



가계부채 저량(Stock)의 시대 도래와 시사점

윤성훈 선임연구위원

- 우리나라의 경우 가계부채 증가율이 높아지는 시기에 민간소비 증가율도 같이 높아지는 경향을 보였으나 최근 들어 이러한 모습이 약해지는 등 저량의 영향이 유량의 영향을 압도하기 시작(저량의 시대)했을 가능성이 커지고 있음
 - 가계부채 규모가 크지 않을 경우 가계부채 증가는 가계의 소비여력을 늘려 소비를 증대시킬 수 있음
 - 그러나 가계부채가 누적되어 과도해지면 원리금 상환 부담 가중, 기업부채 구축을 통한 투자 부진, 소규모 자영업자의 과잉투자 발생 등에 따른 가계부채의 가계소득 창출력 저하, 부동산 가격 상승으로 인한 기업의 비용 증가, 금융시스템 취약성 상승 등으로 가계부채 증가는 오히려 가계소비와 경제성장에 부정적인 영향을 미치게 됨(강종구 2017)
- 저량의 시대에서는 가계의 부채 조정 가능성이 높아지기 때문에 가계소비는 유량의 시대보다 대내외 충격에 더 큰 영향을 받게 됨
 - 일본에서는 1990년대 들어서 나타난 부동산 거품 붕괴가 당시 임계수준에 달한 기업부채의 부채 조정을 야기하였고 이로 인해 설비투자가 부진해짐에 따라 경제가 장기간 침체함
 - 이 당시 일본의 가계부채 규모는 기업부채와는 달리 임계수준보다 낮아 가계부채는 부동산 거품 붕괴에도 계속해서 증가하였으며 소비도 상대적으로 부진해지지 않음
- 향후 서울 아파트 가격 거품이 해소되어 갈 때 가계부채 조정이 동반될 경우 이전의 아파트 가격 하락 시보다 소비에 대한 충격은 더욱 커질 것임
 - 글로벌 금융위기 발생 이후 서울 아파트 가격은 2013년까지 침체되었으나 미국과 영국 등 주요국과는 달리 가계부채 조정이 일어나지 않았음
 - 저량의 시대가 도래함에 따라 가계부채가 증가하더라도 소비가 더 이상 진작되지 못할 것으로 보이며, 특히 아파트 가격의 거품 축소 등 경제에 충격이 발생할 경우 가계부채 조정에 따른 소비 부진 가능성도 배제할 수 없음
- 일본이 기업부채 조정에 따른 설비투자 감소에 재정 지출 확대로 대응한 것과 같이 우리나라에서도 가계부채 조정이 시작되면 최근 경기 부진으로 높아지고 있는 경기의 재정 의존도는 더욱 확대될 수밖에 없어 보임

1. 검토배경



- 2016년 이후 가계부채 증가 속도는 낮아지고 있으나, 가계부채 규모가 국제기구 등에서 경고하는 임계수준¹⁾인 GDP 대비 80% 내외(Cechetti et al. 2011)²⁾을 상회하여(〈표 1〉 참조) 가계부채에 대한 우려는 여전히 지속되고 있음

- 가계신용(가계부채+판매신용)은 2015년과 2016년 각각 10.9%, 11.6% 증가한 이후 증가 속도가 낮아지고 있음
- 한편, 가계신용은 2013년 1,000조 원을 넘어선 이후 2019년 1,600조 원에 달하였고, GDP 대비 가계신용 비율은 2018년 80%를 초과함
 - 가계소득 대비 가계신용 비율은 2018년 149.2%로 2019년 150%를 초과했을 것으로 예상됨

〈표 1〉 가계신용 추이

(단위: 조 원, %)

구분	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
가계신용	964.8	1,019.0	1,085.3	1,203.1	1,342.5	1,450.6	1,536.7	1,600.1
증가율	5.2	5.7	6.5	10.9	11.6	8.1	5.9	4.1
GDP 대비	67.0	67.9	69.4	72.6	77.1	79.0	81.2	-
가계소득 대비	121.5	122.6	125.4	130.0	136.6	147.6	149.2	-

주: 1) 가계신용은 가계대출과 판매신용의 합계임

2) 2019년 3분기 가계신용 증가율은 전년 동기 대비 증가율임

3) 가계소득은 국민처분가능소득 중 가계 및 비영리단체 소득임

자료: 한국은행, 「경제통계시스템」

- 경제분석에서 사용되는 경제변수는 주로 수요와 공급과 같은 유량(Flow)변수³⁾이며 저량변수⁴⁾는 일반적으로 거의 포함되지 않는데, 최근 저량변수인 가계부채 규모가 우려되는 이유는 저량변수로 인해 유량변수간의 관계가 이전과 달라졌고 저량변수가 부정적인 영향을 미치고 있기 때문임

- 예를 들어, 경제에 부정적인 충격이 발생하여 소득이 감소하더라도 가계부채 규모가 크지 않을 경우 가계는 신규 대출을 통해 소비를 늘릴 수 있음

1) 경제에 대한 가계부채의 부정적인 영향이 긍정적인 영향보다 커지는 수준을 의미함

2) Cechetti et al.(2011), "The real effect of debt", BIS Working Papers, No. 352

3) 유량은 소득이나 투자와 같이 일정기간 동안 발생하는 경제변수의 흐름을 의미함. 예를 들어, 2019년 가계부채가 50조 원 증가하였다고 할 때 또는 2019년 GDP가 2,000조 원 내외라고 할 때, 이것은 유량의 개념임

4) 저량은 자산이나 자본처럼 어느 특정 시점에 존재하는 경제변수의 양을 의미함. 예를 들어, 2019년 말 가계부채 규모가 1,600조 원에 달한다고 할 때 이것은 저량의 개념임

- 즉 가계부채 증가와 소비 간의 양(+)의 관계가 유지됨
- 반면, 가계부채 규모가 과도할 경우 가계는 신규 대출이 어려워지게 되고, 설사 신규 대출이 이루어진다고 하더라도 부채 상환에 대한 부담 때문에 소비를 줄이게 됨
- 즉, 가계부채 증가와 소비간의 양(+)의 관계가 사라짐
- 이처럼 가계부채 규모가 임계수준을 넘어섰다는 것은 경제분석에 저량변수의 영향과 움직임도 포함시켜야(저량의 시대) 한다는 것을 의미함

■ 본고는 저량변수인 가계부채 규모를 감안하여 경제 충격이 유량변수에 미치는 영향을 예상해보고 정책적 시사점을 찾아보고자 함

- 우리나라의 경우 가계부채와 아파트 가격이 상호 밀접하게 연관되어 있는데, 향후 나타날 수 있는 아파트 가격 조정이 가계부채를 통해 소비에 미칠 영향을 검토함
- 1990년대 들어서면서 부동산 거품 붕괴를 경험한 일본의 사례를 참고함

2. 저량의 시대 도래



■ 가계부채 규모가 임계수준에 도달하게 되면 가계부채 증가는 소비, GDP 등에 이전과는 달리 부정적인 영향을 미치게 됨

- 강종구(2017)⁵⁾는 가계부채의 유량효과 및 저량효과와 관련된 문헌을 정리하였고 실증분석도 시도하였는데, 이를 요약하면 다음과 같음
 - 가계부채 규모가 크지 않을 경우 가계부채 증가는 가계의 소비여력을 늘려 소비를 증대시킬 수 있으며, 따라서 정부는 유동성 공급 확대를 통해 경기부양도 가능함
 - 그러나 가계부채가 누적되어 과도하게 늘어나면 원리금 상환 부담 가중, 기업부채 구축을 통한 투자 부진, 소규모 자영업자의 과잉투자 발생 등에 따른 가계부채의 가계소득 창출력 저하, 부동산 가격 상승으로 인한 기업의 비용 증가, 금융시스템 취약성 상승 등으로 가계부채 증가는 오히려 가계소비와 경제성장에 부정적인 영향을 미치게 되며, 따라서 유동성 공급 확대를 통한 경기부양이 어려워짐
 - 이처럼 가계부채가 과도할 경우 통화정책의 유효성이 낮아지고 재정정책에만 의존하게 되며, 결과적으로 재정건전성이 저해될 수 있음
 - 실증분석 결과 우리나라에서 2000년대 들어 가계부채가 소비와 경제성장에 미치는 긍정적인 유량

5) 강종구(2017), 「가계부채가 소비와 경제성장에 미치는 영향」, 『경제분석』, 제23권, 제2호, 한국은행 경제연구원

효과는 감소하는 한편, 부정적인 저량효과가 확대되고 있는 것으로 나타남

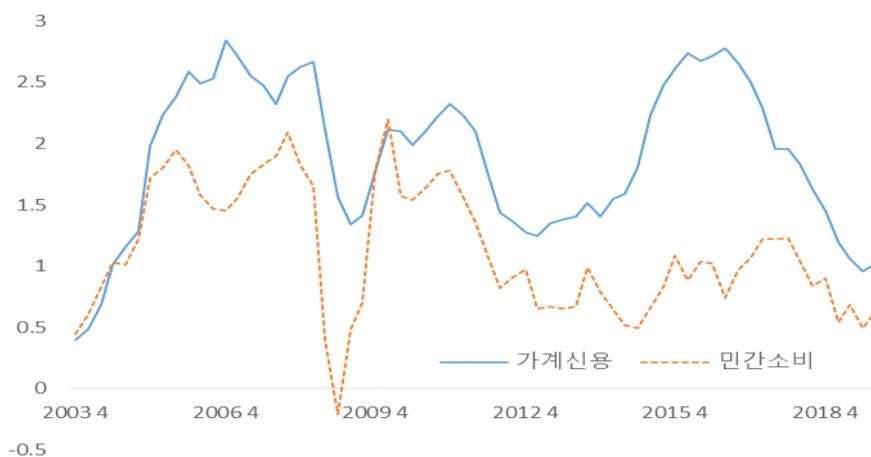
- 해외문헌을 보면 Cechetti et al.(2011)⁶⁾은 GDP 대비 가계부채 비율이 80%를 넘으면, Arcand et al.(2015)⁷⁾은 이보다 낮은 50%를 넘으면 가계부채 증가가 경제성장에 부정적인 영향을 미친다고 하였으며, Lombardi et al.(2017)⁸⁾은 가계부채 증가가 단기적으로 소비와 경제성장에 도움을 주지만(유량 효과) 장기적으로 이를 억제(저량효과)한다는 결과를 제시함

■ 우리나라의 경우 가계부채와 가계소비 간의 밀접한 양(+)의 관계가 최근 들어 약해지는 모습을 보이기 시작함(그림 1) 참조

- 2014년 이전에는 가계신용 증가율이 높아지는 시기에 민간소비 증가율도 높아지고 가계신용 증가율이 낮아지는 시기에 민간소비 증가율도 낮아지는 모습이 뚜렷함
- 그러나 2014년 이후에는 이러한 관계가 약해지는 등 가계신용이 증가하더라도 이전만큼 민간소비가 늘어나지 않는 것으로 나타남(그림 1) 참조

〈그림 1〉 가계신용 증가율과 민간소비 증가율 추이

(단위: %)



주: 분기별 가계평균소비성향과 가계신용 증가율의 경우 계절성을 제거하기 위해 4분기 이동평균 값을 사용하였음

자료: 한국은행, 「경제통계시스템」

- 이는 소비에 대한 가계부채 증가의 긍정적인 효과(유량효과)가 가계부채 규모의 부정적인 효과(저량효과)보다 작아졌기 때문인 것으로 보임

6) Cechetti et al.(2011), "The real effect of debt", BIS Working Papers, No. 352

7) Arcandi et al.(2015), "Too much finance", *Journal of Economic Growth*, Vol. 20

8) Lombardi et al.(2017), "The real effects of household debt in the short and long run", BIS Working Papers, No. 607

■ 따라서 우리나라 가계소비의 경우 최근 들어 가계부채 규모라는 자량의 영향이 유량의 영향을 압도하는 자량의 시대로 접어들었다고 볼 수 있음

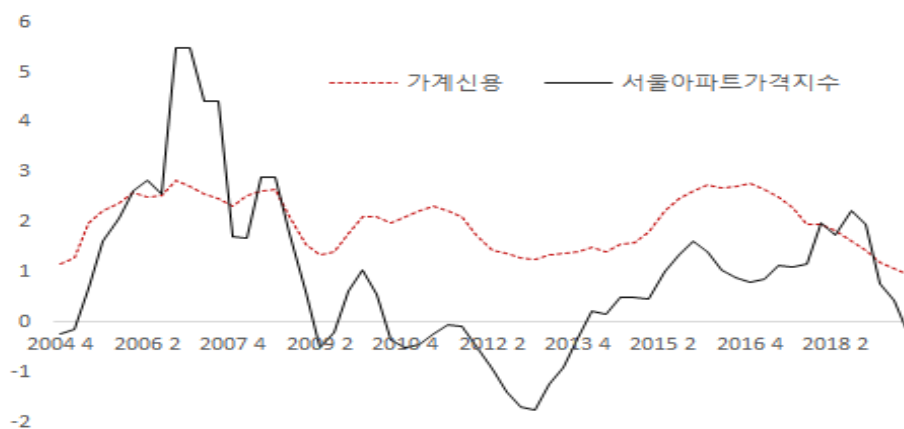
● 소비 및 경기 진작을 위한 통화정책은 그 효과가 사라지고 있으며 재정정책의 중요성이 더 커지고 있는 상황임

■ 한편, 자량의 시대에서는 유량변수간의 관계 변화 보다 더 큰 문제가 나타날 수 있는데, 바로 경제 충격에 가계소비가 더욱 취약해질 수 있다는 점임

● 우리나라의 경우 가계신용 증가율이 높아지는 기간에 서울 아파트 가격 상승률도 높아지고, 반대로 가계신용 증가율이 낮아지는 기간에 서울 아파트 가격 상승률도 낮아지는 등 가계부채와 서울 아파트 가격 간에 밀접한 관련이 있음(〈그림 2〉 참조)

〈그림 2〉 가계신용 및 서울 아파트 가격 변화율 추이

(단위: %)



주: 1) 가계신용 및 서울아파트가격지수의 분기별 변화율의 4분기 이동평균값임

2) 2019년 상반기 중 서울 아파트 가격 지수는 하락함

자료: 한국은행, 「경제통계시스템」; 국가통계포털

● 그러나 서울 아파트 가격이 하락하는 기간에도 가계신용은 양(+)의 증가율을 보이며, 글로벌 금융위기 주요국에서 나타난 주택가격 하락에 따른 가계부채 조정 현상(윤성훈 2018)⁹⁾이 나타나지 않음

- 윤성훈(2020)¹⁰⁾에 따르면 2006년 5월에서 2009년 8월까지 서울 아파트 가격에 거품이 발생하였고 이후 거품이 해소되었는데, 거품이 해소되는 기간 중에도 가계신용은 계속해서 늘어났었음(〈그림 2〉 참조)

9) 윤성훈(2018), 「주요국 가계부채 및 주택가격 추이와 통화정책에 대한 시사점」, 『KIRI 리포트』, 제458호, 보험연구원

10) 윤성훈(2020), 「서울 지역별 아파트 가격 거품 가능성 검토」, 『이슈보고서』, 2020-1, 보험연구원

- 이 당시 GDP 대비 가계신용 비율은 60%대로 아직까지 저량이 아닌 유량의 시대였기 때문인 것으로 추측됨

- GDP 대비 가계신용 비율이 80%를 초과하고 저량의 시대를 뒷받침 할 수 있는 유량변수 간의 관계 변화가 목격되는 상황에서 이제는 서울 아파트 가격 하락 시 가계부채 조정 가능성을 배제할 수 없음
- 윤성훈(2020)¹¹⁾은 2017년 9월부터 서울 아파트 가격에 거품이 형성되어 있고, 향후 거품 축소 가능성을 언급함
- 향후 서울 아파트 가격의 거품이 축소될 경우 과거와는 달리 가계부채 조정이 동반된다면, 가계저축이 증가하고 가계소비가 크게 부진해질 수 있음
- 유량의 시대에서는 가계부채가 늘어날 때 소비가 증가하나 저량의 시대에서는 가계부채가 늘어나더라도 소비가 증가하지 않거나 감소할 수 있음
- 반면 가계부채가 줄어들면 유량의 시대 및 저량의 시대 모두 가계 저축이 늘어나야 하기 때문에 소비는 감소함
- 저량의 시대에서는 유량의 시대와는 달리 경제 충격에 따라 가계부채 조정 가능성이 높아지기 때문에 가계부채 조정이 실제로 나타난다면 가계부채 축소로 소비가 크게 부진해질 수밖에 없음

■ 가계부채 조정 사례는 아니지만 일본은 1990년대 들어서면서 발생한 부동산 거품 붕괴 이후 기업부채가 조정을 겪으면서 설비투자가 위축되고 경제가 장기간 부진에 빠졌음(전용식 외 2014¹²⁾)

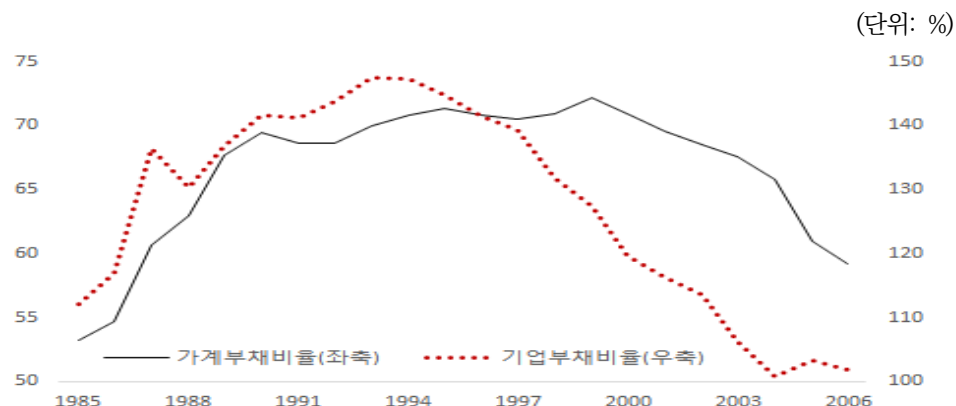
- 일본의 경우 주택보다는 기업이 소유한 상업용 건물에서 거품이 더 크게 발생하였고, 거품이 붕괴되기 시작한 1990년대 초반 기업부채가 GDP 대비 140%로 국제기구 등에서 경고하는 임계수준인 GDP 대비 90%(Cechetti et al. 2011)¹³⁾를 넘어선 저량의 시대였음(〈그림 3〉 참조)
- 부동산 거품 붕괴 이후 일본 기업의 부채 조정이 시작되었고, 이에 따라 설비투자는 1992년 -7.4%, 1994년 -5.8% 등 크게 감소하였으며(〈표 2〉 참조), 경기가 부진해짐
- 1990년대 초반 일본 GDP 대비 가계부채 비율은 70%(〈그림 3〉 참조)를 밑돌았으며, 거품 붕괴 이후에도 GDP 대비 가계부채 비율은 1998년 IMF 외환위기까지 지속적으로 상승하는 등 유량의 시대로 부채 조정이 나타나지 않았음
- 민간소비는 부채 조정이 이루어지기 시작한 1998 IMF 외환위기 이후부터 부진해짐(〈표 2〉 참조)
- 정부소비 증가율이 민간소비 증가율을 크게 상회하는 등 일본 정부는 기업부채 조정으로 인한 부정적인 영향을 완화하고 경제의 역성장을 막기 위해 지출 확대에 대응함(〈표 2〉 참조)

11) 윤성훈(2020), 「서울 지역별 아파트 가격 거품 가능성 검토」, 『이슈보고서』, 2020-1, 보험연구원

12) 전용식 외(2014), 「국내경제의 일본식 장기부진 가능성 검토」, 『조사보고서』, 2014-6, 보험연구원

13) Cechetti et al.(2011), "The real effect of debt", BIS Working Papers, No. 352

〈그림 3〉 일본 GDP 대비 기업부채 비율 및 가계부채 비율



자료: BIS

〈표 2〉 일본 GDP, 설비투자, 민간소비, 정부소비 변화율 추이

(단위: %)

구분	1992	1994	1996	1998	2000	2002	2004	2006
GDP	0.8	0.9	2.6	-2.0	2.3	0.3	2.4	1.7
설비투자	-7.4	-5.8	1.7	-5.8	6.5	-5.2	3.5	4.0
민간소비	2.1	2.3	2.3	-0.8	0.4	1.2	1.2	1.1
정부소비	2.7	3.5	3.0	1.2	4.6	2.6	1.5	0.0

자료: 전용식 외(2014)

3. 시사점

- 우리나라의 경우 가계부채 규모가 임계수준을 도달함에 따라 유량의 영향보다 저량이 영향이 더 커지는 저량의 시대가 도래한 것으로 보임
 - 가계부채 증가율이 소비를 더 이상 진작시키지 못하는 것으로 보이며, 경제에 부정적인 충격이 발생할 경우 가계부채 조정이 나타날 가능성을 배제할 수 없게 됨
- 따라서 서울 아파트 가격이 하락세로 전환될 때 가계부채 조정이 동반될 가능성이 높아졌으며, 이 경우 이전의 아파트 가격 하락 시보다 소비에 대한 충격은 더욱 커질 것임
 - 이전의 아파트 가격 하락 시에는 가계부채 조정이 일어나지 않고 오히려 가계부채가 증가하였음

■ 일본이 기업부채 조정에 따른 설비투자 감소에 재정 지출 확대에 대응한 것과 같이 우리나라에서도 가계부채 조정이 시작되면 최근 경기 부진으로 높아지고 있는 경기의 재정 의존도는 더욱 확대될 것으로 예상됨

● 경기가 2017년(GDP 증가율 3.2%) 이후 둔화됨에 따라 정부는 이전보다 정부소비를 늘려 이에 대응해 왔는데, 정부소비는 향후 더 크게 늘어날 가능성이 높아 보임

- 정부소비 증가율은 2017년 이전 4% 내외에서 2018년 5.6%, 2019년 6.5%로 증가함 **kiri**

〈표 3〉 우리나라 GDP, 가계 및 정부소비 변화율 추이

(단위: %)

구분	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
GDP	2.4	3.2	3.2	2.8	2.9	3.2	2.7	2.0
가계소비	1.3	1.3	2.0	2.2	2.3	2.8	2.7	1.8
정부소비	4.5	4.8	4.3	3.8	4.4	3.9	5.6	6.5

자료: 한국은행, 「경제통계시스템」