

보도자료

보도일시	2013년 5월 22일(수) 조간
담당자	김태봉 KDI 거시·금융정책연구부 연구위원 (02-958-4130, tbk@kdi.re.kr)
배포일시	2013년 5월 21일(화) 09:30
배포부서	KDI 홍보팀(02-958-4030, press@kdi.re.kr)

최근의 민간소비 부진에 대한 원인 분석

- 김 태 봉 연구위원 -

※ 본 논문은 5월 발간 예정인 『KDI 경제전망(2013. 상반기)』에 수록될 예정입니다.

1. 문제의 제기

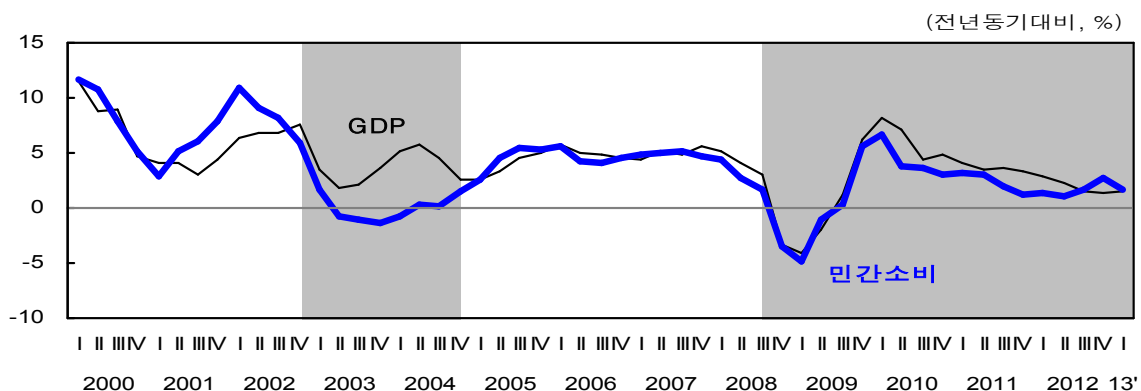
- 최근 민간소비의 부진이 지속되면서 그 원인과 향후 회복 여부에 대한 관심이 증대
 - 금융위기 이후 경제성장률이 전반적으로 둔화된 가운데 작년 상반기까지 민간소비 증가율은 경제성장률을 지속적으로 하회
 - 최근 민간소비의 상대적 부진은 경기둔화에 따른 부정적인 소득효과와 자산효과뿐만 아니라 미래의 소득흐름과 자산가치에 대한 불확실성에도 기인한다는 주장이 제기

- 본고는 소득 및 자산 효과와 불확실성이 민간소비에 미친 영향을 실증분석하여 최근 민간소비의 부진에 대한 원인을 진단하고자 함.
- 항상소득가설에 따르면 장기적인 소비수준은 소득과 자산에 의해 결정되나, 불확실성과 같은 교란요인에 의해 일시적인 격차가 발생하게 됨.
 - 소득과 자산의 가치가 증가하더라도 불확실성이 크게 확대되는 경우에는 소비 회복이 지연될 가능성
 - 따라서 불확실성에 따른 충격요인을 통상적인 소득효과 및 자산효과와 식별하여 개별 요인이 소비에 미친 영향을 파악할 필요
- 본고에서는 소득, 자산 및 불확실성의 충격요인을 식별함으로써 최근 민간소비 부진에 대한 원인을 검토하고 이를 바탕으로 향후 민간소비에 대한 시사점을 제공

2. 최근 민간소비 관련 지표의 추이

- 민간소비는 2010년 하반기 이후 경기둔화 등의 영향으로 부진한 모습을 지속
- 민간소비는 2009년 하반기 이후 최근 3년간 GDP 성장률을 하회하였으나, 작년 하반기부터는 경기부진에 따른 GDP 성장률 하락에 기인하여 상대적인 격차가 반전
- 따라서 경제성장률 이외의 요인들에 의해서도 민간소비가 부진했을 가능성

GDP와 민간소비



자료: 한국은행.

□ 민간의 실질구매력은 금융위기 전후로 유가상승 등의 영향으로 악화되었으나 최근에는 개선되는 모습

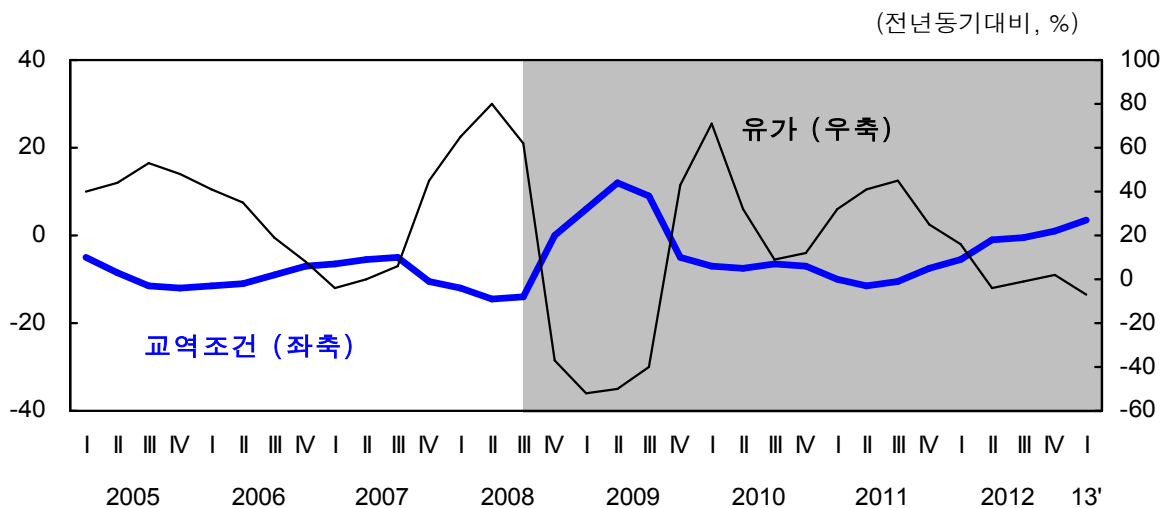
- 실질구매력 평가기준이 되는 교역조건은 GDP와 같은 생산을 통한 소득 이외에 민간소비를 결정하는 주요 요인이 될 수 있음.

※ 교역조건이 거시경제에 미치는 영향에 관해서는 2000년 3/4분기 경제전망 현안분석 「교역조건 악화와 최근 거시경제 상황에 대한 이해」 참고

- 교역조건은 유가가 비교적 높은 수준을 지속하던 2007~08년 및 2011년에는 악화되었으나, 최근에는 유가하락 등으로 대체로 안정적인 모습

- 2007년 유가상승의 원인은 금융위기 직전 신흥국의 수요증대에 주로 기인하며, 2011년의 경우는 산유국들의 지정학적 위협으로 인한 공급요인으로 구분됨.

교역조건과 유가

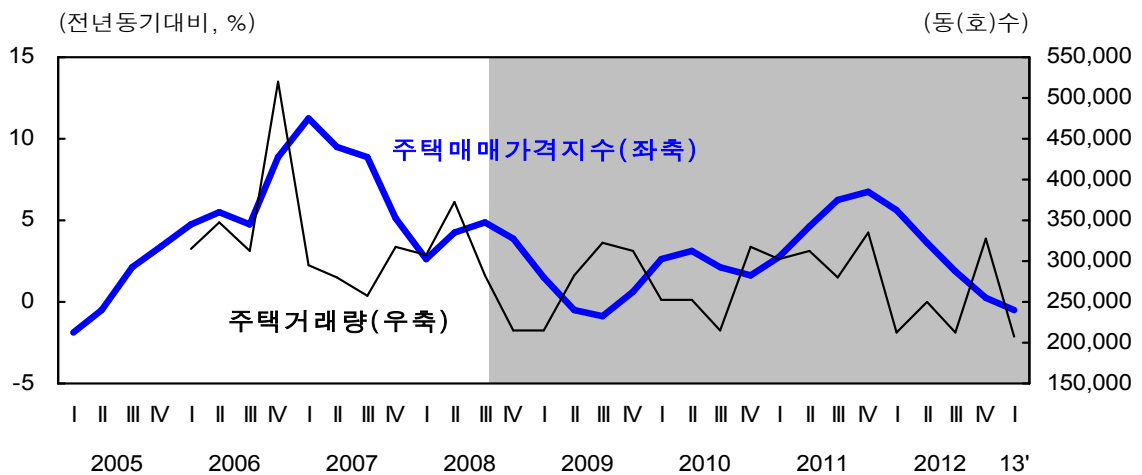


주: 유가는 두바이유 가격이며 분기평균가격의 증가율, 교역조건은 수출입물가 기준.
 자료: 한국은행; 한국석유공사.

□ 금융위기 이후 지속된 부동산 침체와 주식시장의 부진도 부정적인 자산효과를 통해 민간소비의 위축에 기여하였던 것으로 평가

○ 가계의 자산 중 비중이 큰 주택자산의 가격은 금융위기 이후 최근 다시 둔화되는 가운데 주택거래량도 부진을 지속하는 모습

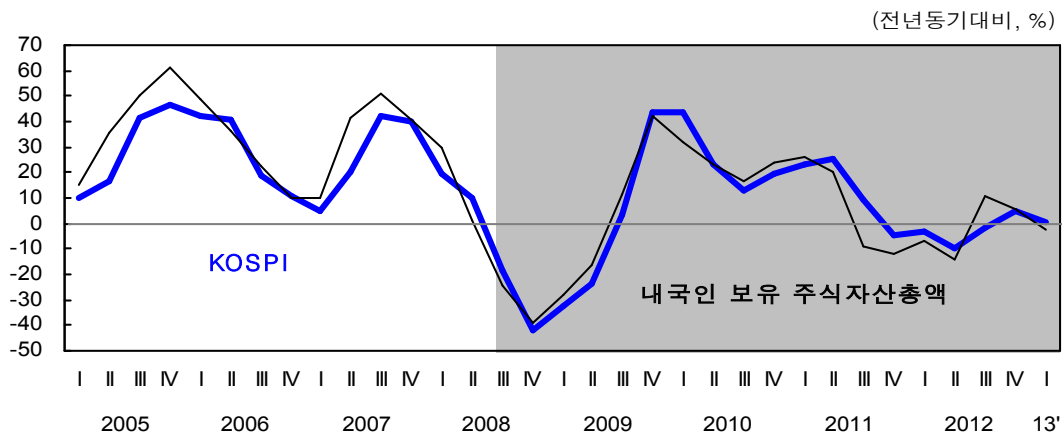
주택매매가격지수와 주택거래량



주: 주택거래량은 분기 중 총거래량.
자료: 한국은행; 온나라 부동산 정보.

○ 주식시장은 금융위기 이후 회복세를 보였던 2009년 이후 둔화 추세를 보이고 있으며, 2011년부터는 부진한 모습

KOSPI와 내국인 보유 주식자산총액



주: 내국인 보유 주식자산총액은 '시가총액 - 외국인 보유 시가총액'.
자료: 한국거래소; 금융투자협회.

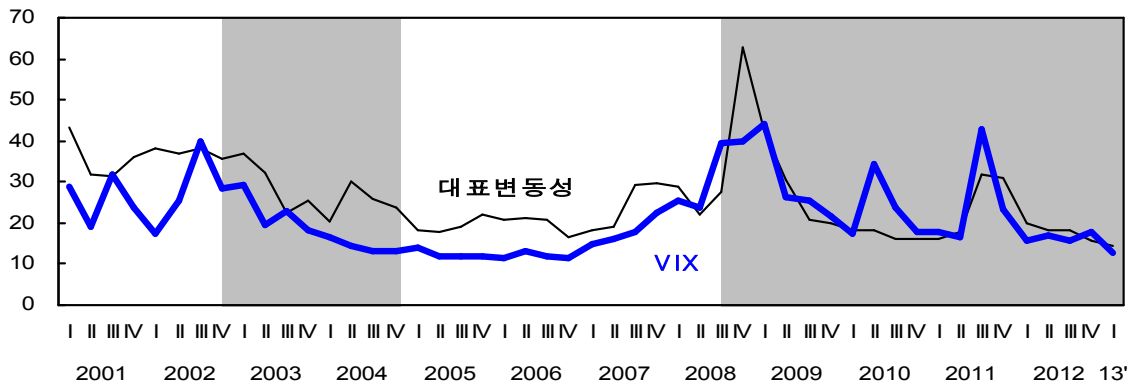
□ 대내외 불확실성은 금융위기 직후 및 유로존 재정위기가 부각된 시점에는 크게 확대되었으나, 최근 들어 비교적 안정적인 모습

○ KOSPI 200 옵션의 대표변동성은 VIX와 더불어 금융위기와 유로존 재정위기 당시에는 큰 폭으로 상승하며 대내외 불확실성을 반영하였으나 최근에는 대체로 안정

○ 한편, 불확실성 지수인 대표변동성의 상승은 민간소비를 제약할 수 있는 요인으로 판단

- 불확실성의 확대는 미래의 소득과 자산가치에 대한 위험을 증가시킴으로써 가계의 예비적 저축(precautionary savings)을 유발하여 소비가 일시적으로 지연되는 효과를 나타낼 가능성

대표변동성과 VIX



주: 대표변동성과 VIX는 모두 분기평균.
자료: 한국거래소; CBOE.

3. 실증분석

□ 실증분석을 위한 불확실성과 소득 및 자산에 대한 변수로 대표변동성, 국내총소득(GDI) 그리고 추정된 총자산을 이용

○ 불확실성 지표로는 한국거래소(KRX)의 KOSPI 200 옵션 대표변동성을 이용

- VIX를 이용하는 경우에도 실증분석 결과의 정성적인 차이가 존재하지 않음.

- GDI는 국내총생산에 의한 소득수준과 교역조건을 반영한 실질구매력을 동시에 고려한 지표이며 민간소비의 소득대용변수로 선택
- 총자산의 경우, 가계의 자산을 대표하는 주택자산과 주식자산으로 구성
 - 주택자산은 주택보유수, 주택매매가격지수와 1997년 기준시점에서의 순주택자산을 이용하여 추정
 - 주식자산은 KOSPI 시가총액에서 외국인 보유의 시가총액을 제외한 부분으로 가정
- ※ 우리나라 총자산의 추정방식은 김영일, 「자산가격변동과 민간소비의 동태적 반응」, 『한국개발연구』, 2010년 제IV호)을 참조
- 대표변동성, GDI 및 총자산은 민간소비와 모두 유의한 상관관계가 있는 것으로 나타남.
 - 다만, 민간소비 이외의 세 변수 간의 상관관계도 존재하므로 실증분석을 통하여 각각의 충격요인을 식별할 필요

민간소비와 소득, 총자산 및 대표변동성간의 상관관계

	KRX 대표변동성	$\Delta \log$ GDI	$\Delta \log$ 총자산	$\Delta \log$ 민간소비
KRX 대표변동성	1.00	-	-	-
$\Delta \log$ GDI	-0.19	1.00	-	-
$\Delta \log$ 총자산	-0.26	0.59	1.00	-
$\Delta \log$ 민간소비	-0.31	0.67	0.53	1.00

□ 실증분석은 대표변동성, GDI, 총자산 및 민간소비로 이루어진 구조벡터자기회귀모형(Structural VAR)을 통해 수행

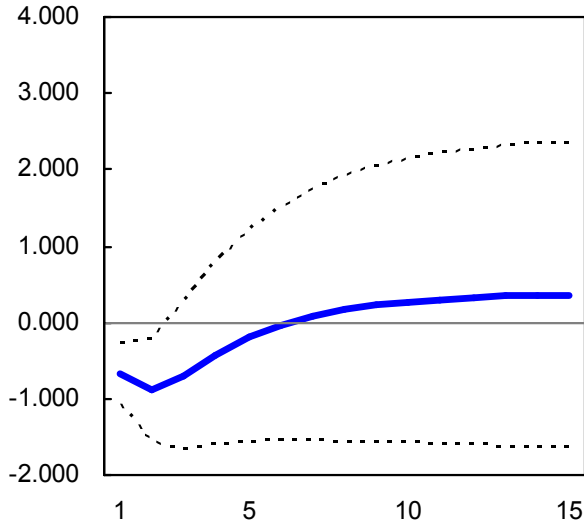
- 분석 대상 기간은 대표변동성이 제공되는 2001년 1/4분기부터 2013년 1/4분기까지로 설정
- 구조벡터자기회귀모형의 구조충격요인은 출레스키(Cholesky) 분해방법을 이용
 - 구조벡터의 순서는 대표변동성, GDI 증가율, 총자산 증가율 그리고 민간소비 증가율로 이루어짐.
 - 따라서 대표변동성의 구조충격은 해당 분기에 나머지 세 변수에 영향을 미치며, GDI 증가율에 대한 구조충격은 해당 분기에 총자산과 민간소비의 증가율에 영향을 미치게 되나, 대표변동성에는 시차를 두고 영향을 미치게 됨.

□ 분석 결과, 불확실성의 확대는 민간소비를 일시적으로 감소시키는 반면, 소득과 자산이 증가할 경우 민간소비는 증가하는 것으로 나타남.

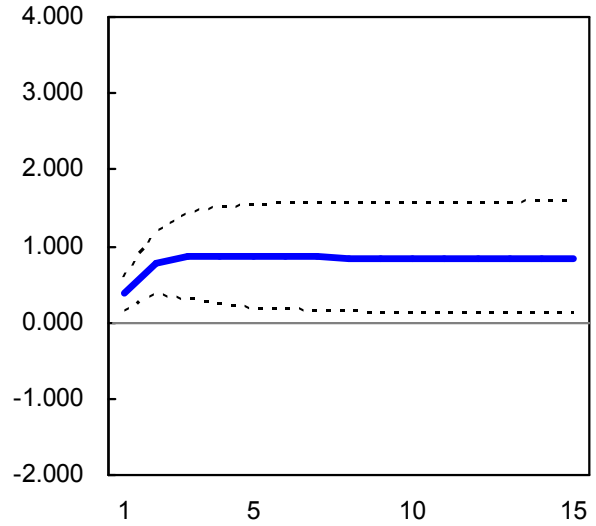
- 대표변동성이 10p 상승할 경우 민간소비는 향후 1년간 0.43%p 감소하나 장기적으로는 그 효과가 사라짐으로써 불확실성 증대는 민간소비를 일시적으로 축소시키는 요인으로 판단
 - 다만, 대표변동성 충격요인으로 인한 민간소비의 누적증가율은 소폭의 증가를 보이거나 통계적 유의성은 매우 낮게 나타남.
 - 표본기간 중 대표변동성의 표준편차는 9.53p이나 10p 이상 상승한 시기는 금융위기 (35p 상승)와 2011년 유럽 재정위기(14p 상승)로 제한적인 상황
- 반면, 소득의 구조충격요인으로 인해 소득이 1%p 상승할 경우 민간 소비는 향후 1년간 0.9%p 상승하며 누적증가율도 유의하게 증가
- 자산의 구조충격요인으로 인해 자산이 1%p 상승할 경우 민간소비는 향후 1년간 0.3%p 상승

개별 충격요인에 대한 민간소비 증가율의 누적충격반응함수

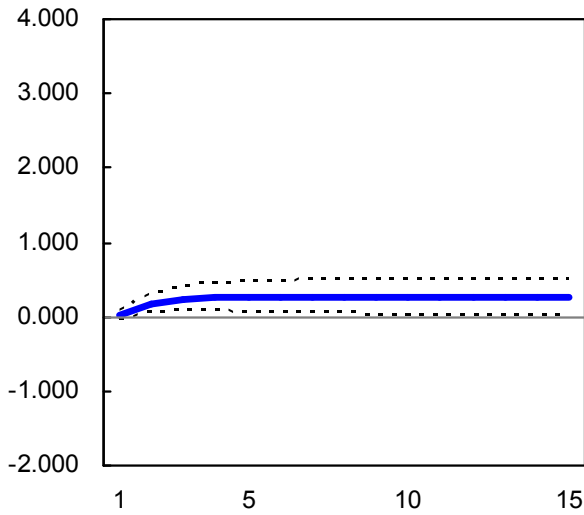
대표변동성 충격(10p)



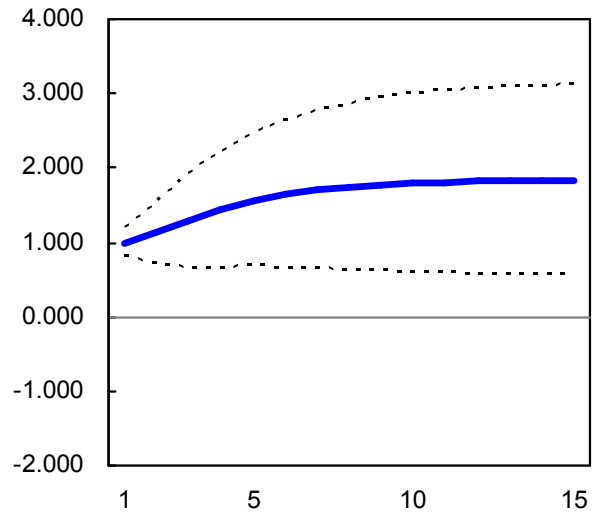
소득 충격(1%p)



총자산 충격(1%p)



민간소비 충격(1%p)



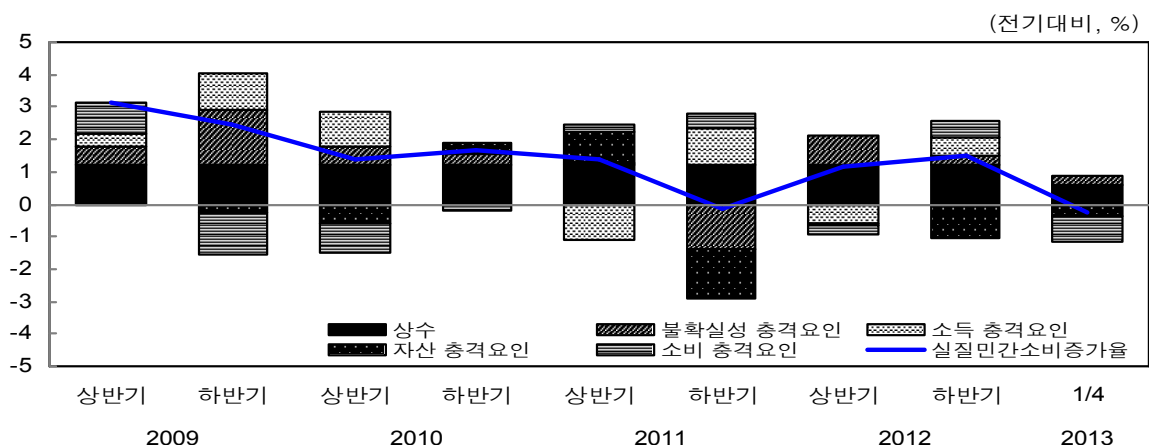
주 : y축은 민간소비의 % 증가율을 의미함.

점선은 추정된 충격반응함수에 대한 95% 확률의 신뢰구간을 표시한 것임.

□ 표본기간을 대상으로 충격요인들을 역사적으로 분해(Historical Shock Decomposition) 해 본 결과, 금융위기 이후에는 각각의 충격요인이 시기별로 다르게 민간소비의 부진에 기여한 것으로 평가

- 불확실성 충격요인은 유럽 재정위기가 심화되었던 2011년 하반기에 민간 소비를 감소시키는 요인으로 작용했으나 최근에는 비교적 양호한 모습
 - 최근 대표변동성이 안정적인 모습을 보임에 따라 민간소비에 미치는 부정적인 영향은 완화
- 소득 충격요인은 2011년 상반기와 2012년 상반기에 주로 부정적인 영향을 미친 것으로 나타남.
 - 2011년 상반기 중 부정적인 소득 충격요인은 당시 높은 유가상승으로 인해 주로 교역조건 악화에 기인했던 것으로 평가
 - 반면, 2012년 상반기에는 교역조건 개선에도 불구하고 전반적인 경기둔화에 따른 소득 충격요인이 민간소비를 제약한 것으로 판단
- 부동산시장과 주식시장의 부진은 최근 민간소비에 대한 부정적인 자산 효과가 작용한 것으로 평가
 - 자산 충격요인은 주로 2011년 하반기와 2012년 하반기에 민간소비를 감소시키는 방향으로 작용

민간소비 증가율에 대한 충격요인의 역사적 분해



4. 결론 및 시사점

- 실증분석 결과, 민간소비의 부진은 금융위기와 유럽 재정위기 당시에는 일시적인 불확실성 확대, 2011년 중에는 교역조건 악화에 의한 소득 충격, 최근에는 부동산시장 침체 등 자산 충격에 기인하는 것으로 나타남.
 - 금융위기와 유럽 재정위기 당시에는 불확실성 확대가 민간소비를 일시적으로 감소시키는 요인으로 작용했으나 최근에는 대체로 안정적인 모습
 - 교역조건 악화와 경기둔화에 따른 부정적인 소득 충격요인은 최근 다소 완화
 - 반면, 부동산시장 침체와 주식시장의 부진에 의한 자산효과는 최근 민간소비에 부정적인 영향을 미치는 것으로 판단

- 향후 민간소비는 불확실성 축소 및 교역조건 안정 등 긍정적인 효과가 기대되는 가운데 부동산시장 침체 완화로 자산에 의한 부정적인 효과는 축소될 가능성
 - 향후 교역조건이 유가하락 등으로 안정되는 가운데 경기 개선 추세가 지속될 것으로 전망됨에 따라 긍정적인 소득효과가 발생할 것으로 기대
 - 더불어 최근 주택가격 하락세가 둔화되면서 부정적인 자산효과는 축소될 것으로 판단
 - 다만, 부동산시장 활성화 정책이 단기적인 효과에 그치는 경우 자산가격 하락세가 지속되면서 자산효과로 인해 민간소비 회복이 제약될 가능성
 - 한편, 유로존 재정위기 등과 관련한 대내외 불확실성이 지속되고 있으나, 최근 불확실성이 안정적인 수준으로 유지됨에 따라 민간소비에 미치는 영향은 제한적일 것으로 예상