
KDI-HAPI Conference

출장보고서

2025. 9. 8

KDI 거시금융정책연구부

1 출장 배경 및 목적

- (출장 배경) KDI-HAPI 공동연구 개요
 - KDI는 1989년부터 매년 한국경제의 주요 현안에 대하여 미국의 연구기관과 공동연구를 통해 실천가능하고 현실성 있는 대안을 모색함.
 - 이번 컨퍼런스도 2024년에 이어 Hawaii Asia Pacific Institute(HAPI)와 함께 2025년 8월 12~15일 기간 동안 Honolulu에서 진행함.

- (출장 목적) 공동연구 Agenda
 - 2025년 컨퍼런스는 「Who Drives the Debt? Dynamics of Household, Corporate, and Public Sector Debt and Their Implications」라는 제목으로, Hawaii Asia Pacific Institute(HAPI)와 해외저명 경제학자와 함께 2025년 8월 12~15일 기간 동안 Honolulu에서 진행함.

2 출장 개요

- 출장지 및 기간
 - 출장지: 호놀룰루, 하와이
 - 출장기간: 2025년 8월 12~15일

- 출장자 (총 4명)

소속	성명	직위
KDI 거시·금융정책연구부	김미루	연구위원
KDI 거시·금융정책연구부	홍종수	부연구위원
KDI 재정·사회정책연구부	이강구	선임연구위원
KDI 재정·사회정책연구부	신승룡	부연구위원

□ 주요활동

- 2025년 컨퍼런스는 「Who Drives the Debt? Dynamics of Household, Corporate, and Public Sector Debt and Their Implications」라는 제목으로, 해외 저명 경제학자(Patrick J. Kehoe, Stanford Univ.; Atif R. Mian, Princeton Univ.; Elena Pastorino, Stanford Univ.; Andrew Mason, Univ. of Hawai'i at Mānoa; Yan Bai, Univ. of Rochester; Titan Alon, Univ. of California San Diego)와 KDI 연구진의 각 부문별 부채 누증의 구조적 원인과 상호 연계성 관련 연구(e.g. The Impact of Demographic Changes on Household Debt and Its Implications, The Impact of Bank Capital Regulation on Bank Lending: Evidence from Korea's Basel III Implementation, Short- and Long-Term Drivers of Korea's Rising Government Debt and Policy Implications, On the Effect of National Debt on Household Asset Distribution)의 발표와 토론을 진행함.

3 출장 일정

일자	시간	내용	비고
8.12 (화)	20:20~10:10	출국(인천→호놀룰루)	
	11:00~15:00	숙소까지 이동 및 체크인	· Prince Waikiki Hotel
	15:00~18:00	Conference 관련 사전준비	· 참석: 김미루
	18:30~	Opening ceremony	· 참석: 조동철, 김미루, 홍종수, 이강구, 신승룡 · 장소: Morton's The Steak House

일자	시간	내용	비고
8.13 (수)	08:30~09:00	Continental breakfast	· 참석: 컨퍼런스 참가자 전원 · 장소: Conference room
	09:00~09:30	Keynote speech	· 발표: Patrick J. Kehoe (Stanford University)
	09:30~11:50	Session 1	· 발표: 김미루(KDI), Atif R. Mian(Princeton University) · 토론: Yongseok Shin (Washington University, St. Louis)
	12:00~13:00	Lunch	
	13:00~14:40	Session 2	· 발표: 신승룡(KDI), Elena Pastorino(Hoover Institution and Stanford University) · 토론: Munseob Lee (University of California San Dieg)
	15:00~16:40	Session 3	· 발표: 이강구(KDI), Andrew Mason(University of Hawai'i at Mānoa) · 토론: Miroslav Gabrovski (University of Hawai'i at Mānoa)
8.14 (목)	08:30~09:00	Continental breakfast	· 참석: 컨퍼런스 참가자 전원 · 장소: Conference room
	09:00~11:50	Session 4	· 발표: 홍중수(KDI), Yan Bai(University of Rochester), Titan Alon(University of California San Diego) · 토론: Liang Wang (University of Hawai'i at Mānoa), Alejandro Rojas-Bernal (University of Hawai'i at Mānoa)
	11:50~12:00	Wrap Up	
	12:00~1:00	Closing lunch	· 참석: 컨퍼런스 참가자 전원 · 장소: Conference room

4 활동 내용

KDI-HAPI Conference

□ 일 시: 2025. 8.13 ~ 8.14.

□ 주요 내용

- Keynote Speech: A Neoclassical Model of the World Financial Cycle
Patrick J. Kehoe, Stanford University - 글로벌 금융시장의 연결성이 확대되는 가운데 특히, 비은행금융기관(NBFI)의 연결성도 확대되고 있는 부분에 대해 논의함.
- The Impact of Demographic Changes on Household Debt and Its Implications by Meeroo Kim, Korea Development Institute - 지난 20여 년간 가계부채 비율의 추세적 상승은 기대수명 증가에 따른 자산 축적 동기의 강화에 크게 기인한 것으로 보이며, 길어진 퇴직 후 여생에 대비하여 고령층은 금융자산을 축적하고, 청장년층은 고령층이 공급한 자금을 차입해 주택 위주로 자산을 축적하는 과정에서 부채가 증가해 온 것을 보임. 그러나 향후 가계부채 비율은 기대수명 증가세 둔화와 인구 고령화 심화로 수년 내에 하락 국면으로 전환될 것으로 전망되며, 중단기적 관점에서 가계부채의 안정적인 관리를 위해 금융정책뿐만 아니라 노동시장 경직성 완화 등 비금융 정책과의 연계가 중요할 것이라고 논의함.
- The Impact of Demographic Changes on Household Debt and Its Implications by Meeroo Kim, Korea Development Institute - 지난 20여 년간 가계부채 비율의 추세적 상승은 기대수명 증가에 따른 자산 축적 동기의 강화에 크게 기인한 것으로 보이며, 길어진 퇴직 후 여생에 대비하여 고령층은 금융자산을 축적하고, 청장년층은 고령층이 공급한 자금을 차입해 주택 위주로 자산을 축적하는 과정에서 부채가 증가해 온 것을 보임. 그러나 향후 가계부채 비율은 기대수명 증가세 둔화와 인구 고령화 심화로 수년 내에 하락 국면으로 전환될 것으로 전망되며, 중단기적 관점에서 가계부채의 안정적인 관리를 위해 금융정책뿐만 아니라 노동시장 경직성 완화 등 비금융 정책과의 연계가 중요할

것이라고 논의함.

- The Saving Glut of the Rich by Atif R. Mian, Princeton University - 가계부채가 장기간 증가한 원인에 대한 선행연구는 주로 소득이나 순자산의 불평등에 주목해 옴. Mian et al.(2021)은 순자산이 많은 가계일 수록 한계소비성향(Marginal Propensity to Consume: MPC)이 낮아서, 자산 불평등이 심화되면 高자산 가계는 소득 중 더 많은 부분을 저축하며 자금을 공급하고, 低자산 가계는 이를 차입하면서 가계부채가 증가한다고 분석함. 이 분석은 글로벌 금융위기 이전 미국의 사례를 설명하는 데 유용함.
- Taxing the Rich? A Theory of Income and Wealth Inequality by Elena Pastorino, Hoover Institution and Stanford University - 동적 일반균형 모형(dynamic general equilibrium model)**을 통해 소득과 부(wealth) 불평등의 메커니즘을 분석하는 이 모형은 기업 관리자, 임원, 기업가와 자본시장의 에이전시 문제(agency problem)를 핵심으로 삼으며, 부유층에게 부과되는 누진적 재산세(wealth tax)가 이들의 노력과 생산성 높은 프로젝트 선택을 저해하여 결국 자본 축적과 전체 경제 생산에 부정적인 영향을 미칠 수 있다고 주장함. 초기 모형 기반 시뮬레이션 결과는 미국의 소득과 부의 분포를 잘 재현하면서, 재산세로 인해 나타나는 생산성 감소 효과가 뚜렷함을 보여줌. 또한 노르웨이 등에서 시행된 것과 유사한 재산세는 불평등을 줄이는 데 있어 비슷한 효과를 더 소득세(progressive income tax)의 점진적 강화로도 얻을 수 있으며, 더 낮은 경제적 비용으로 달성 가능하다고 시사함.
- The Impact of Bank Capital Regulation on Bank Lending in Korea - 글로벌 금융위기 이후 바젤 III 체계 도입으로 은행 자본규제가 강화됨. 한국에서도 Tier 1 자본비율 규제가 2013년 4.5%에서 2019년 8.5%까지 상향 조정; 자본규제가 은행 대출공급(가계·기업대출)에 미치는 영향을 실증적으로 검증하고 정책적 시사점 도출; 패널 고정효과 모형을 통해 Tier 1 자본규제와 대출성장률 간의 관계 추정, 자본버퍼(실제 자본비율 - 규제비율)에 따른 이질적 효과 검증, 내생성 문제를 해결하기 위해 자본규제 수준을 도구변수(IV)로 활용; 기업대출은 자본규제 강화에 따라 가장 크게 위축됨, 가계대출에는 영향이 상대적으로 미미함, 자본여력이 높은 은행은 규제 강화에도 대출공급을 유지할 수 있음.

- Population Aging and Debt by Andrew Mason - 이 장에서는 인구 고령화가 어떻게 가계의 자산 축적 수요와 공공 부채의 구조적 증가를 동시에 유발하는지를 분석함. 인구 고령화 과정에서 은퇴 준비를 위한 생애주기 자산(연금 자산) 수요가 급증함에 따라, 가계는 저축을 늘리거나 공공·민간 부채를 확대하게 되며, 이는 공공 부채에 대한 수요증가로 이어짐. 한편, 고령화로 인해 노동가능 인구 성장 둔화와 연금·의료 등 공공지출 부담 증가가 나타나면서, 공공 부채의 공급 측면에서도 확대 압력이 크게 올라감. 특히 아시아에서는 2020년부터 2060년 사이 공공·민간 부채에 대한 수요가 눈에 띄게 증가할 것으로 예상되며, 생애주기 소비를 위한 자금 수요가 충족되지 않을 경우 재정 지속가능성에 심각한 위협이 될 수 있음. 인구 구조 변화가 부채 비율 상승과 재정 건전성 악화라는 두 마리 토끼를 동시에 불러오고 있다는 점이 핵심적 결론
- Financing from Workers: Can Labor Market Power Mitigate Financial Frictions? by Yan Bai - 이 논문은 기업이 노동 시장에서의 영향력(labor market power)을 활용해 금융적 제약(financial frictions)**을 완화할 수 있는 메커니즘을 탐구함. 기업이 노동시장 지배력을 지니면, 임금 삭감을 통해 노동자에게서 자금을 조달함으로써 재무난 상황에서 외부 자금 의존도를 낮추는 일종의 자체 조달 경로를 확보할 수 있다는 점이 핵심. 이를 뒷받침하기 위해, 예기치 않은 디플레이션으로 부채의 실질 부담이 늘어난 다음에도 높은 레버리지 기업에서 근로자의 소득 증가가 둔화되었다는 사실을 미국 고용자-근로자 데이터를 통해 발견함. 또한, 노동 시장 영향력과 디폴트 위험을 반영한 이질적 기업 모델을 구축하여 미국 기업의 자금조달 특성과 노동 탄력성을 반영한 모형으로 보정한 결과, 노동시장 지배력이 금융적 어려움에 대한 기업의 취약성을 크게 낮추는 효과가 있음을 이론적으로 확인함.
- Debt, Human Capital, and the Allocation of Talent by Titan Alon - 이 논문은 신용제약(credit frictions)에 의해 학자금 대출이 졸업생들의 진로 선택과 초기 경력 상 인적 자본 투자에 왜곡을 일으킬 수 있음을 이론 및 실증적으로 분석. 미국 데이터를 활용한 경험적 결과에 따르면, 높은 학자금 대출을 진 학생들은 초기 소득은 높지만, 경력 성장률(returns to experience)은 낮은 것으로 나타남. 이를 반영한 구조적 모델을 통해 대출자의 직업 선택이 앞당겨진 보상 구조(high upfront compensation)가 유리한 직군으로 치우치는 등 인재의 misallocation

현상이 나타나며, 이는 전체 노동생산성에 부정적인 영향을 미친다는 것을 정량적으로 보여줌. 또한, 학자금 대출 탕감 정책 – 단기적이든 장기적이든 – 은 인적 자본 투자와 노동생산성을 동시에 개선하고, 인재 배치의 효율성을 제고함으로써 경제 전체의 복지와 생산성을 향상시킬 수 있다는 분석 결과를 제시함.

□ 단기적 정부부채 증가 요인에 대한 논의

- 코로나19 이후 한국은 다른 선진국들과 달리 2021~2022년에도 확장적 재정 기초를 유지함. 이는 단기적인 경기 대응 효과는 있었으나 정부부채 누적을 빠르게 확대시키는 결과로 이어짐.
 - 2020년에는 긴급재난지원금과 같은 현금성 지원이 주요 요인이 되어 기초재정수지 적자가 크게 확대됨.
 - 2021년에는 복지지출과 재량지출 증가가, 2022년에는 지방정부 이전지출과 소상공인 직접 현금지원이 부채 증가의 핵심 요인으로 작용.
 - 다른 선진국들이 같은 시기 점진적으로 재정긴축으로 전환한 것과 달리, 한국은 지속적으로 확장 기초를 유지하여 누적 증가폭이 선진국 평균을 웃도는 결과를 초래.

□ 중·장기적 재정위험과 정책적 과제에 대한 논의

- 중기적으로는 정부의 재정계획 자체가 불확실성이 확대되고 있음을 보여줌. Debt Fanchart 분석에 따르면, 2021~2025년 계획은 역사적 범위 상한선을 초과하는 낙관적 시나리오를 반영했고, 2024~2028년 계획은 부채 증가 속도를 억제하려는 의도를 담았지만 여전히 낙관성이 내포됨.
 - 즉, 계획상으로는 재정 건전성 회복을 추구하나, 실제 실현 가능성에 대해서는 의문이 제기됨.
 - 불확실성의 폭이 과거보다 확대되면서 정책 목표 달성이 어려워질 가능성이 커짐.
- 장기적으로는 저출산·고령화라는 인구구조 변화가 근본적인 재정위험 요인으로 부상. 국민연금, 공무원·군인연금, 기초연금, 건강보험 등 의무지출은 급격히 증가할 것으로 전망되지만 세입 기반은 오히려 약화될 가능성이 큼.
 - 현행 세제와 기여금 체계만으로는 재정수요를 충족하기 어려우며, 따라서 부채 의존도가 높아질 우려가 큼.

- 또한 민간부채가 높은 한국 경제 구조상, 금융위기나 경기침체 시 민간부채가 공공부채로 전이될 위험이 크며, 이는 과거 아시아 외환위기나 글로벌 금융위기 사례에서도 확인된 바 있음.
- 장기 재정지속성을 확보하기 위해서는 조세기반 확충(예: VAT, 금융·자산세 등)과 의무지출 관리 강화가 필수적이며, 나아가 민간·공공부채를 통합적으로 관리하는 거시건전성 정책이 필요함.

- 국가채무 증가가 가계자산 분포에 미치는 효과에 대한 논의: 국가채무가 증가할수록 자산 분산은 확대되나 지니계수는 하락함.
 - 국가채무 50% 증가 전후의 두 정태적 일반균형을 비교하는 모형 실험을 수행함.
 - 자산 결정함수 변화에 따르면 자산이 많은 가구일수록 다음 해 자산을 더 크게 늘리지만 증가율은 낮음.
 - 따라서 불평등과 같은 규범적 해석을 내릴 때에는 신중할 필요가 있음.
- 다만, 자산 분산은 지니계수보다 후생 측면에서 더 중요한 의미 가짐.
 - 자산이 많은 연령대일수록 자산 증가폭이 큼.
 - 반면 고자산 연령대는 가치함수가 상승하나 저자산 연령대는 하락함.
 - 즉, 생애주기 초기에 해당하는 연령의 평균 가치함수(사전적 가치함수)는 더 낮아짐.
- 초기 자산 이전은 국가채무 증가에 대한 대응 정책으로 적절함.
 - 청년층(최연소 연령)에 대한 초기 자산 이전 확대 시 채무 증가의 후생 손실이 상쇄됨.
 - 초기 자산이 늘어날수록 청년층 차입 제약 완화, 사전적 가치함수의 개선이 있음.
 - 저축 및 자본 증가, 금리 하락이 발생하고, 고자산(고령) 연령의 후생은 감소함.
 - 적정 수준의 초기 자산 이전은 사전적 가치함수 손실을 완전히 상쇄하면서 대부분 세대의 복지를 개선시킴.