주 연령 30세 이상, 65세 이하
소득 상위 1% 초과, 99% 미만 가구 제외 ⇒ 총 41,994가구(연평균 3,818)

$$\text{(적률)} \quad \text{Var}(\Delta^N \bar{y}_T) = (N - \frac{1}{3})\sigma_P^2 + 2\sigma_y^2, \text{ for } N \geq 3 \quad \dots (1)$$

$$\text{Cov}(\Delta^N \bar{c}_T, \Delta^N \bar{y}_T) = \phi(N - \frac{1}{3})\sigma_P^2 + 2\psi\sigma_y^2, \text{ for } N \geq 3 \quad \dots (2)$$

\bar{y}_T : T연도 소득(로그), \bar{c}_T : T연도 소비(로그), Δ^N : N연도간 차분

■ 모수

- ① ψ : 일시적 소득충격에 대한 한계소비성향(MPC)
- ② ϕ : 영구적 소득충격에 대한 한계소비성향
- ③ σ_y^2 : 일시적 소득충격의 분산
- ④ σ_P^2 : 영구적 소득충격의 분산

한국노동패널 자료로부터 산출한 적률 추정치와 상기 식 (1), (2)를 통해 모수값들을 추정하였다. 추정에는 관련 연구를 따라 대각가중최소거리추정법*(diagonally weighted minimum distance estimation, DWMD)을 사용하였다.

* Blundell et al.(2009), Crawley and Kuchler(2023)

본고에서는 가계를 유동성자산 보유수준에 따라 5분위로 나누고, 각 분위별로 한계소비성향을 추정하였다. 추정치의 크기는 분위별 0.10~0.21로 Park(2017) 등 선행연구와 정합성있게 나타났다¹⁹⁾. 이와 같이 추정된 한계소비성향 함수²⁰⁾를 사용해 가계금융복지조사 가계별로 한계소비성향을 추산²¹⁾하였다.

18) 동 방법론은 Blundell et al.(2009)에서 2가지 개선을 시도한 것이다. ① (시간합산의 문제) 소득·소비를 시간 단위(discrete time)로 합산하는 데서 발생하는 편의를 개선하고, ② (소비 반응의 지속성) 일시적 소득충격에 따른 소비 반응이 1년 이후까지 이어지는 것을 허용하였다. 통화정책의 시차를 감안할 때 충격발생 1년 이후의 소비 반응을 포함하여 한계소비성향을 추정하는 것이 특히 중요할 수 있다.

19) 일례로 Park(2017)의 한계소비성향 추정치(한국노동패널 제4~17차년도, 소비지출 응답 기준 2000~13년 자료 사용)는 W-HtM 0.14~17, P-HtM 0.13~0.15, N-HtM 0.11~15 등으로 본고와 유사한 수준이다.

20) 추정된 한계소비성향 함수는 유동성 자산 보유수준에 따라 단조적으로 감소하는 형태이다. 구체적인 함수 형태는 분위별 유동성자산 평균 보유액과 한계소비성향(로그) 간의 관계를 3차 에르미트 보간법(Piecewise Cubic Hermite Interpolation)을 통해 근사함으로써 도출하였다.

21) 가계금융복지조사는 2018년부터 소득자료를 행정자료로 보완해나감에 따라 안정적으로 비교 가능한 시계열의 기간이 짧아 한계소비성향 추정에 적합하지 않다. 이에 본고에서는 별도 자료인 한국노동패널 장기 패널자료를 사용해 유동성 자산에 따른 한계소비성향 함수를 추정한 후, 이를 가계금융복지조사에 적용하는 방식을 택했다. 다만 가계금융복지조사는 한국노동패널에 비해 최근 연도의 정보가 있고 표본가구가 많으며, 행정자료 보완으로 자료의 정확성이 높다는 등의 장점이 있어 본고 여타 분석의 주된 자료로 활용하였다.

참고문헌

- Auclert, Adrien. "Monetary policy and the redistribution channel." *American Economic Review* 109.6 (2019): 2333-2367.
- Blundell, Richard, Luigi Pistaferri, and Ian Preston. "Consumption inequality and partial insurance." *American Economic Review* 98.5 (2008): 1887-1921.
- Crawley, Edmund, and Andreas Kuchler. "Consumption heterogeneity: Micro drivers and macro implications." *American Economic Journal: Macroeconomics* 15.1 (2023): 314-341.
- Kaplan, Greg, and Giovanni L. Violante. "A model of the consumption response to fiscal stimulus payments." *Econometrica* 82.4 (2014): 1199-1239.
- Kaplan, Greg, Giovanni L. Violante, and Justin Weidner. *The wealthy hand-to-mouth*. No. w20073. National Bureau of Economic Research, 2014.
- Park, Ki Young. "The Wealthy Hand-to-Mouth Households in South Korea." Available at SSRN 2726474 (2016).
- Sang-yoon Song, 2020. "Leverage, Hand-to-Mouth Households, and Heterogeneity of the Marginal Propensity to Consume: Evidence from South Korea," *Review of Economics of the Household*, Springer, vol. 18(4), pages 1213-1244, December
- 나승호, 정천수, 임준혁. (2013). 구조적 소비제약 요인 및 정책과제. 한국은행, BOK 경제리뷰_No. 2013-4
- 박경훈 외. (2022). 금리 상승의 내수 부문별 영향 점검. 한국은행, BOK 이슈노트 제2022-27호.
- 오태희, 조주연, 남명훈, 황나운. (2022). 향후 재화, 서비스, 해외소비의 회복경로 점검. 한국은행, BOK 이슈노트 제2022-41호.
- 오태희, 이규환, 남명훈, 이재운. (2022). 금리상승 시 소비감소의 이질적 효과: 가계 특성별 미시 자료를 이용한 소비제약 분석. 한국은행, BOK 이슈노트 제2022-45호.
- 이규환, 이준호, 이현지. (2024). 최근 민간소비 흐름 평가 및 향후 여건 점검. 한국은행, 금융·경제 이슈(2024.1월)
- 이지은 외. (2023). 팬데믹 이후 가계 대차대조표(B/S) 변화 및 소비에 대한 시사점. 한국은행 조사국.
- 이홍직, 최지원. (2015). 글로벌 금융위기 이후 가계소비 부진 배경 분석: 소득-소비간 연계성 약화 요인을 중심으로. 한국은행, 조사통계월보 2015년 8월호.
- 한국은행. (2023). 경제전망보고서 2023.11.