보도자료

보도일시	**2021년 11월 5일(금) 조간**
배포일시	2020년 11월 4일(목) 09:00
배포부서	KDI 홍보팀(044-550-4030, press@kdi.re.kr)
담 당 자	**천소라 KDI 경제전망실 모형총괄** (044-550-4042, sora@kdi.re.kr)

민간부채 국면별 금리인상의 거시경제적 영향

천소라 경제전망실 모형총괄

본고는 2021년 하반기 『KDI 경제전망』에 수록될 예정임.

민간부채 국면별 금리인상의 거시경제적 영향

연구위원 천소라

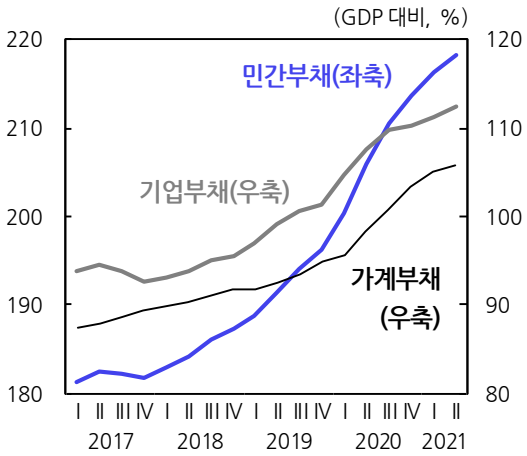
1. 문제제기

■ 지난 8월 한국은행은 **민간부채 급증에 따른 금융불균형에 대한 우려로 기준금리를 0.25%p 인상**하였으며, 향후에도 **이러한 정책기조가 지속될 것으로 예상**됨.

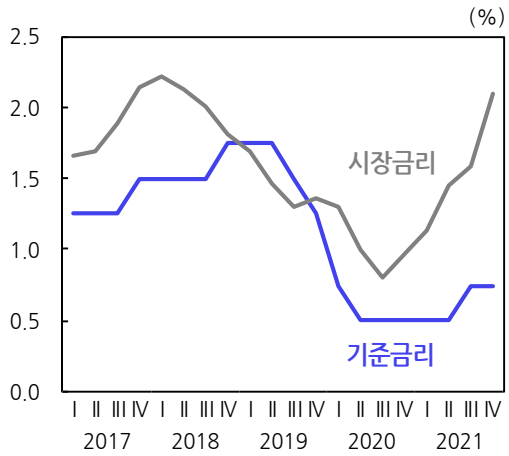
- 코로나19 위기에 대응하여 확장적인 재정·통화·금융정책을 통해 시중에 유동성을 공급함에 따라 민간부채가 빠르게 확대됨.
- 자산가격 상승과 부채 급증에 따른 금융불안정에 대처하기 위해 지난 8월 기준금리가 인상되었으며, 추가적인 금리인상에 대한 기대가 반영되며 시장금리도 급등함.
- 한편, 부채가 확대된 상황에서 금리가 빠르게 상승할 경우 실물경기 회복을 저해할 수 있다는 의견도 존재함.

■ 본고에서는 **민간부채 국면에 따라 기준금리 인상이 경제성장률과 물가상승률에 미치는 영향을 분석하고, 통화정책에 대한 시사점을 제시**하고자 함.

GDP 대비 민간부채



기준금리와 시장금리

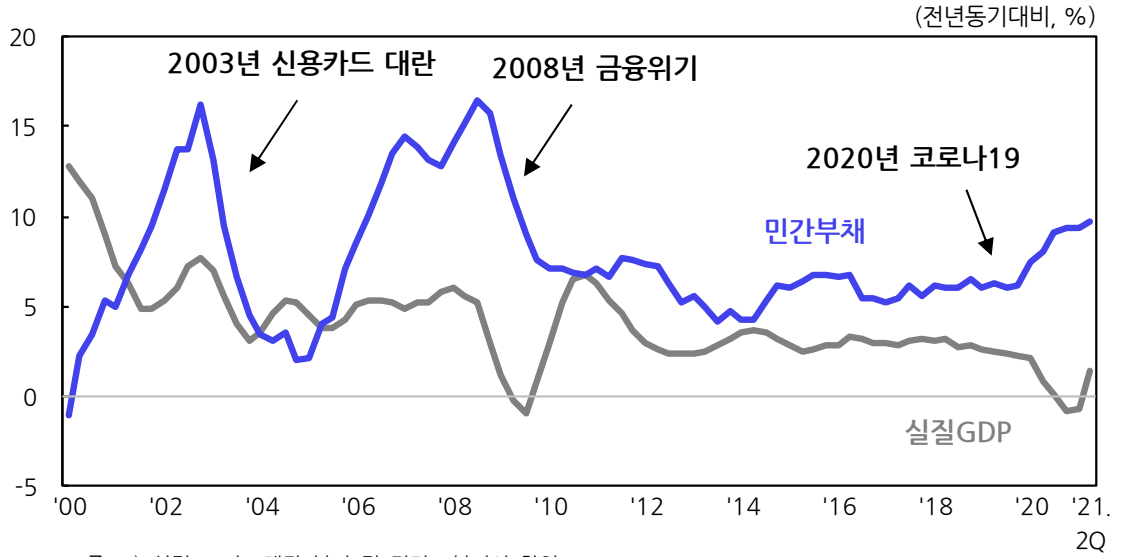


주: 1) 민간부채, 기업부채, 가계부채는 한국은행 자금순환표 기준임.
2) 시장금리는 국고채 3년물 기준이며, 2021년 4/4분기는 10월말 기준임.
자료: 한국은행.

2. 최근의 민간부채 추이와 과거 부채위기와의 차이점

- 코로나19 위기를 겪으며 경제성장세는 둔화된 반면, 민간부채가 빠르게 증가하면서 **GDP 대비 민간부채는 높은 수준으로 상승**함.
  - 코로나19 위기로 인한 경기 침체에 대응하고 신용경색을 방지하기 위해 적극적인 재정·통화·금융정책을 수행함에 따라 민간부채가 빠르게 확대됨.
  - 2021년 2/4분기 민간부채는 GDP 대비 218.2%로 상승하였으며, 부문별로는 가계부채와 기업부채가 각각 전년동기대비 11.6%, 8.1% 증가하며 GDP 대비 105.9%, 112.4%를 기록함.
- 신용카드 대란과 글로벌 금융위기에서는 금융불균형이 실물경기 침체로 이어진 반면, 코로나 위기에서는 실물경기 충격 완화를 위한 정책대응이 민간부채 확대로 이어짐.
  - 다수의 해외 사례에서도 부채 증가를 동반한 자산가격 급등이 일시에 반전되면서 금융위기와 실물경기 침체로 이어진 경험이 있음.
  - 코로나19 위기 극복을 위해 적극적으로 공급한 유동성에 대해 경기 회복기에는 민간부채 증가세를 제어하며 금융건전성을 사전에 강화할 필요

실질GDP 및 민간부채



주: 1) 실질GDP는 해당 분기 및 직전 3분기의 합임.
2) 민간부채의 경우 2000년부터 2021년 1/4분기까지는 BIS 민간신용 기준이며, 2021년 2/4분기는 한국은행 자금순환표 기준임.
자료: BIS; 한국은행.

Box. 통화정책 파급경로

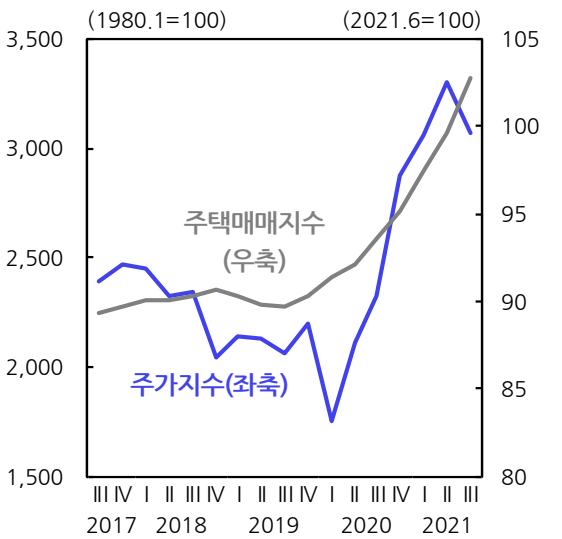
■ 통상 통화정책은 금리 및 신용 경로 등을 통해 총수요에 직·간접적으로 영향을 주며 실물경제에 파급됨.

- 기준금리 인상은 시장금리 상승으로 이어지며 소비와 투자 수요가 축소되고 경제성장률과 물가상승률이 하락하는 요인으로 작용
- 이와 함께 이자비용 상승으로 인한 채무부담 확대, 자산의 담보가치 변동에 따른 차입규모 축소를 통해 실물경제에 간접적으로 영향을 줌.

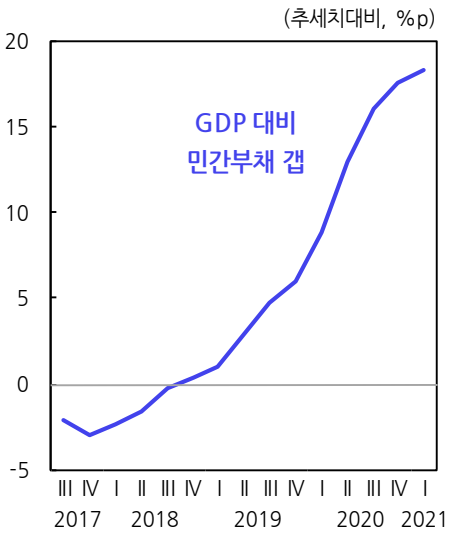
■ 한편, 민간부채 국면에 따라 통화정책이 신용경로를 통해 실물경제에 미치는 영향이 다를 수 있음.

- 부채가 확대된 상황에서는 금리가 동일한 폭으로 상승하더라도 이자비용 부담이 더 크게 확대되면서 실물경제에 대한 부정적 영향도 커질 수 있음.
- 또한 이 경우 차입제약에 직면한 가계가 더 많을 수 있으며, 금리인상이 소비 및 투자로의 현금흐름을 제약하며 총수요를 축소할 수 있음.

주가지수 및 주택매매지수



GDP 대비 민간부채 갭(BIS)



주: 주가지수와 주택매매지수 모두 분기말 자료임.
자료: BIS; 한국부동산원; 한국은행.

3. 부채 국면별 통화정책의 파급영향

■ 본 절에서는 **코로나19 위기 이후 부채가 빠르게 확대된 국면에서 통화정책이 경기와 물가에 미치는 영향을 분석**하고자 함.

- 부채가 크게 확대된 경우와 그렇지 않은 경우에 금리인상 충격이 경기와 물가에 미치는 영향이 다를 수 있음을 감안하여, 부채 국면에 따른 거시경제변수 간의 비선형 관계를 분석함.

■ 베이지안 임계 벡터자기회귀모형(Bayesian Threshold-VAR)을 이용하여 부채 국면을 식별하고, 이에 따른 금리인상의 효과를 분석함.

- 실증분석을 위해 부채증가율이 국면을 결정하는 변수라고 가정하였으며, 부채 국면의 결정은 분석모형에서 내생적으로 결정됨.

- 경제 내의 총수요곡선, 총공급곡선 및 통화정책 반응함수의 구조적 축약형을 추정하는 벡터자기회귀모형(VAR)에 기반을 두고, 민간부채를 추가하여 국면전환을 결정하는 변수로 설정[1)]

- 분석기간은 1999년 2/4분기부터 2021년 1/4분기로 실질GDP, 소비자물가, 기준금리(콜금리), 민간부채와 각 변수의 시차변수를 포함하였으며 모든 변수는 전분기 대비 로그차분을 이용함.

- 금리 충격을 식별하기 위해 실질GDP, 소비자물가가 순차적으로 금리에 영향을 주는 변수라고 가정함.

- 분석의 강건성을 확보하기 위해 변수 시차 조정 후 현재 1분기 전부터 4분기 전까지의 설명변수를 포함하였으며, 베이지안 추정법을 활용하여 변수 간의 비선형 관계와 식별을 분석함.

1) Piergiorgio Alessandri and Haroon Mumtaz, “Financial regimes and uncertainty shocks,” *Journal of Monetary Economics*, Elsevier, vol. 101(C), 2019, pp.31-46.

■ 분석 결과, **기준금리가 25bp 인상되면 고부채 국면에서는** 평상시에 비해 **경제성장률이 두 배 정도 큰 폭으로 하락**하는 요인으로 작용함.

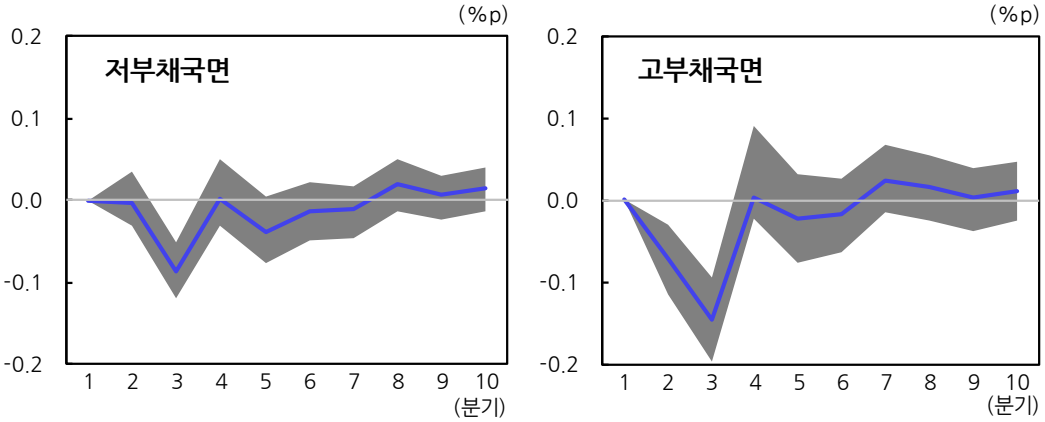
- 금리인상은 시차를 두고 경제성장률을 하락시켰으며, 고부채 국면에서 기준금리 25bp 인상은 3분기에 걸쳐 경제성장률을 최대 0.15%p 하락시키는 것으로 나타남.
- 반면, 저부채 국면에서의 금리인상은 3분기 후에 유의한 영향이 나타났으며, 기준금리 25bp 인상은 경제성장률을 최대 0.08%p 하락시키는 것으로 나타남.

■ 그러나 **금리인상에 따른 물가상승률과 부채증가율의 하락폭은 미미**하였으며, 통계적인 유의성도 발견할 수 없었음.

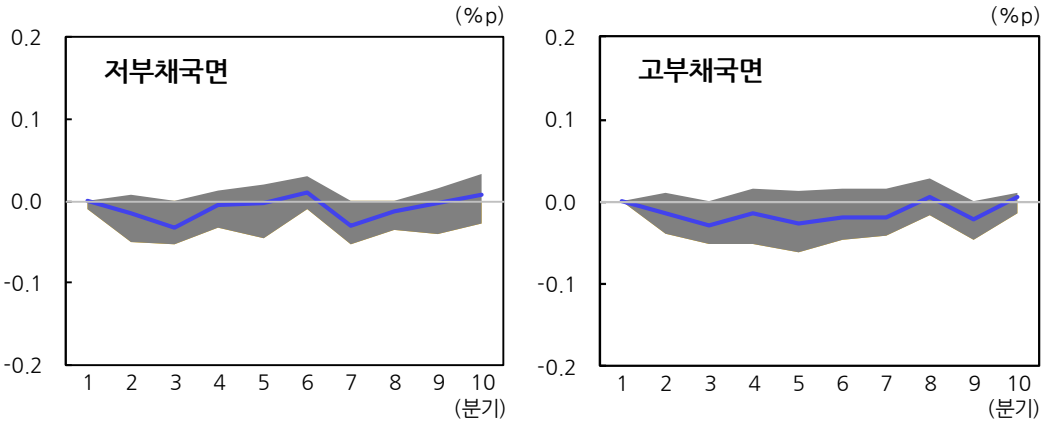
- 고부채 국면과 저부채 국면 모두에서 금리인상에 대한 물가상승률의 반응은 크지 않은 것으로 분석됨.
  - 저부채 국면보다 고부채 국면에서 금리인상에 따른 물가상승률의 하락폭이 컸으나, 통계적으로 유의한 정도는 아니었음.
  - 이는 2000년대 이후 물가와 경기 간의 관계가 약해짐을 의미하는 “필립스 곡선의 평탄화” 현상을 실증적으로 발견한 선행연구와 유사한 결과임.
  - 물가상승률이 단기적인 경기 변동보다 중장기적인 기대인플레이션에 더 연동되어 있다는 다수의 연구결과는 통화당국의 기대인플레이션 관리가 중요해졌음을 뜻함.
  - 한편, 코로나19 위기에서의 적극적인 통화정책 수행은 장기간의 저물가 현상으로 낮아진 기대인플레이션이 물가안정목표에 일부 접근하는 데 기여하였을 것으로 사료됨.
- 금리인상에 대한 부채증가율의 반응도 크지 않은 것으로 나타나, 금리인상만으로 부채증가세를 단기간에 제어하는 데 한계가 있음을 시사
  - 저부채 국면보다 고부채 국면에서 금리인상에 따른 부채증가율의 하락폭이 컸으나, 통계적으로 유의한 정도는 아니었음.
  - 68% 신뢰구간을 고려하더라도 단기적으로는 25bp 금리인상이 부채증가율 하락에 가시적인 영향을 미치지 못하는 것으로 나타남.
  - 이는 자산수익률에 대한 기대가 금리 이외의 다양한 요인에 의해 영향을 받으므로, 금리인상만으로는 부채증가세를 단기간에 억제하기 어려울 수 있음을 시사
  - 다만, 금리인상이 위험자산에 대한 선호를 낮추는 경로로 금융안정에 기여할 수도 있음.

금리인상 충격의 거시경제변수에 대한 영향

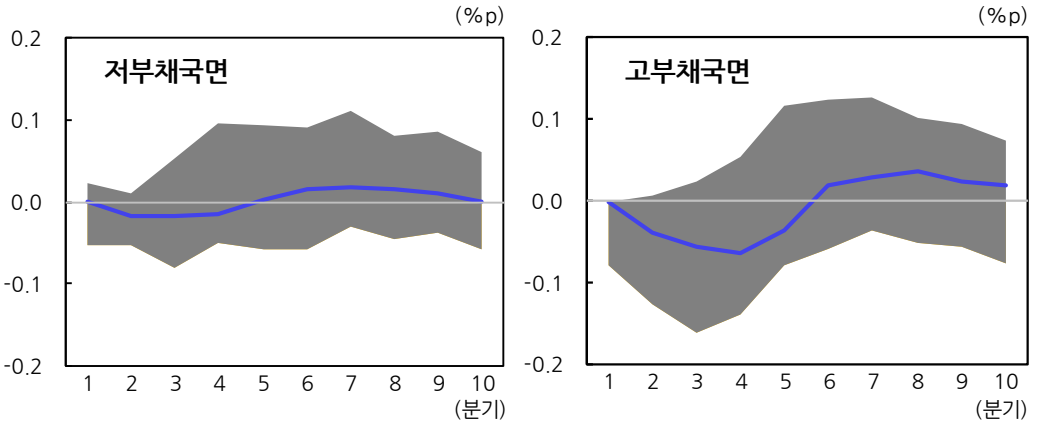
경제성장률



물가상승률



부채증가율



주: 파란 실선은 충격반응함수의 사후 중간(median)값을 나타내며, 음영은 68%의 신뢰구간을 의미함.
자료: 저자 계산.

4. 정책적 시사점

■ **최근 민간부채가 빠르게 증가하고 있어 금융불안 가능성을 축소하기 위한 정책대응이 요구**됨.

- 다수의 해외 사례에서 부채 증가를 동반한 자산가격 급등이 일시에 반전되면서 금융위기와 실물경기 침체로 이어진 경험을 감안하면, 사전적으로 금융건전성을 강화하고 경기불안 요인을 축소할 필요

- 최근의 기준금리 인상과 대출감독 강화 등은 금융안정성의 강화를 주목적으로 수행된 정책으로 풀이됨.

■ **금리인상이** 금융시장의 불안을 일부 완화할 가능성도 존재하나, 이와 동시에 **경기 회복을 저해할 수 있음을 감안하여 통화정책 정상화의 속도를 결정**할 필요

- 분석 결과, 고부채 국면에서 금리인상은 평상시보다 경기에 더 큰 영향을 미치며 물가상승률과 부채증가율을 하락시키지만 통계적인 유의성은 낮았음.

  - 고부채 국면에서 기준금리를 25bp 인상하면 경제성장률이 최대 0.15%p 하락하는 것으로 나타나, 저부채 국면(-0.08%p)보다 금리인상의 부정적 영향이 2배 정도 큰 것으로 분석됨.

- 아직까지 우리 경제가 견고한 회복 단계에 접어들지는 않았다는 점에서 금리인상이 경기에 미칠 부작용도 함께 고려할 필요

- 아울러 코로나19 위기에서 경제주체별로 불균등한 충격을 받은바, 금리인상이 취약계층의 채무부담 가중으로 이어질 가능성에도 유의할 필요

  - 통화정책은 광범위한 경제주체에게 영향을 미치는바, 금융안정을 위해 금리를 인상할 경우 취약계층의 보호를 위한 재정·금융정책 등의 보완책도 함께 고려할 필요

■ **금융안정성을 강화하기 위해 통화정책과 거시건전성정책의 조합(policy mix)을 활용**할 필요

- 금리인상만으로 민간부채 증가세를 단기간에 제어하는 데 한계가 있으며 경기회복세 저하 등의 부작용도 존재하므로, 금융불안 완화에 더욱 직접적이고 효과적인 거시건전성정책을 적극 활용할 필요