

【 주간 이슈 】

최근의 소비부진과 富의 효과

변혜원(부연구위원) 유경원(연구위원)

□ 최근 소비지출은 외환위기 이후 가장 큰 폭의 감소를 시현하고 있음.

- 민간소비는 내구재 소비지출이 큰 폭으로 줄어든 데다 그 외 대부분 품목의 소비도 위축되어 2008년 4/4분기에는 외환위기 이후 가장 큰 폭의 감소(전기 대비 4.8%)를 시현

□ 소비부진의 원인으로는 경기침체 우려에 따른 소비심리의 위축, 가계 부채 부담의 가중, 자산가격 하락에 따른 부(富)의 효과(Wealth Effect)등을 들 수 있음.

- 최근 들어 미국을 중심으로 자산가격 급락에 따른 마이너스 부의 효과가 경기침체 심화의 원인으로 제기

□ 부의 효과에 대한 기존 연구결과를 토대로 우리나라의 경우를 분석한 결과, 부의 효과는 존재하며 부동산 부의 효과가 상대적으로 큰 것으로 나타남.

□ 자산가격 상승과 하락 기간의 비대칭적 효과를 분석한 결과 우리나라의 경우에도 부의 효과가 비대칭적으로 나타나며, 특히 상승기에 비해 하락기에 부동산 부의 효과가 유의미하게 나타나고 있음.

- 우리나라의 경우 부동산 위주로 자산구성이 이루어진 데다 부동산 구입과 부채가 밀접하게 연관되어 있어 자산가격 하락시 그 상환부담이 보다 크게 느껴지는 데 기인한 것으로 보임.

□ 우리나라의 경우 미국 등 다른 국가에 비해 자산가격 하락 폭이 크지 않지만 향후 부동산 가격이 급락할 경우 소비부진이 심화되어 경기침체가 가속화될 가능성이 있으므로 부동산 시장의 가격안정이 향후 경기회복을 위해 긴요한 것으로 판단됨.

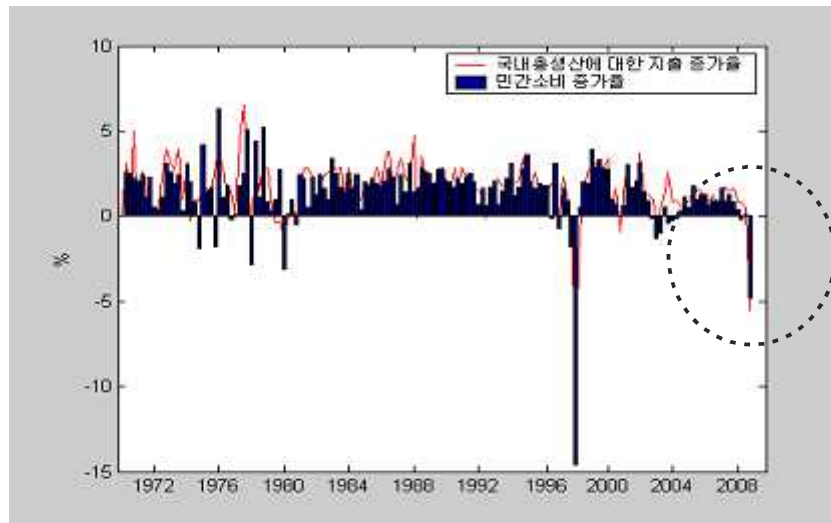
본고는 보험연구원의 공식 견해가 아니며 작성 연구원 개인의 견해를 밝혀 둡니다.

1. 논의배경

□ 최근 소비지출은 외환위기 이후 가장 큰 폭의 감소를 시현하고 있음.

- 민간소비는 내구재 소비지출이 큰 폭으로 줄어든 데다 그 외 대부분 품목의 소비도 위축되어 2008년 4/4분기에는 전기대비 4.8% 감소됨으로써 외환위기 이후 가장 큰 폭의 감소를 시현
- 2009년 1월중 소비재판매는 자동차 등 내구재판매(-19.8%)가 크게 부진하여 5개월 연속 감소

<그림 1> 민간소비증가율 추이



주: 1) 두 시계열은 실질, 계절조정된 변수, 2) 전기대비 (%)

자료: 한국은행 경제통계시스템

<표 1> 소비관련 지표

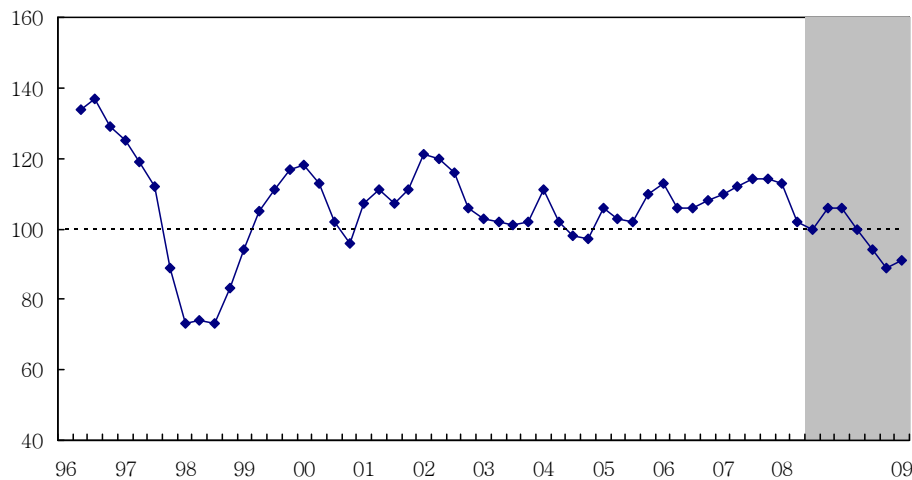
		(전년동기대비, %)							
		2007	2008						2009
			연간	1월	1/4	2/4	3/4	4/4	12월
■ 소비재판매액		5.2	0.9	5.2	4.4	2.9	1.4	-4.6	-4.7
(S.A., 전기비)		-	-	0.5	0.6	-1.3	-0.1	-3.5	-0.2
내구재		10.0	1.5	9.1	9.5	8.7	0.0	-11.3	-14.1
준내구재		3.9	-2.4	6.6	3.8	-2.1	0.6	-9.9	-13.6
비내구재		5.2	0.7	3.5	1.9	0.3	1.2	-0.4	1.9

자료: 통계청 「산업활동동향」

□ 소비심리 위축으로 향후 소비지출의 빠른 회복도 기대하기 어려운 상황

- 소비지출전망 CSI(Consumer Sentiment Index)는 2008년 10월 이후 외환위기 이후 처음으로 3개월 연속 100이하로 떨어졌으며 2008년 12월에는 89까지 하락 → 향후 소비지출을 부정적으로 보는 소비자가 더 많아지고 있음을 시사

<그림 2> 소비지출 전망 CSI 추이



주: 음영은 2008년 7월 이후 조사결과

자료: 한국은행, “2009년 1월 소비자자동향조사 결과”, 2009.1

□ 글로벌 경기침체의 장기화가 우려되는 상황에서 경기회복을 위한 방안으로 침체된 내수부문에 대한 관심이 증대

- 2006년 기준 OECD 국가들의 평균 민간소비 비중은 61.9%로 우리나라에 비해 10%포인트 가량 높음(삼성경제연구소, “장기적 소비부진의 원인분석”, 2008.8.27)
- 1990~1997년 사이 경제성장에 대한 민간소비의 기여도가 연평균 4.0%포인트로 수출기여도(3.5%포인트)를 상회하였으나 2000년 이후에는 1%포인트대로 급락한 상태임.

<표 2> 국민총생산에 대한 성장기여도

(단위: %포인트)

구분	1990~1997	2000~2007	2008 상반기
민간소비	4.0	1.7	1.5
수출	3.5	5.4	7.4

자료: 삼성경제연구소(2008)에서 재인용, 원자료: 한국은행

- 수출의존형 경제구조를 가진 우리나라의 경우 글로벌 경기침체로 인해 해외부
문으로부터의 수요증가를 기대하기 어려워 결국 내수부문의 회복이 경기회복
의 시발점이 될 수 있음을 시사
- 한편 최근의 글로벌 금융위기가 자산가격 하락에 기인한 만큼 실물부문에 대한
연결고리로서 부(富)의 효과에 대한 관심이 높아지고 있으나 국내의 경우 이에
대 분석은 미흡한 상태임.
- 본 고에서는 국내 소비부진의 원인을 다양한 각도에서 조망한 후 자산가격 하
락기에 해당하는 부의 효과를 분석하여 이로부터 시사점을 도출

2. 소비부진의 원인

- 첫째, 현재와 같은 금융위기 상황에서의 소비지출 부진의 원인으로서는 먼저, 불확
실성의 증대에 따른 소비심리의 위축이 제기될 수 있음.
- 금융위기 이후 가계의 경제상황에 대한 인식이 부정적으로 전환되었는데 특히
다른 계층에 비해 고소득 계층의 현재 경기상황에 대한 우려가 가장 크게 증
가한 것으로 나타나 이들의 소비지출 감소가 소비부진의 원인으로 작용

<표 3> 가계의 경제상황에 대한 심리 변화

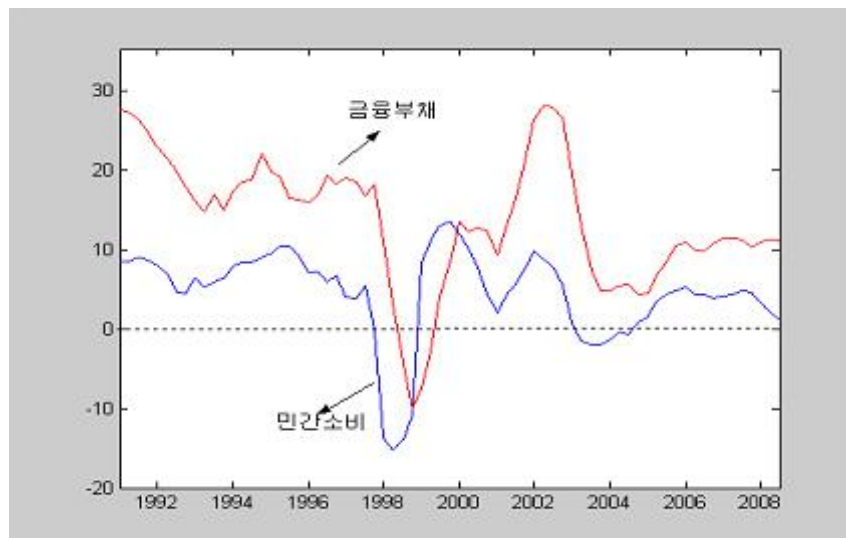
현재경기판단CSI	08.1/4	09.1월(B)	(B-A)
전 체	66	33	(-33)
100만원 미만	63	36	(-27)
100만원대	64	34	(-30)
200만원대	66	33	(-33)
300만원대	68	34	(-34)
400만원대	73	35	(-38)
500만원 이상	70	28	(-42)

자료: 한국은행, “2009년 1월 소비자동향조사 결과”, 2009.1

□ 둘째, 가계부채의 증가 및 이로 인한 상환부담의 가중이 소비지출을 제약하는 요인으로 제기됨.

- 가계의 금융부채와 민간소비의 변동추이를 비교해 보면 가계부채 증가율이 높아진 시기에 민간소비 증가세가 둔화되는 등 양 변수 간 밀접한 관련이 있음을 보여주고 있음.
- 이러한 관계는 2001년 이후 더욱 뚜렷해짐 → 소비자 금융 확대 등의 영향으로 가계의 금융기관 차입이 종전에 비해 용이해 짐에 따라 소비지출에 대한 제약이 크게 완화되는데 기인한 것으로 판단(한국은행, 「금융안정보고서」, 2008.10)

<그림 3> 개인 금융부채 및 민간소비 증가율 추이(실질)



주: 1) 전년동기 대비 (%), 2) 개인 금융부채의 경우 2002년까지는 1968 SNA 기준이고 2003년부터는 1993 SNA 기준
 자료: 한국은행 경제통계시스템

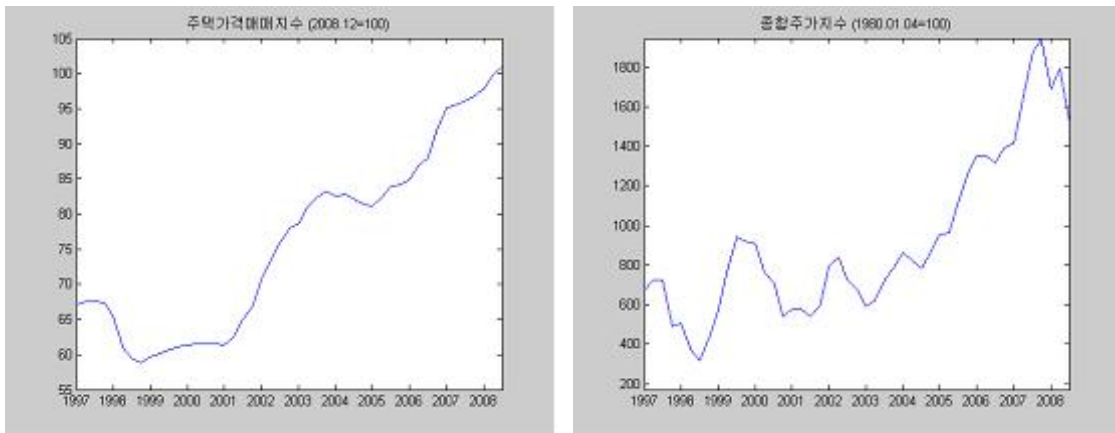
- 가계부채 증가가 소비에 미치는 효과를 총량 및 미시자료를 이용하여 분석한 결과 가계부채의 증가가 소비를 위축시킬 가능성이 제기¹⁾

1) 한국은행, 「금융안정보고서」, 2008.10; 김현정·김우영, “가계부채가 소비에 미친 영향”, 한국노동패널학술대회, 2009.2

□ 셋째, 자산가격 하락에 따른 마이너스 부의 효과가 제기될 수 있음.

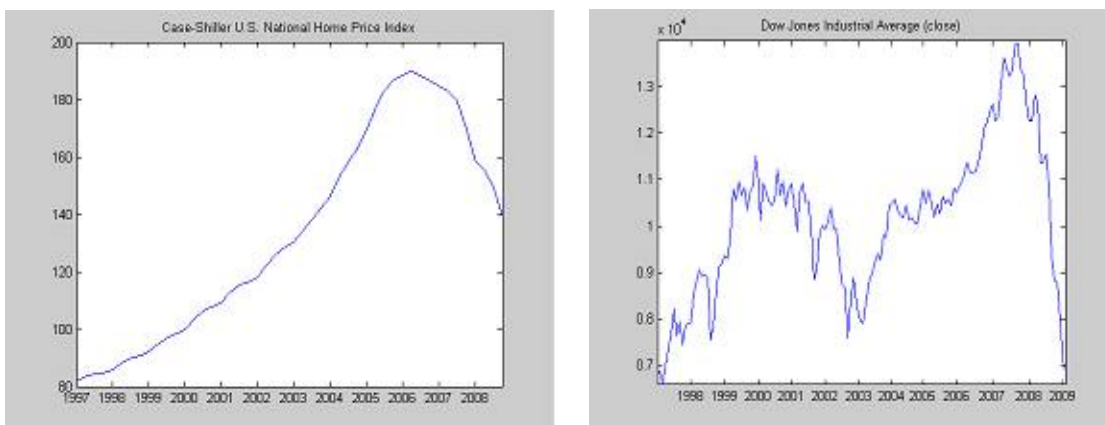
- 부의 효과는 자산의 종류에 따라 상이하며 또한 자산가격 하락기에 보다 그 효과가 크게 나타날 가능성이 제기²⁾
- 최근 우리나라 자산가격의 움직임을 보았을 때 상대적으로 주식시장의 가격하락이 두드러지게 나타남.
 - 주택가격지수는 증가율이 낮아진 가운데 상승하고 있는 반면, 종합주가지수는 1997년 이후 최고점(2007년 4/4분기) 대비 21.97% 하락하였음(2008년 3/4분기 현재)

<그림 4> 우리나라 주택매매가격 지수 및 종합주가지수



자료: 한국은행 경제통계시스템

<그림 5>미국 Case-Shiller 주택가격 지수 및 Dow Jones 지수



자료: Standard & Poor's, Dow Jones Indexes

2) 3절의 선행연구 결과 참조

- 미국의 경우 주택가격 하락과 주식가격 하락이 모두 상당한 수준으로 나타나 마이너스의 부의 효과가 두 시장 모두로부터 나타날 가능성이 제기
 - 미국 Case-Shiller 주택가격지수의 경우 최고점(2006년 2/4분기) 대비 26.7% 하락(2008년 4/4분기 현재), Dow Jones 지수의 경우 최고점(2007년 10월) 대비 50.6% 하락하였음(2009년 3월 현재).
- 최근 국내 주식가격 하락 및 글로벌 금융위기 확산으로 환매를 경험한 투자자 비율은 작년 15.7%에서 19.3%로 증가한 것으로 나타나고 있으며 펀드투자를 하는 응답자 중 약 90%가 원금 손실 봤다고 응답(투자자교육재단의 설문조사, 2008)
- 한편, 우리나라의 경우 다른 주요 국가들에 비해 금융자산 보유비중이 상대적으로 낮으며 전체인구 중 주식보유 비중도 낮아 상대적으로 부동산 부의 효과가 클 것으로 예상
 - 2007년 현재 주식인구 비중은 경제활동인구 대비 18.5%, 전체 인구 대비 9.2%에 해당

<표 4> 가계자산의 구성: 금융자산과 실물자산

(단위: %)

	미국 (2000)	일본 (2000)	캐나다 (2000)	독일 (2000)	한국	
					(2000)	(2006)
실물자산	58	70	71	76	81	83
금융자산	42	30	29	24	19	17
총자산	100	100	100	100	100	100

자료: 김준경, “가계대출의 현황 및 평가”, 보도자료, KDI, 2008.11에서 재인용

원자료: Davies, Sandstrom, Shorrocks and Wolff. “The World Distribution of Household Wealth” (2008)

3. 부의 효과의 비대칭성

<선행연구>

- ☐ 부의 효과에 대한 많은 연구가 이루어져 왔으나, 부의 효과 존재 여부와 나아가 자산종류에 따른 부의 효과 차이에 대한 연구가 대부분임.

- 기존 문헌들은 부의 효과가 자산종류에 따라 상이할 수 있는 이유를 다음과 같이 제시함.
 - 자산 종류에 따라 경제주체의 자산가치 변화에 대한 불확실성에 대한 판단이 다를 수 있음.
 - 경제주체가 특정 자산을 부의 축적 수단이나 유산 목적으로 간주할 수 있음
 - 자산종류에 따라 경제주체들의 자산가치 측정에 대한 용이성 차이가 있을 수 있음.
 - 소득그룹에 따른 자산분포의 차이가 자산종류에 따른 부의 효과의 차이를 가져 올 수 있음.

□ 최근 들어서는 경기침체기와 활황기 그리고 자산가격 상승기와 하락기에 따라 부의 효과가 비대칭적으로 나타날 수 있다는 연구결과들이 제기됨.

- 예상 가능한 소득변화는 소비에 영향을 미치지 않는다는 항상소득가설을 반박하는 증거들이 제시되었으며 그에 대한 설명들은 다음과 같음.
 - 경제주체들이 근시안(myopia)적인 결정을 할 경우, 소비는 현 소득에 따라 변동할 것임.
 - 소득이 하락할 때 경제주체들이 유동성 제약(liquidity constraints)에 직면함에 따라, 소비는 소득하락과 소득증가에 대해 비대칭적으로 반응할 것임.
 - 경제주체들의 손실에 대한 거부감(loss aversion)때문에 소비에 대한 비대칭적 효과가 나타날 수 있으며, 이 경우 소비가 자산가격 상승보다 자산가격 하락에 더 민감하게 반응
- 대부분의 실증분석에서 소비가 경기침체기에 더 민감하게 반응한다는 결과를 보고

<비대칭적 부의 효과: 우리나라의 경우>

- 우리나라의 경우 자산가격 하락기³⁾ 부의 효과 크기에 대한 연구가 미흡한 실정이므로 본 이슈에서 이를 검토함.
- 먼저, 자산가격 하락기와 상승기를 구분하여 자산가격 변화율과 소비지출 변화율간의 단순 상관관계를 추정한 결과⁴⁾ 부동산 자산의 가격하락기 상관관계가 가장 높은 것으로 나타남.

3) 전기와 비교하여 자산가격이 하락한 경우를 하락기, 상승한 경우를 상승기로 정의

4) 1987년 1/4분기와 2008년 3/4분기 사이 실질가계최종소비지출, 실질종합주가지수, 실질주택매매가격지수를 사용

- 주식자산의 경우 부동산의 경우와 반대로 자산가격 하강기보다 상승기에 소비와의 관계가 더 크게 나타남.

<표 5> 자산가격과 소비지출의 상관계수

구 분	주식	부동산
자산가격 상승기	0.37	0.13
자산가격 하락기	0.06	0.51

□ 기존 분석모형⁵⁾을 토대로 우리나라 시계열 자료를 이용하여 부의 효과의 비대칭성을 분석한 결과 자산가격 하락기에 마이너스 부의 효과가 존재하는 것으로 나타남.

- 시계열자료(1987년 1/4분기 - 2008년 3/4분기)를 이용하여 주식과 부동산 자산효과를 분석한 결과 부동산의 마이너스 부의 효과가 통계적으로 유의미한 결과를 얻을 수 있었음.
- 추정결과는 아래와 같음.

$$\Delta_l c_t = \frac{0.690^*}{(8.39)} \Delta_l y_t - \frac{0.002}{(-1.38)} \Delta r_t - \frac{0.007^*}{(-3.05)} \Delta ur_t - \frac{0.39}{(-0.34)} \Delta_l^+ h_t - \frac{0.339^*}{(-2.87)} \Delta_l^- h_t + \frac{0.001}{(0.06)} \Delta_l^+ s_t + \frac{0.030}{(1.43)} \Delta_l^- s_t + \frac{0.006}{(1.93)}$$

주: 1) Δ_l : 자연로그 차분, Δ : 차분, Δ_l^+, Δ_l^- : 각각 상승기 하락기 자연로그차분, c : 실질가계최종소비 지출, y : 실질국민총소득, ur : 실업률
2) r, h, s : 각각 소비자 물가지수로 조정한 실질회사채금리, 실질주택가격지수와 실질종합주가 지수
3) 괄호 안은 t값, *는 추정계수가 5% 유의수준에서 통계적으로 유의미함을 표시

- 이밖에 다른 기존 모형들을 이용한 분석 결과 결과의 차이가 다소 있으나 부동산의 마이너스 부의 효과에 대한 결과는 일관적인 것으로 나타남.
- 이러한 결과는 우리나라의 경우 부동산 구입과 부채가 밀접하게 연관되어 있어 자산가격 하락시 그 상환부담이 보다 크게 느껴지는 데 기인한 것으로 보임.

5) Apergis and Miller(2006), Peltonen et al.(2009)

<표 6> 자산가격 변동이 소비지출 변동에 미치는 영향

구 분	주식	부동산
자산가격 상승기	△	○
자산가격 하락기	△	◎

주: ◎ 통계적으로 강하게 유의미, ○ 통계적으로 유의미, △ 통계적으로 유의미하지 않음

4. 시사점

- 내수부문의 경제기여도가 다른 주요 선진국에 비해 낮으므로 소비활성화를 통한 경기회복 방안이 대안으로 대두
 - 하지만 내수부문도 가계부채에 대한 상환부담과 경기침체 확대에 대한 우려로 인한 소비심리 위축으로 소비지출을 급격히 줄여나가고 있는 상황에서 자산가격 하락으로 인한 추가적인 소비지출 감소가 우려되는 상황임.
- 분석 결과 향후 자산가격 특히 부동산 가격이 급락할 경우 내수에 미치는 효과 자체가 상대적으로 클 것으로 보임.
 - 주식가격 급락에 따른 자산효과는 우리나라의 경우 그리 크지 않은 것으로 나타남.
 - 아직까지는 주택가격 하락폭이 미국이나 외환위기 당시에 비해 상대적으로 작아 이로 인한 마이너스 부의 효과는 최근 소비부진에 큰 영향을 미치지 않은 것으로 판단됨.
- 우리나라의 경우 미국 등 다른 국가에 비해 자산가격 하락 폭이 크지 않지만 향후 부동산 가격이 급락할 경우 소비부진이 보다 심화되어 경기침체가 가속화될 가능성이 있으므로 부동산 시장의 가격안정이 향후 경기회복을 위해 긴요한 것으로 판단됨.
 - 향후 소비부진의 심화를 완화하기 위해서는 무엇보다도 부동산 가격의 안정이 긴요하며 아울러 고소득계층의 소비심리 위축 완화 및 가계부채의 안정적인 상환을 위한 정책 방안이 긴요할 것으로 판단됨 KiRi.

<별첨: 富의 효과의 비대칭성 선행연구결과 요약>

지역	구분	논문	사용자료	주요 결과
해외	주택자산/주식자산	Case et al.(2001) ¹⁾	선진 14개국 패널 (1975-1999 년간) 미국 주 패널 (1982-1999 분기별)	주택자산이 가계소비에 미치는 영향이 큼.
	경기침체기 대 경기활황기의 비대칭적 효과	Shea(1995) ²⁾	미국 (1956-1988 분기별)	소비가 소득이 증가할 때보다 감소할 때 더 민감하게 반응
	자산가격 하락기 대 상승기의 비대칭적 효과 실물자산/금융자산	Apergis/Miller (2006) ³⁾	미국 (1957-2002 분기별)	-미국 1인당 실질소비가 주식시장가 치에 비대칭적으로 반응 (경기침체기에 더 민감하게 반응)
	실물자산/금융자산	Peltonen et al. (2009) ⁴⁾	선진 14개국 패널 (1990:1-2008:2 분기별)	-아시아 국가에서의 주택자산효과는 작은 반면, 남아메리카의 경우는 주식시장 자산효과가 작음. -최근 아시아에서는 주택자산효과가 커지는 추세 -소비는 주택, 주식자산의 마이너스 영향에 더 강하게 반응
	실물자산/금융자산	Slacalek(2006) ⁵⁾	16개국 패널 (1965:1 - 2003:4 분기별)	영미를 제외한 대부분의 국가의 경우, 주택자산효과가 금융자산효과보다 작게 나타남.
국내	자산효과	송태정(2007) ⁶⁾	시계열 자료 (1987:1-2007:3)	-자산효과 증가 -주택가격 영향력 약화 -소비에 대한 소득의 영향력 약화
	실물자산/금융자산 내구소비/비내구소비	김영일(2008) ⁷⁾	시계열 자료 (1986:2-2008:2 분기별)	-내구소비는 추가변동에, 비내구소비는 주택가격변동에 더 민감 -실물자산의 소비에 대한 단기효과가 금융자산의 효과보다 높음.
	주식시장 자산효과	Cho(2006) ⁸⁾	가계 10분위 자료 (1990:1-2004:3 분기별)	고소득층의 소비에 주식시장 자산 효과를 발견

- 주: 1) Case et al.(2001) "Comparing Wealth Effects: The Stock Market Versus the Housing Market," NBER Working Paper #8606
- 2) Shea, John(1995) "Myopia, Liquidity Constraints, and Aggregate Consumption: A Simple Test," Journal of Money, Credit, and Banking, 27 (3), pp. 798-805
- 3) Apergis and Miller(2006) "Consumption Asymmetry and the Stock Market: Empirical Evidence," Economics Letters, 93, pp. 337-342
- 4) Peltonen et al.(2009) "Wealth Effects in Emerging Market Economies," European Central Bank Working Paper Series #1000
- 5) Slacalek, Jirka (2006) "What Drives Personal Consumption? The Role of Housing and Financial Wealth," DIW Berlin Working Paper, #647
- 6) 송태정(2007) "자산가격 상승이 소비에 미치는 영향", LGRI 리포트
- 7) 김영일(2008) "자산가격 변동과 민간소비", 한국개발연구원
- 8) Cho, Sungwon (2006) "Evidence of a Stock market Wealth Effect Using Household Level Data," Economics Letters, 90, pp. 402-406