

정책연구
2025-07

이자율과 물가 상승이 불평등에 미치는 영향

홍민기

목 차

요 약	i
제1장 서 론	1
제1절 물가 상승의 영향 연구 내용	1
제2절 이자율 상승의 영향 연구 내용	4
제3절 물가 상승에 대응하는 정부 정책	5
제2장 물가 상승이 가구에 미친 영향	8
제1절 연구 목적	8
제2절 기존 연구	9
제3절 가격 지수와 자료	11
1. 가격 지수	11
2. 자료와 방법	12
제4절 가구별 물가 상승률 계산 결과	15
1. 물가 상승률 분포	15
2. 소득분위별, 품목별 물가 상승률	17
3. 연령별 물가 상승률	20
4. 지역별 물가 상승률	22
제5절 물가 상승이 가구 소득에 미친 영향	23
제6절 물가 상승이 가구 자산에 미친 영향	27
제7절 요 약	32
[제2장 부록] 노동패널자료에서 가구 실질 소득의 변화	35

제3장 이자율의 영향 추정	40
제1절 서 론	40
제2절 기존 연구	41
제3절 자 료	43
제4절 이자율 영향 집단의 구분	44
1. 이자율이 소비에 미치는 영향 경로	44
2. 한국과 미국의 금융제약 가구	46
3. 이자율 증가가 금융소득에 미치는 영향 구분	47
4. 이자율 증가가 부채이자 지출에 미치는 영향 구분	48
제5절 추정 방법	52
제6절 추정 결과	56
1. 이자율이 금융소득과 소비에 미친 영향	56
2. 금융소득 증가가 소비에 미친 영향	58
3. 이자율 상승이 부채이자지급에 미친 영향	60
제7절 여러 가지 다른 추정 결과	64
1. 자가주택 소유 여부로 표본을 구분하여 추정한 결과	64
2. 다른 이중차분법을 사용한 결과	66
3. 이자율이 금융소득과 부채에 미치는 영향이 상쇄하였는지 검토	68
제8절 추정 결과에 대한 해석	70
제9절 요 약	72
[제3장 부록] 한국과 미국 가구의 금융상태 비교	74
제4장 유럽에서 인플레이션의 영향과 정책	82
제1절 서 론	82
제2절 유럽에서 인플레이션의 영향	83
제3절 인플레이션에 대응한 정부 정책	85

제4절 정책에 대한 평가	87
1. 가격 정책과 소득 정책에 대한 평가	87
2. 통화정책과 재정정책	89
제5절 요약	92
제5장 결론 : 물가와 이자율 상승의 영향과 정책	93
제1절 연구 내용 요약	93
제2절 정책적 함의	96
참고문헌	99

표 목 차

〈표 2- 1〉 노동패널과 소비자물가지수 항목 비교	13
〈표 2- 2〉 2020~2023년 가구소득 분위별 명목소득 증가율	26
〈표 2- 3〉 소득과 자산분위별 순자산 실질 증가율(2020~2023년)	29
〈표 2- 4〉 소득과 자산분위별 총자산 실질 증가율(2020~2023년)	29
〈표 2- 5〉 소득과 자산분위별 부채 실질 증가율(2020~2023년)	29
〈표 3- 1〉 금융부채 분위와 저축액 분위별 2022~2024년 부채이자 지출의 증감	49
〈표 3- 2〉 이자율 증가의 영향 집단 구분	50
〈표 3- 3〉 이자율 상승이 로그 금융소득에 미친 영향	57
〈표 3- 4〉 금융소득 증가가 소비지출(로그)에 미친 영향	59
〈표 3- 5〉 이자율 상승이 로그 부채이자지급에 미친 영향	61
〈표 3- 6〉 이자율 상승, 부채이자지급 변화가 소비(로그)에 미친 영향	63
〈표 3- 7〉 이자율 상승이 로그 금융소득과 소비에 미친 영향 : 자가주택 소유별	64
〈표 3- 8〉 이자율 상승이 부채이자지급과 소비에 미친 영향 : 자가주택 소유별	66
〈표 3- 9〉 이자율이 재산소득을 통해 소비에 미치는 영향 추정 결과 ...	67
〈표 3-10〉 이자율이 부채이자지급과 소비에 미치는 영향 추정 결과	68
〈표 3-11〉 한국과 미국 가구의 금융상태 비교	77
〈표 3-12〉 소득과 순자산 분위별 미국 기준 금융제약 가구의 비중	80
〈표 4- 1〉 물가 상승에 대한 유럽연합 지역 정부의 재정정책	85

그림목차

[그림 1- 1] 소비자물가 증가율과 기준금리	1
[그림 2- 1] 품목성질별 물가지수	14
[그림 2- 2] 품목별 물가지수	14
[그림 2- 3] 가구별 인플레이션율의 분포 : 히스토그램	16
[그림 2- 4] 가구소득 분위별 물가 상승률 : 2020~2023년	16
[그림 2- 5] 가구소득 분위별, 소비 품목별 인플레이션율	18
[그림 2- 6] 가구주 연령별 물가 상승률 : 2020~2023년	20
[그림 2- 7] 가구주 연령집단별 물가 상승률	21
[그림 2- 8] 지역별 물가 상승률 : 2020~2023년	23
[그림 2- 9] 지역별 주거비 상승률 : 2020~2023년	23
[그림 2-10] 소득 분위별 물가 상승률	24
[그림 2-11] 2020~2023년 가구소득 분위별 실질 소득 증가율	25
[그림 2-12] 소득과 자산 분위별 순자산, 총자산, 부채 실질 증가율 (2020~2023년)	28
[그림 2-13] 소득과 순자산 분위별 부채액	30
[그림 2-14] 가계대출과 주택담보대출 증가율	31
[그림 2-15] 소득분위별 근로소득 증가율(2020~2023년)	36
[그림 2-16] 소득분위별 가구 총소득 증가율(2020~2023년)	37
[그림 2-17] 가구소득 분위별, 소득 종류별 증감(2020~2023년): 명목	38
[그림 2-18] 가계금융복지조사의 10분위 기준을 노동패널 자료에 적용한 분위별 총소득 증가율	39
[그림 3- 1] 수신금리와 가계대출금리(연 %)	40

[그림 3- 2] 국세통계와 가계금융복지조사의 재산소득 비교	44
[그림 3- 3] 2022~2024년 저축액 분위별 재산소득 증감액	48
[그림 3- 4] 저축액 기준 처방집단과 비교집단의 금융자산과 부동산 자산액	51
[그림 3- 5] 금융부채와 금융자산 기준 처방집단과 비교집단의 금융부채와 금융자산	52
[그림 3- 6] 이자소득과 배당소득	53
[그림 3- 7] 이자율 상승이 금융소득(로그)에 미친 영향	57
[그림 3- 8] 금융소득 증가가 소비지출에 미친 영향	59
[그림 3- 9] 이자율 증가가 부채이자지급에 미친 영향	61
[그림 3-10] 이자율 증가, 부채이자지급 변화가 소비에 미친 영향	63
[그림 3-11] 금융소득에 대한 영향 기준으로 집단을 나누고 이자율이 부채이자지급에 미치는 영향을 추정한 결과	69
[그림 3-12] 부채이자지급에 대한 영향 기준으로 집단을 나누고 이자율이 금융소득에 미치는 영향을 추정한 결과	70
[그림 3-13] 미국 가구의 금융 특성	75
[그림 3-14] 한국 가구의 금융 특성	76
[그림 3-15] 소득과 소비성향 관계 : 유동자산 비율별	78
[그림 3-16] 유동자산 비율별 소비 성향	79
[그림 3-17] 연령별 금융계약 가구의 비중	81
[그림 4- 1] 주요국의 소비자 물가 상승률	82
[그림 4- 2] 에너지 위기와 높은 인플레이션에 대응한 유럽연합 지역의 재정 정책	86

요 약

1. 서론

소비자 물가는 2020년부터 2023년까지 3년 동안 11.6% 증가하였다. 물가 상승의 영향을 거시경제적 측면에서 다룬 연구는 많이 있었지만 미시적 영향을 다룬 연구는 적다. 본 연구의 제2장에서는 가구 단위 자료를 이용하여 2020년부터 2023년까지 물가 상승률이 높았던 시기에 물가 상승이 가구에 미치는 영향을 검토한다.

이 시기에는 한국뿐 아니라 세계적으로 물가가 상승하였고, 미국을 비롯한 여러 나라에서 기준금리를 인상하였다. 한국은행도 물가 상승에 맞추어 기준금리를 2020년 0.5%에서 2023년 3.5%로 인상하였다. 제3장에서는 2020년 이후 이자율 증가가 가구 소비에 미친 영향을 추정한다.

유럽지역에서 특히 에너지 가격이 2021년 상승세를 보였으며 러시아-우크라이나 전쟁으로 변동성이 더욱 커졌다. 공급 측 요인에 의해 인플레이션이 발생하였다는 면에서 유럽의 상황은 한국과 유사하다. 유럽 연합 회원국 정부는 에너지 가격 상승이 소비자와 기업에 미치는 영향을 완화하기 위해 다양한 조치를 취했다. 제4장에서는 유럽에서 인플레이션의 영향과 정부 정책의 효과를 검토한다. 제5장에서는 연구 결과를 요약하고 물가 상승에 대한 정책적 함의에 관해 논의한다.

2. 물가 상승이 가구에 미친 영향

제2장에서는 가구 단위 자료를 이용하여 2020년부터 2023년까지 물가 상승률이 높았던 시기에 물가 상승의 영향을 검토하였다. 가구 패널 자료인 노동패널 자료와 소비자물가지수를 결합하여, 물가상승이 가구

에 미치는 영향을 파악하고자 하였다.

라스파이어스 지수는 인플레이션을 과대평가할 수 있고, 파세 지수는 인플레이션을 과소평가할 수 있기 때문에 본 연구에서는 두 지수를 결합한 피셔 지수를 사용하였다. 노동패널 자료에서 가구의 소비 항목별 지출을 계산하고, 지역별 소비자물가지수로부터 소비 항목별 물가 상승률을 계산하여 가구별 물가지수를 계산하였다.

계산 결과, 2020년부터 2023년까지 가구별 인플레이션의 표준편차는 1.18로서(최소값 1.67, 최대값 15.08) 가구가 직면하는 물가 상승률이 실질적이었다.

물가 상승률이 평균적으로 높은 품목은 식비와 주거비이다. 다음으로 교통비, 외식비의 순이다. 교육비, 생활재, 피복비, 보건의료비, 통신비, 문화비의 물가 상승률은 낮은 편이다.

가구 소득 분위별로 보면, 저소득 가구의 물가 상승률이 상대적으로 높았다. 소득이 낮을수록 소비 지출 품목 가운데 주거비와 식비의 비중이 높기 때문에 저소득 가구에서 전기·가스와 생활 물가 상승에 영향을 더 많이 받았다. 고소득 가구에는 지출 비중이 높은 교통비, 외식비, 교육비, 피복비의 물가 상승률이 높았다. 생활재, 문화비, 통신비 물가 상승률은 소득별 차이가 없었다.

2020년부터 2023년 기간 동안 석유와 가스 등 에너지 수입 물가의 급증이 전체적으로 물가 상승을 이끌었다. 이 기간 동안 공공서비스 가운데 전기와 가스비가 많이 올라서 이를 많이 소비하는 저소득 가구의 소비 물가에 큰 영향을 주었다. 반면, 다른 공공서비스 물가 상승률이 낮아서 그나마 저소득 가구의 물가 상승률이 억제되었다. 에너지 수입 물가의 영향으로 자동차 연료 가격이 상승하여 고가의 자동차를 보유한 고소득 가구의 교통비가 상승하였다.

연령별로 보면, 청년과 고령 가구에 저소득이 많기 때문에 식비, 전기와 가스 가격 상승의 영향을 많이 받았다. 전기와 가스 가격에 대한 조정이 특히 저소득 가구가 직면한 물가 상승 정도에 큰 영향을 주었고, 연령 집단으로 보면, 청년층과 고령층에 더 큰 영향을 주었다.

본 연구에서는 가계금융복지조사 자료를 이용하여 실질 소득 증가율을 계산하였다. 저소득 가구에서 근로소득과 사업소득이 증가하였고, 저소득 가구에 대한 공적이전소득은 많이 감소하였다. 고소득 가구에서는 이자율 증가의 영향으로 재산소득이 많이 증가하였다. 근로소득, 사업소득, 재산소득, 공적이전소득의 증감이 분위별로 상쇄되어 가구 명목 소득 증가율은 분위별로 차이가 적었지만 물가 상승률이 저소득 분위에서 더 높았기 때문에 1분위 저소득 가구의 실질 소득 증가율이 가장 낮았다.

가계금융복지조사 자료를 이용하여 실질 자산 가치 변동을 검토한 결과, 자산 1분위이면서 소득 5분위 가구의 실질 순자산이 가장 많이 증가하였다. 2020년부터 2023년 물가 상승기에 고소득-저자산 가구의 순자산 가치가 많이 증가하였다. 고소득-저자산 가구들은 총자산과 부채가 모두 많은 가구로, 2020년 이전에 부채를 통해 총자산을 이미 형성하였고, 2020년 이후 자산 가격(특히 부동산 자산의 가격)이 증가하면서 이 가구들의 자산가치가 많이 상승하였다. 전반적으로 2020년부터 부동산 가격이 많이 상승하면서 부동산을 보유한 가구의 자산 가치가 많이 증가하였다. 부동산 자산의 가격 증가율이 물가 상승률보다 높았기 때문에 실질 자산 가치가 증가하였다.

거시경제학 이론에서는, 물가가 상승하면 채무의 가치가 하락하고 명목 자산의 가치가 하락하기 때문에 명목 자산을 보유한 가구가 손해를 본다고 한다. 우리나라에서는 물가 상승기에 부동산 가격이 급등하였기 때문에 이론적 예상과는 다른 양상이 나타났다.

3. 이자율의 영향 추정

2020년부터 물가가 상승하였고, 이에 맞추어 기준금리, 수신금리, 대출금리가 인상되었다. 이론적으로 이자율이 상승하면 저축 수익률이 높아져서 금융소득이 증가하고, 부채이자 부담이 증가한다. 이 밖에 이자율 상승은 소득, 자산, 소비에 다양한 방식과 경로를 통해 영향을 준다.

제3장에서는 2020년 이후 이자율 증가가 (1) 금융소득 증가와 (2) 부채이자 지급 증가를 통해 가구 소비에 미치는 영향을 이중차분법으로 추정하였다.

이중차분법 추정을 위해서는 집단 구분이 필요한데, 미국의 연구에서는 금융제약 가구를 기준으로 이자율 변화에 민감한 가구와 그렇지 않은 가구를 구분한다. 그런데, 한국에서는 미국 연구의 기준을 그대로 적용하기 어려웠기 때문에 이자율의 영향을 직접 받을 것으로 예상되는 변수를 기준으로 처방집단과 통제집단을 구분하였다. 금융소득 증가 경로와 관련하여 금융자산(저축액)을 기준으로 집단을 구분하였고, 부채이자 경로와 관련하여 금융부채와 금융자산을 기준으로 집단을 구분하였다.

추정 결과, 이자율 상승으로 처방집단의 금융소득이 2023년에 통계적으로 유의하게 증가하였으며, 특히 저축액 많은 가구(저축액 8분위 이상)의 금융소득이 유의하게 증가하였다. 소비에 미친 영향을 추정한 결과, 이자율 증가의 영향으로 처방집단의 금융소득이 유의하게 증가하였지만 금융소득 증가가 소비에는 유의미한 영향을 주지 않았다.

그리고 이자율 증가의 효과로 2021년부터 처방집단의 부채이자 지급이 유의하게 증가하였고, 효과의 크기는 시간이 지날수록 커져 특히 2023년에는 부채이자 지급이 평균 38.5% 증가하였다. 소비효과를 추정한 결과, 2021년 이후 모든 소득 분위에서 부채이자 지급 증가가 소비에 통계적으로 유의미한 영향을 주지 않았다.

이자율 상승에도 불구하고 소비에 변화가 없었다는 추정 결과는 여러 가지 이론으로 설명할 수 있다. 이자율이 상승하였을 때 대체효과와 소득효과가 상쇄되면 소비효과가 없다. 가구는 과거의 소비 수준을 유지하려는 경향이 있기 때문에, 이자율 상승이 소비에 즉각적으로 영향을 주지 않고 점진적이고 완만하게 영향을 준다. 이자율 상승으로 대출이자 부담이 커지더라도 생존에 필수적인 소비(식료품, 주거비 등)를 줄이기 어려워 소비가 크게 감소하지 않을 수 있다.

제2장과 제3장의 결과를 종합하여 판단하면, 2023년 이후 내수 소비 부진이 이자율 상승의 영향이라고 볼 수 없다. 소비는 소득의 영향을 크

게 받는다. 2021년 이후 가구의 실질 소득 증가율이 낮았고 소득 정책에 소비가 영향을 받았다.

4. 유럽에서 인플레이션의 영향과 정책

제4장에서는 2021년 이후 유럽에서 인플레이션이 가계에 미친 영향과 이에 대응한 정부 정책에 대한 연구들을 살펴보았다. 유럽지역에서 물가는 2021년부터 상승하였고, 2022년 러시아-우크라이나 전쟁으로 에너지 가격이 급등하면서 물가 상승률이 높았다.

유럽지역 인플레이션의 효과를 분석한 연구에서는 일관되게 저소득층이 인플레이션의 영향을 더 많이 받았음을 보여주었다. 저소득 가구는 소비 성향이 높고, 에너지 가격 상승으로 저소득 가구에서 지출 비중이 높은 필수재에 큰 영향을 주었기 때문이다.

유럽연합 회원국 정부는 에너지 가격 상승이 소비자와 기업에 미치는 영향을 완화하기 위해 다양한 조치를 취했다. 에너지 위기와 인플레이션에 대응하여 유로존 정부가 시행한 재정적 재정 지원은 2022년 유로존 GDP의 1.9%, 2023년 1.8%로 추산된다. 물가 정책은 크게 가격 정책과 소득 정책으로 구분할 수 있다. 가격 정책에는 간접세 또는 부과금 감면, 가격 결정에 대한 직접 개입 등이 있다. 소득 정책은 에너지 소비자에게 현금이나 현물을 지급하는 것, 에너지 집약 산업에 종사하는 기업에 대한 지원 등이 있다.

인플레이션 기간 동안 행해진 가격 정책에 대한 평가는 긍정적이다. 소득 정책에 대한 평가 결과는 다소 엇갈린다. 인플레이션의 영향이 연령별, 국가별로 달랐고, 국가마다 소비와 부채의 정도가 달랐기 때문에 소득 지원 정책의 효과는 국가별로 큰 차이를 보였다.

인플레이션에 대응하여 이자율을 높이는 통화정책이 여러 나라에서 시행되었다. 그런데 통화정책은 수요 측 인플레이션에 대응하는 것이기 때문에, 공급 측 요인으로 발생한 인플레이션에 대응하는 데 적합하지 않다. 2021년 이후 발생한 인플레이션은 공급 측면의 문제이기 때문에

에너지 공급을 확대하고, 에너지 가격을 낮추고, 공급망 장애를 해결하는 조치가 먼저 필요하다. 그리고 물가 상승에 영향을 받는 가구들을 대상으로 하는 재정정책과 조세정책이 효과적이다.

5. 결론 : 물가와 이자율 상승의 영향과 정책

인플레이션에 대응하여 공격적으로 이자율을 인상하는 것은 총수요(소비, 투자) 억제를 목표로 한다. 그러나 인플레이션의 원인이 공급 부족일 때 긴축적 통화정책은 소득과 소비 불평등을 지속시킨다.

공급 측 원인으로 인플레이션이 발생하였을 때, 인플레이션을 해결하기 위한 최선의 정책은 공급 측면의 문제를 직접 해결하는 조치이다. 에너지 가격을 낮추기 위해 정부가 개입할 수 있다. 간접세를 인하하거나 에너지 공급 기업에 보조금을 지급하여 에너지 가격을 낮출 수 있다. 그리고 석유 비축량에서 석유를 방출하거나 비축된 식량을 방출하여 공급 부족을 완화할 수 있다.

유럽과 한국에서 모두 에너지 물가 급등으로 인플레이션이 발생하였는데 정부 정책은 달랐다. 유럽에서는 물가 상승 이전에도 가계가 높은 에너지 가격을 부담하고 있는 상황에서, 에너지 가격이 급등하자 정부가 재정 지출을 확대하여 가계의 부담을 완화하고자 하였다. 한국에서는 가정용 에너지 가격이 낮은 상황에서, 에너지 가격이 상승하였을 때 에너지 공급 공공기관의 부채 증가를 완화하기 위해 가정용 에너지 가격을 인상하였다. 그러면서 다른 한편 저소득 가구에 대한 지원 사업을 확대하였다.

가구의 부담을 완화하기 위해서는 크게 보면 두 가지 상황과 방법이 있다. 첫째는, 유럽에서처럼 가정용 에너지 가격이 높은 상황에서, 에너지 가격이 상승하였을 때 정부가 재정 지출을 하는 방법이 있다. 둘째는, 낮은 에너지 가격을 유지한 상황에서 에너지 가격이 상승할 때 공공기관이 일차적으로 충격을 흡수하고 공공기관의 부채를 일반재정에서 충당하면서 재정지출을 하는 방법이 있다. 두 방법 모두 재정 지출이 확대된

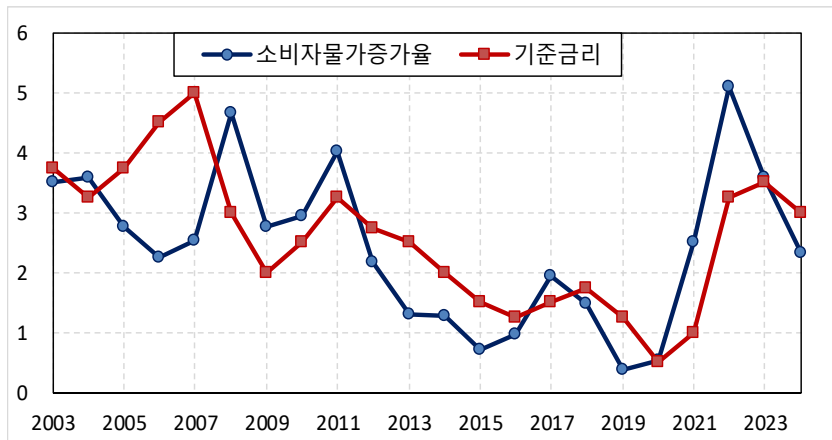
다는 면에서는 동일하지만, 충격 부담의 주체와 정책 종료 후 가구가 지는 지출 부담의 정도는 매우 다르다. 두 번째 방식이 에너지 관련 지출 비중이 높은 저소득 가구를 더욱 효과적으로 보호하는 방식이다.

제 1 장 서 론

제1절 물가 상승의 영향 연구 내용

2020년부터 물가가 상승하였다. 소비자 물가는 2020년부터 2023년까지 3년 동안 11.6% 증가하였다. 이 기간 동안 소비자 물가 상승률은 연평균 3.7%인데, 2012년부터 2020년 기간 동안 연평균 1.1% 증가한 것에 비하면 높은 상승률이다(그림 1-1 참조).

[그림 1-1] 소비자물가 증가율과 기준금리(%)



자료 : 소비자물가지수(통계청), 기준금리(한국은행).

가구가 경험하는 물가는 총물가지수로 측정한 평균적인 인플레이션율과 일치하지 않을 수 있다. 가구의 소득에 따라 소비 품목이 다르기 때문에 불균등한 가격 상승은 가구 간 인플레이션¹⁾ 불균등으로 이어진다. 그리고 인플레이션에 따라 소득과 자산이 영향을 받는다. 가구마다 자산과 부채의 구성이 다르고 자산과 부채가 물가 상승의 영향을 받는 정도가 다르기 때문에 물가 상승이 소득과 자산에 미치는 영향도 가구마다 다르다.

물가 상승의 영향을 거시경제적 측면에서 다룬 연구는 많이 있었지만 미시적 영향을 다룬 연구는 적다. 본 연구의 제2장에서는 가구 단위 자료를 이용하여 2020년부터 2023년까지 물가 상승률이 높았던 시기에 물가 상승이 가구에 미치는 영향을 검토한다. 계산 결과, 2020년부터 2023년까지 가구별 인플레이션의 표준편차는 1.18로서(최소값 1.67, 최대값 15.08), 가구별 물가 상승률의 차이가 크다.

2020년부터 2023년 기간 동안 석유와 가스 등 에너지 수입 물가의 급증이 전체 물가 상승을 이끌었다. 이 기간 동안 공공서비스 가운데 전기와 가스비가 많이 올라서 이를 많이 소비하는 저소득 가구의 소비 물가에 큰 영향을 주었다. 그리고 식비 상승률이 높았다. 소득이 낮을수록 소비 지출 품목 가운데 주거비와 식비의 비중이 높기 때문에 저소득 가구에서 전기·가스와 생활 물가 상승에 영향을 더 많이 받는다. 가구 소득별로 보면, 저소득 가구가 식비와 주거비 상승에 영향을 많이 받았기 때문에 저소득 가구의 물가 상승률이 상대적으로 높았다. 반면, 다른 공공서비스 물가 상승률이 낮아서 그나마 저소득 가구의 물가 상승률이 억제되었다. 에너지 수입 물가의 영향으로 자동차 연료 가격이 상승하여서 고가의 자동차를 보유한 고소득 가구의 교통비가 상승하였다. 고소득 가구에는 지출 비중이 높은 교통비, 외식비, 교육비, 피복비의 물가 상승률이 높았다. 연령별로 보면, 청년층과 고령층에 저소득이 많기 때문에 식비, 전기와 가스 가격 상승의 영향을 많이 받았다.

인플레이션이 높을 때 명목임금이 물가 상승률보다 낮으면 실질임금이 하락한다. 그래서 노동자들은 인플레이션을 싫어한다(Shiller, 1997). 그런

1) 본 연구에서는 물가 상승과 인플레이션을 동일한 의미의 단어로 사용한다.

데, 신고전파 경제학에서는 인플레이션의 비용이 적다고 한다. 인플레이션 충격 이후 명목임금이 일반적으로 물가를 따라간다는 것이다. 그 결과, 실질 임금은 지속적으로 하락하지 않으며 노동자들은 큰 고통을 겪지 않는다고 한다.

하지만 인플레이션이 높을 때 고용주가 노동자의 임금을 자동으로 인상하지 않는다. 노동자들은 임금 인상을 위해 싸워야 하며, 이에 따라 노동자와 고용자의 갈등이 증가한다(Stantcheva, 2024). 물가가 상승할 때 노동자가 가만히 있으면 실질임금이 하락한다.

물가 상승 시의 소득 변화를 살펴보기 위해 본 연구에서는 가구 자료를 이용하여 실질 소득 증가율을 계산한다. 연구 결과, 근로소득, 사업소득, 재산소득, 공적이전소득의 증감이 서로 분위별로 상쇄되어 가구 명목 소득 증가율은 분위별로 차이가 적었지만 물가 상승률이 저소득 분위에서 더 높았기 때문에 1분위 저소득 가구의 실질 소득 증가율이 가장 낮았다. 전체 가구의 3년간 가구 실질 소득 연평균 증가율은 평균 2.1%이었는데, 2020년 불황을 감안하면 회복기임에도 소득 증가율이 높지 않았다. 낮은 실질 소득 증가율이 이후 내수 소비 부진에도 영향을 주었다.

본 연구에서 가구 자산가치의 변동을 살펴본 결과, 2020년부터 2023년 물가 상승기에 고소득-저자산 가구의 순자산 가치가 많이 증가하였다. 고소득-저자산 가구들은 부채를 이용하여 자산을 이미 형성하였는데, 2020년 이후 특히 부동산 자산의 가격이 상승하면서 이 가구들의 자산가치가 많이 증가하였다. 이에 따라 물가가 많이 상승하였음에도 고소득-저자산 가구의 실질 자산 가치가 증가하였다. 전반적으로 2020년부터 2023년 기간 동안 부동산 가치가 많이 상승하면서 부동산을 보유한 가구의 자산 가치가 많이 증가하였다. 거시경제학 이론에서는, 물가가 상승하면 채무의 가치가 하락하고 명목 자산의 가치가 하락하기 때문에 명목 자산을 보유한 가구가 손해를 본다고 한다. 한국에서는 물가 상승기에 부동산 가격이 급등하였기 때문에 이론적 예상과는 다른 양상이 나타났다.

제2절 이자율 상승의 영향 연구 내용

물가가 상승하면 물가안정을 위해 중앙은행이 기준금리를 인상시키는 것이 현대 통화 정책의 관례이다. 이 시기에는 한국뿐 아니라 세계적으로 물가가 상승하였고, 미국을 비롯한 여러 나라에서 기준금리를 인상하였다. 한국은행도 물가 상승에 맞추어 기준금리를 2020년 0.5%에서 2023년 3.5%로 인상하였다(그림 1-1 참조). 이에 따라 수신 금리와 대출 금리도 상승하였다. 이 시기의 이자율 상승은 물가 상승의 정책적 결과이다.

제3장에서는 2020년 이후 이자율 증가가 가구 소비에 미친 영향을 추정한다. 정책적 함의가 있다. 거시경제 이론에서는 이자율이 상승하면 소비가 감소하고 이자율이 하락하면 소비가 증가한다고 전제한다. 2023년에 국내 소비가 감소하였는데, 이자율이 높아졌기 때문이라는 주장이 있다. 소비 감소의 원인이 소득 감소가 아니라 이자율 상승에 있다는 인식들을 만든다. 이 주장의 논리대로라면 이자율을 낮추면 소비가 증가한다. 이론적으로 소비에 영향을 주는 요인에는 소득과 이자율이 있다. 만약 이자율과 소비의 관련성이 크지 않다면 소비 하락은 소득 하락이 원인이라고 할 수 있다. 이론적, 정책적 의미가 있기 때문에 이자율과 소비의 인과관계를 살펴보는 것이 중요하다.

이론적으로 이자율이 상승하면 저축 수익률이 높아져서 금융소득이 증가하고, 부채이자 부담이 증가한다. 이 밖에 이자율 상승은 소득, 자산, 소비에 다양한 방식과 경로를 통해 영향을 준다. 제3장에서는 2020년 이후 이자율 증가가 (1) 금융소득 증가와 (2) 부채이자 상환 증가를 통해 가구 소비에 미치는 영향을 이중차분법으로 추정한다.

이중차분법 추정을 위해서는 집단 구분이 필요한데, 미국의 연구에서는 금융제약 가구를 기준으로 이자율 변화에 민감한 가구와 그렇지 않은 가구를 구분한다. 그런데, 한국에서는 미국 연구의 기준을 그대로 적용하기 어려웠기 때문에 이자율의 영향을 직접 받을 것으로 예상되는 변수를 기준으로 처방집단과 통제집단을 구분한다. 금융소득 증가 경로와 관련하여 금융자

산(저축액)을 기준으로 집단을 구분하였고, 부채이자 경로와 관련하여 금융 부채와 금융자산을 기준으로 집단을 구분한다.

금융소득 증가 경로를 추정한 결과, 이자율 증가의 영향으로 2023년에 처방집단의 금융소득이 유의하게 증가하였지만 금융소득 증가가 소비에는 유의미한 영향을 주지 않았다. 부채이자 지급 경로를 추정한 결과, 이자율 증가의 효과로 2021년부터 처방집단의 부채이자 지급이 유의하게 증가하였고, 효과의 크기는 시간이 지날수록 커서 특히 2023년에는 부채이자 지급이 평균 38.5% 증가하였다. 소비 효과를 추정한 결과, 2021년 이후 모든 소득 분위에서 부채이자 지급 증가가 소비에 통계적으로 유의미한 영향을 주지 않았다.

이자율 상승으로 소비에 변화가 없었다는 추정 결과는 여러가지 이론으로 설명할 수 있다. 이자율 상승의 소득효과와 대체효과가 상쇄되어 소비에 대한 영향이 없을 수 있다. 가구는 과거의 소비 수준을 유지하려는 경향이 있기 때문에, 이자율 상승이 소비에 즉각적으로 영향을 주지 않고 점진적이고 완만하게 영향을 준다. 대출이자 부담이 증가하여도 소비가 감소하지 않는 현상은 유동성 제약으로도 설명할 수 있다. 유동성 제약에 있는 가구들은 이자율이 변해도 저축을 늘리거나 줄일 여지가 없다. 그리고 이자율 상승으로 대출이자 부담이 커지더라도 생존에 필수적인 소비(식료품, 주거비 등)를 줄이기 어려워 소비가 크게 감소하지 않을 수 있다.

제2장과 제3장의 결과를 종합하여 판단하면, 2023년 이후 내수 소비 부진이 이자율 상승의 영향이라고 볼 수 없다. 2021년 이후 가구의 실질 소득 증가율이 낮았고 이에 따라 소비 증가가 둔화되었다.

제3절 물가 상승에 대응하는 정부 정책

유럽지역에서 특히 에너지 가격이 2021년 상승세를 보였으며 러시아-우크라이나 전쟁으로 변동성이 더욱 커졌다. 에너지 가격 급등으로 가계가 에너지 수요, 특히 난방과 교통비 부담이 크게 증가하였다. 공급 측 요인에 의

해 인플레이션이 발생하였다는 면에서 유럽의 상황은 2021년 한국의 상황과 유사하다.

유럽연합 회원국 정부는 에너지 가격 상승이 소비자와 기업에 미치는 영향을 완화하기 위해 다양한 조치를 취했다. 주요 정책 목표는 급격한 가격 변동으로부터 저소득층과 에너지 집약 산업의 기업들을 보호하는 것이다. 제4장에서는 유럽에서 인플레이션의 영향과 정부 정책의 효과를 검토한다.

물가 대응 정책은 크게 가격 정책과 소득 정책으로 구분된다. 가격 정책에는 에너지 관련 간접세 및 부과금 감면, 에너지 가격에 대한 직접 개입 등이 있다. 소득 정책은 가구에 현금이나 에너지 소비 현물을 지급하는 것, 에너지를 생산하거나 많이 소비하는 기업에 대한 지원 등이 있다.

정책에 대한 평가를 개관한 결과, 가격 정책에 대한 평가는 긍정적이다. 물가 상승의 원인이 에너지 가격 급등에 있었기 때문에 에너지 가격에 대한 개입을 통해 에너지 가격 급등을 막는 정책이 직접적으로 관련 가구와 기업의 어려움을 완화시키는 방안이 된다. 소득 정책에 대한 평가는 엇갈린다. 유럽 국가마다 인플레이션의 영향이 다르고, 저소득층을 겨냥한 정책의 효과가 정부 정책 역량에 따라 달랐기 때문이다.

인플레이션에 대응하여 이자율을 높이는 통화정책에 대해 평가할 필요가 있다. 통화정책을 옹호하는 입장에서는, 긴축통화정책이 총수요를 억제하여 추가적인 물가 상승을 억제하며, 인플레이션 기대를 낮추어 임금-물가 악순환을 억제하기 때문에 유용하다고 한다. 하지만, 2021년부터 발생한 인플레이션은 공급 측 요인 때문에 발생한 것인데, 총수요를 억제하는 통화정책이 공급 측 문제를 해결하는 데 적합하지 않다는 평가에 대해 제4장에서 살펴본다.

이상의 논의로부터 물가 상승에 대한 정책적 함의를 제5장에서 논의한다. 한국과 유럽에서 2021년 이후 발생한 인플레이션은 공급 측면의 문제이기 때문에 에너지 공급을 확대하고, 에너지 가격을 낮추고, 공급망 장애를 해결하는 조치가 먼저 필요하다. 그런데 한국에서는 2022년부터 전기와 가스 가격을 여러 번 인상하였다. 전기와 가스 가격이 낮아서 전력을 담당하는 공공기관의 부채가 증가하였다는 것이 주된 명분이다. 그 결과, 제2장에서 살펴보았듯이, 공공서비스 가운데 전기와 가스비가 많이 올라서 이를 많

이 소비하는 저소득 가구의 물가 상승률이 높았다.

유럽과 한국에서 모두 에너지 물가 급등으로 인플레이션이 발생하였는데, 정부 정책은 달랐다. 전기와 가스의 공급방식과 가격이 다른 상황을 반영한 것이기도 하다. 유럽에서는 에너지 가격이 높아서 가계가 이미 가격 부담을 한 상태에서, 에너지 가격이 급등하였을 때, 정부가 재정지출을 확대하여 가계의 부담을 완화하고자 하였다. 한국에서는 가정용 에너지 가격이 낮은 상태에서 에너지 가격이 상승하였을 때 에너지 공급 공공기관의 부채 증가를 완화하기 위해 가정용 에너지 가격을 인상하였다.

가구의 부담을 완화하기 위해서는 크게 보면 두 가지 상황과 방법이 있다. 하나는, 유럽에서처럼, 가정용 에너지 가격이 높은 상태에서 에너지 가격이 상승하였을 때 정부가 재정지출을 하는 방법이 있다. 다른 하나는, 낮은 에너지 가격을 유지한 상태에서 에너지 가격이 상승할 때 공공기관이 충격을 흡수하면서 공공기관의 부채를 일반재정에서 충당하면서 재정지출을 하는 방법이 있다.

에너지 가격 상승이 사라지고 이에 대응한 재정정책이 필요 없는 일상적 상황으로 회복되었을 때, 유럽에서는 가구가 높은 에너지 가격 부담을 지는 상황으로 돌아간다. 두 번째 방식대로라면 가구가 낮은 에너지 가격 부담을 지는 상황으로 돌아간다. 두 방법 모두 재정지출이 확대된다는 면에서는 동일하지만, 충격 부담의 주체와 재정지출이 원래의 수준으로 돌아간 상태에서 가구가 지는 지출 부담의 정도는 매우 다르다. 에너지 수입 물가가 상승하여 인플레이션이 발생하였을 때, 두 번째 방식(공공기관이 가격 충격을 흡수하면서 재정지출을 하는 방식)이 에너지 관련 지출 비중이 높은 저소득 가구를 더 효과적으로 보호하는 방식이다.

제 2 장

물가 상승이 가구에 미치는 영향

제1절 연구 목적

금융 위기를 지난 시기인 2012년부터 2020년까지는 소비자 물가가 연평균 1.1% 상승하였다(소비자물가지수(통계청) 참조). 역사적으로 보아도 물가 상승률이 매우 낮았다. 그런데 2020년부터 2023년까지는 소비자 물가가 연평균 3.7% 증가하였다. 이전 시기에 비해 물가 상승률이 높았다.

물가 상승이 가구에 미치는 영향은 크게 세 가지로 구분된다(Cardoso et al., 2022). 첫째, 소비 경로로, 가구마다 소비하는 품목이 다르기 때문에 물가 상승이 가구마다 다른 영향을 주며, 특히 가격 상승이 큰 상품에 의존하는 가구에게 더 큰 영향을 준다. 둘째, 명목 임금 경로로, 임금, 연금, 실업보험료 등 실질 소득이 물가 상승만큼 조정되지 않아서 구매력 감소로 이어질 수 있다. 셋째, 물가가 상승하면 채무의 가치가 하락하기 때문에 물가 상승은 순채권자에서 순채무자로 소득 재분배를 초래한다. 이를 피셔 경로라고 한다.

이 장에서는 2020년부터 2023년까지 물가 상승률이 높은 시기에 물가 상승(혹은 인플레이션)이 가구의 소비, 소득, 자산에 미치는 영향을 검토한다.

제2절 기존 연구

여러 연구는 인플레이션과 불평등의 관련성을 실증적으로 보여준다. Doepke and Schneider(2006), Auclert(2019)와 Alves and Silva(2021)는 인플레이션이 자산과 부채의 실질 가치를 감소시켜 순저축자에서 순부채자로 자산을 재분배하기 때문에 자산 불평등을 감소시킨다고 하였다. 한편 Berisha et al.(2023)과 Monnin(2014)은 인플레이션과 소득 불평등 사이에 양의 상관관계가 있음을 발견하였다. 특히 Monnin(2014)은 어떤 임계점까지는 인플레이션이 낮을수록 소득 불평등이 감소되고, 이 임계점을 넘어서면 물가 상승이 소득 불평등을 더욱 증가시켜서 U자형 관계를 보여준다고 하였다.

또한 인플레이션과 소비 불평등의 관계를 보여주는 실증 연구가 있다. 예를 들어, Erosa and Ventura(2002), Albanesi(2007)와 Amaral(2017)은 인플레이션이 구매력을 약화시키며, 소비에서 현금에 의존하고 인플레이션에 대비할 수 없는 저소득 가구에 더 큰 영향을 미쳐 불평등을 증가시킨다고 하였다. Katz(2023)는 에너지 가격 상승이 실질 임금을 감소시켜 임금이 의존하는 가구에 더 큰 영향을 미치며, 이는 소비 불평등을 심화시킨다고 하였다.

다른 연구들은 인플레이션이 가구의 소비 패턴에 대한 불균등한 영향으로 불평등을 증가시킬 수 있다고 한다. 빈곤층 가구는 식료품, 전기, 가스, 난방 등 기본 생필품의 지출 비중이 높기 때문에, 이러한 상품의 가격 상승을 부유층보다 더 크게 경험할 수 있다(Sieroń, 2017; Charalampakis et al., 2022; Harari et al., 2022; Jahromi et al., 2023; Gürer and Weichenrieder, 2020; Hochmuth et al., 2022).

인플레이션이 가구 소비에 미치는 영향에 관한 기존 연구는 자료의 특성에 따라 크게 세 가지로 구분된다.

첫째, 집계(aggregate) 자료 물가지수와 소비지출 자료를 이용한 연구가 있다. 소비자 물가지수를 사용한 연구에서는 유럽 국가(Colavecchio, Fritsche,

and Graff, 2011), 오스트리아(Fessler and Fritzer, 2013), 영국(Crawford and Smith, 2002), 미국(Hagemann, 1982; Hobijn and Lagakos, 2005; Michael, 1979)을 대상으로 집계자료 물가지수를 사용하였다. 집계자료이기 때문에 동일한 제품에 대해 동일한 가격을 지불한다고 가정한다. 소비지출 자료는 주로 식료품 소비를 조사한 결과를 사용하였다.

둘째, 소비 품목별 자료를 이용한 연구가 있다. 미국 가구를 대상으로 하는 Kaplan and Schulhofer-Wohl(2017), Beck and Jaravel(2020), Argente and Lee(2020)의 연구에서는 개별 품목 스캐너 자료를 이용하였다. 가구에 스캐너를 미리 주고 소비를 할 때마다 개별 물건을 스캐닝하도록 한다. 가격 변화를 품목별로 측정할 수 있어서 가구가 경험하는 물가 상승의 정도가 다르다는 점을 포착할 수 있다는 장점이 있다. 세분화된 제품 분류를 사용한 미국 최근 연구에서는 소득이 낮을수록 인플레이션율이 높다고 하였다. 그리고 이들 연구에서는 국제 무역이 인플레이션 불평등에 미치는 영향은 발견되지 않았다. 지난 20년 동안 미국에서 무역 증가와 소득 집단별 인플레이션율 간에 체계적 차이가 없다는 결과인데, 무역이 주로 빈곤층의 물가를 낮춘다는 견해와 상반된다. Kiss and Strasser(2024)는 프랑스와 독일 가구를 대상으로 쇼핑 후 품목을 스캐닝하고 가구의 여러 가지 특징을 패널 자료로 만들어 분석하였다. 소비 품목별 자료에서는 개별 품목별로 물가를 측정할 수 있다는 장점이 있지만, 식료품이 가구 지출의 80%를 차지하기 때문에 가구 소비의 대상이 한정되어 있다는 단점이 있다.

국내에서는 정호성·유재인(2024)이 신용카드 자료와 가계부채 자료를 연결하여 4만 명의 패널자료를 만들어서 물가 상승이 소비에 미치는 영향을 분석하였다. 대상 기간은 2017년 1월부터 2022년 1월까지이다. 이 연구에서는 연령/소득 분위/지역/산업 셀(cell) 단위로 파세 지수와 라스파이에스 지수를 계산하였다. 통계청 소비자물가지수 10개 산업별 물가 상승률을 적용하여 연구한 결과, 고연령, 비도시, 소득 3천만 원 이상이면서 1억 원 미만층이 상대적으로 높은 인플레이션을 경험하였다고 하였다. 그리고 이자율 상승이 소비에 영향을 주었는데, 특히 담보대출 금리 인상으로 소비가 감소했다고 하였다.

본 연구에서는 가계 패널자료인 노동패널 자료를 이용하여 가구별 물가

상승률을 계산한다. 가계 패널자료에서 조사하는 소비 항목은 스캐너 자료보다 적다는 단점이 있다. 그런데 스캐너 자료를 이용한 연구에서는 주로 식료품에 조사가 한정된다는 단점도 있는 반면, 가계 패널자료에서는 조사하는 소비 항목의 범위가 넓다는 장점도 있다. 또한 가구 패널자료에서는 가구의 소득을 파악하고 있고, 패널자료의 특성 때문에 가구의 소비 패턴 변화를 알 수 있다는 장점도 있다. 본 연구에서는 가구 패널자료인 노동패널 자료와 통계청의 소비자물가지수를 결합하여 분석한다. 스캐너 자료에서는 소비품목의 가격이 가구 단위로 다를 수 있는 반면, 소비자물가지수는 집계된 지수만 있다는 단점도 있다. 본 연구에서는 품목별, 지역별 물가지수를 사용하여 물가지수의 다양성을 확보하고자 하였다.

제3절 가격 지수와 자료

1. 가격 지수

여기서는 여러 가지 가격 지수의 특성을 설명하고, 연구에서 피셔 지수를 사용하는 이유에 대해 설명한다.

제품 k 의 가격을 $p_{k,t}$, 구매수량을 $q_{k,t}$ 라고 하고, k 재화의 지출 비중을 $s_{k,t}$ 라고 할 때, 라스파이어스 지수, 파셰 지수, 피셔 지수, 톤크비스트 지수, CES 지수는 다음과 같이 정의된다.

$$\text{라스파이어스 지수 } 1 + \pi_{t,t+1}^L \equiv \frac{\sum_k q_{k,t} \times p_{k,t+1}}{\sum_k q_{k,t} \times p_{k,t}} = \sum_k s_{k,t} \times \frac{p_{k,t+1}}{p_{k,t}}$$

$$\text{파셰 지수 } 1 + \pi_{t,t+1}^P \equiv \frac{\sum_k q_{k,t+1} \times p_{k,t+1}}{\sum_k q_{k,t+1} \times p_{k,t}} = \sum_k s_{k,t+1} \times \frac{p_{k,t+1}}{p_{k,t}}$$

$$\text{피셔 지수 } 1 + \pi_{t,t+1}^F \equiv \sqrt{(1 + \pi_{t,t+1}^L)(1 + \pi_{t,t+1}^P)}$$

$$\text{톤크비스트 지수 } 1 + \pi_{t,t+1}^T \equiv \prod_k \left(\frac{p_{k,t+1}}{p_{k,t}} \right)^{(s_{k,t} + s_{k,t+1})/2}$$

$$\text{CES 지수 } 1 + \pi_{t,t+1}^C = \prod_k \left(\frac{p_{k,t+1}}{p_{k,t}} \right)^{w_{k,t,t+1}}$$

$$\text{여기서, } w_{k,t,t+1} = \frac{(s_{k,t+1} - s_{k,t}) / (\ln(s_{k,t+1}) - \ln(s_{k,t}))}{\sum_k [(s_{k,t+1} - s_{k,t}) / (\ln(s_{k,t+1}) - \ln(s_{k,t}))]}$$

t 기와 $t+1$ 기의 물가 변화를 평가할 때, 라스파이어스 지수는 t 기의 소비지출 비중($s_{k,t}$)을 사용한다. 라스파이어스 지수는 물가 상승에 따라 소비자가 소비품목을 대체할 수 없는 t 기의 지출 비중을 사용하기 때문에 진정한 인플레이션을 과대평가하는 경향이 있다. 반면, 파셰 지수는 $t+1$ 기의 지출 비중($s_{k,t+1}$)으로 물가 변화를 평가하며, 인플레이션을 과소평가하는 경향이 있다. 피셔 지수와 톤크비스트 지수는 위 두 지수를 결합한 것이다.

기간이 길어지면 가구는 주어진 상품의 지출 비중을 조절하는 것을 넘어서서 특정한 상품을 소비하지 않거나 새로운 상품을 소비품목에 포함할 수 있다. 따라서 위 지수들은 기간이 길어지면 상품의 진입과 탈퇴로 생활비가 변화하는 것을 포착할 수 없고, 이 경우 CES 지수가 유용하다.

본 연구에서는 2020년 이후 물가 상승의 영향을 분석하는 것이 목적이다. 분석 대상 기간이 3년 정도여서 상품의 진입과 탈퇴까지 고려할 필요는 없다고 판단하였다. 단기적인 소비 품목의 변화를 고려하면 충분한 상황이므로 피셔 지수를 이용한다. 피셔 지수는 라스파이어스 지수와 파셰 지수를 평균한 것이다.

2. 자료와 방법

분석을 위해 노동패널 24~27차 자료(2021~2024년)와 2023년 소비자물가지수(통계청)를 결합한다. 노동패널은 전년도 소득, 소비를 조사하므로, 분석 대상 기간은 2020년부터 2023년이다. 분석에서는 전국 단위 물가지수가 아니라 지역별 소비자물가지수와 노동패널 자료를 결합한다. 스캐너 자

료와 같은 상세한 물가 변화는 포착할 수 없지만 전국 단위로 동일한 물가 지수를 사용하는 것보다는 나은 것으로 기대한다.

노동패널의 소비 조사 항목과 소비자물가지수의 공표 항목을 비교한 결과, 총 11개 소비 항목을 결합하였다(표 2-1 참조).

〈표 2-1〉 노동패널과 소비자물가지수 항목 비교

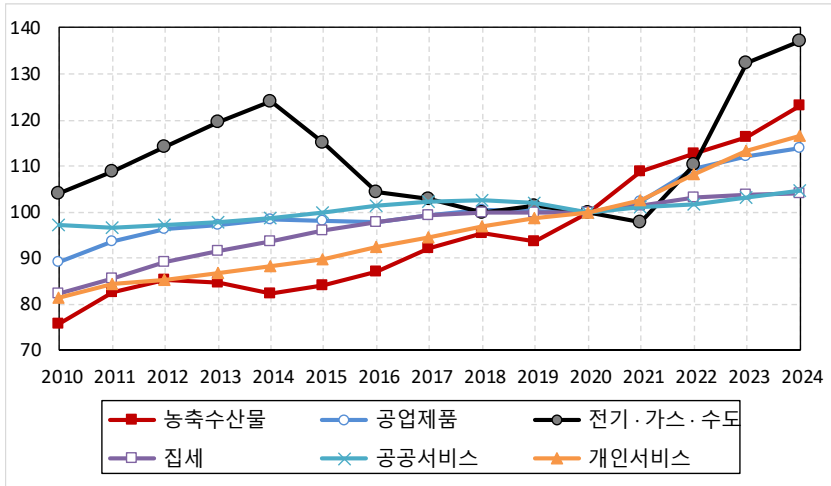
	노동패널	소비자물가지수(지역별)
1	식비	01 식료품 및 비주류음료, 02 주류 및 담배
2	외식비	11 음식 및 숙박
3	교육비(공교육+사교육)	10 교육
4	주거비	04 주택(임차료 등), 수도, 전기, 연료
5	보건의료비	06 보건
6	교양오락비(문화비)	09 오락 및 문화
7	생필품 구입비 + 내구재	05 가정용품 및 가사서비스
8	통신비	08 통신
9	피복비	03 의류 및 신발
10	대중교통비 + 차량유지비	07 교통
11	기타	12 기타 상품 및 서비스

자료 : 노동패널, 소비자물가지수(통계청).

인플레이션의 특징을 살펴보면, 가구에 미치는 영향을 가늠해 볼 수 있다. 품목 성질별 물가지수를 보면(그림 2-1 참조), 2020년 이후 전기·가스·수도 상승률이 가장 높다. 다음으로 농축수산물, 개인서비스, 공업제품 순이다. 상대적으로 집세와 공공서비스 물가 증가율은 낮은 편이다.

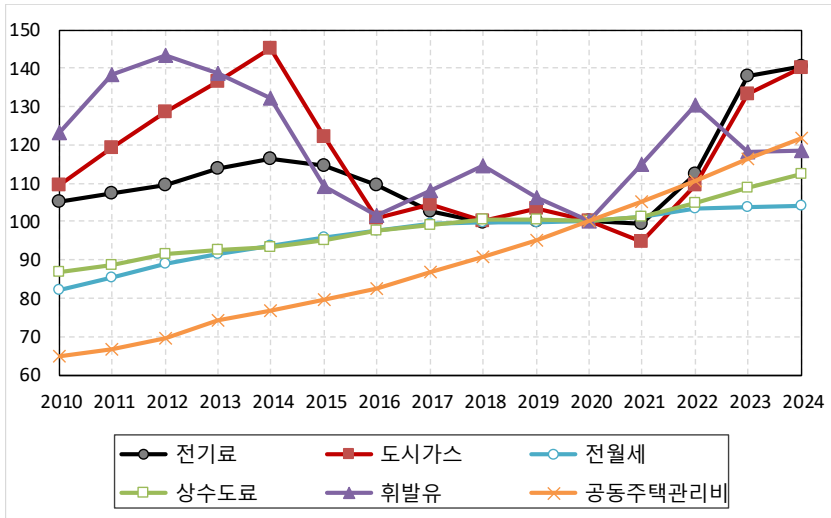
2020년 이후 2024년까지, 주거비와 관련된 품목별 물가지수를 보면(그림 2-2 참조), 전기료, 도시가스 물가가 약 40% 증가하여 상승률이 매우 높다. 다음으로 공공주택 관리비, 휘발유 가격 상승률은 약 20%이다. 상승도료, 전월세 상승률은 상대적으로 낮은 편이다. 이로 미루어 보아, 전기료, 도시가스와 같은 주거비와 휘발유 가격의 영향을 받는 교통비의 지출 비중이 높은 가구가 물가 상승의 영향을 더 많이 받았을 것이라고 예측할 수 있다.

[그림 2-1] 품목성질별 물가지수



자료 : 소비자물가조사(통계청). 기준 연도 2020년=100.

[그림 2-2] 품목별 물가지수



자료 : 소비자물가지수(통계청). 기준 연도 2020년=100.

제4절 가구별 물가 상승률 계산 결과

1. 물가 상승률 분포

지수의 정의를 다시 상기하자면,

$$\text{라스파이어스 지수}(\pi_{t,t+1}^L) = \sum_k s_{k,t} \times \frac{p_{k,t+1}}{p_{k,t}}$$

$$\text{파세 지수}(\pi_{t,t+1}^P) = \sum_k s_{k,t+1} \times \frac{p_{k,t+1}}{p_{k,t}}$$

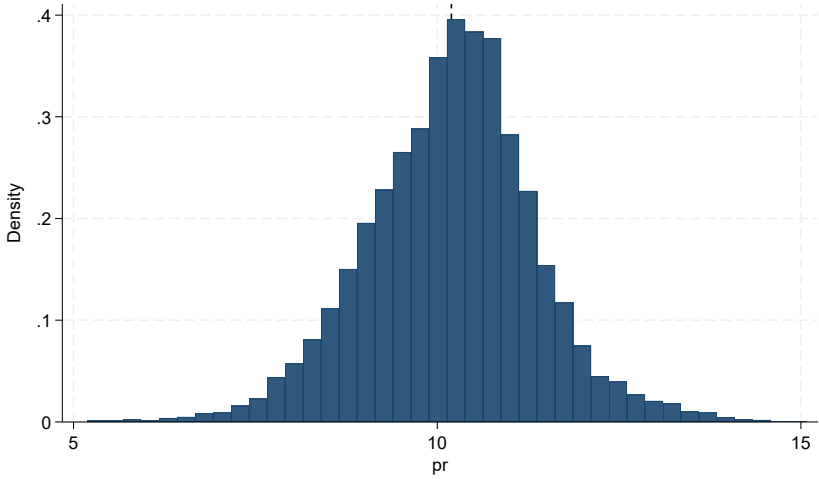
$$\text{피셔 지수} \quad 1 + \pi_{t,t+1}^F \equiv \sqrt{(1 + \pi_{t,t+1}^L)(1 + \pi_{t,t+1}^P)}$$

과 같다. 가구 조사인 노동패널에서는 가구의 소비 항목별 지출액을 조사하고 있다. i 가구의 소비 항목 k 의 지출액을 가구별 총지출액으로 나누어 각 항목 k 의 지출 비중 $s_{k,t}^i$ 을 구한다. 여기에 각 소비 항목 k 의 소비자물가지수 증가율인 $p_{k,t+1}/p_{k,t}$ 을 곱하고 이를 가구별로 더하여 가구별 물가지수(피셔 지수)를 만든다.

이와 같이 계산한 2020년부터 2023년까지 가구별 인플레이션율의 분포가 [그림 2-3]에 나와 있다. 노동패널 자료로 계산한 3년 동안 가구별 물가 상승률은 평균 10.2%(표준편차 1.18)이다. 가구별 인플레이션의 최소값은 1.67이고, 최대값은 15.08이다. 가구가 직면하는 물가 상승률이 매우 이질적임을 확인할 수 있다.

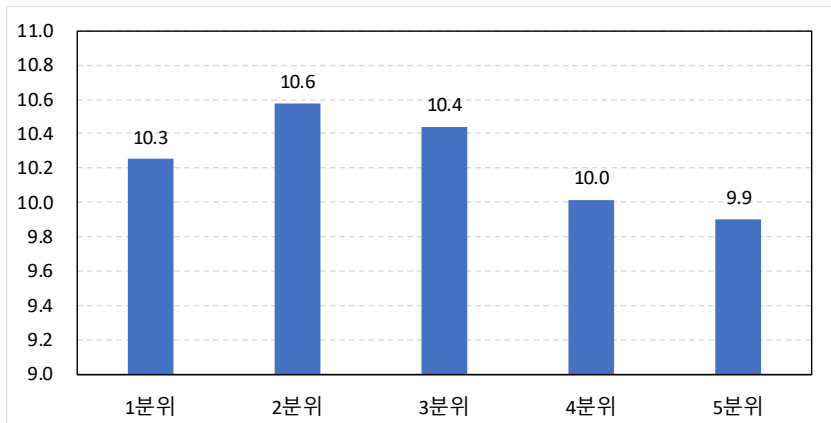
통계청에서 공표한 전국 소비자물가지수는 2023년에 2020년 대비 11.6% 증가하였다. 공표된 물가지수에 비해 노동패널로 측정된 가구별 인플레이션율이 약간 낮다. 가구별 물가지수는 공표된 지역별 물가지수와 가구의 품목별 지출 비중을 사용하여 계산한다. 공표된 소비자물가지수를 그대로 사용하였기 때문에 물가지수에서 차이가 발생할 수 없다. 노동패널과 통계청 소비자물가지조사에서의 차이는 가구의 품목별 지출 비중에서 발생한다.

[그림 2-3] 가구별 인플레이션율의 분포 : 히스토그램



자료 : 노동패널과 소비자물가지수로부터 저자 계산.

[그림 2-4] 가구소득 분위별 물가 상승률(%) : 2020~2023년



자료 : 노동패널과 소비자물가지수로부터 저자 계산.

[그림 2-4]에서는 가구소득 분위별로 물가 상승률을 보여준다. 1분위, 2분위, 3분위 가구의 물가 상승률은 각각 10.3%, 10.6%, 10.4%이다. 고소득 4분위와 5분위에서는 물가 상승률이 10.0%, 9.9%로 낮다. 저소득 가구의 물가 상승률이 상대적으로 약간 높고, 고소득 가구에서는 상대적으로 약간 낮다.

물가 상승률의 표준편차는 1분위부터 5분위까지 각각 1.1, 1.2, 1.1, 1.1, 1.2로서 거의 차이가 없다. 물가 상승률의 분위별 편차는 매우 동질적이다.

가구별 소비 품목에 따라 물가 상승률이 다른데, 가구들의 품목별 소비지출 비중이 다른 것과 결합하여 평균적으로는 소득별로 물가 상승률에서는 차이가 줄어들었다. 구체적으로 가구별 상황을 살펴볼 필요가 있다.

2. 소득분위별, 품목별 물가 상승률

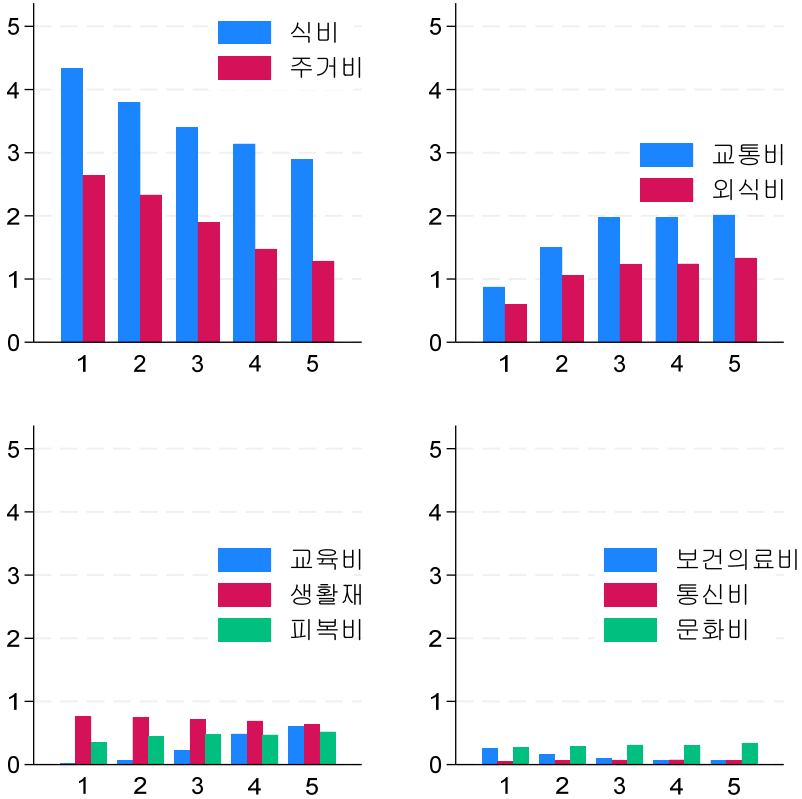
가구 총소득에 따라 5개 분위로 나누고, 품목별 물가 상승률을 나타낸 것이 [그림 2-5]이다. 그림에서 가로축은 가구 소득 분위기를 나타내는데, 소득이 가장 낮은 분위가 1분위이고, 소득이 가장 높은 분위가 5분위이다.

물가 상승률이 평균적으로 높은 품목은 식비와 주거비이다. 다음으로 교통비, 외식비의 순이다. 교육비, 생활재, 피복비, 보건의료비, 통신비, 문화비의 물가 상승률은 상대적으로 낮은 편이다.

식비와 주거비의 물가 상승률은 평균적으로도 높고 소득별로 차이가 크다. 소득이 낮을수록 식비와 주거비 상승률이 높다. 세부 항목으로 보면, 주거비 가운데 특히 전기료, 도시가스 요금 상승률이 높았다. 2020년과 비교하여 2023년 전기료는 전국 평균 38.1% 상승하였고, 도시가스는 평균 33.3% 증가하였다. 2020년에 비해 2023년에는 식료품·음료 가격이 평균 11.2% 증가하였다. 품목성질별로 보았을 때 농축산물은 2023년에 평균 16.3% 증가하였다. 소득이 낮을수록 소비지출 품목 가운데 주거비와 식비의 비중이 높기 때문에 저소득 가구에서 전기·가스와 생활 물가 상승에 영향을 더 많이 받았다.

소비자물가지수에서 2023년 음식및숙박 항목과 교통 항목은 2020년에 비해 각각 17.2%와 12.7% 증가하였다. 외식비 상승은 재료가 되는 농축산물 등 재료 품목의 물가를 반영한 것이다. 교통비 상승은 휘발유와 경유 등의 물가 상승 때문이다. 휘발유와 경유는 2020년에 비해 2022년에 각각 30.4%, 53.6% 증가하였다가, 이후 국제 유가가 안정되면서 2020년에 비해 2023년에는 각각 18.4%, 30.3%로 상승폭이 감소하였지만 평균 물가 상승률보다는 높은 편이었다. 이 기간 동안 자동차 보험료는 큰 변화가 없었지만, 휘발유

[그림 2-5] 가구소득 분위별, 소비 품목별 인플레이션율(%)



주: 가로축은 가구소득 분위임. 1분위가 소득이 낮은 것을 가리킴.
 자료: 노동패널과 소비자물가지수로부터 저자 계산.

나 경유와 같은 자동차 연료비가 상승해서 차량 유지비가 증가하였다. 자가 자동차가 있는 가구일수록, 그리고 자동차가 고가일수록 자동차 연료비 상승 영향을 많이 받는다. 2022년에는 휘발유 가격이 많이 증가해서 교통비가 가구 물가 상승에서 차지하는 비중이 컸다. 2023년에는 휘발유 가격이 다소 떨어졌기 때문에 교통비의 지출 비중이 감소하였다.

[그림 2-5]에 나와 있듯이, 가구별 물가 상승률을 보면, 외식비와 교육비 상승률은 고소득 가구에서 더 높다. 고소득 가구층의 지출 품목에서 외식비

와 교육비의 비중이 높기 때문이다.

생활재는 물가 상승률도 낮은 편이고 소득 분위별 차이도 적다. 교육비와 피복비는 평균 물가 상승률이 낮은 편이지만, 이 품목을 상대적으로 많이 소비하는 고소득 가구에서 물가 상승률이 상대적으로 높은 편이다. 문화비와 통신비는 물가 상승률도 낮고 소득 분위별 차이도 적다. 보건의료비는 고령인구가 많은 저소득 가구에서 상대적으로 물가 상승률이 높은 편이지만, 다른 소비 항목과 비교하여 상승률이 매우 낮은 편이다.

종합하면, 저소득 가구에서는 식비, 주거비, 보건의료비의 물가 상승률이 높았다. 고소득 가구에는 교통비, 외식비, 교육비, 피복비의 물가 상승률이 높았다. 생활재, 문화비, 통신비 물가 상승률은 소득별 차이가 없었다.

2020년부터 2023년 기간 동안 석유와 가스 등 에너지 수입 물가의 급증이 전체적으로 물가 상승을 이끌었다. 수입물가지수에 따르면, 3년 동안 에너지 수입 물가는 103.5% 증가하였고, 광물성연료 운할유 및 관련 물질 수입 물가는 101.3% 증가하였다. 에너지 수입 물가 급증의 영향으로 전기와 가스비가 많이 올라서 이를 많이 소비하는 저소득 가구의 소비 물가에 큰 영향을 주었다. 그리고 에너지 수입 물가의 영향으로 자동차 연료 가격이 상승하여 고가 자동차를 보유한 고소득 가구의 교통비가 상승하였다.

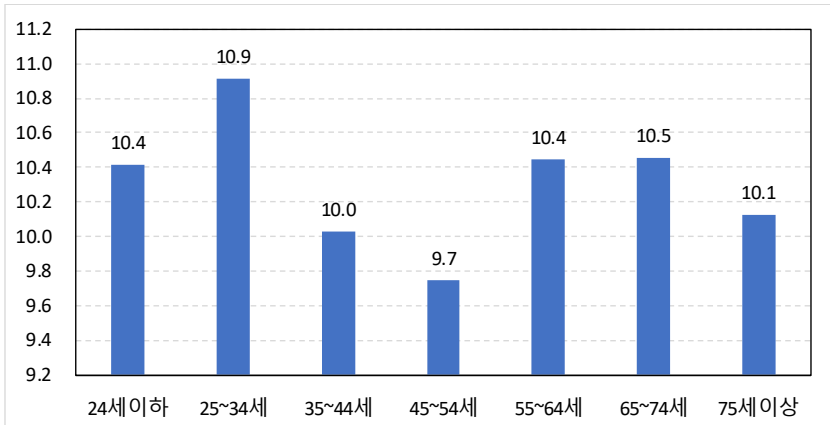
이 기간 동안 농축산물 가격도 많이 증가하였는데, 저소득 가구의 식비에 큰 영향을 주었고, 고소득 가구의 외식비에 영향을 주었다. 에너지 수입 물가와 농축산물 가격의 상승이 소비 품목에 따라 소득별로 다르게 영향을 주면서, 소득 분위별 물가 상승률은 큰 차이가 나지 않았다.

2020년부터 2023년 기간 동안 공공서비스 가운데 전기와 가스 가격이 많이 증가하여 가구가 직면한 물가 상승에 큰 영향을 준 반면, 다른 공공서비스 물가 상승률이 낮아서 그나마 가구의 물가 상승률이 억제되었다. 통상적으로 공공서비스는 저소득 가구가 많이 이용한다. 공공서비스 가격 억제가 아니었다면 저소득 가구가 직면한 물가 상승률이 더 높았을 것이다. 전기와 가스 가격에 대한 조정, 그리고 공공서비스 가격 억제가 이 기간 동안 특히 저소득 가구가 직면한 물가 상승 정도에 큰 영향을 주었다고 볼 수 있다.

3. 연령별 물가 상승률

[그림 2-6]에서는 가구주 연령별 물가 상승률을 보여준다. 전체적으로 보면, 25~34세 가구의 물가 상승률이 상대적으로 약간 높고, 45~54세 가구의 물가 상승률이 상대적으로 낮은 편이다.

[그림 2-6] 가구주 연령별 물가 상승률(%) : 2020~2023년



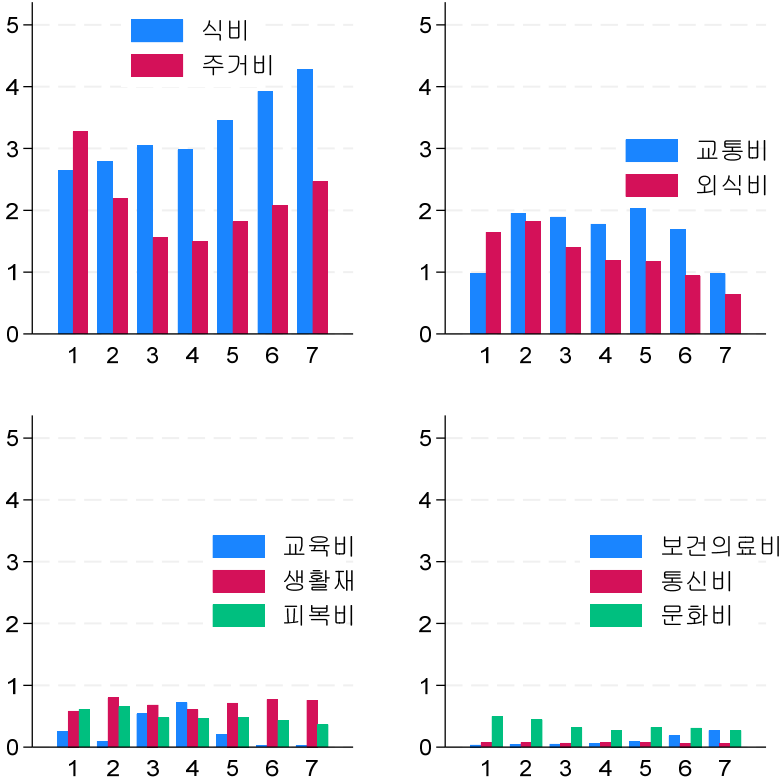
자료 : 노동패널과 소비자물가지수로부터 저자 계산.

다음 [그림 2-7]에서는 연령별 물가 상승률이 품목별로 잘 드러나도록 표현하였다. 그림의 가로축은 가구주 연령집단을 가리킨다. '1'은 24세 이하, '2'는 25~34세, '3'은 35~44세, '4'는 45~54세, '5'는 55~64세, '6'은 65~74세, '7'은 75세 이상 가구를 가리킨다.

물가 상승률이 높은 품목인 식비와 주거비는 연령별 상승률이 상반된다. 주거비는 청년가구에서 상승률이 가장 높고 이후 연령이 증가하면서 상승률이 감소하다가 고령층으로 갈수록 상승률이 높아지는, U자 형태를 보인다. 식비는 상대적으로 고령층 가구에서 높은 상승률을 보인다. 외식 비중이 높은 청년층에서 외식비 상승률이 높다.

교통비 상승률은 30대부터 64세 경제활동 연령층에서 높다. 교육비는 자녀가 있는 40~50대 가구에서 상승률이 높다. 생활재, 피복비, 통신비는 평균적으로 물가 상승률이 낮으며 가구 연령별 차이도 작다. 고령가구에서 보

[그림 2-7] 가구주 연령집단별 물가 상승률(%)



주: 가로는 연령집단임. (1) 24세 이하, (2) 25~34세, (3) 35~44세, (4) 45~54세, (5) 55~64세, (6) 65~74세, (7) 75세 이상.
 자료: 노동패널과 소비자물가지수로부터 저자 계산.

건의료비 상승률이 상대적으로 높지만 평균 상승률은 매우 작다. 전체적으로 보면, 식비, 주거비, 교통비, 외식비에서 연령별 물가 상승률이 차이가 나고, 나머지 소비 항목에서는 연령별 편차가 작다.

청년가구에서는 주거비 상승률이 높다. 다음으로 식비, 외식비의 상승률이 높다. 청년가구는 대중 교통을 많이 이용하기 때문에 교통비 증가율은 낮은 편이다. 청년가구의 문화비 상승률은 다른 연령 가구에 비해 높은 편이지만 평균적인 상승률이 높지 않아서 영향은 작다. 노인가구에서는 식비

와 주거비의 물가 상승률이 높다. 장년가구에서는 식비, 교통비, 주거비의 순서로 물가 상승률이 높다.

앞서 소득 분위별로 물가 상승률을 살펴보았는데, 농축산물 가격 상승이 저소득 가구의 식비에 영향을 많이 주었다고 하였다. 청년층과 고령층에 저소득이 많기 때문에 식비 상승의 영향을 많이 받는다. 그리고 에너지 수입 물가 상승으로 전기와 가스 가격을 인상한 것이 저소득 가구에 큰 영향을 주었다고 하였다. 저소득이 많은 청년층과 고령층이 전기와 가스 가격 상승의 영향을 많이 받는다.

앞서 언급하였는데, 전기와 가스 가격에 대한 조정, 그리고 공공서비스 가격 억제가 이 기간 동안 특히 저소득 가구가 직면한 물가 상승 정도에 큰 영향을 주었고, 연령집단으로 보면, 청년층과 고령층에 더 큰 영향을 주었다.

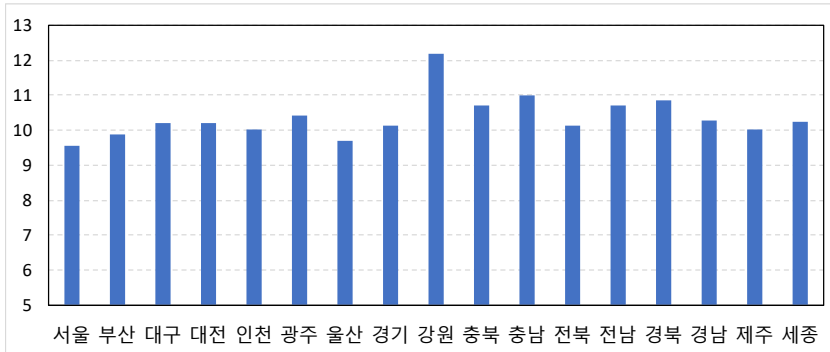
4. 지역별 물가 상승률

지역별로 보면, 3년 동안 강원 지역 물가 상승률이 12.2%로 가장 높았다(그림 2-8 참조). 다음으로는 충남(11.0%), 경북(10.8%), 전남(10.7%), 충북(10.7%) 순으로 물가 상승률이 높았다. 서울의 물가 상승률은 9.6%로 가장 낮았고, 다음으로 울산(9.7%), 부산(9.9%)에서 물가 상승률이 낮았다. 농촌이 많은 지역에서 물가 상승률이 높고 대도시 지역에서는 상대적으로 물가 상승률이 낮은 경향을 보여준다.

[그림 2-9]에서 나타나듯이, 강원, 충북, 충남 등의 지역에서 물가 상승률이 높았던 것은 이 지역에서 주거비 상승률이 높았기 때문이다. 가스, 수도, 전기 등에 대한 지출 비중이 상대적으로 높은 저소득 가구에서 물가 상승률이 높았는데, 저소득 가구와 농촌 지역이 많은 지역에서 주거비 상승률이 높았고, 이에 따라 전체 물가 상승률도 높았다. 별도로 통계를 제시하지 않았지만, 교통비 상승률은 강원지역에서 가장 높았다.

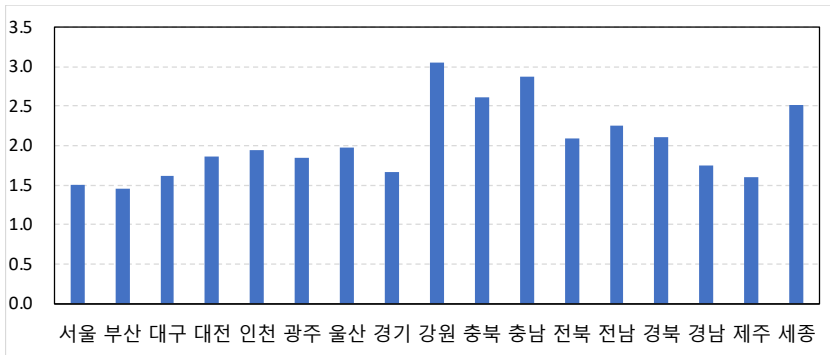
반면, 서울, 부산, 대구와 같은 대도시에서의 주거비 상승률은 다른 지역에 비해 낮은 편이었다. 이를 반영하여 대도시 지역에서의 물가 상승률이 상대적으로 낮았다. 2020년부터 2023년 기간 동안 물가 상승이 대도시 지역보다는 비수도권과 농촌지역의 가구에 더 큰 영향을 주었다고 할 수 있다.

[그림 2-8] 지역별 물가 상승률 : 2020~2023년



자료 : 노동패널과 소비자물가지수로부터 저자 계산.

[그림 2-9] 지역별 주거비 상승률 : 2020~2023년



자료 : 노동패널과 소비자물가지수로부터 저자 계산.

제5절 물가 상승이 가구 소득에 미친 영향

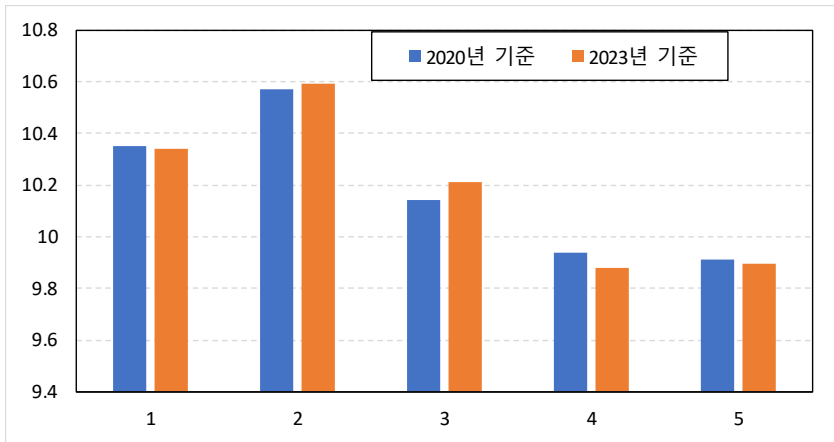
물가 상승이 가구 소득에 미친 영향을 살펴보기 위해 2020년부터 2023년 기간 동안 가구의 명목 및 실질 소득 증가율을 계산하고자 한다. 동일한 가구의 소득 변화를 추적하는 것이 연구 목적에 부합하기 때문에 노동패널 자료를 이용하는 것이 바람직해 보인다. 그런데, 노동패널 자료로 가구 분위

별 소득 증가율을 계산한 결과, 고소득 가구의 소득 증가가 다른 자료(가계금융복지조사, 가계동향조사, 국세통계 등)에 비해 매우 낮았다. 노동패널 자료에서 고소득 가구의 포착률이 낮고 특히 금융소득 등 자본소득에 대한 포착률이 낮아서 고소득 가구의 소득 변화를 적절하게 표현하지 못하는 것으로 판단되었다. 노동패널 자료를 이용하여 가구 소득 변화를 분석한 결과는 [제2장 부록]에 제시하였다.

이 절에서는 가계금융복지조사를 사용하여 가구 소득 변화를 분석한 결과를 제시한다. 가계금융복지조사는 반복횡단면 자료이기 때문에 이 자료를 이용하여 소득 변동을 분석할 때 우려 사항이 있다. 가계금융복지조사는 패널 자료가 아니기 때문에, 2020년 5분위 가구와 2023년 5분위 가구는 다를 것이다. 그러면, 노동패널 자료에서의 분위별 물가 상승률을 반복횡단면 자료인 가계금융복지조사에도 적용할 수 있는지 검토할 필요가 있다.

노동패널에서는 패널자료이므로 동일한 가구를 추적하여 물가 상승률을 계산할 수 있다. 그런데 노동패널과 가계금융복지조사는 조사된 가구의 소득이 다르다. 이 점을 고려하여, 가계금융복지조사 자료의 소득 5분위 기준을 노동패널에 적용하여 가구 분위기를 나눈다. 그리고 가구 분위별로 2020년부터 2023년까지의 물가 상승률을 노동패널 자료로 계산한다. 다음으로, 노

[그림 2-10] 소득 분위별 물가 상승률



자료 : 노동패널자료로부터 저자 계산.

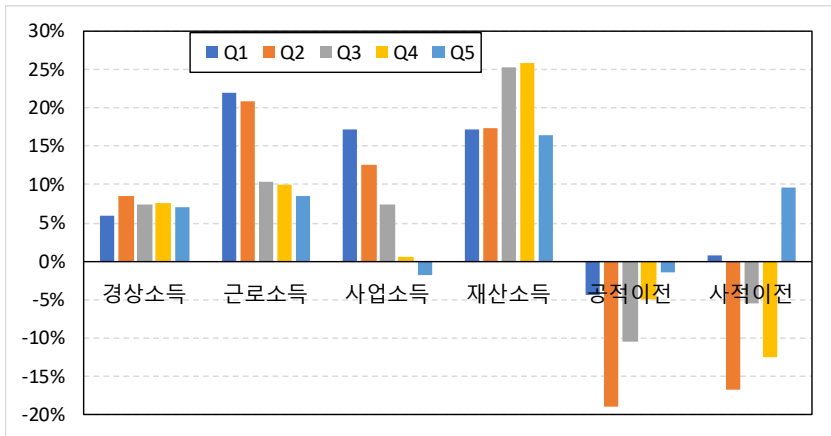
동패널 자료에서 2020년 기준으로 계산한 물가 상승률과 2023년 기준 가구 분위별 물가 상승률을 비교하여 차이가 나는지 파악한다.

노동패널 자료로 2020년과 2023년 분위별 물가 상승률을 계산한 결과가 [그림 2-10]에 나와 있다. 결과로 보면, 큰 차이가 나지 않는다. 본 연구에서는 2020년과 2023년 분위별 물가 상승률의 평균값을 가계금융복지조사 분위에 적용한다.

위와 같은 방법으로 분위별 가구 소득 실질 증가율을 계산한 결과를 [그림 2-11]에 제시하였다²⁾. 참고로, 가구 소득 명목 증가율을 <표 2-2>에 제시하였다. 몇 가지 특징을 요약하면 다음과 같다.

근로소득과 사업소득 모두 저소득 가구에서 증가하였다. 코로나-19 확산으로 2020년에 저소득층의 근로소득과 사업소득이 크게 감소하였었는데, 이후 경기가 회복되면서 2023년 저소득 가구의 근로 및 사업소득이 증가하였다.

[그림 2-11] 2020~2023년 가구소득 분위별 실질 소득 증가율



자료 : 가계금융복지조사로부터 저자 계산.

2) 가계금융복지조사의 재산소득에는 자본이득(양도소득)이 포함되지 않는다. 2020년부터 2023년까지 부동산 가치가 증가하는 시기에 자산을 처분하여 이득을 얻는 가구가 있었을 것인데, 자료에서는 이를 반영하지 못한다. 다만, 자본이득은 간헐적으로 한 번에 큰 소득이 발생하는 특성이 있기 때문에 자본이득을 포함하면 일부 가구의 자본이득이 평균 소득 변동을 좌우할 수 있다는 문제도 있다.

〈표 2-2〉 2020~2023년 가구소득 분위별 명목소득 증가율

	경상소득	근로소득	사업소득	재산소득	공적이전	사적이전
1분위	0.163	0.322	0.274	0.276	0.060	0.111
2분위	0.190	0.314	0.230	0.279	-0.084	-0.061
3분위	0.177	0.206	0.176	0.355	-0.003	0.046
4분위	0.175	0.199	0.104	0.357	0.050	-0.027
5분위	0.168	0.184	0.081	0.264	0.085	0.195
합계	0.173	0.203	0.121	0.293	0.018	0.041

자료 : 가계금융복지조사로부터 저자 계산.

재산소득은 고소득 가구에서 더 많이 증가하였다. 2020년부터 2023년 기간 동안 이자율이 증가하였다. 금융자산을 많이 보유하고 있는 고소득 가구의 재산소득이 많이 증가하였다.

저소득 가구에 대한 공적이전소득은 많이 감소하였다. 특히 2분위 가구에 대한 공적이전소득이 8.4% 감소한 반면, 고소득 5분위 가구에 대한 공적이전소득은 8.5% 증가하였다. 코로나-19 확산 시기에 저소득 가구에 대한 공적이전소득이 증가하였던 것의 기저 효과이다.

근로소득, 사업소득, 재산소득, 공적이전소득의 증감이 서로 분위별로 상쇄되어 가구 명목 소득 증가율은 분위별로 큰 차이가 없다. 명목 소득 증가율은 분위별로 차이가 적지만 물가 상승률은 저소득 분위에서 더 높았기 때문에 1분위 저소득 가구의 실질 소득 증가율이 가장 낮다.

전체 가구의 3년간 가구 실질 소득 연평균 증가율은 평균 2.1%이고, 가구 소득 1분위부터 5분위까지 각각 1.7%, 2.4%, 2.2%, 2.2%, 2.0%이다. 물가 상승률이 높았기 때문에 이 시기에 실질 소득 증가율이 낮은 편이다.

코로나-19 확산 시기의 불황 이후 경기가 회복되면서 근로소득과 사업소득이 연평균 4.2%와 2.0% 증가하였고 이자율 증가로 재산소득이 증가하였지만, 공적이전소득과 사적이전소득이 감소하면서 가구 실질 소득 증가율이 낮았다. 2020년 불황을 감안하면 회복기임에도 소득 증가율이 낮았다.

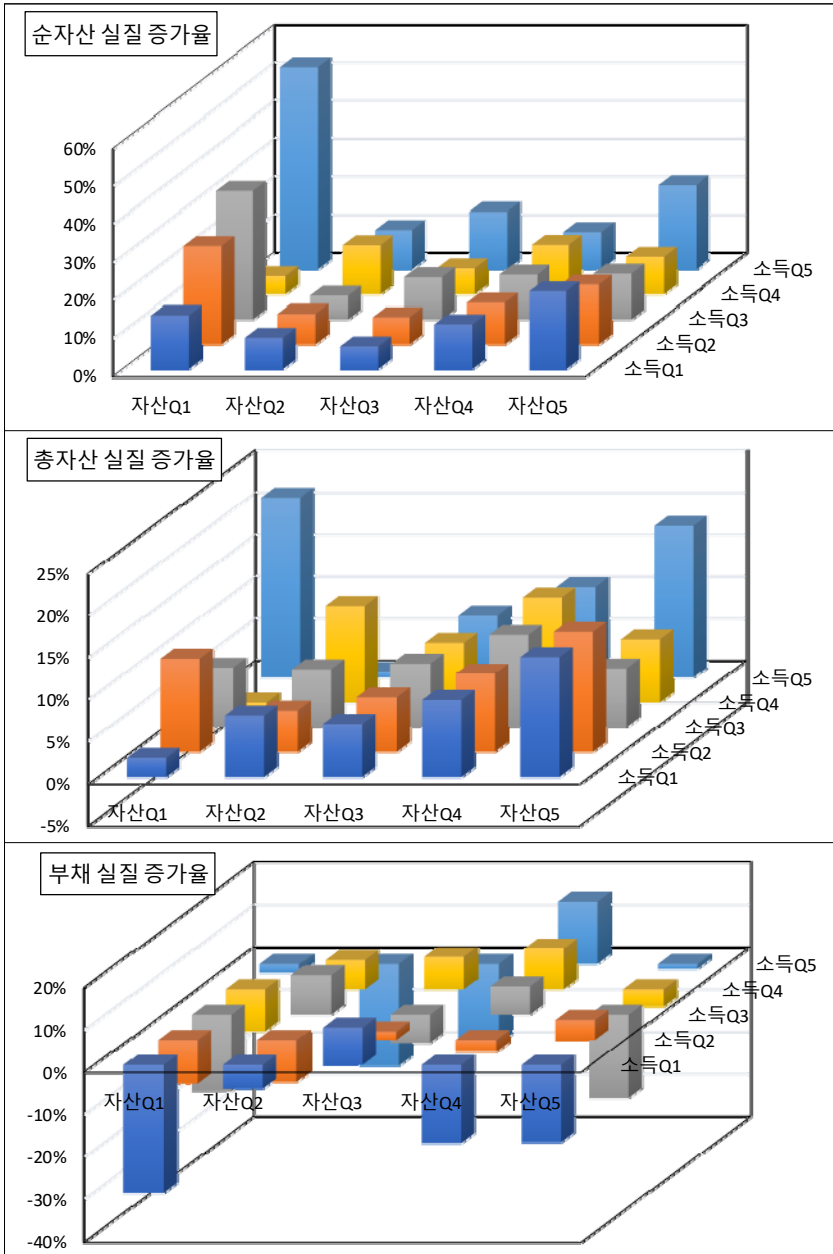
제6절 물가 상승이 가구 자산에 미친 영향

이 절에서는 가계금융복지조사 2020년과 2023년 자료를 이용하여 물가 상승기 자산 가치 변동을 검토한다. 앞에서 계산한 소득 분위별 물가 상승률을 적용하여 자산가치의 실질 증가율을 계산한다.

소득 분위와 자산 분위별로 순자산, 총자산, 부채의 실질 가치 증가율을 계산한 결과를 [그림 2-12]와 <표 2-3>, <표 2-4>, <표 2-5>에 제시하였다. 2020년부터 2023년 기간 동안 실질 순자산 가치 변동을 소득과 자산 분위별로 살펴보면 매우 이질적이다. 어느 한 가지 기준으로 평가하면 실제 변화를 파악하지 못할 수 있다.

자산 1분위이면서 소득 5분위 가구의 실질 순자산이 가장 많이 증가하였다(+53.3%). 다음으로 실질 순자산이 많이 증가한 가구는 자산 1분위이면서 소득이 3분위인 가구(33.8%)이다. 소득과 자산 모두 5분위인 가구의 실질 순자산도 많이 증가하였다(22.2%).

[그림 2-12] 소득과 자산 분위별 순자산, 총자산, 부채 실질 증가율(2020~2023년)



자료: 가계금융복지조사로부터 저자 계산.

〈표 2-3〉 소득과 자산분위별 순자산 실질 증가율(2020~2023년)

	자산Q1	자산Q2	자산Q3	자산Q4	자산Q5	합계
소득Q1	0.142	0.084	0.061	0.119	0.205	0.182
소득Q2	0.260	0.081	0.072	0.110	0.158	0.121
소득Q3	0.338	0.063	0.111	0.118	0.121	0.154
소득Q4	0.048	0.130	0.069	0.131	0.100	0.110
소득Q5	0.533	0.105	0.152	0.099	0.222	0.239
합계	0.295	0.189	0.193	0.218	0.280	0.244

자료 : 가계금융복지조사로부터 저자 계산.

〈표 2-4〉 소득과 자산분위별 총자산 실질 증가율(2020~2023년)

	자산Q1	자산Q2	자산Q3	자산Q4	자산Q5	합계
소득Q1	0.023	0.073	0.063	0.091	0.142	0.153
소득Q2	0.111	0.049	0.065	0.093	0.143	0.102
소득Q3	0.071	0.069	0.076	0.110	0.070	0.118
소득Q4	-0.035	0.115	0.071	0.125	0.075	0.094
소득Q5	0.214	0.007	0.074	0.108	0.180	0.201
합계	0.141	0.167	0.170	0.209	0.241	0.214

자료 : 가계금융복지조사로부터 저자 계산.

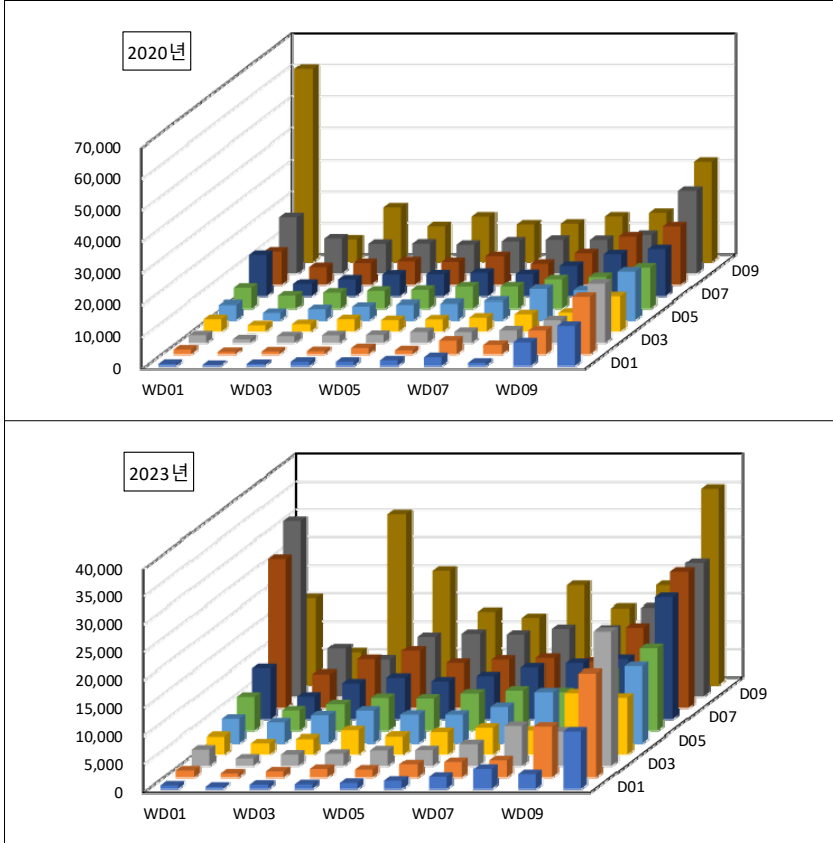
〈표 2-5〉 소득과 자산분위별 부채 실질 증가율(2020~2023년)

	자산Q1	자산Q2	자산Q3	자산Q4	자산Q5	합계
소득Q1	-0.302	-0.057	0.089	-0.184	-0.182	-0.079
소득Q2	-0.104	-0.100	0.020	-0.028	0.047	-0.010
소득Q3	-0.181	0.092	-0.066	0.066	-0.197	-0.045
소득Q4	-0.099	0.069	0.077	0.097	-0.040	0.025
소득Q5	-0.021	-0.240	-0.187	0.148	-0.012	0.028
합계	-0.115	0.059	0.063	0.161	0.057	0.069

자료 : 가계금융복지조사로부터 저자 계산.

[그림 2-13] 소득과 순자산 분위별 부채액

(단위 : 만 원)



자료 : 가계금융복지조사로부터 저자 계산.

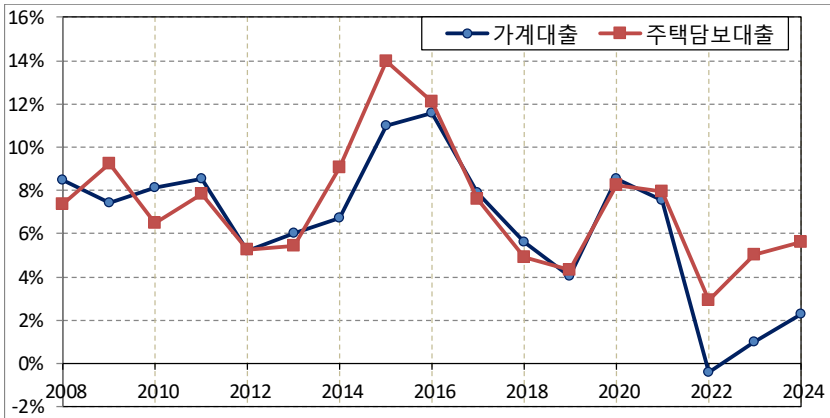
자산 1분위이면서 소득 5분위인 저자산-고소득 가구는 총자산이 많지만 부채도 많아서 순자산 기준으로는 1분위에 속하는 가구일 수 있다. 이를 확인하기 위해 소득과 자산 분위기를 10개로 나누어서 부채액을 계산한 결과가 [그림 2-13]에 나와 있다. 2020년 가구 평균 부채액이 7,116만 원인데, 순자산이 1분위이면서 소득이 10분위인 가구의 부채가 6억 1,118만 원으로 다른 분위의 가구에 비해 압도적으로 많다. 2023년 자료를 보아도, 소득과 자산을 10개로 나누었을 때 순자산이 1분위이면서 소득이 높은 가구의 부채액이 매우 많다. 순자산으로 1분위이면서 고소득 가구는 부채를 이용하여

자산을 형성하는 가구가 많다는 것을 의미한다.

2020년부터 2023년 물가 상승기에 고소득-저자산 가구의 총자산 가치가 많이 증가하였다(그림 2-12 두 번째 그림 참조). 반면 이 기간 동안 저자산-고소득 가구의 부채는 큰 변동이 없었다(-2.1%). 저자산-고소득 가구들은 2020년 이전에 부채를 통해 총자산을 이미 형성하였고, 2020년 이후 자산 가격(특히 부동산 자산의 가격)이 증가하면서 이 가구들의 자산 가치가 많이 상승하였다. 이에 따라 물가가 많이 상승하였음에도 실질 자산 가치가 증가하였다.

소득과 자산이 모두 5분위인 고자산-고소득 가구의 자산 가치도 2020년 이후 많이 증가하였다. 이들 가구의 부채도 이 기간 동안 거의 변화가 없었다(-1.2%).

[그림 2-14] 가계대출과 주택담보대출 증가율



자료 : 통화금융통계(한국은행), 가계신용통계.

2020년 이후 자산 가치가 많이 증가한 가구들은 2020년 이전에 이미 부채를 이용하여 자산을 형성하였다. [그림 2-14]에 나와 있듯이, 가계대출 특히 주택담보대출은 2015년부터 2018년까지 증가율이 높았다. 대출을 통해 자산을 형성한 가구의 자산 가치, 특히 부동산 가치가 2020년부터 급격히 증가하면서 큰 이득을 보았다. 2020년 이후에 인플레이션이 있었지만 물가 상승률보다 자산 가치 증가율이 더 높았다.

자산 5분위이면서 소득 1분위인 저소득-고자산 가구의 순자산 가치도 많이 증가하였다(+20.5%). 저소득-고자산 가구는 주로 고령층에 많다. 이 가구들의 총자산 가치는 이 기간 동안 18.0% 증가하였다. 다른 가구들에 비해 총자산 가치 증가율이 높은 편이다. 주로 부동산 가치의 상승 때문이다. 이 저소득-고자산 가구의 명목 부채가 7.8% 감소하였는데, 물가 상승으로 부채의 가치가 18.2% 감소하였다. 물가 상승으로 부채의 가치가 감소하면서 이득을 보았다.

전반적으로 2020년부터 2023년 기간 동안 부동산 가치가 많이 상승하면서 부동산을 보유한 가구의 자산 가치가 많이 증가하였다. 부동산 자산 가치의 증가가 물가 상승률보다 높았기 때문에 실질 자산 가치가 증가하였다.

제7절 요약

이 장에서는 가구 단위 자료를 이용하여 2020년부터 2023년까지 물가 상승률이 높았던 시기에 물가 상승이 가구에 미치는 영향을 검토하였다. 최근에는 스캐너 자료를 이용하여 세밀한 단위로 소비 품목별, 가구별 물가 상승률을 계산하는 연구도 있다. 본 연구에서는 가구 패널자료인 노동패널 자료와 소비자물가지수를 이용하였기 때문에 소비 항목의 단위가 적고, 품목과 지역별로 집계된 지수만 이용할 수 있다는 단점이 있는 반면, 식료품뿐만 아니라 전체적인 소비 품목의 물가를 계산할 수 있고, 가구의 소득 정보와 소비 패턴을 파악할 수 있는 장점이 있다.

라스파이어스 지수는 인플레이션을 과대평가할 수 있고, 파세 지수는 인플레이션을 과소평가할 수 있기 때문에 본 연구에서는 두 지수를 결합한 피셔 지수를 사용하였다. 노동패널 자료에서 가구의 소비항목별 지출비중과 소비항목별 물가 상승률을 이용하여 가구별 물가지수를 계산하였다.

계산 결과, 2020년부터 2023년까지 가구별 인플레이션의 표준편차는 1.18로서(최소값 1.67, 최대값 15.08) 가구가 직면하는 물가 상승률이 매우 이질적이었다. 가구 소득 분위별로 보면, 1분위, 2분위, 3분위 가구의 물가

상승률은 각각 10.3%, 10.6%, 10.4%이고, 고소득 4분위와 5분위 가구의 물가 상승률이 10.0%, 9.9%이다. 저소득 가구의 물가 상승률이 상대적으로 높고, 고소득 가구에서는 상대적으로 낮다.

물가 상승률이 평균적으로 높은 품목은 식비와 주거비이다. 다음으로 교통비, 외식비의 순이다. 교육비, 생활재, 피복비, 보건의료비, 통신비, 문화비의 물가 상승률은 낮은 편이다.

소득이 낮을수록 소비 지출 품목 가운데 주거비와 식비의 비중이 높기 때문에 저소득 가구에서 전기·가스와 생활 물가 상승에 영향을 더 많이 받는다. 가구 소득별로 보면, 저소득 가구가 식비와 주거비 상승에 영향을 많이 받았기 때문에 저소득 가구의 물가 상승률이 상대적으로 높았다. 고소득 가구에는 지출 비중이 높은 교통비, 외식비, 교육비, 피복비의 물가 상승률이 높았다. 생활재, 문화비, 통신비 물가 상승률은 소득별 차이가 없었다.

2020년부터 2023년 기간 동안 석유와 가스 등 에너지 수입 물가의 급증이 전체적으로 물가 상승을 이끌었다. 이 기간 동안 공공서비스 가운데 전기와 가스비가 많이 올라서 이를 많이 소비하는 저소득 가구의 소비 물가에 큰 영향을 주었다. 반면, 다른 공공서비스 물가 상승률이 낮아서 그나마 저소득 가구의 물가 상승률이 억제되었다. 에너지 수입 물가의 영향으로 자동차 연료 가격이 상승하여 고가의 자동차를 보유한 고소득 가구의 교통비가 상승하였다.

연령별로 보면, 청년층과 고령층에 저소득이 많기 때문에 식비, 전기와 가스 가격 상승의 영향을 많이 받았다. 전기와 가스 가격에 대한 조정, 그리고 공공서비스 가격 억제가 이 기간 동안 특히 저소득 가구가 직면한 물가 상승 정도에 큰 영향을 주었고, 연령집단으로 보면, 청년층과 고령층에 더 큰 영향을 주었다.

본 연구에서는 가계금융복지조사 자료를 이용하여 실질 소득 증가율을 계산하였다. 근로소득과 사업소득 모두 저소득 가구에서 증가하였고, 이자율 증가의 영향으로 재산소득은 고소득 가구에서 더 많이 증가하였다. 반면 저소득 가구에 대한 공적이전소득은 많이 감소하였다. 근로소득, 사업소득, 재산소득, 공적이전소득의 증감이 서로 분위별로 상쇄되어 가구 명목 소득 증가율은 분위별로 차이가 적었지만, 물가 상승률이 저소득 분위에서 더 높

왔기 때문에 1분위 저소득 가구의 실질 소득 증가율이 가장 낮았다.

그리고 가계금융복지조사 2020년과 2023년 자료를 이용하여 실질 자산 가치 변동을 검토하였다. 자산 1분위이면서 소득 5분위 가구의 실질 순자산이 가장 많이 증가하였다(+53.3%). 다음으로 실질 순자산이 많이 증가한 가구는 자산 1분위이면서 소득이 3분위인 가구(33.8%)이다. 소득과 자산 모두 5분위인 가구의 실질 순자산도 많이 증가하였다(22.2%).

2020년부터 2023년 물가 상승기에 고소득-저자산 가구의 순자산 가치가 많이 증가하였다. 고소득-저자산 가구들은 2020년 이전에 부채를 통해 총자산을 이미 형성하였고, 2020년 이후 자산 가격(특히 부동산 자산의 가격)이 증가하면서 이 가구들의 자산 가치가 많이 상승하였다. 이에 따라 물가가 많이 상승하였음에도 고소득-저자산 가구의 실질 자산 가치가 증가하였다.

전반적으로 2020년부터 2023년 기간 동안 부동산 가치가 많이 상승하면서 부동산을 보유한 가구의 자산 가치가 많이 증가하였다. 부동산 자산 가치의 증가가 물가 상승률보다 높았기 때문에 실질 자산 가치가 증가하였다.

[제2장 부록] 노동패널자료에서 가구 실질 소득의 변화

1. 가구 소득 분위별 명목 및 실질 소득 증가율

물가 상승이 가구 소득에 미친 영향을 살펴보기 위해 2020~2023년 기간 동안 가구의 명목 및 실질 소득 증가율을 계산하고자 한다. 동일한 가구의 소득 변화를 추적하는 것이 목적에 부합하기 때문에 노동패널 자료를 이용하는 것이 바람직해 보인다.

노동패널 조사에서 가구 소득은 다음과 같이 정의한다.

가구 근로소득 = 임금 + 사업소득

가구총소득 = 근로소득 + 재산소득(금융소득 + 부동산소득 + 자본이득)
+ 공적이전소득 + 사적이전소득 + 기타소득

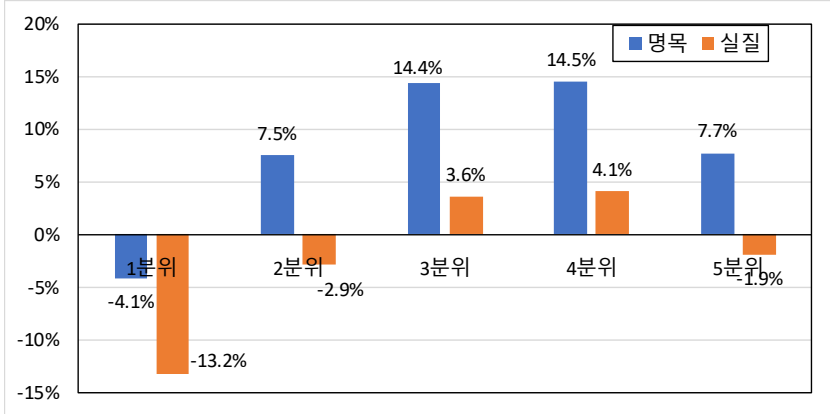
2020년 가구 총소득을 기준으로 분위기를 설정한 후, 각 가구별로 3년 후(2023년) 소득의 변화를 측정한다. 그리고 앞에서 측정한 가구별 인플레이션율을 적용하여 가구별 실질 소득 증가율을 계산한다.

물가 상승은 먼저 가구의 시장소득(근로소득, 재산소득)에 영향을 준다. 가구의 지출에 영향을 주는 것은 궁극적으로 가처분소득이므로, 물가 상승에 대처하는 정부의 정책 혹은 사회보장제도에 따라 가구의 총소득이 영향을 받는다. 물가 상승의 영향을 정부 정책 영향 이전과 이후로 구분하기 위해 여기서는 우선 가구 근로소득과 총소득의 변화를 살펴본다. 재산소득은 노동패널에서 포착률이 낮은 편이고, 시장소득에서 차지하는 비중도 작기 때문에 근로소득의 변화를 우선 살펴본다.

[그림 2-15]에서는 소득분위별 근로소득 증가율을 계산한 결과를 보여준다. 2020년부터 2023년 기간 동안 2분위, 3분위, 4분위 가구의 명목 근로소득은 각각 7.5%, 14.4%, 14.5% 증가하였다. 반면, 고소득 5분위 가구의 명목 근로소득 증가율은 3년 동안 7.7%였고, 저소득 1분위 가구의 명목 소득 증가율은 4.1% 감소하였다.

[그림 2-15] 소득분위별 근로소득 증가율(2020~2023년)

(단위 : %)



자료 : 노동패널 자료와 소비자물가지수 자료로부터 저자 계산.

2020~2023년 기간 동안 중간 소득 가구의 명목 근로소득은 많이 증가한 반면, 저소득과 고소득 가구의 명목 근로소득의 증가율은 매우 낮았다.

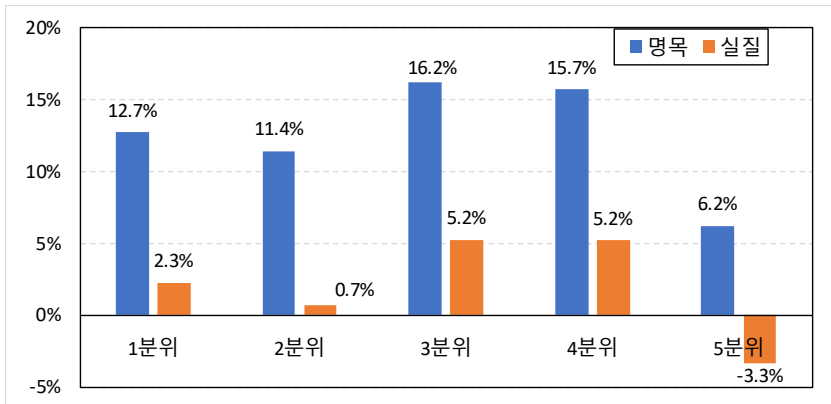
앞에서 측정한 가구별 인플레이션율을 적용하여 가구별 실질 소득 증가율을 계산한 결과, 저소득 1분위 가구의 실질 소득은 3년 동안 13.2% 감소하였고, 고소득 5분위 가구의 실질 소득도 1.9% 감소하였다. 명목 근로소득 증가율이 높았던 2분위 가구의 실질 근로소득은 2.9% 감소하였다. 반면, 3분위와 4분위 가구의 실질 근로소득은 각각 3.6%, 4.1% 증가하였다. 물가 상승률이 높았던 2020년부터 2023년 사이에 3분위와 4분위 가구에서만 유의미하게 실질 근로소득이 증가한 반면, 높은 물가 상승의 영향으로 저소득과 고소득 가구의 실질 소득은 감소하였다. 특히, 저소득 가구의 실질 근로소득이 크게 감소하였다. 물가 상승에 대한 일차적인 영향을 저소득 가구가 가장 크게 받았다는 것을 알 수 있다.

다음으로, [그림 2-16]에서는 가구소득 분위별 가구 총소득 증가율을 보여준다. 모든 종류의 소득을 합한 가구 총소득은 명목으로는 1분위부터 4분위까지 11.4~16.2% 정도로 고르게 증가하였다. 다만, 고소득 5분위 가구의 명목 총소득은 6.2% 증가하였다. 근로소득과는 달리 가구 명목 총소득은 고소득을 제외하고 분위별로 다소 고르게 증가하였다. 가구별 물가 상승률을

고려하여 계산한 실질 소득 증가율을 살펴보면, 1분위부터 4분위까지 0.7~5.2% 증가하여 분위별로 매우 균등하게 실질 가구 총소득이 증가하였고, 고소득 가구의 실질 총소득은 3년 동안 3.3% 감소하였다.

[그림 2-16] 소득분위별 가구 총소득 증가율(2020~2023년)

(단위 : %)



자료 : 노동패널 자료와 소비자물가지수 자료로부터 저자 계산.

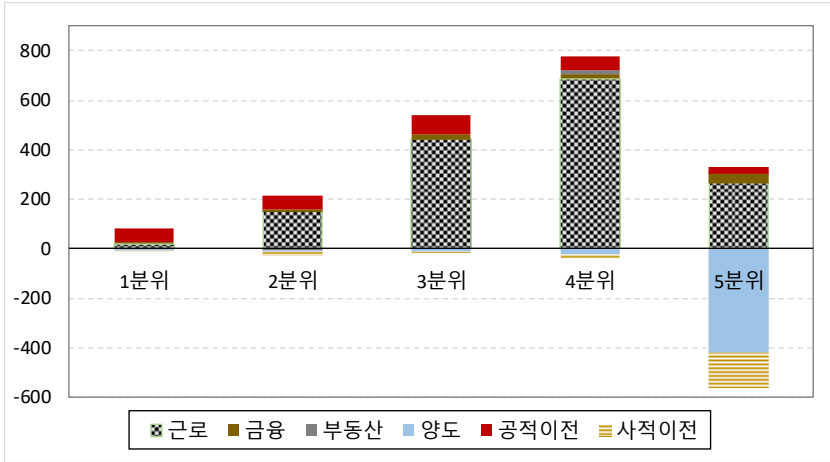
2020년부터 2023년 기간 동안 저소득 1분위 가구의 명목 근로소득이 4.1% 감소하였고, 물가 상승 때문에 실질 근로소득은 13.2% 감소하였다. 저소득 1분위 가구의 총소득은 명목으로 12.7% 증가하였고, 실질로는 2.3% 증가하였다. 이는 공적이전소득 증가분이 근로소득 증가분보다 많았기 때문이다. 물가 상승률이 높은 기간 동안 저소득 가구의 시장소득이 감소하면서 부정적인 영향을 크게 받았지만, 공적이전소득이 부정적인 영향을 상쇄하면서 물가 상승의 불평등을 크게 완화하는 데 기여하였다.

가구의 실질 총소득 변화에 대한 공적이전소득의 영향을 더 자세히 파악하고 고소득 분위에서의 소득 변화 이유를 파악하기 위해 소득항목별로 2020년부터 2023년까지 명목 증감액(단위 : 만 원)을 계산한 결과가 [그림 2-17]에 나와 있다.

공적이전소득의 금액 규모는 소득분위별로 큰 차이는 없다. 하지만 저소득 1분위에서는 가구의 총소득에서 공적이전소득이 차지하는 비중이 높기 때문에 공적이전소득의 영향을 크게 받는다. 반면, 2분위부터 고소득 5분

[그림 2-17] 가구소득 분위별, 소득 종류별 증감(2020~2023년) : 명목

(단위 : 만 원)



자료 : 노동패널 자료로부터 저자 계산.

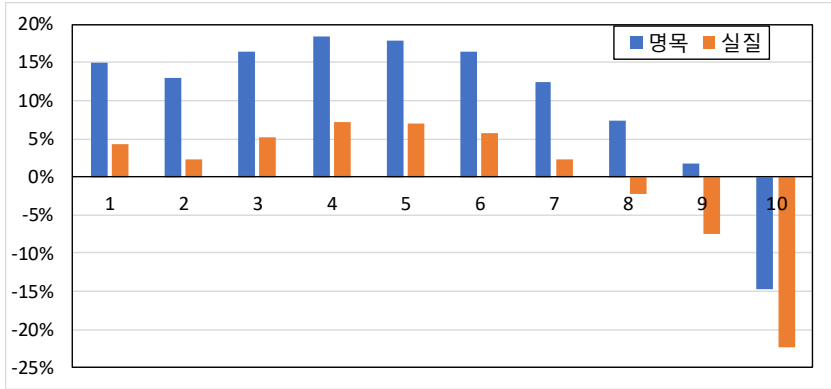
위까지는 공적이전소득이 가구 총소득에서 차지하는 비중이 작기 때문에 공적이전소득의 영향이 작다.

소득 중간 분위인 2분위부터 4분위까지는 소득 증가에서 근로소득이 거의 대부분을 차지하였다. 중간 소득 분위에서는 인플레이션이 근로소득에 미치는 영향이 대부분이다. 고소득 5분위에서는 양도소득이 평균 509만 원 감소하고 사적이전소득, 부동산소득, 기타소득이 감소하면서 가구 명목 총소득이 정체하였다. 그리고 물가 상승의 영향으로 고소득 가구의 실질 총소득이 감소하였다. 2020년 이전에 고소득 자산의 가치가 크게 상승하여 재산소득이 크게 증가하였다가, 2020년 이후 3년 동안 재산소득이 이전에 비해 감소하면서 가구 총소득이 감소한 것으로 나타난다.

참고로, 가계금융복지조사의 10분위 기준을 노동패널 자료에 적용하여 분위별 소득 증가율을 계산하였을 경우 총소득의 증가율을 [그림 2-18]에 제시하였다. 분위 기준을 바꾸어도 노동패널에서 분위별 소득 증가율 경향은 바뀌지 않는다.

노동패널에서의 결과가 다른 자료와 부합한지 살펴볼 필요가 있다. 노동패널 자료에서는 고소득 가구의 포착률이 낮고, 특히 금융소득과 양도소득

[그림 2-18] 가계금융복지조사의 10분위 기준을 노동패널 자료에 적용한 분위별 총소득 증가율



자료 : 노동패널 자료로부터 저자 계산.

과 같은 재산소득의 포착률이 낮다. 양도소득은 일시적으로 많은 금액이 발생하는데, 노동패널 표본에 있는 소수의 가구에서 양도소득이 발생하면 연도별 양도소득 차이가 크게 나타난다. 재산소득의 포착률이 낮은 상태에서 일부 가구의 재산소득이 크게 증가하면 패널자료에서 재산소득의 증감을 과대평가할 수 있다. 따라서 고소득 가구의 소득 변화에 관해서는 고소득의 재산소득을 잘 포착하는 다른 자료, 예를 들어 가계금융복지조사와 비교하여 검토할 필요가 있다.

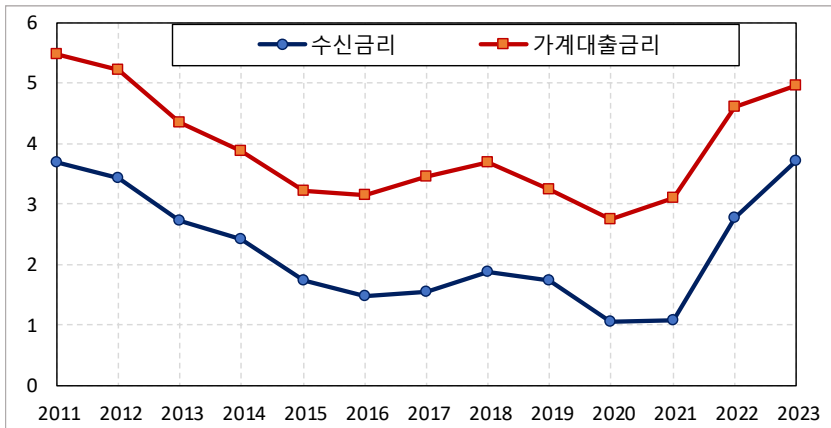
본문에서 서술한 바와 같이, 노동패널 자료로 가구 분위별 소득 증가율을 계산한 결과, 고소득 가구의 소득 증가가 다른 자료(가계금융복지조사, 가계동향조사, 국세통계 등)에 비해 매우 낮았다. 노동패널 자료에서 고소득 가구의 포착률이 낮고 특히 금융소득 등 자본소득에 대한 포착률이 낮아서 고소득 가구의 소득 변화를 적절하게 표현하지 못하는 것으로 판단하여, 본문에서는 가계금융복지조사로 소득과 자산의 변동을 분석하였다.

제 3 장 이자율의 영향 추정

제1절 서론

2020년부터 물가가 상승하였고, 이에 맞추어 기준금리가 인상되었다. 예금은행 명목 수신금리(저축성 수신, 신규취급액 기준)는 2020년 1.05%에서 2023년 3.71%로 상승하였다. 예금은행 명목 가계대출금리(신규취급액 기준)는 같은 기간 동안 2.75%에서 4.95%로 증가하였다.

[그림 3-1] 수신금리와 가계대출금리(연 %)



자료 : 통화금융통계(한국은행).

이 장에서는 2020년 이후 이자율 증가가 가구 소비에 미친 영향을 추정한다. 정책적 함의가 있다. 거시경제 이론에서는 이자율이 상승하면 소비가 감소하고 이자율이 하락하면 소비가 증가한다고 전제한다. 2023년에 국내 소비가 감소하였는데, 이자율이 높아졌기 때문이라는 주장이 있다. 소비 감소의 원인이 이자율 상승에 있다는 인식들을 만든다. 논리적 귀결로 소비 증가를 위해 이자율을 낮출 필요가 있다고 주장한다.

소비에 영향을 주는 요인에는 소득과 이자율이 있다. 이자율과 소비의 관련성이 크지 않다면 소비 하락에 영향을 주는 요인으로 소득 하락의 영향에 주목할 수밖에 없다.

제2절 기존 연구

보통 이자율의 변화는 통화정책의 수단이다. 그래서 이자율 변동의 효과에 이론적 논의는 통화정책의 효과에 대한 논의와 연결되어 있다. 이자율 변화의 효과는 주로 거시경제론에서 다루어졌었는데, 최근에는 이자율 변동이 가구에 미치는 미시적 효과 연구가 증가하고 있다. 아래에서는 MaKay and Wolf(2023)의 개관논문에 기반하여 이자율이 소비 지출에 미치는 이론적 논의를 요약한다. 이론적으로 이자율의 변동은 소비에 직접 영향을 주고, 소득과 자산의 변동을 통해 소비에 영향을 준다.

이자율이 상승하면 시점 간 대체효과 때문에 현재 소비가 감소하고 저축이 증가하는 대신 소득이 증가하는 효과로 현재 소비가 증가할 수 있다. 대체효과와 소득효과 크기에 따라 이자율이 증가할 때 소비가 증가할 수도 있고 감소할 수도 있다.

명목 이자율이 상승하면 저축 수익률이 높아지는 한편 부채이자 부담이 증가한다. 가구의 금융자산과 부채 보유 정도에 따라 이자율이 금융소득과 부채에 미치는 영향이 다르다. 미국에서는 중산층 가구가 주택담보 대출, 자동차 대출, 신용카드 대출, 학자금 대출 등의 부채를 많이 가지고 있다. 미국의 상황에서 이자율이 증가하면 중산층의 부채 부담이 증가한다. 한국에서

는 고소득자와 저소득자가 다른 이유로 부채가 많다. 고소득자는 부채로 자산을 형성하고 자산가치의 상승을 기대하며, 저소득 가구는 소득 보전을 위해 부채가 많다. 한국에서 이자율 증가의 영향은 소득에 따라 다를 수 있다.

기업 투자가 이자율에 민감하게 반응하여 이자율이 상승할 때 기업 투자가 감소한다면 일자리가 감소하고 임금이 하락한다. 경기 하락기에는 저소득 가구의 소득 손실이 더 크기 때문에 이자율이 하락하면 소득 불평등이 증가할 수 있다. 이자율 상승으로 임금이 하락하면 소비가 감소한다.

특히 저소득 가구는 고소득 가구에 비해 재정적으로 제약을 받을 가능성이 높다. 소득 감소가 있을 때 고소득 가구는 저축이나 차입을 통해 소비를 어느 정도 유지할 수 있지만, 저축이나 신용에 대한 접근이 어려운 가구는 소득이 감소하였을 때 소비를 줄일 가능성이 높다.

이자율이 상승하면 미래현금 흐름의 현재 할인 가치가 감소해서 자산 가격이 하락할 수 있다. 부동산과 주식을 보유한 가구의 자산 가치는 하락한다. 특히 주식 보유의 불균등도가 크기 때문에 주식 가격 하락의 효과가 불균등하다. 반면, 이자율이 상승하면 자산의 기대 수익률이 증가한다. 이 두 가지 효과가 소비에 미치는 영향은 자산 보유자가 소비를 계획하는 기간에 따라 달라진다.

본 연구에서는 이자율 변화가 금융소득과 부채의 변화를 통해 소비에 미치는 영향을 실증적으로 검토하고자 한다. 2020년부터 2023년까지는 물가 상승에 반응하여 이자율이 높아진 상황이기 때문에 이자율 변화가 인플레이션과 연동되어 소비 효과가 단순하지 않다. 본 연구에서는 이러한 상황을 모두 다루지는 않고, 해석을 할 때 참고하고자 한다.

이자율 변화가 소비에 미치는 영향을 실증적으로 분석한 연구는 거의 대부분 시계열 자료를 이용하였다. 예외적으로, Agarwal, Chomsisengphet, Yildirim, and Zhang(2021)은 이자율 인상에 대한 소비의 반응을 이증차분법으로 추정하였다. 2014년 터키 중앙은행이 이자율을 갑자기 5~6%p 인상한 상황에서 이자율에 민감한 처방집단과 민감하지 않은 비교집단을 나누었다. 이슬람 율법에서는 초과 이자가 금지되므로, 이슬람 율법을 강하게 준수하는 사람을 비교집단으로, 강하게 준수하지 않는 사람을 처방집단으로 나누었다. 이슬람 율법 준수 정도는 라마단 기간 중 지출 금지 규칙을 준수

하는 정도로 식별하였다. 이중차분법 결과, 예상치 않게 이자율이 증가하면 처방집단이 소비를 줄인다는 결과를 보고하였다. 이자율이 인상되면 금리에 민감한 가계는 유동성이 높은 자산을 줄이고 수익률이 높은 상품으로 전환하여 기존 소비를 줄인다는 것이다.

본 연구에서는 이자율 변화가 금융소득과 부채의 변화를 통해 소비에 미치는 영향을 이중차분법을 통해 검토하고자 한다. 이자율 변화의 소비 효과를 가구 자료를 통해 추정한다는 데 의의가 있다.

제3절 자 료

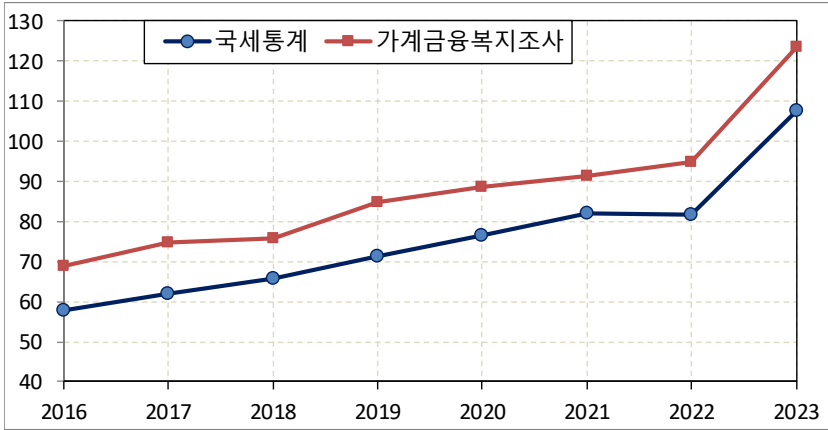
연구에 사용할 수 있는 자료에는 노동패널과 가계금융복지조사가 있는데 자료마다 장단점이 있다. 패널자료에서는 시작 시점에서 가구의 분위기를 결정하고 동일 가구의 금융소득, 이자지불, 소비가 변화하는 양상을 알 수 있다. 이렇게 하면 매 시점마다 특정 분위에 속한 가구가 바뀌지 않는다는 장점이 있다. 그런데 행정 금융통계 자료와 비교하여 보면, 패널자료에서는 금융소득과 이자 지불액이 과소 측정되었기 때문에 이자율의 효과를 적절하게 측정하기 어렵다.

가계금융복지조사는 반복 횡단면 자료이기 때문에 동일한 가구의 소비를 추적하여 알기 어렵다는 약점이 있다. 반면 가계금융복지조사는 행정자료를 통해 소득과 지출액을 보완하기 때문에 측정오차가 적다는 장점이 있다.

[그림 3-2]에서는 국세통계와 가계금융복지조사의 재산소득을 비교하여 보여준다. 이자소득을 비교하는 것이 적절하지만, 공표된 가계금융복지조사에서 재산소득의 하위 항목을 알 수 없어서 재산소득액을 비교한다. 국세통계의 재산소득은 금융소득(이자, 배당)과 부동산소득을 합한 것이다. 가계금융복지조사에서 재산소득은 금융소득, 임대소득, 연금소득, 기타재산소득을 합한 것이다. 재산소득에서는 가계금융복지조사의 포괄범위가 더 넓다. 그림에서 보면 가계금융복지조사의 재산소득 합계가 국세통계보다 많으면서 두 시계열이 유사한 추세를 보여준다.

[그림 3-2] 국세통계와 가계금융복지조사의 재산소득 비교

(단위: 조 원)



주: 국세통계 재산소득=금융소득(이자, 배당)+부동산 소득.

가계금융복지조사 재산소득=금융소득+임대소득+연금소득+기타재산소득.

자료: 국세통계연보, 가계금융복지조사로부터 저자 계산.

이로부터, 가계금융복지조사에서 조사된 금융소득과 이자지불액이 행정 금융통계 자료와 부합한다는 것을 알 수 있다. 이러한 점을 고려하여 본 연구에서는 가계금융복지조사 자료를 사용하여 이자율의 효과를 추정한다.

제4절 이자율 영향 집단의 구분

1. 이자율이 소비에 미치는 영향 경로

이자율 변화는 가구의 예산 제약식에 영향을 준다. 첫째, 이자율이 오르면 금융소득이 증가할 수 있다. 예를 들어, 예금 이자율이 상승하면 금융자산에 대한 이자소득이 증가할 수 있다. 둘째, 이자율이 증가하면 부채이자 부담이 증가한다. 금융소득이 증가하면 소비가 증가할 수 있지만, 부채이자 부담이 증가하면 소비가 감소할 수 있다.

이자율 증가는 시점 간 대체를 통해서도 소비에 영향을 줄 수 있다. 이자율이 증가하면 대체효과 때문에 현재 소비가 감소할 수 있고, 소득효과 때문에 현재 소비가 증가할 수 있다. 시점 간 대체효과는 서로 소비를 상쇄하는 방향으로 작용한다. 일반적으로 시점 간 대체효과의 크기는 작다고 알려져 있다(예를 들어, Hall, 1988; Campbell and Mankiw, 1989, 1991). 본 연구에서는 이자율의 소득효과와 소비효과를 직접 측정한다. 두 가지 결과에 기반해서 대체효과의 크기를 간접적으로 가늠할 수 있다.

또한 이자율 증가는 가구의 포트폴리오에 영향을 줄 수 있다. 이자율이 오르면 금리에 민감한 가구는 유동성이 높은 자산(현금 또는 당좌예금)을 줄이고 수익률이 높은 금융상품으로 전환하여 소비를 줄일 수 있다. 그런데, 한국에서는 주식을 보유한 가구의 비중이 낮으며 특히 가구조사에서는 그 비율이 더욱 낮다. 가구조사에서 가구 자산의 대부분은 부동산인데, 부동산 거래는 자주 일어나지 않는다. 더구나 본 연구의 대상 기간인 3년 동안 가구 표본조사에서 부동산 거래를 충분히 포착하기 어렵다. 이러한 점들을 고려하여 본 연구는 조사를 이용한 분석에서 가구가 이자율 인상에 대해 포트폴리오를 조정하여 대응할 가능성을 고려하지 않는다.

본 연구에서는 이자율 상승이 (1) 금융소득 증가를 통해 소비에 영향을 주는 경로와 (2) 부채이자지불 증가를 통해 소비에 영향을 주는 경로를 분석하고자 한다. 이자율 상승이 금융소득과 부채이자지불이라는 두 경로로 소비에 영향을 미친다는 점을 고려하여, 저축액과 금융부채를 기준으로 가구를 구분하고 이자율 영향을 분리하여 추정하고자 한다.

거시경제 이론에서는 가구의 소비 선택은 명목이 아니라 실질 이자율에 영향을 받는다는 논의도 있다. 거시경제학에서는 전체 가구를 대상으로 이자율의 효과를 시계열 자료로 추정한다. 시계열 자료로 추정할 때 명목 이자율이 변동해도 실질 이자율이 변화하지 않으면 가구 소비에 영향을 주지 않는다는 결과를 얻을 수 있다. 반면, 본 연구에서는 이자율 변화에 따라 금융소득과 부채가 변화한 집단과 그렇지 않은 집단을 비교하여 이자율 변화의 효과를 측정한다. 금융소득과 부채이자지불은 명목 이자율의 영향을 받기 때문이다. 집단 간 물가 상승률 차이가 크지 않다면, 본 연구의 방법론에서는 명목 이자율의 영향과 실질 이자율의 영향이 다르지 않다.

2. 한국과 미국의 금융제약 가구

기존 연구에서는 이자율의 효과가 가구의 금융 상태에 따라 다르다고 한다. 금융제약이 없는 가구는 장기간 소비 극대화를 추구하므로 이자율 변동에 따른 소비 변화가 작다. 반면, 금융제약이 있는 가구는 장기간에 걸쳐 소비를 균등화할 수 있는 여력이 부족하기 때문에 이자율 변동에 더 민감하게 반응한다. 가구의 금융 상태는 한계 소비성향에 영향을 준다. 일반적으로 금융제약이 없으면 한계 소비성향이 낮고, 금융제약이 있으면 한계 소비성향이 높다고 알려져 있다.

미국의 연구에서는 유동자산/소득 비율을 기준으로 금융제약 가구를 구분한다. 부동산 자산은 즉시 현금화하기 어렵기 때문에, 총자산 규모보다는 유동자산 규모가 소비 결정에 더 중요한 영향을 미친다. 유동자산/소득 비율이 낮을수록 금융제약이 있을 가능성이 높고 한계 소비성향이 또한 높을 가능성이 크다. 반대로 유동자산/소득 비율이 높으면 소득이나 이자율의 변동을 완충할 만한 여력이 있기 때문에 한계 소비성향이 상대적으로 낮다고 볼 수 있다.

미국의 연구에서는 유동자산이 2주 치 소득보다 작은 가구를 금융제약 가구로 정의한다(Kaplan, Violante, and Weidner, 2014). 이 정의에 따르면, 고액 순자산 가구라도 자산을 부동산 형태로 보유하고 있다면 금융제약을 받을 수 있다. [제3장 부록]에서는 한국 가구에 관해서 이 기준을 동일하게 적용하고, 한국과 미국 가구의 차이점을 살펴보았다. 자세한 내용은 부록을 참고하고, 여기서는 간단히 결과만 보고한다.

금융제약을 받는 가구의 비중은 미국에서 31%인 반면, 한국에서는 6.9%에 불과하다. 미국에서는 저유동자산과 부채 비율의 상관관계가 낮은 반면, 한국에서는 유동자산 비율이 낮고 부채 비율이 높은 가구가 저소득 저자산 분위에 집중되어 있다. 한국 가구를 대상으로, 미국 연구 기준으로 금융제약 가구를 구분하고 소비 성향을 비교하여 보았는데, 금융제약 기준별로 소비 성향에서 차이가 없었다. 한국 가구의 소비 성향은 소득에 의해 강하게 결정된다는 것을 알 수 있다. 미국에서는 소득이나 자산이 많아도 금융제약을 받는 가구가 상당히 있는 반면, 한국에서는 저소득, 저자산 분위가 소비 성

향을 결정한다.

이자율의 효과를 파악하려면 사전적으로 이자율 변화에 민감하게 반응할 가구와 그렇지 않을 가구를 구분해야 한다. 미국의 연구에서는 일반적으로 유동자산/소득 비중이 낮은 가구를 금융제약 가구로 설정하고 이 가구들의 소비 성향이 매우 높다고 가정한다. 이러한 가정이 미국에서는 현실과 자료에 근거한 것이다. 그런데 한국에서는 이러한 사실이 자료로 발견되지 않는다. 미국 연구에서의 기준을 그대로 적용하여 가구를 구분하기 어렵다. 따라서 이자율의 영향을 파악하기 위해서는 직접적으로 이자율의 영향을 받을 것으로 예상되는 변수를 기준으로 가구를 구분하고 이자율 영향을 확인하여 집단을 구분하는 것이 바람직하다. 이하에서는 이자율 증가의 영향을 파악할 수 있는 집단 구분에 대해 설명한다.

3. 이자율 증가가 금융소득에 미치는 영향 구분

이자율 증가는 가구의 금융자산 저축액에 따라 달라진다. 금융자산이 적은 가구는 이자율 증가의 영향을 적게 받을 것이고, 금융자산이 많은 가구는 이자율 증가의 영향을 많이 받을 것이다.

가계금융복지조사에서 금융자산은 저축액과 전월세 보증금으로 구분된다. 전월세 보증금은 임대차 계약 시 세입자가 임대인에게 지급하는 금액이다. 계약종료 후에는 세입자가 보증금을 돌려받기 때문에 세입자의 금융자산으로 간주되지만, 계약 기간 동안에는 임대인이 보유하고 있기 때문에 이자율이 변동하더라도 차입자의 금융소득은 변동하지 않는다.

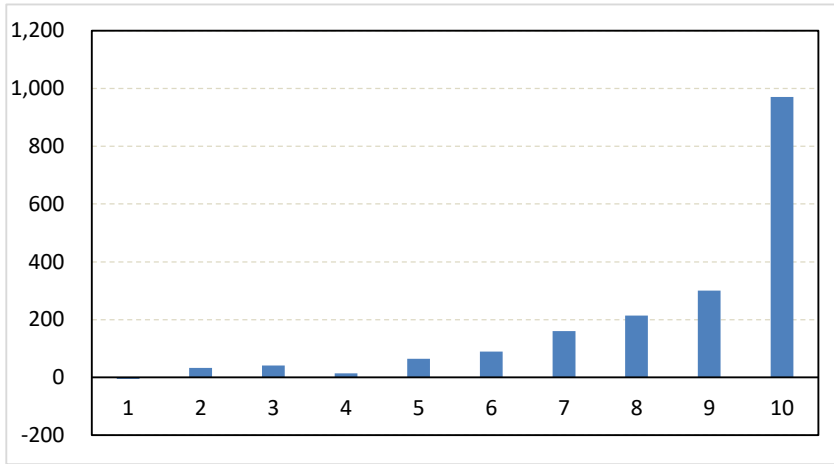
이자율이 변동하면 저축액에 따라 금융소득이 변동한다. 자료에서 저축에는 예금, 적금, 저축성 보험, 주식, 채권, 신탁 등이 포함된다. 본 연구에서는 이자율이 금융소득에 미치는 영향을 파악하기 위해 먼저 가구를 저축액에 따라 10분위로 나눈다. 횡단면 자료이므로 분위 구분은 각 연도별 저축액에 따라 구분된다. 그리고 저축액 분위별로 2022년과 2024년 사이에 재산소득 증감액을 계산하였다. 그 결과가 [그림 3-3]에 나와 있다.

저축액 1분위부터 5분위까지는 이 기간 동안 재산소득이 최소 -6만 원에서 최대 42만 원 증가하였다. 한편 5분위와 6분위 가구의 재산소득은 이 기

간 동안 각각 65만 원, 90만 원 증가하였다. 저축액이 많을수록 금융소득 증가분이 커져서, 이 기간 동안 금융소득 증가액은 7분위 가구 160만 원, 8분위 가구 214만 원, 9분위 가구 300만 원, 10분위 가구 970만 원이다. 금융소득 변화를 증가율로 보면, 1분위부터 5분위까지는 -7%부터 26%까지 증가하였고, 6분위부터 10분위까지는 34%부터 52%까지 증가하였다.

[그림 3-3] 2022~2024년 저축액 분위별 재산소득 증감액

(단위: 만 원)



주: 가로축은 저축액 분위임.
 자료: 가계금융복지조사.

이러한 결과를 기반으로 하여, 본 연구에서는 이자율 증가가 금융소득 증가를 통해 소비에 미치는 영향을 추정하기 위해, 저축액 1분위부터 5분위 가구를 비교집단으로 설정하고, 6분위부터 10분위까지 가구를 처방집단으로 설정한다.

4. 이자율 증가가 부채이자 지출에 미치는 영향 구분

이자율 증가는 부채이자 지출에 영향을 줄 수 있다. 이를 파악하기 위해 가구를 금융부채와 금융자산을 기준으로 10개의 분위로 나누었다. 가계금융복지조사에서 가구의 부채는 크게 금융부채와 임대보증금으로 나뉜다.

임대보증금은 임대인이 부동산을 임대하여 임차인으로부터 받은 보증금이므로 부채이자 지출로 연결되지 않는다. 따라서 부채이자 지출 영향을 파악하기 위해서 부채 가운데 금융부채를 기준으로 분위를 구분한다. 자료에서 금융부채에는 담보대출, 신용대출, 신용카드관련 대출, 외상 및 할부 등이 포함된다.

분위를 구분한 뒤 각 분위별로 2022년과 2024년 사이에 부채이자 지출 증감액을 계산하였다. 결과가 <표 3-1>에 나와 있다. 금융부채가 없는 가구가 절반을 차지하고 있기 때문에 금융부채 1분위부터 5분위까지는 금융부채가 없는 가구이다.

<표 3-1> 금융부채 분위와 저축액 분위별 2022~2024년 부채이자 지출의 증감
(단위: 만 원)

저축액 분위	부채 분위						평균
	1	6	7	8	9	10	
1	-1	-6	17	32	95	251	13
2	1	3	20	43	58	305	23
3	-1	-1	-18	40	70	270	51
4	-4	1	30	43	140	221	28
5	0	-7	-17	34	81	165	45
6	2	-1	22	40	69	208	47
7	2	4	-31	30	140	494	86
8	5	-21	-8	46	113	358	39
9	2	-14	6	45	95	355	70
10	-11	33	44	43	130	625	93
평균	0	-2	5	40	100	360	49

주: 금융부채 1분위부터 5분위까지는 금융부채가 없는 가구임.
자료: 가계금융복지조사로부터 저자 계산.

금융부채 6분위 가구는 이 기간 동안 부채이자 지출이 2만 원 감소하였고, 7분위 가구는 5만 원 증가하였다. 금융부채가 많을수록 부채이자 지출이 많이 증가하였다. 이 기간 동안 부채이자 지출 증가액은 8분위 가구 40만 원, 9분위 가구 100만 원, 10분위 가구 360만 원이다.

그런데, 금융부채 6분위 이하 가운데 저축액 1~7분위 가구는 부채이자 지출 변화가 매우 작은 반면, 저축액 8~10분위 가구는 부채이자 지출 변화가 상대적으로 큰 편이다. 이자율 상승이 부채이자 지출에 미치는 영향을 추정하는 목적에 비추어 보면, 가능하면 부채이자 지출의 변화가 작은 가구를 비교집단으로 설정하는 것이 바람직하다. 따라서 부채이자 지출에 미치는 경로를 파악하고자 할 때, 본 연구에서는 금융부채가 6분위 이하이고 금융자산이 1~7분위인 가구를 비교집단으로 설정한다. 그리고 금융부채가 7분위 이상인 가구를 처방집단으로 설정한다.

이자율 증가의 영향을 파악하기 위한 집단 구분을 정리하여 <표 3-2>에 제시하였다.

<표 3-2> 이자율 증가의 영향 집단 구분

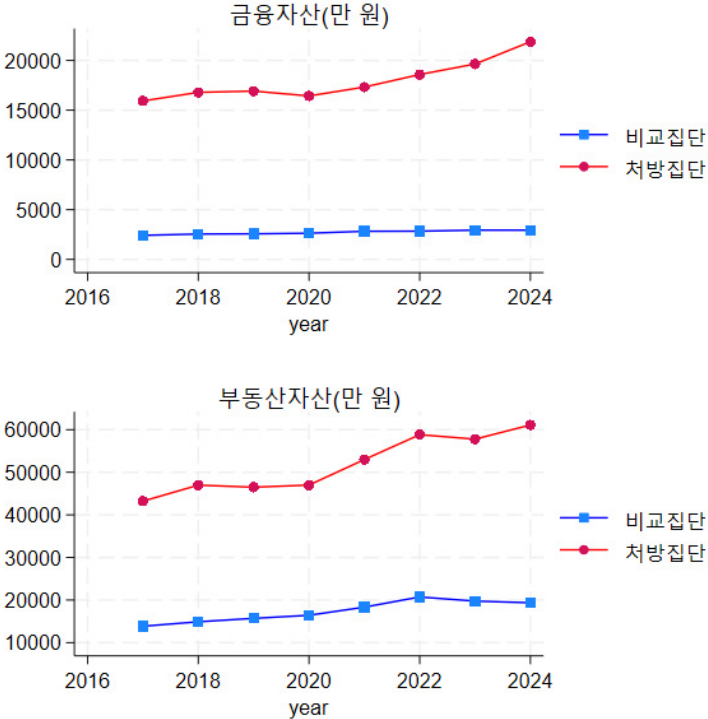
결과 변수	처방 집단	비교 집단	처방 시작시기
금융소득	저축액 6~10분위	저축액 1~5분위	2021년
부채이자	금융부채 1~5분위이고 금융자산 1~7분위	금융부채 7~10분위 혹은 금융자산 8~10분위	2021년

자료: 저자 작성.

이자율 증가가 금융소득에 미치는 영향을 파악하기 위해 구분한 집단 설정이 적절한지 확인하여 본다. 비교집단은 이자율 변화의 영향을 받지 않거나 상대적으로 적게 받는다고 가정한 것인데, 실제로 이자율이 변화할 때 자산의 변동이 있는지 검토한다.

[그림 3-4]에서는 저축액 기준 처방집단과 비교집단의 금융자산과 부동산 자산액을 보여준다. 처방집단의 금융자산액은 2021년부터 증가하는 추세를 보이는 반면, 저축액 1~5분위인 비교집단의 금융자산액은 2017년 이후 큰 변화가 없다. 처방집단의 부동산 자산은 2021년부터 증가하는 추세인 반면, 비교집단의 부동산 자산은 상대적으로 완만한 추세를 보인다. 금융자산과 부동산 자산의 추세로 보았을 때, 비교집단의 자산은 2021년부터 증가한 이자율의 영향을 상대적으로 적게 받았음을 알 수 있다.

[그림 3-4] 저축액 기준 처방집단과 비교집단의 금융자산과 부동산 자산액

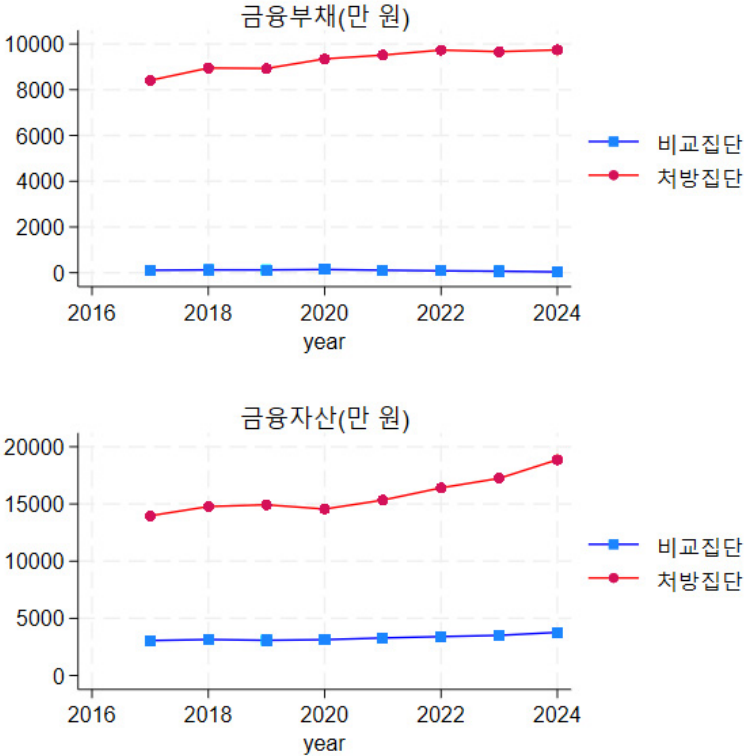


자료 : 가계금융복지조사로부터 저자 계산.

다음으로, 이자율 증가가 부채이자 부담에 미치는 영향을 파악하기 위해 구분한 집단 설정이 적절한지 간접적으로 확인하여 본다. 이를 위해 [그림 3-5]에 금융부채와 금융자산 기준으로 설정한 처방집단과 비교집단의 금융부채와 금융자산 추세를 나타내었다.

2017년부터 2024년까지 비교집단(금융부채 7~10분위 혹은 금융자산 8~10분위)의 금융부채와 금융자산은 큰 변화가 없다. 처방집단의 금융부채와 금융자산은 2021년부터 비교집단에 비해 상승폭이 크다. 이자율이 상승하는 시기에 처방집단의 금융부채와 금융자산은 영향을 받은 반면, 비교집단의 금융부채와 금융자산은 영향을 거의 받지 않았음을 보여준다.

[그림 3-5] 금융부채와 금융자산 기준 처방집단과 비교집단의 금융부채와 금융자산



자료 : 가계금융복지조사로부터 저자 계산.

제5절 추정 방법

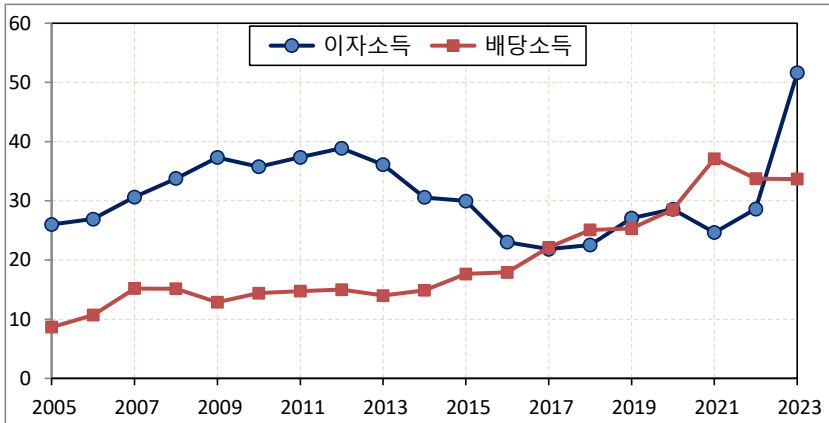
2021년을 기점으로 처방이 이루어졌다고 가정한다. 2020년이 처방 전 비교 시점이 된다. [그림 3-6]에서 보는 바와 같이, 국세통계에서 이자소득은 2016년부터 2022년까지 약 25조 원 내외였다가 2023년 51.6조 원으로 급격히 증가하였다. 2023년에 특히 이자율의 효과가 클 것이라고 예상할 수

있다.

2019년 이후 가계금융복지조사 자료를 사용하는데, 가계금융복지조사에서는 전년도 소득을 조사하는 상황을 고려하여 시점을 판단한다. 소득 시점으로 보면 2019년부터 2023년까지 자료를 이용하는 것이다.

[그림 3-6] 이자소득과 배당소득

(단위: 조 원)



자료: 국세청, 국세통계연보, 각 연도.

추정방법은 정책의 영향을 받는 처방집단과 영향을 받지 않는 비교집단의 결과값을 비교하는 이중차분법이다. 본 연구의 분석 상황에서는 집단이 두 개인데, 한번 정책의 영향을 받으면 계속 받고, 정책의 영향을 받지 않으면 계속 비교집단에 속하는 상황이다. 그리고 처방의 영향을 받는 시기가 여럿이다(staggered treatment with multiple period).

본 연구에서는 이자율이 금융소득이나 부채이자지불에 영향을 주는 경로를 통해 소비에 미치는 영향을 추정한다. 금융소득이나 부채이자지불이 소비에 미치는 인과관계를 추정하기 위해서는 소비에 영향을 주는 다른 소득 구성 요소를 통제변수에 포함한다. 이중차분법에서 통제변수가 포함된 추정방법을 고려한다.

다기간 상황에서 모든 자료를 한꺼번에 이용하여 추정하는, 양방향 고정효과 방법은 인과관계를 적절하게 측정할 수 없다. 양방향 고정효과 방법은

동태적 정책효과를 측정할 때에도 적절하지 않다(Sun and Abraham, 2020). 본 연구에서는 다기간 자료 상황에서 정책효과를 추정하는 Callaway and Sant'Anna(2021)의 방법을 사용한다.

방법은 다음과 같다. 가구 i 가 t 기에 처방을 받으면 $D_{i,t} = 1$ 아니면 0이라고 하고, i 가 g 기에 처음 처방을 받으면 $G_{i,g} = 1$ 이라고 한다. 그리고 계속 처방을 받지 않는 비교집단이면 $C = 1$ 이라고 표기한다. 순차적(staggered) 처방에서는 $D_{i,t} = 1$ 이면 이후 시기에도 계속 처방을 받는다는 것을 가정한다. 처방집단에 속할 확률을 나타내는 성향점수는 다음과 같다.

$$p_{g,t}(X) = P(G_g = 1 \mid X, G_g + (1 - D_t)(1 - G_g) = 1)$$

연구에서 추정하고자 하는 것은 g 기에 처음 처방을 받은 집단의 t 기 평균 처방효과(average treatment effect : ATT)이다.

$$ATT(g,t) = E[Y_t(g) - Y_t(0) \mid G_g = 1], \text{ for } t \geq g$$

추정에서는 정책변화를 예상하여 개인이 대응할 때 한계가 있으며(limited treatment anticipation), 집단 간 성향점수가 겹친다(overlap)는 것과 같은 일반적인 조건을 가정한다. 그리고 계속 처방을 받지 않는 집단과 비교하여 조건부 평행추세를 가정한다.

(가정 1 : 조건부 평행 추세)

$$t \in \{2, \dots, T\} \text{에 대해, } E[Y_t(0) - Y_{t-1}(0) \mid X, G_g = 1] = \\ E[Y_t(0) - Y_{t-1}(0) \mid X, C = 1]$$

참고로 아직 처방을 받지 않은 집단을 비교집단으로 사용할 경우 다음과 같은 조건부 평행추세를 가정한다.

$$(s,t) \in \{2, \dots, T\} \text{에 대해, } E[Y_t(0) - Y_{t-1}(0) \mid X, G_g = 1] = \\ E[Y_t(0) - Y_{t-1}(0) \mid X, D_s = 0, G_g = 0]$$

본 연구에서는 계속 처방을 받지 않는 집단을 비교집단으로 사용한다. 이

경우 처방집단에 대한 평균 처방효과는 다음과 같이 식별된다.

$$ATT_{nvunc}(g,t) = E[Y_t - Y_{g-1} \mid G_g = 1] - E[Y_t - Y_{g-1} \mid C = 1]$$

계속 처방을 받지 않는 집단을 비교집단으로 하고 조건부 평행추세를 가정한 상태에서 추정하는 방법은 다음과 같다(Callaway and Sant'Anna, 2021).

(1) 회귀분석(outcome regression : OR) Heckman et al.(1997, 1998)

$$ATT_{or}^{nv}(g,t) = E\left[\frac{G_g}{E[G_g]}(Y_t - Y_{g-1} - m_{g,t}^{nv}(X))\right]$$

여기서, $m_{g,t}^{nv}(X) = E[Y_t - Y_{g-1} \mid X, C = 1]$

(2) 확률역수 가중치법(inverse probability weighting : IPW) Abadie(2005)

$$ATT_{ipw}^{nv}(g,t) = E\left[\left(\frac{G_g}{E[G_g]} - \frac{\frac{p_g(X)C}{1-p_g(X)}}{E\left[\frac{p_g(X)C}{1-p_g(X)}\right]}\right)(Y_t - Y_{g-1})\right]$$

(3) 이중강건 추정법(doubly-robust estimators) : 회귀방법과 확률역수 가중치법을 결합한 것.

$$ATT_{dr}^{nv}(g,t) = E\left[\left(\frac{G_g}{E[G_g]} - \frac{\frac{p_g(X)C}{1-p_g(X)}}{E\left[\frac{p_g(X)C}{1-p_g(X)}\right]}\right)(Y_t - Y_{g-1} - m_{g,t}^{nv}(X))\right]$$

여기서, $m_{g,t}^{nv}(X) = E[Y_t - Y_{g-1} \mid X, C = 1]$

결과모형이 적합하거나 성향모형이 적합하다면, 즉 둘 중 하나가 적합하다면(specified) 이중강건 추정법으로 평균 처방효과를 적절하게 추정할 수 있다. Sant'Anna and Zhao(2020)는 표준오차를 구하는 방법을 제시하였다. 본 연구에서는 이중강건 추정법 가운데 Sant'Anna and Zhao(2020)의 개선된 이중강건 이중차분법(stata 모듈 drimp)을 사용한다. 이 방법에서는 역함수 툴팅(inverse probability tilting)으로 성향 점수를 추정하고, 가중 회귀분

석으로 결과 변수를 추정한다.

추정하는 상황에서 처방집단이 하나이고 시점은 여러 개이다. 각 시점마다 하나씩 추정되는 평균 처방효과를 보고한다. 시점별 평균 처방효과를 집계한 것은 따로 보고하지 않는다. 처방효과를 집계하는 방법에 대해서는 Callaway and Sant'Anna(2021)을 참고할 수 있다.

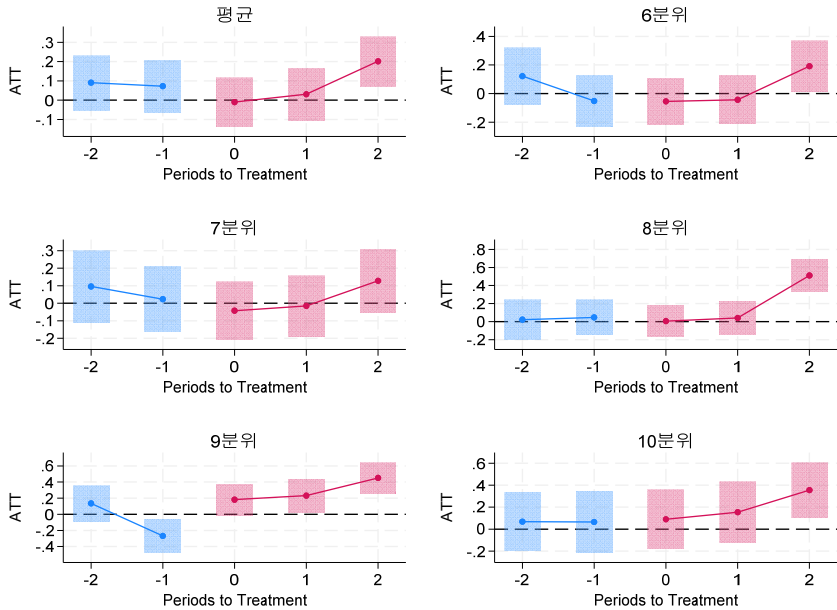
제6절 추정 결과

1. 이자율이 금융소득과 소비에 미친 영향

이자율 증가가 소비에 미치는 영향을 검토하기 전에 먼저 이자율 증가가 금융소득에 영향을 주었는지 추정한 결과를 검토한다. 추정에서 결과 변수는 금융소득에 로그를 취한 것이다. 결과가 [그림 3-7]과 <표 3-3>에 나와 있다. 추정 방법은 Sant'Anna and Zhao(2020)의 개선된 이중강건 이중차분법(drimp)을 사용한다.

정책 효과를 추정할 때 이중차분법에서는 처방집단과 비교집단의 추세가 평행하다는 것을 가정한다. 이 가정을 직접 검증할 수는 없지만, 정책 변화 이전 시기에 두 집단의 추세를 비교하여 간접적으로 검토해 볼 수 있다. 2019년과 2018년 비교, 2020년과 2019년 비교는 정책 변화 이전의 효과를 나타낸다. 표와 그림에서 '평균' 효과는 6분위 이상 집단을 모두 처방집단으로 설정하여 추정한 결과이다. 평균 효과를 보면, 2022년 이전 이자율이 금융소득에 미친 영향은 통계적으로 유의하지 않다. 이는 정책 변화 이전 두 집단의 금융소득 증가 추세가 평행했음을 의미한다.

[그림 3-7] 이자율 상승이 금융소득(로그)에 미친 영향



자료: 가계금융복지조사 원자료를 이용하여 저자 계산.

〈표 3-3〉 이자율 상승이 로그 금융소득에 미친 영향

처방 연도	비교 연도	평균	6분위	7분위	8분위	9분위	10분위
2019	2018	0.091 (0.072)	0.122 (0.101)	0.096 (0.105)	0.022 (0.111)	0.136 (0.113)	0.068 (0.135)
2020	2019	0.073 (0.069)	-0.052 (0.092)	0.023 (0.094)	0.047 (0.099)	-0.268** (0.106)	0.065 (0.143)
2021	2020	-0.010 (0.065)	-0.054 (0.083)	-0.042 (0.085)	0.006 (0.088)	0.182 (0.098)	0.090 (0.138)
2022	2020	0.031 (0.068)	-0.043 (0.086)	-0.015 (0.088)	0.041 (0.092)	0.232* (0.104)	0.154 (0.143)
2023	2020	0.202** (0.066)	0.192* (0.090)	0.128 (0.092)	0.511** (0.091)	0.451** (0.098)	0.356** (0.129)
표본수		72116	42664	42538	42430	42179	41553

주: **, *는 각각 1%, 5% 수준에서 유의함을 나타냄. 괄호 안은 표준오차임.
 자료: 가계금융복지조사 원자료를 이용하여 저자 계산.

2020년과 비교했을 때, 2021년 이자율 증가가 금융소득에 미친 평균 영향 추정치는 -0.010으로 통계적으로 유의하지 않다. 2022년 평균 영향 추정치는 +0.031이고 역시 통계적으로 유의하지 않다. 반면, 2023년 이자율 증가가 금융소득에 미친 평균 영향 추정치는 0.202로 1% 수준에서 통계적으로 유의하다. 이는 2023년 이자율 증가로 금융자산이 많은 처방집단의 금융소득이 평균 20.2% 증가하였음을 의미한다. 앞에서 언급된, 이자소득이 2023년 급증하였다는 국세통계와 일치하는 결과이다.

표와 그림에서는 또한 분위별 추정 결과를 보여준다. 모든 분위에서 2020년 이전에 이자율이 금융소득에 미친 영향은 통계적으로 유의하지 않다. 2020년 9분위 추정치는 매우 예외적이다. 모든 분위에서 2021년과 2022년 이자율의 금융소득 영향 역시 통계적으로 유의하지 않다. 다만, 예외적으로 2022년 9분위 가구의 금융소득 영향 추정치가 5% 수준에서 유의한데, 다른 분위 가구들에 대한 영향이 작아서 평균적으로는 유의미하게 금융소득이 증가하지 않았다.

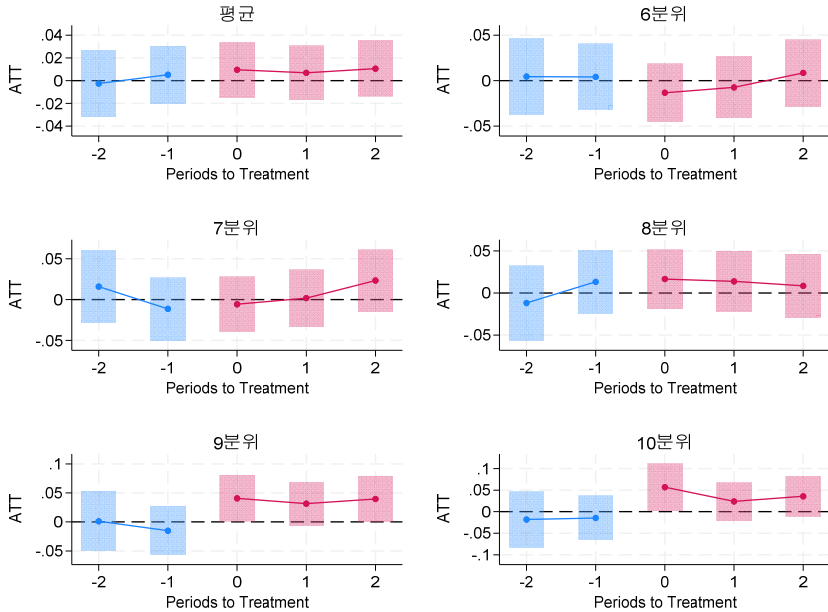
이자율 상승의 2023년 금융소득 효과 추정치는 6분위에서 0.192이고 5% 수준에서 유의하다. 2023년 이자율 증가가 금융소득에 미친 효과 추정치는 8분위에서 0.511, 9분위에서 0.451, 10분위에서 0.356이다. 8분위 이상 추정치가 1% 수준에서 통계적으로 유의하다. 7분위 추정치는 0.128이고 통계적으로 유의하지 않다.

요약하면, 이자율 상승이 2023년에 특히 저축액 8분위 이상 가구의 금융소득에 영향을 많이 주었고, 그 결과 처방집단의 금융소득이 평균적으로 유의하게 증가하였다. 2020년과 2023년 기간 동안 수신금리가 2.66%p 변화하였고, 금융소득 증가율 추정치가 0.202이기 때문에, 수신 이자율이 1%p 증가하면 평균적으로 금융소득이 1.1% 증가한다.

2. 금융소득 증가가 소비에 미친 영향

앞의 추정 결과에서 보면, 이자율 증가로 2023년 가구의 금융소득이 유의하게 증가하였다. 금융소득 증가가 가구 소비에 어떠한 영향을 주었는지 추정한 결과를 [그림 3-8]과 <표 3-4>에서 보여준다.

[그림 3-8] 금융소득 증가가 소비지출에 미친 영향



자료: 가계금융복지조사 원자료를 이용하여 저자 계산.

[표 3-4] 금융소득 증가가 소비지출(로그)에 미친 영향

처방 연도	비교 연도	평균	6분위	7분위	8분위	9분위	10분위
2019	2018	-0.003 (0.015)	0.004 (0.022)	0.016 (0.023)	-0.012 (0.023)	0.001 (0.026)	-0.018 (0.033)
2020	2019	0.005 (0.013)	0.004 (0.018)	-0.011 (0.020)	0.013 (0.019)	-0.015 (0.021)	-0.015 (0.026)
2021	2020	0.010 (0.012)	-0.013 (0.016)	-0.006 (0.017)	0.017 (0.018)	0.041* (0.020)	0.057 (0.028)
2022	2020	0.007 (0.012)	-0.007 (0.017)	0.002 (0.018)	0.014 (0.018)	0.032 (0.019)	0.024 (0.022)
2023	2020	0.011 (0.012)	0.008 (0.019)	0.023 (0.019)	0.009 (0.019)	0.040* (0.020)	0.036 (0.024)
표본수		72116	42664	42538	42430	42179	41553

주: **, *는 각각 1%, 5% 수준에서 유의함을 나타냄. 괄호 안은 표준오차임.
 자료: 가계금융복지조사 원자료를 이용하여 저자 계산.

추정에서 결과 변수는 소비지출에 로그를 취한 것이다. 추정 결과의 특징을 요약하면 다음과 같다.

첫째, 본 연구에서 처방 시점으로 설정한 2021년 이전 시기를 대상으로 추정한 결과 소비에 미치는 영향은 통계적으로 유의하지 않다. 처방 시점 이전에 처방집단과 비교집단의 소비 추세가 평행하였다는 것을 의미한다.

둘째, 2021년부터 2022년에는 이자율 증가가 소비지출에 유의미한 영향을 주지 않았다. 앞의 추정 결과에 따르면, 이 시기는 이자율 증가가 금융소득에 미치는 효과가 없었다. 이 시기에는 처방집단의 금융소득 변화가 없었기 때문에 소비에 영향을 주지 않은 것은 당연한 결과이다.

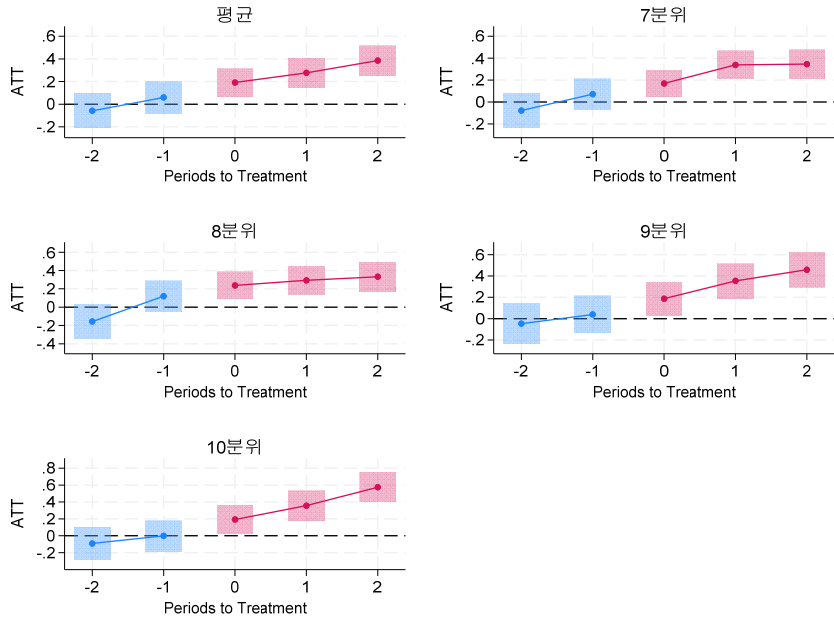
셋째, 2023년에는 이자율 증가가 소비에 미치는 영향이 통계적으로 유의하지 않다. 소비에 미치는 영향 추정치는 평균적으로 0.011이고, 9분위를 제외하면 분위에 따라 0.008~0.036이며 통계적으로 유의하지 않다. 다만, 금융소득 증가로 9분위 가구의 소비가 4.0% 증가시키는 것으로 추정되었고 이 추정치는 5% 수준에서 통계적으로 유의하다. 9분위 가구는 다른 분위 가구와는 달리 2022년에도 금융소득이 유의하게 증가한 집단이어서 소비도 상대적으로 큰 영향을 받은 것으로 보인다. 9분위 가구를 제외한 다른 가구들의 소비는 유의하게 변화하지 않았기 때문에 처방집단의 평균 소비 효과는 통계적으로 유의하지 않다.

앞의 추정 결과와 결합하여 보면 2023년에는 이자율 증가의 영향으로 처방집단의 금융소득이 유의하게 증가하였지만, 금융소득 증가가 소비 증가로 이어지지 않는 것이다.

3. 이자율 상승이 부채이자지급에 미친 영향

이자율 상승이 부채이자 지급에 영향을 주어서 소비에 미치는 영향을 검토하기 위해, 먼저 이자율 상승이 부채이자 지급에 미친 영향을 추정한다. 추정 결과가 [그림 3-9]와 [표 3-5]에 나와 있다. 추정에서 결과 변수는 연간 부채이자 지급액에 로그를 취한 것이다.

[그림 3-9] 이자율 증가가 부채이자지급에 미친 영향



자료: 가계금융복지조사 원자료를 이용하여 저자 계산.

〈표 3-5〉 이자율 상승이 로그 부채이자지급에 미친 영향

처방 연도	비교 연도	평균	7분위	8분위	9분위	10분위
2019	2018	-0.058 (0.077)	-0.077 (0.080)	-0.156 (0.093)	-0.047 (0.096)	-0.091 (0.099)
2020	2019	0.059 (0.070)	0.072 (0.071)	0.120 (0.085)	0.039 (0.089)	0.000 (0.094)
2021	2020	0.191** (0.063)	0.170** (0.062)	0.237** (0.075)	0.187** (0.078)	0.193** (0.083)
2022	2020	0.277** (0.066)	0.339** (0.066)	0.293** (0.080)	0.354** (0.084)	0.356** (0.090)
2023	2020	0.385** (0.068)	0.346** (0.068)	0.333** (0.081)	0.459** (0.084)	0.575** (0.089)
표본수		72116	42538	42430	42179	41553

주: **, *는 각각 1%, 5% 수준에서 유의함을 나타냄. 괄호 안은 표준오차임.

자료: 가계금융복지조사 원자료를 이용하여 저자 계산.

표의 첫 번째와 두 번째 행에서는 처방 연도라고 설정한 2021년 이전의 결과를 보여준다. 2018년과 2019년을 비교한 평균효과는 -0.058이고 통계적으로 유의하지 않다. 2019년과 2020년을 비교한 평균효과는 0.059이고 통계적으로 유의하지 않다. 2021년 이전의 분위별 효과를 추정한 결과도 모두 통계적으로 유의하지 않다. 2021년 이전에는 처방집단과 비교집단의 부채이자 지급액 추세가 평행하였다고 할 수 있다.

2020년과 비교하여 2021년에는 이자율 상승의 효과로 부채이자 지급이 평균 19.1% 증가하였다. 이 효과는 1% 수준에서 통계적으로 유의하다. 분위별 이자율 상승의 부채이자 지급 효과 추정치는 0.170부터 0.237이고 모든 분위별 추정치는 통계적으로 유의하다. 부채이자 지급 효과는 분위별로 거의 균등하다고 할 수 있다.

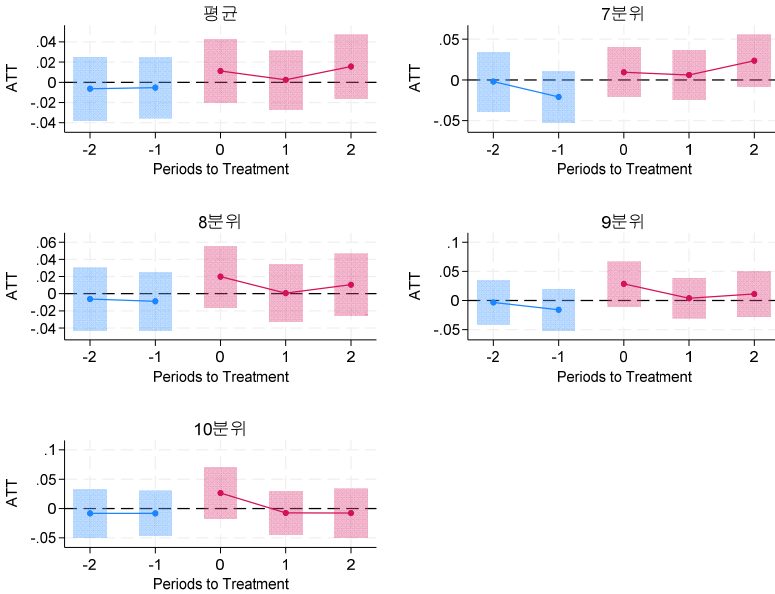
2020년과 비교하여 2022년에는 이자율 상승이 부채이자 지급에 미친 효과 추정치가 평균 0.277이고 통계적으로 유의하다. 이 해에 분위별 효과 추정치는 0.293부터 0.356으로서 분위별로 효과가 거의 균등하다.

2020년과 비교하여 2023년에는 이자율 상승의 효과로 부채이자 지급이 38.5% 증가한 것으로 추정되었고, 이 추정치는 통계적으로 유의하다. 2023년 분위별 효과 추정치는 33.3~57.5%이고, 금융부채 분위가 높을수록, 즉 금융부채가 많을수록 부채이자 지급이 많이 증가하는 경향을 보인다.

이상의 결과를 종합하면, 이자율 증가의 효과로 2021년부터 부채이자 지급이 유의하게 증가하였고, 효과의 크기는 시간이 지날수록 커져서 2020년과 비교하여 2023년에는 부채이자 지급이 평균 38.5% 증가하였다. 2021년과 2020년에는 분위별로 이자율 증가의 효과가 거의 균등하였는데, 2023년에는 금융부채가 많을수록 부채이자 지급이 많이 증가하는 경향을 보인다.

2020년부터 2023년 기간 동안 대출금리는 2.65%p 증가하였고, 부채이자 지급 로그값에 대한 영향 추정치는 0.385이므로, 대출 이자율이 1%p 증가하면 부채이자 지급액이 2.1% 증가한다.

[그림 3-10] 이자율 증가, 부채이자지급 변화가 소비에 미친 영향



자료 : 가계금융복지조사 원자료를 이용하여 저자 계산.

〈표 3-6〉 이자율 상승, 부채이자지급 변화가 소비(로그)에 미친 영향

처방 연도	비교 연도	평균	7분위	8분위	9분위	10분위
2019	2018	-0.006 (0.016)	-0.002 (0.018)	-0.006 (0.019)	-0.003 (0.019)	-0.008 (0.021)
2020	2019	-0.005 (0.015)	-0.021 (0.016)	-0.009 (0.017)	-0.016 (0.018)	-0.008 (0.019)
2021	2020	0.011 (0.016)	0.009 (0.015)	0.020 (0.018)	0.029 (0.020)	0.026 (0.022)
2022	2020	0.002 (0.015)	0.006 (0.015)	0.001 (0.017)	0.004 (0.018)	-0.007 (0.019)
2023	2020	0.016 (0.016)	0.024 (0.016)	0.010 (0.018)	0.011 (0.019)	-0.008 (0.021)
표본수		72116	42538	42430	42179	41553

주 : **, *는 각각 1%, 5% 수준에서 유의함을 나타냄. 괄호 안은 표준오차임.
 자료 : 가계금융복지조사 원자료를 이용하여 저자 계산.

제7절 여러 가지 다른 추정 결과

1. 자가주택 소유 여부로 표본을 구분하여 추정한 결과

주거비가 소비에 중요한 영향을 미칠 수 있다. 여기서는 자가주택 소유 여부를 기준으로 가구를 구분하고 이자율 상승의 영향을 추정한다. 기준을 추가하였기 때문에 주택 소유 여부가 동일한 집단 내에서 처방집단과 통제 집단의 비교가 이루어진다.

〈표 3-7〉에서는 이자율 상승 영향의 평균 효과 추정 결과를 보여준다. 먼저, 추정 결과 이자율의 금융소득 영향은 2023년 비자가 가구에 대해서만 유의하다. 이자율이 비자가 가구의 금융소득에 미친 영향 추정치는 2023년 0.371이며 통계적으로 유의하다. 자가 가구의 금융소득에 대한 영향 추정치는 2023년 0.132이며 통계적으로 유의하지 않다. 이자율의 금융소득에 대한 영향은 비자가 가구에서 크게 나타난다.

〈표 3-7〉 이자율 상승이 로그 금융소득과 소비에 미친 영향 : 자가주택 소유별

처방연도	비교연도	비자가		자가	
		금융소득	소비	금융소득	소비
2019	2018	-0.037 (0.127)	-0.009 (0.024)	0.021 (0.087)	-0.002 (0.019)
2020	2019	0.022 (0.110)	0.008 (0.021)	0.097 (0.086)	-0.002 (0.016)
2021	2020	0.027 (0.096)	0.016 (0.020)	0.004 (0.084)	0.006 (0.016)
2022	2020	-0.001 (0.101)	0.002 (0.020)	0.081 (0.086)	0.005 (0.015)
2023	2020	0.371** (0.108)	0.008 (0.022)	0.132 (0.081)	0.004 (0.015)
표본수		25717	25717	46399	46399

주: **, *는 각각 1%, 5% 수준에서 유의함을 나타냄. 괄호 안은 표준오차임.
자료: 가계금융복지조사 원자료를 이용하여 저자 계산.

비자가 가구는 자산 가운데 금융자산의 비중이 더 높을 수 있고, 금융자산은 이자율에 더 민감하게 반응할 수 있다. 이러한 결과는 부채에 대한 영향을 추정한 결과(표 3-8 참조)에서 주택 소유 여부에 상관없이 이자율 상승에 영향을 받았다는 결과와 부합한다.

표에 표시하지 않았지만, 분위별로 추정 결과를 보면, 2023년에 비자가 가구 중 8분위, 9분위, 10분위 가구의 금융소득에 대한 영향 추정치가 각각 0.579, 0.777, 0.503으로 크게 나타난다. 비자가 가구 가운데 금융저축을 많이 보유한 가구에서 이자율 증가로 금융소득이 크게 증가하였다. 자가 가구에서는 해당 분위에서 영향 추정치가 0.490, 0.351, 0.272로 다소 낮게 나타났다.

비자가 가구에서 이자율의 소비지출 영향 추정치는 2023년 0.008이고 통계적으로 유의하지 않다. 자가가구의 소비 영향 추정치는 0.004이고 통계적으로 유의하지 않다. 주택소유 여부로 나누어 보아도, 이자율 상승으로 금융소득이 많이 증가하였지만 소비는 증가하지 않았다.

〈표 3-8〉에서는 이자율 상승이 부채이자지급과 소비에 미친 영향 추정 결과를 보여준다. 이자율 상승이 부채이자지급에 미친 영향 추정치는 자가주택 소유 여부에 상관없이 2021년부터 2023년까지 통계적으로 유의하다. 2023년까지는 비자가 가구의 부채이자지급이 상대적으로 많이 증가했고, 2023년에는 자가 가구의 부채이자지급이 많이 증가하였다.

이자율 상승으로 부채이자지급이 많이 증가하였음에도 소비지출에는 영향을 주지 않았다. 2023년 비자가 가구와 자가 가구에 대한 소비지출 영향 추정치는 각각 0.007과 0.030으로 통계적으로 유의하지 않다. 2021년과 2022년 소비지출 영향 추정치 값은 이보다 더 작다. 주택소유 여부로 가구를 구분하더라도, 이자율 상승으로 부채이자지급이 증가하였지만 소비지출은 변화가 없다는 결과는 마찬가지이다.

참고로, 미국 연구 기준 금융제약 여부에 따라 가구를 구분하고 추정을 하여 보았다. 그런데, 금융제약 가구의 비중이 너무 작아서 추정 결과가 산출되지 않았다.

〈표 3-8〉 이자율 상승이 부채이자지급과 소비에 미친 영향 : 자가주택 소유별

처방연도	비교연도	비자가		자가	
		부채이자지급	소비	부채이자지급	소비
2019	2018	-0.081 (0.131)	-0.018 (0.023)	-0.045 (0.096)	0.001 (0.021)
2020	2019	0.022 (0.113)	0.006 (0.021)	0.076 (0.090)	-0.021 (0.021)
2021	2020	0.272** (0.096)	0.011 (0.019)	0.159 (0.083)	0.003 (0.022)
2022	2020	0.358** (0.101)	0.003 (0.020)	0.211** (0.089)	-0.003 (0.020)
2023	2020	0.380** (0.111)	0.007 (0.022)	0.414** (0.087)	0.030 (0.022)
표본수		25717	25717	46399	46399

주: **, *는 각각 1%, 5% 수준에서 유의함을 나타냄. 괄호 안은 표준오차임.
자료: 가계금융복지조사 원자료를 이용하여 저자 계산.

2. 다른 이중차분법을 사용한 결과

여기서는 처방효과를 측정하는 다른 이중차분법을 사용한 결과를 보여준다. 다른 방법으로는 Sant'Anna and Zhao(2020)의 이중강건 이중차분법(stata 모듈 dripw; 역확률 추정과 OLS를 사용함), 회귀조정법, 양방향고정효과(hdidregress, two-way fixed effects)를 사용하였다. 추정에서 통제변수는 앞에서와 동일하게 시장소득(근로소득+사업소득) 로그, 공적이전소득 로그 변수를 사용하였다. 집단 설정도 앞에서와 같다.

〈표 3-9〉에서는 이자율이 재산소득을 통해 소비에 미치는 영향을 추정한 결과가 나와 있다. 처방 시작 시점으로 설정한 2021년 이후의 처방효과 추정치를 중심으로 설명한다.

이자율이 재산소득에 미친 영향 추정치는 2021년과 2022년에 모두 추정방법과 상관없이 통계적으로 유의하지 않다. 2023년 재산소득 영향 추정치는 이중강건법 0.145, 회귀조정법 0.370, 양방향 고정효과 방법 0.205로, 추정방법에 따라 크기는 차이가 나지만 모두 통계적으로 유의하다. 어떤 추정

방법을 사용하더라도, 이자율의 증가로 2023년에 가구 금융소득이 증가하였다고 할 수 있다.

〈표 3-9〉 이자율이 재산소득을 통해 소비에 미치는 영향 추정 결과

방법		dripw		회귀 조정		양방향 고정효과	
처방 연도	비교 연도	재산소득	소비	재산소득	소비	재산소득	소비
2019	2018	0.068 (0.069)	-0.005 (0.015)	0.124 (0.072)	-0.003 (0.015)		
2020	2019	0.042 (0.065)	-0.019 (0.013)	-0.034 (0.065)	0.005 (0.013)		
2021	2020	-0.053 (0.060)	-0.004 (0.011)	-0.064 (0.058)	0.010 (0.012)	-0.046 (0.043)	-0.019* (0.008)
2022	2020	-0.005 (0.063)	-0.001 (0.012)	0.049 (0.060)	0.007 (0.012)	0.021 (0.062)	-0.005 (0.016)
2023	2020	0.145* (0.064)	0.008 (0.013)	0.370** (0.063)	0.011 (0.012)	0.205* (0.068)	0.011 (0.009)

주: **, *는 각각 1%, 5% 수준에서 유의함을 나타냄. 괄호 안은 표준오차임. 관측치는 72,116개. 'dripw'는 doubly robust DiD estimator based on stabilized inverse probability weighting and OLS를 의미함.
자료: 가계금융복지조사 원자료를 이용하여 저자 계산.

2023년 소비 영향에 대한 추정치는 방법에 따라 0.008~0.011로서 통계적으로 유의하지 않다. 추정방법에 상관없이 이자율 상승으로 2023년 재산소득이 증가하는 영향이 있었지만 소비지출에는 영향이 없다는 결과는 동일하다.

〈표 3-10〉에서는 이자율이 부채이자지급을 통해 소비에 미치는 영향을 추정한 결과가 나와 있다. 이중강건법과 회귀조정법으로 추정을 하면, 2021년부터 2023년까지 이자율 상승으로 부채이자지급이 유의하게 증가한 것으로 나타난다. 반면, 양방향 고정효과 추정에서는 유의한 효과가 나타나지 않는다. 이중강건법과 회귀조정법으로 추정을 하면, 2021년부터 2022년까지 이자율 상승이 소비에 미치는 영향이 통계적으로 유의하지 않은 반면, 2023년에는 소비가 3.2~4.4% 증가하는 것으로 나타난다.

〈표 3-10〉 이자율이 부채이자지급과 소비에 미치는 영향 추정 결과

방법		dripw		회귀 조정		양방향 고정효과	
처방 연도	비교 연도	재산소득	소비	재산소득	소비	재산소득	소비
2019	2018	-0.046 (0.073)	-0.008 (0.015)	-0.068 (0.072)	0.012 (0.018)		
2020	2019	0.048 (0.066)	-0.031* (0.014)	0.144* (0.065)	0.022 (0.016)		
2021	2020	0.197** (0.058)	-0.004 (0.013)	0.207** (0.056)	-0.006 (0.015)	0.179 (0.106)	-0.026 (0.016)
2022	2020	0.289** (0.061)	0.002 (0.014)	0.283** (0.060)	0.018 (0.016)	0.328 (0.169)	-0.006 (0.019)
2023	2020	0.389** (0.064)	0.032* (0.016)	0.268** (0.062)	0.044** (0.017)	0.263 (0.149)	0.033 (0.019)

주: **, *는 각각 1%, 5% 수준에서 유의함을 나타냄. 괄호 안은 표준오차임. 관측치는 72,116개. 'dripw'는 Sant'Anna and Zhao(2020) doubly robust DiD estimator based on stabilized inverse probability weighting and ordinary least squares를 의미함.

자료: 가계금융복지조사 원자료를 이용하여 저자 계산.

부채이자지급이 증가하였는데, 소비가 증가하였다는 것은 앞에서의 결과와도 다르고, 이론적으로 설명하기 어려운 것이어서 신뢰성 있는 결과로 받아들이지 않는다. 다만, 2023년 소비영향에 대한 추정치가 추정 방법에 따라 다른 것은 다른 경제적 요인들이 작용하였을 가능성도 있기 때문에 좀 더 살펴볼 필요는 있다.

3. 이자율이 금융소득과 부채에 미치는 영향이 상쇄하였는지 검토

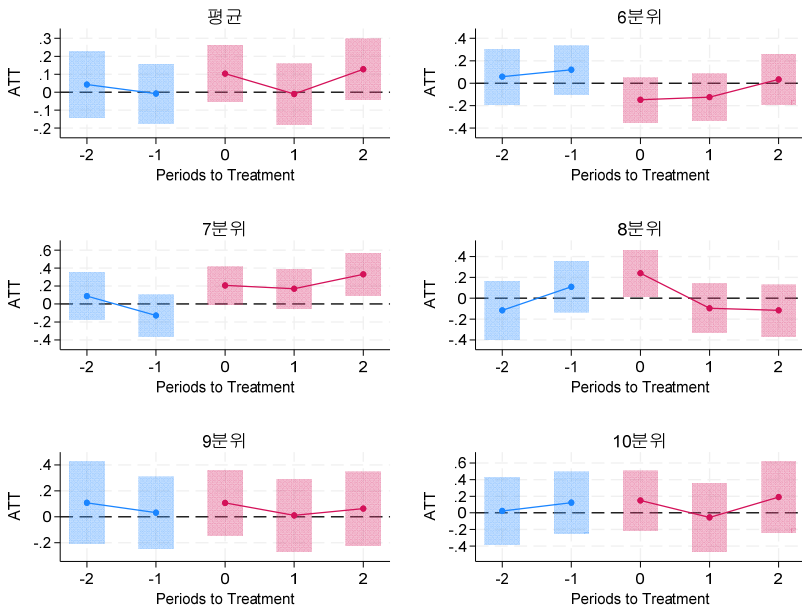
본 연구에서는 이자율이 상승하였을 때 금융소득과 부채가 통계적으로 유의하게 변동하였지만 소비에는 영향이 없다고 하였다. 이러한 결과를 낳는 가능한 상황 중 하나는 이자율이 상승하였을 때 금융소득 증가와 부채이자지급의 감소가 서로 상쇄하여 순소득에 영향이 없기 때문에 소비에 영향이 없을 수 있다. 여기서는 이러한 가능성을 검토하여 본다.

이자율이 금융소득에 미치는 영향을 파악하기 위해 구분한 집단을 기준

으로 이자율이 부채이자지급에 영향을 주었는지 검토한다. 앞에서는 집단을 이렇게 구분하였을 때 이자율 상승으로 금융소득이 유의하게 증가한다고 하였다. 만약 이러한 기준으로 추정하였는데 이자율 상승으로 부채이자지급이 감소하였다면 소득 상승의 영향이 있는 것이라고 볼 수 있다. 소득 상승 효과가 나타난다면 이자율 증가로 부채이자지급이 감소하여야 한다.

추정 결과를 [그림 3-11]에 제시하였다. 결과에서 보면 금융소득에 대한 영향을 파악하기 위해 설정한 집단을 기준으로 하여 추정한 결과, 이자율 상승으로 부채이자지급이 유의하게 증가하거나 감소하지 않았다.

[그림 3-11] 금융소득에 대한 영향 기준으로 집단을 나누고 이자율이 부채이자지급에 미치는 영향을 추정한 결과

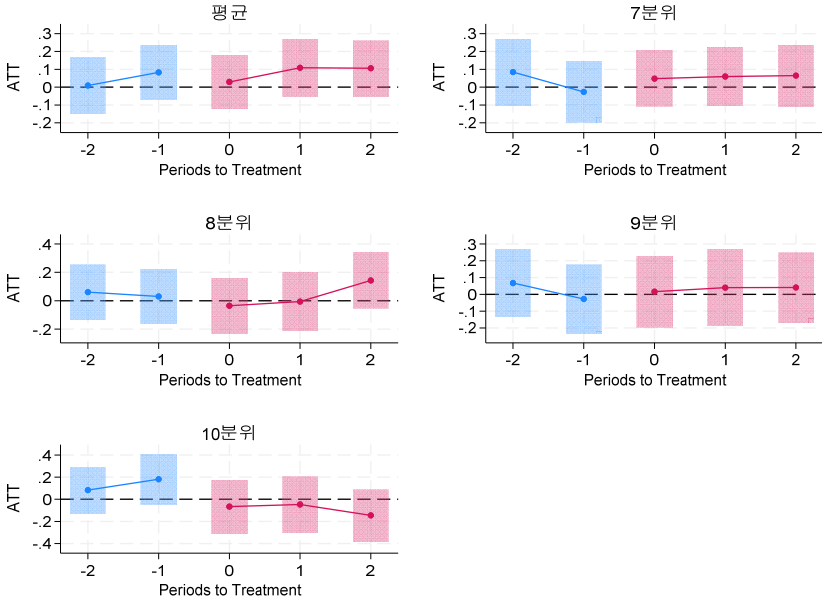


자료: 가계금융복지조사 원자료를 이용하여 저자 계산.

다음으로, 부채이자지급에 대한 영향을 파악하기 위해 설정한 집단을 기준으로 하여 이자율이 금융소득에 미치는 영향을 추정하였다. 결과를 [그림 3-12]에 제시하였다. 추정 결과, 이자율 상승으로 앞서 부채이자지급이 유

의하게 증가하였지만 금융소득은 유의하게 증가하거나 감소하지 않았다.

[그림 3-12] 부채이자지급에 대한 영향 기준으로 집단을 나누고 이자율이 금융소득에 미치는 영향을 추정한 결과



자료: 가계금융복지조사 원자료를 이용하여 저자 계산.

이자율이 동일한 가구의 집단의 금융소득과 부채이자지급이 서로 반대의 방향으로 작용하지 않았다는 것을 의미한다. 이자율의 영향을 파악하기 위해 본 연구에서 설정한 집단 구분이 적합하다는 것을 보여준다.

제8절 추정 결과에 대한 해석

이자율 상승이 소비에 미치는 영향을 두 가지 경로로 추정하였다. 이자율 상승이 금융소득과 부채이자에 영향을 주어서 소비에 영향을 줄 수 있다. 추

정 결과, 이자율 상승으로 처방집단의 금융소득이 유의하게 증가하였지만 금융소득 증가가 소비 증가로 이어지지 않았다. 그리고 이자율 상승으로 부채이자지급이 유의하게 증가하였지만, 부채이자지급 증가가 소비에 영향을 주지 않았다.

한 가지 이론이 배타적으로 이러한 현상을 설명하지 않는다. 이러한 추정 결과를 설명할 수 있는 몇 가지 이론이 있다. 먼저, 소득효과와 대체효과가 상쇄될 때이다. 이자율 상승은 소비에 두 가지 상반된 효과를 준다. 이자율이 오르면 현재 소비의 가격이 상승하기 때문에 저축을 늘리고 소비를 줄이는 대체효과가 있다. 또한 이자율이 오르면 소득효과가 있어서 소비가 증가할 수 있다. 이 두 효과의 크기가 비슷하면 서로 상쇄되어서 이자율이 증가해도 소비가 증가하거나 감소하지 않을 수 있다.

둘째, 가구가 소득 증가를 일시적인 것으로 파악한다면 소비가 증가하지 않을 수 있다. 항상소득 가설에 따르면, 사람들은 현재 소득의 일시적인 변동이 아니라 항상소득 또는 장기 평균소득을 기준으로 소비를 선택한다. 이 가설에 따르면, 이자율 상승이 가구의 장기적인 소득 기대치를 변경하지 않는 일시적인 변동이라고 판단한다면 소비에 영향을 주지 않는다. 이와 유사하게 생애주기 가설에서는 개인이 소비를 원활하게 하기 위해 평생 동안의 지출을 계획하기 때문에 일시적인 이자율 상승이나 소득 변동은 소비에 큰 영향을 주지 않는다.

셋째, 소비에 관성이 있다면 이자율 상승이 즉각적인 영향을 주지 않을 수 있다. 관습적 소비 가설(Habit formation theory)에서는 소비자의 효용 함수가 현재의 소비뿐만 아니라 과거의 소비 습관에도 영향을 받는다. 소비자는 현재의 소비를 과거의 소비 수준과 비교하며, 현재 소비가 과거보다 급격하게 줄어드는 것을 싫어한다. 따라서 소득이나 이자율의 변동이 발생해도 소비 수준을 즉각 변경하지 않고 과거의 소비 패턴을 유지하려는 관성이 강하게 작용한다. 이 가설에 따르면, 가구는 과거의 소비 수준을 유지하려는 경향이 있기 때문에, 이자율 상승이 소비에 즉각적으로 영향을 주지 않고 점진적이고 완만하게 영향을 준다.

넷째, 대출이자 부담이 증가하여도 소비가 감소하지 않는 현상은 필수재 소비의 필요성 때문일 수 있다. 이자율 상승으로 대출이자 부담이 커지더라도

도 생존에 필수적인 소비(식료품, 주거비 등)를 줄이기 어려워 소비가 크게 감소하지 않을 수 있다.

종합하면, 이자율 증가가 소비에 영향을 주지 않은 이유는 필수재 소비의 필요성과 관습적 소비가 결합되어 나타난 현상으로 이해된다.

명목 이자율과 실질 이자율의 효과를 구분하여 추정 결과를 해석해 볼 수도 있다. 소비자 물가 상승률을 감안한 실질 수신금리는 2020년 0.5%였고, 2021년과 2022년에는 -1.5%와 -2.3%였다가 2023년 0.1%가 되었다. 실질 대출금리는 2020년 2.2%에서 2023년 1.4%가 되었다. 2020년부터 2022년 기간에 실질 이자율이 하락하였고, 2023년에는 실질 이자율이 증가하였다.

명목 이자율의 증가가 금융소득에 미치는 영향이 2022년까지는 통계적으로 유의하지 않았는데, 2023년에는 처방집단의 금융소득이 20.2% 증가하였다. 2021년부터 2023년까지 소비자 물가 상승률 11.2%를 감안하면 실질 금융소득은 9.0% 증가하였다. 실질로 보더라도 처방집단의 금융소득 증가가 상당하다. 인플레이션의 효과 때문에 금융소득이 소비에 영향을 주지 않았다고 보기는 어렵다. 이자율 증가로 2023년 처방집단의 부채이자지급이 38.5% 증가하였는데, 2021년 이후 물가상승률을 감안하면 실질 가치로 27.3% 증가한 것이다. 실질 부채이자지급 증가도 상당한 양이기 때문에 인플레이션 효과 때문에 부채이자지급이 소비에 영향을 주지 않았다고 보기 어렵다. 금융소득 증가와 부채이자지급 증가가 소비에 영향을 주지 않은 이유는 위에서 언급한 가구의 소비 선택 방식으로 설명할 수 있다.

제9절 요약

2020년부터 물가가 상승하였고, 이에 맞추어 기준금리, 수신금리, 대출금리가 인상되었다. 이론적으로 이자율이 상승하면 저축 수익률이 높아져서 금융소득이 증가하고, 부채이자 부담이 증가한다. 이 밖에 이자율 상승은 소득, 자산, 소비에 다양한 방식과 경로를 통해 영향을 준다. 이 장에서는 2020년 이후 이자율 증가가 (1) 금융소득 증가와 (2) 부채이자지급 증가를

를 통해 가구 소비에 미치는 영향을 이중차분법으로 추정하였다.

이중차분법 추정을 위해서는 집단 구분이 필요한데, 미국의 연구에서는 금융계약 가구를 기준으로 이자율 변화에 민감한 가구와 그렇지 않은 가구를 구분한다. 그런데, 한국에서는 미국 연구의 기준을 그대로 적용하기 어려웠기 때문에 이자율의 영향을 직접 받을 것으로 예상되는 변수를 기준으로 처방집단과 통제집단을 구분하였다. 금융소득 증가 경로와 관련하여 금융자산(저축액)을 기준으로 집단을 구분하였고, 부채이자 경로와 관련하여 금융부채와 금융자산을 기준으로 집단을 구분하였다.

금융소득 증가 경로를 추정한 결과, 이자율 상승으로 2023년에 처방집단의 금융소득이 통계적으로 유의하게 증가하였으며, 특히 저축액 많은 가구(저축액 8분위 이상)의 금융소득이 유의하게 증가하였다. 이자율 증가의 영향으로 2023년에 처방집단의 금융소득이 유의하게 증가하였지만 금융소득 증가가 소비에는 유의미한 영향을 주지 않았다.

부채이자 지급 경로를 추정한 결과, 이자율 증가의 효과로 2021년부터 처방집단의 부채이자지급이 유의하게 증가하였고, 효과의 크기는 시간이 지날수록 커져 특히 2023년에는 부채이자지급이 평균 38.5% 증가하였다. 소비 효과를 추정한 결과, 2021년 이후 모든 소득 분위에서 부채이자지급 증가가 소비에 통계적으로 유의미한 영향을 주지 않았다.

이자율 상승으로 소비에 변화가 없었다는 추정 결과는 여러가지 이론으로 설명할 수 있다. 가구는 과거의 소비 수준을 유지하려는 경향이 있기 때문에, 이자율 상승이 소비에 즉각적으로 영향을 주지 않고 점진적이고 완만하게 영향을 준다. 대출이자 부담이 증가하여도 소비가 감소하지 않는 현상은 필수재 소비의 필요성 때문일 수 있다. 이자율 상승으로 대출이자 부담이 커지더라도 생존에 필수적인 소비(식료품, 주거비 등)를 줄이기 어려워 소비가 크게 감소하지 않을 수 있다.

종합하면, 이자율 증가가 소비에 영향을 주지 않은 이유는 필수재 소비의 필요성과 관습적 소비가 결합되어 나타난 현상으로 이해된다.

[제3장 부록] 한국과 미국 가구의 금융상태 비교

여기서는 한국 가계의 금융 상태를 미국과 비교한다. 미국의 연구에서는 유동자산이 2주 치 소득보다 작은 가구를 금융제약 가구로 정의한다(Kaplan, Violante, and Weidner, 2014). 이 정의에 따르면, 고액 순자산 가구라도 자산을 부동산 형태로 보유하고 있다면 금융제약을 받을 수 있다. 이 장에서는 한국 가구에 관해서 이 기준을 동일하게 적용하고, 한국과 미국 가구의 차이점을 살펴본다. 자료는 2021년 가계금융복지조사를 이용한다.

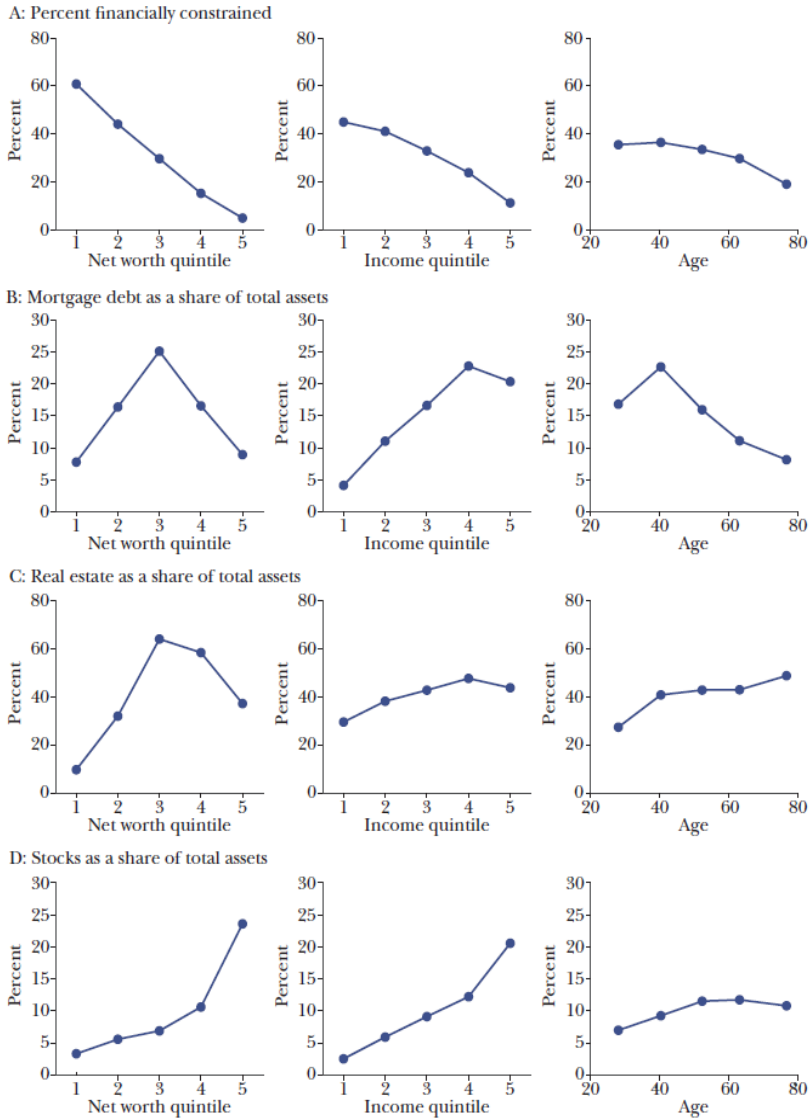
[그림 3-13]의 첫 번째 행에서는 미국 SCF 자료로 가구의 금융 상태를 보여준다. 금융제약을 받는 가구는 전체 가구의 31%를 차지한다. 순자산이 낮은 저소득 가구가 금융제약을 받을 가능성이 높다. 청년 가구일수록 금융제약을 받을 가능성이 높지만 연령별 차이는 크지 않다.

[그림 3-14]의 첫 번째 행에서는 한국 가구의 상황을 보여준다. 그림에서 '저유동자산'이란 유동자산이 2주 치 소득보다 작은 경우이다. 한국 가구 가운데 저유동자산 가구는 6.9%를 차지한다. 미국에 비해 비율이 작다. 한국에서도 순자산이 낮은 저소득 가구일수록 유동자산 비율이 낮다. 한편 미국과는 반대로 한국에서는 고령가구일수록 유동자산 비율이 낮다.

다음으로, 부채의 상태를 비교한다. 대부분의 차입 및 대출 계약은 명목 금액이므로, 물가가 상승하면 상환액의 실질 가치가 감소한다. 따라서 물가가 상승하면 부채가 많은 가구가 이득을 본다. 반면, 고령층 혹은 명목자산(예금, 채권 등)이 많은 부유한 가구는 부채보다 명목자산이 많으므로 물가 상승에 따라 자산가치가 감소해서 손해를 본다.

[그림 3-14]의 두 번째 행에서는 한국 가구의 부채/총자산 비율을 보여준다. 한국에서는 순자산이 적은 1분위 가구에서 부채 비율이 압도적으로 높다. 그리고 저소득 가구에서 부채 비율이 상대적으로 높다. 연령별로 보면, 55~65세 가구에서 부채 비율이 높다. [그림 3-13]의 두 번째 행에서는 미국 가구의 주택담보대출(모기지)부채/총자산 비율을 보여준다. 미국에서는 중간 자산 분위와 고소득 가구에서 모기지 부채 비율이 높다.

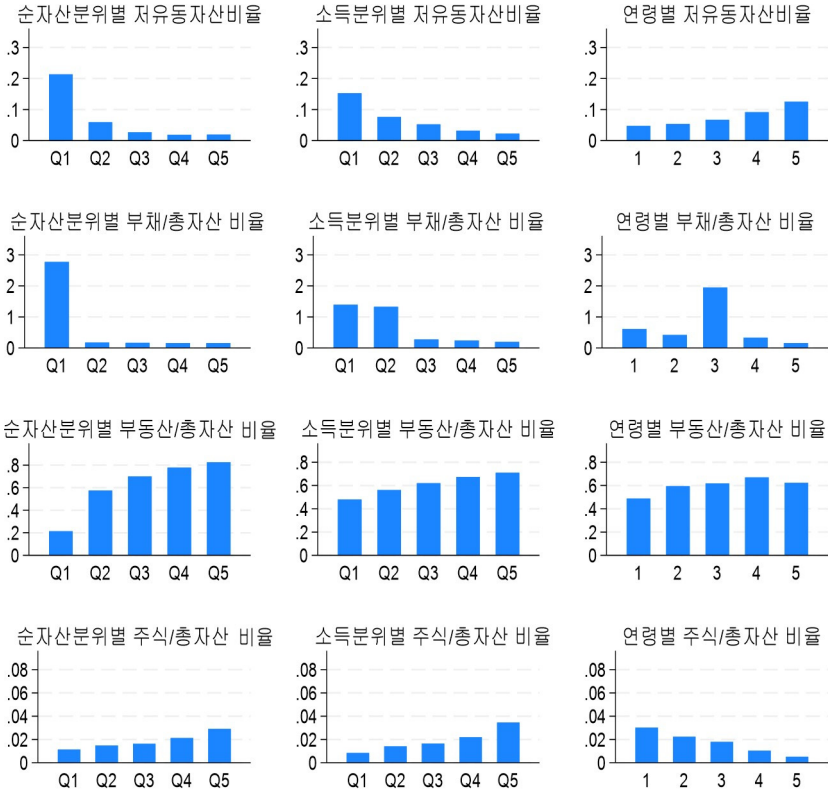
[그림 3-13] 미국 가구의 금융 특성



주 : 여기서 금융제약가구는 유동자산이 2주 치 소득보다 작은 가구임.

자료 : McKay and Wolf(2023), Figure 1. 2019년 Survey of Consumer Finance.

[그림 3-14] 한국 가구의 금융 특성



자료 : 가계금융복지조사 2022년 자료로부터 저자 계산.

미국에서는 중산층 (젊은) 가구가 주택담보 대출뿐만 아니라, 자동차 대출, 신용카드 대출, 학자금 대출 등 부채를 많이 가지고 있다(Doepke and Schneider, 2006). 미국에서는 대출이 많은 청년층, 중산층이 금리 변동에 더 많이 영향을 받는다. 연구 결과에 따르면, 모기지 금리가 1%p 감소하면 대출기간 동안 모기지잔고/소득 비율이 2인 가구의 가치분소득이 2% 증가한다(McKay and Wolf, 2023: 126). 가계가 부채에 대해 더 낮은 이자율을 지불하면 누군가는 더 적은 이자 수입을 얻게 되지만, 미국에서는 기관, 정부, 외국인이 모기지 담보 증권을 대부분 소유하고 있다. 따라서 이자소득

손실이 가계로 환류되지는 않을 것이어서 가계의 소비 결정에 큰 영향을 주지 않을 것이다.

주택담보 대출(모기지) 설계는 국가마다 다르다. 미국에서는 대부분 모기지 대출이 고정 명목 이자율이고, 원하는 시점에 자유롭게 대출금을 상환할 수 있다. 명목 이자율이 하락하면 낮은 이자율로 재융자해서 혜택을 누릴 수 있다. 금리가 오르면 원래 대출을 유지할 수 있다. 미국에서 모기지를 보유한 주택 보유자는 가격 수준 변화뿐 아니라 명목 이자율 인하로 인한 혜택도 받을 수 있다.

〈표 3-11〉 한국과 미국 가구의 금융상태 비교

	한국	미국
금융 계약	금융계약 가구 비중 6.9%. 저자산, 저소득에서 비중 높음 고령층에서 비중이 높음	금융계약 가구가 31% 저자산, 저소득에서 비중이 높음 청년층에서 비중이 높음
부채 /총자산 비율	저자산가구에서 매우 높음 저소득에서 높음 중년 가구에서 높음	중간 자산에서 높음 중상 소득에서 높음 청년 가구에서 높음
자산 구성	부동산 자산 비율이 높음 (특히 고소득, 고자산에서)	평균적으로 주식 비율이 높음 (특히 고자산, 고소득에서) 중간자산, 중간소득은 부동산 비중 높음

자료: 저자 작성.

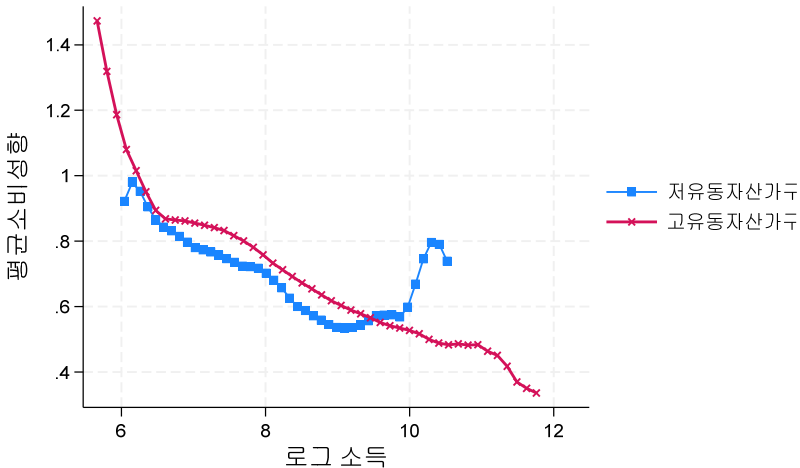
다음으로, 가구의 자산 구성을 비교한다. 한국에서 부동산자산은 총자산의 77.5%를 차지한다. 금융자산은 22.5%를 차지한다. 금융자산도 대부분 저축이다. 금융저축은 총자산의 16.1%이고, 주식은 총자산의 2.8%에 불과하다.

미국에서는 중산층이 주택 보유를 목적으로 주택담보 대출을 받는 경우가 일반적이다. 중산층에서 주택담보 대출을 포함한 대출이 많다. 따라서 미국에서는, 이자율이 하락하면 가처분소득이 증가하여 소비가 증가할 가능성이 높다. 반대로 이자율이 상승하면 소비 효과가 작을 것이다. 주식도 이자율 변동에 영향을 받는다. 이자율이 하락하면 주식이 가격이 상승한다. 여러 가지 측면에서 미국 가구는 이자율 변동에 영향을 크게 받을 수 있다.

미국에서는 중산층의 대출이 많은 반면, 한국에서는 순자산 분위 1분위 가구에서만 부채 비율이 압도적으로 높다. 이러한 경향은 두 가지 함의를 갖는다. 첫째, 한국에서는 이자율 변동에 영향을 받는 가구가 상대적으로 적다. 둘째, 미국에서는 저유동자산 비율과 부채 비율의 상관관계가 상대적으로 낮은 반면, 한국에서는 유동자산 비율과 부채 비율이 낮은 가구가 저소득 저자산 분위에 집중되어 있다. 한국에서는 소득과 자산이 금융 제약이나 부채 비율과 같은 금융 상태를 사실상 결정하고, 소득이 소비 성향을 결정한다.

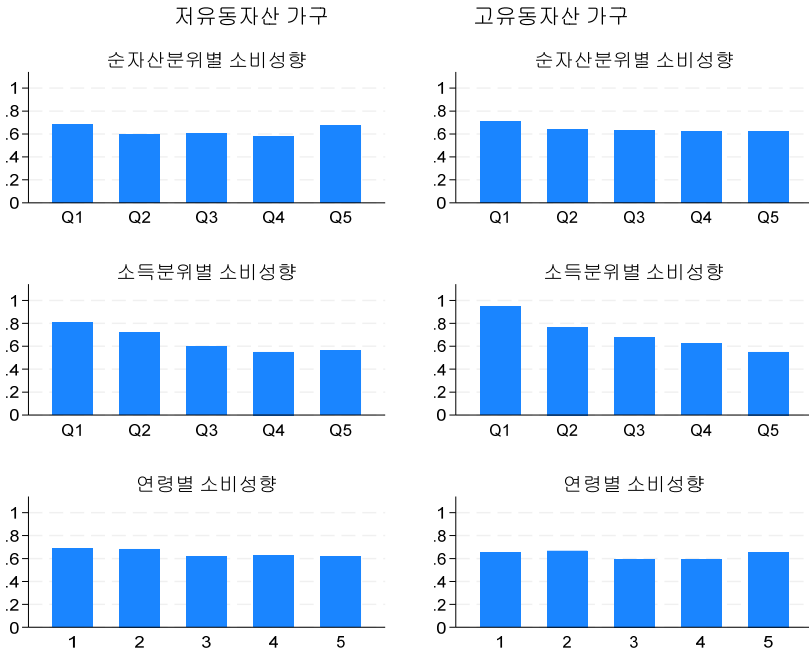
이를 확인하기 위해, [그림 3-15]에서 소득과 소비 성향의 관계를 살펴본다. 그림에서는 유동자산/소득 비율로 가구를 구분하였다. 그림에서 나타나듯이 소득이 높을수록 소비 성향이 낮다. 그리고 일부 예외를 제외하면 유동자산 비율이 낮은 가구의 소비 성향이 오히려 더 낮다. 유동자산 비율이 낮은 가구의 소비 성향이 높을 것이라는 예상 혹은 미국에서의 경험과 다르다. 유동자산 비율이 낮은 가구 가운데 예외적으로 소비 성향이 이례적으로 높은 가구들은 고소득 가구이다.

[그림 3-15] 소득과 소비성향 관계 : 유동자산 비율별



자료 : 가계금융복지조사 2022년 자료로부터 저자 계산.

[그림 3-16] 유동자산 비율별 소비 성향



자료: 가계금융복지조사 2022년 자료로부터 저자 계산.

유동자산 비율별 소비 성향을 보면(그림 3-16 참조), 소득 분위별 소비 성향 차이가 가장 분명하게 나타난다. 한국에서는 금융제약보다는 소득이 소비 성향 차이를 낳는 중요한 요인이다.

미국에서의 연구처럼 유동자산이 2주 치 소득보다 작은 가구를 금융제약 가구로 정의하고, 가계금융복지조사 2021년 자료에서 금융제약 가구의 분포를 살펴본 결과가 <표 3-12>에 나와 있다.

미국식 금융제약 가구는 저소득-저자산에서 많다. 소득 1~2분위이면서 순자산 1~2분위인 가구에서 비율이 높다. 그리고 미국식 금융제약 가구는 고소득-저자산에도 있다. 소득 9~10분위이면서 순자산 1~3분위인 가구에서 비율이 높다. 한국에서 고소득이면서 저자산(소득 8분위 이상, 자산 3분위 이하)에서 금융제약 가구는 전체 가구의 1.46%이다. 미국의 연구에서는 고소득이면서 저자산인 가구의 비중이 높고, 이 가구들이 금융제약 가구로 분류된다.

〈표 3-12〉 소득과 순자산 분위별 미국 기준 금융제약 가구의 비중(%)

소득	순자산 분위										합계
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1	37.2	15.4	8.2	7.3	6.5	3.2	1.3	0.0	0.0	0.0	19.2
2	30.6	17.4	9.0	5.0	2.2	5.1	0.9	6.0	0.0	0.0	12.0
3	33.3	8.0	6.9	3.4	2.0	3.7	1.3	3.8	4.5	1.0	8.5
4	23.2	12.1	6.7	5.4	1.9	4.8	1.7	5.8	1.2	2.5	7.3
5	38.5	6.1	4.4	4.0	2.1	2.7	3.2	3.3	0.3	6.0	6.2
6	28.2	7.5	8.1	4.4	1.4	1.9	2.2	1.1	1.0	1.5	4.4
7	25.6	8.9	6.1	6.9	0.8	2.3	4.4	1.6	1.1	0.4	3.8
8	25.0	6.7	5.0	5.3	1.2	1.0	1.7	1.8	2.0	1.1	2.5
9	34.5	18.3	4.2	4.8	2.7	1.3	2.0	1.9	1.5	0.6	2.7
10	0.0	34.2	17.8	7.0	0.0	0.0	2.4	1.9	2.1	1.4	2.0
합계	32.7	11.8	7.0	5.1	2.0	2.5	2.3	2.5	1.6	1.3	6.9

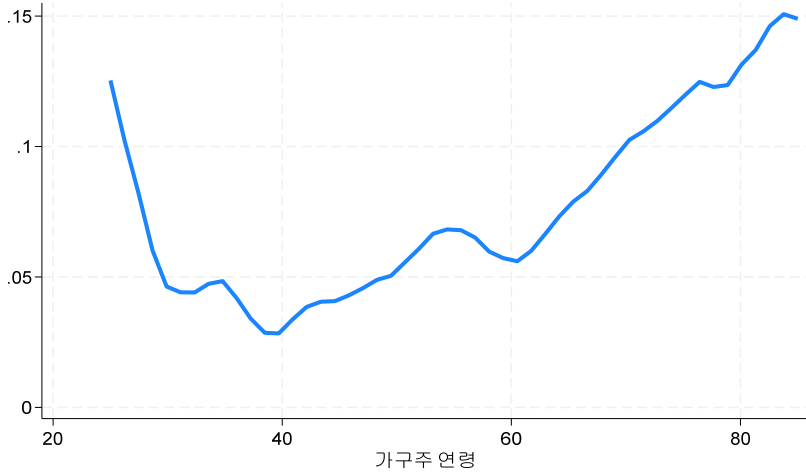
자료: 가계금융복지조사 2021년 자료로부터 저자 계산.

금융제약 가구의 소비는 소득 변동에 민감하고, 따라서 정부 정책의 변화에 영향을 많이 받는다고 한다. 미국에서는 저소득뿐만 아니라 고소득에서도 금융제약 가구가 많아서 소득만을 기준으로 목표를 정하면 재정정책의 효과가 단순하지 않을 수 있다. 한국에서도 고소득-저자산 가구가 있기는 하지만 전체 가구에서 차지하는 비중이 미미하기 때문에 소득을 기준으로 하는 정책이 효과적일 수 있다.

참고로, 미국 연구에서의 기준으로 가계금융복지조사에서 금융제약 가구의 비중을 연령별로 계산한 결과가 [그림 3-17]에 나와 있다. 미국에서는 청년층에서 금융제약 가구의 비중이 높았는데, 한국에서는 20대 중반 청년층과 고령가구에서 미국 기준 금융제약 가구의 비중이 높다. 비율로 보면 고령가구에서 금융제약 가구가 큰 비중을 차지한다. 이는 한국의 자산 형성과 관련이 있다. 한국에서는 자산 가운데 부동산 자산의 비중이 미국에 비해 상당히 높다. 고령가구는 특히 부동산 자산의 비중이 더 높다. 미국 연구에서 제시한 금융제약 가구의 정의는 유동자산이 2주 치 소득보다 작은 가구이다. 한국 고령가구는 자산 가운데 유동자산의 비중이 낮기 때문에 미국식

정의에 따르면 금융제약 가구가 많은 것으로 나타난다.

[그림 3-17] 연령별 금융제약 가구의 비중



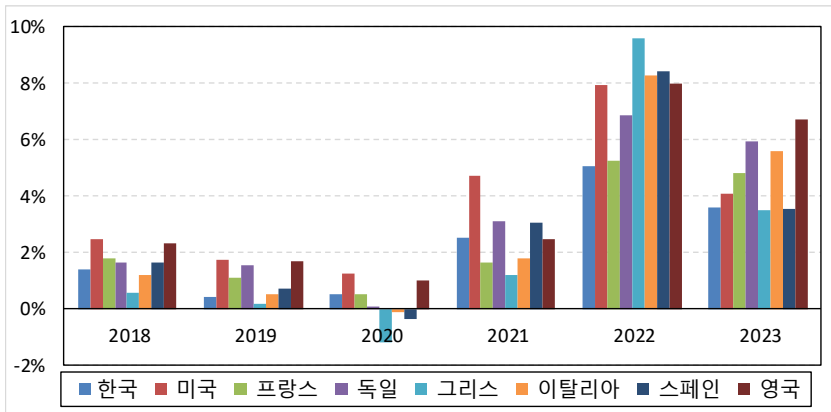
자료 : 가계금융복지조사 2021년 자료로부터 저자 계산.

제 4 장 유럽에서 인플레이션의 영향과 정책

제1절 서론

유럽연합 지역 물가 상승률은 2020년 0.7%에서 2021년 2.9%로 상승했고, 2022년에는 러시아-우크라이나 전쟁 등의 영향으로 9.3%까지 급등하였다. OECD 국가의 물가 상승률은 2020년 1.3%, 2021년 4.0%, 2022년 9.5%, 2023년 6.8%, 2024년 5.2%이다(해외 소비자물가지수 동향).

[그림 4-1] 주요국의 소비자 물가 상승률



자료 : KOSIS, 국제통계연감(2024).

유럽지역에서 특히 에너지 가격이 2021년 상승세를 보였으며, 러시아-우크라이나 전쟁으로 변동성이 더욱 커졌다. 에너지 가격 급등으로 가계의 에너지 수요, 특히 난방과 교통비 부담이 크게 증가하였다.

유럽연합 회원국 정부는 에너지 가격 상승이 소비자와 기업에 미치는 영향을 완화하기 위해 다양한 조치를 취했다(Sgaravatti et al., 2023). 주요 정책 목표는 급격한 가격 변동으로부터 저소득층과 에너지 집약 산업의 기업들을 보호하는 것이다.

이 장에서는 유럽에서 인플레이션의 영향과 정부 정책의 효과를 검토한다. 다음 절에서는 유럽 인플레이션의 특징과 가구에 미친 영향에 대한 연구 결과를 개괄한다. 그리고 인플레이션에 대응하는 정부정책의 효과성, 특히 통화정책과 재정정책의 효과성에 대한 연구 결과를 정리한다.

제2절 유럽에서 인플레이션의 영향

유럽지역에서 물가는 2021년부터 상승하였고, 2022년 러시아-우크라이나 전쟁으로 에너지 가격이 급등하면서 물가 상승률이 높았다. 에너지 가격 급등으로 가계의 에너지 수요, 특히 난방과 교통비 부담이 크게 증가하였다. 저소득 가구는 주거용 에너지 제품에 대한 지출 비중이 높기 때문에 에너지 물가 상승으로 더 어려움을 겪는다(Claeys and Guetta-Jeanrenaud(2022) 참조). 2020년 유럽연합 회원국의 중위 가구는 소득의 약 2.5%를 주거용 에너지에 지출했으며(국가별로 1.5%에서 거의 4%), 최하위 소득 5분위의 경우가 비율은 4.75%였다(2.5%에서 6% 이상).

Pallotti et al.(2024)는 모형에 기반하여 유럽연합 인플레이션이 가구에 미치는 영향을 분석하였는데, 연령집단마다 그리고 나라마다 인플레이션의 영향이 다르다고 하였다. 연령집단별로 보면, 물가가 많이 상승한 난방과 식료품에 대한 소비 비중이 높은 저소득층과 노인가구가 영향을 많이 받았다. 연령별 자산과 대출 양상에 따라 인플레이션의 영향이 달랐다. 이탈리아에서는 중년과 노년 가구의 명목자산(즉, 주택) 비중이 높았기 때문에 인플레

이선의 영향을 많이 받았다. 유로존에서 임대료는 단기적으로 고정적이기 때문에 임대료가 지출에서 상당 부분을 차지하는 저소득층에게는 인플레이션의 효과를 상쇄하는 역할을 하였다. 인플레이션 기간 동안 주식이 상승하지 않았고 더구나 저소득층의 주식보유 비중이 낮기 때문에 주식 자산이 인플레이션의 효과를 상쇄하는 역할을 하지 않았다.

Chen et al.(2024)은 영국의 2021년부터 2023년 기간을 대상으로 소비재에 대한 가정용 스캐너 자료를 이용하여 인플레이션의 영향을 분석하였다. 이 기간 동안 영국에서 누적 인플레이션율은 26.6%였다. 이들은 소득에 따라 소비품목이 다르기 때문에 불평등한 가격 상승으로 부유층과 빈곤층의 인플레이션 불평등이 발생할 수 있다는 점에 주목하여, 상품 범주 내 가격 변화를 고려하려 했다.

분석 결과, 빈곤층이 선호하는 저렴한 제품의 가격이 상대적으로 많이 상승하였고(소위 cheap inflation), 이에 따라 가구별 인플레이션의 차이를 초래하였다. 저품질 제품의 가격 상승이 높았음에도 소득 효과(생활수준이 하락함에 따라 더 저렴한 제품으로 전환) 혹은 저품질 제품에 대한 비탄력적 수요 때문에 저품질 제품에 대한 지출 비중이 증가하였다. 저품질 제품의 가격이 상승한 핵심적인 원인은 원가 상승(식재료, 비료, 인건비, 에너지, 포장재 등)과 원가 상승을 가격에 전가하는 행위 때문이다. 위 연구에서 비용 전가 효과를 측정한 결과, 저품질 제품에서 비용을 제품 가격으로 전가하는 비율이 높았다. 에너지 가격 상승과 같은 비용 상승과 아울러 비용 상승을 제품 가격에 전가하는 행위가 저가 품목 인플레이션과 불평등의 원인이라고 하였다.

Amores et al.(2023)은 모형을 이용하여 독일, 프랑스, 이탈리아, 스페인, 포르투갈, 그리스를 대상으로 인플레이션과 정책의 효과를 분석하였다. 앞서의 연구와 마찬가지로, 이 연구에서도 인플레이션의 충격을 고소득 가구보다 저소득 가구가 더 많이 받았음을 보여주었다.

이상과 같이, 유럽지역 인플레이션의 효과를 분석한 연구에서는 일관되게, 저소득층이 인플레이션의 영향을 더 많이 받았음을 보여주었다. 저소득 가구는 소득에서 소비가 차지하는 비중이 높고, 에너지 가격 상승으로 저소득 가구에서 지출 비중이 높은 필수재에 큰 영향을 주었기 때문이다.

제3절 인플레이션에 대응한 정부 정책

유럽연합 회원국 정부는 에너지 가격 상승이 소비자와 기업에 미치는 영향을 완화하기 위해 다양한 조치를 취했다(Sgaravatti et al., 2023). 주요 정책 목표는 급격한 가격 변동으로부터 저소득층과 에너지 집약 산업의 기업들을 보호하는 것이다.

유럽연합 회원국 정부의 물가 대책은 크게 가격 정책과 소득 정책으로 구분할 수 있다. 가격 정책은 가계와 기업이 지불하는 에너지 가격을 직접적으로 낮추는 것이 목적이다. 가격 정책에는 간접세(에너지 소비세) 또는 부과금 감면, 가격 결정에 대한 직접 개입(가격 상한 조치) 등이 포함된다. 소득 정책은 에너지 소비자에게 현금이나 현물(예: 에너지 바우처)을 지급하는 것이다. 또 다른 소득 정책으로는 에너지 집약 산업에 종사하는 기업에 대한 지원과 세수 증대 조치(특히 횡재 이익에 대한 세금 부과)가 있다.

〈표 4-1〉 물가 상승에 대한 유럽연합 지역 정부의 재정정책

정책	세부 정책
가격 정책	가격 상한 조치, 간접세 감면, 에너지 부과금 감면
소득 정책	가계 직접 보조금, 에너지 소비 보조금

자료: 저자 작성.

예를 들어, 독일, 네덜란드, 프랑스, 스페인 등에서는 가격 상한 조치가 시행되었다(Pallotti et al., 2024). 2022년 유로 각국 정부는 휘발유 및 운송 연료의 가격 인하를 위해 리터당 10~30센트의 보조금을 지불하였다.

스페인은 국제 가스가격과 국내 전기가격을 분리하기 위해 정부가 개입하였다. 스페인의 에너지는 대부분 가스 가격보다 낮은 비용으로 생산되지만, 가스 화력발전소는 전기를 생산하는 한계 생산자이기 때문에 모든 전기 가격을 설정하는 역할을 한다. 정부는 전기 생산에 사용되는 가스 가격에 상한선을 설정하고 가스 화력발전소에 보상을 제공하였다.

2021년과 2022년 유럽연합 지역 정부에서 시행한 정부이전 지출은 다음과 같다. 독일에서는 학생 및 취약계층 시민에게 135유로를 일시불로 지급하였고, 모든 납세자에게 300유로를 일시불로 지급하였다. 그리고 자녀 양육비로 100유로 수표를 지급하였고, 대중교통 이용 시 월 9유로를 감면하였다. 복지수급액을 500유로 증액하였고, 실직자에게 100유로 보조금을 지급하였다.

프랑스에서는 순소득 200유로 미만 근로자에게 100유로를 일시불로 지급하였다. 그리고 복지수급액을 4% 인상하고, 복지수급 저소득층 가정에 부모 1인당 100유로, 자녀 1인당 50유로를 신학기에 1회 지급하였다.

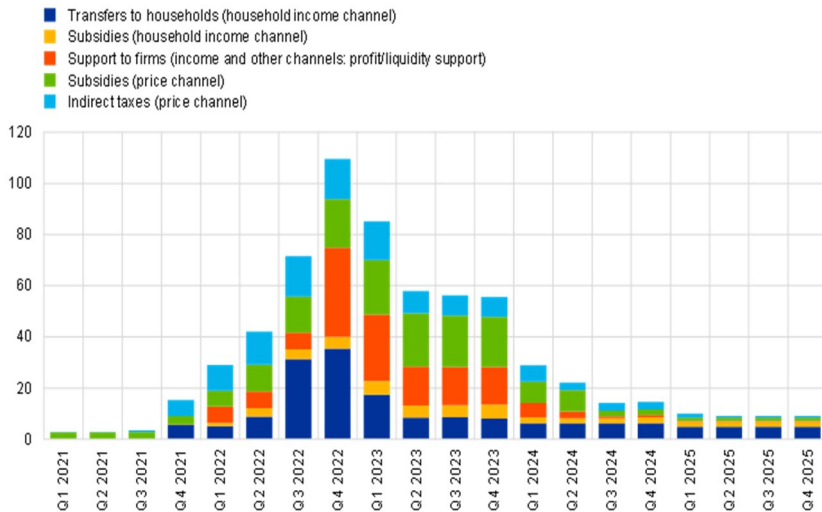
이탈리아에서는 소득 35,000유로 미만 근로자와 연금 수급자에게 200유로를 일시불로 지급하였고, 소득 20,000유로 근로자에게 150유로를 지급하였다. 그리고 저소득 가구에 2021년 여름 전기와 가스 요금을 지급하였고, 소득 35,000유로 미만 근로자에게 1.2% 세금을 감면하였다.

스페인에서는 저소득층에게 200유로의 보조금을 지급하였다.

[그림 4-2]에서는 인플레이션에 대응하여 유로존 정부에서 시행한 재정정

[그림 4-2] 에너지 위기와 높은 인플레이션에 대응한 유럽연합 지역의 재정 정책

(단위 : 10억 유로)



자료 : European Central Bank(ECB), *Economic Bulletin*, 2023, 2호.

책의 규모를 측정된 결과를 보여준다. 이 자료는 유럽중앙은행(ECB)이 측정 한 것으로, 재정정책을 가구에 대한 직접 이전지출, 가구 보조금, 기업에 대한 직접 지원, 기업 부과금 감면, 간접세 감면으로 나누어 각 항목의 규모를 측정하였다.

이 자료에 따르면, 에너지 위기와 인플레이션에 대응하여 유로존 정부가 시행한 재량적 재정 지원은 2022년 유로존 GDP의 1.9%, 2023년 1.8%로 추산되며, 인플레이션이 약화된 2024년에는 GDP의 0.5%로 감소할 것으로 예상된다.

정책 항목별로 보면, 2022년에는 가계에 대한 직접 보조금이나 직접세 및 사회보험료 감면 등 가계 소득 정책이 큰 비중을 차지하였다. 반면 2023년에는 에너지 부과금이나 간접세 감면의 비중이 증가하였고, 가계에 대한 소득 지원의 비중은 상대적으로 줄었다. 2022년에 에너지 물가가 급등하는 시기에는 가계 소득 지원 정책이 큰 비중을 차지하다가, 에너지 가격이 하락한 2024년에는 상당히 축소되었다.

제4절 정책에 대한 평가

1. 가격 정책과 소득 정책에 대한 평가

Coccia and Russo(2025)에서는 에이전트 기반(AB-SFC) 모형으로 정책실험을 통해, 가격 상한제나 취약가구를 대상으로 하는 재정정책, 기업 초과이익 과세 등의 재정정책 조합이 인플레이션을 억제하면서 더 큰 불평등과 금융 불안정성을 피할 수 있는 수단이 될 수 있다고 하였다.

인플레이션 기간 동안 행해진 가격 정책에 대한 평가는 긍정적이다. Uxó González(2022)는 스페인 정부가 도입한 가스 가격 상한제가 가장 중요한 결정 중 하나였으며, 도입 초기 몇 달 동안 전기 소매 가격을 20% 이상 감소시켰다고 하였다. 또한 기업들이 비용 상승을 가격에 전가하는 것이 불평등

의 주요 원인 중 하나라고 지적하면서, 정부는 특히 전기 시장에서의 초과 이익을 얻는 기업에 대한 과세 등 재정 조치를 통해 이를 완화해야 한다고 강조한다.

Turco et al.(2023)은 가구 보조금, 기업 보조금, 초과 이익 세금 등 에너지 가격 충격을 흡수하기 위한 다양한 거시경제 안정화 정책을 탐구하며, 에너지 요금 인하가 임금, 소비, 기업 부도, 에너지 기업에서 노동자로의 자원 재분배에 긍정적인 영향을 미치기 때문에 효과적인 정책이었다고 하였다.

Amores et al.(2023)은 소비 패턴의 차이 때문에 2022년에 가난한 가구가 더 높은 실효 인플레이션을 겪은 경우가 많았다고 하였다. 가난한 가구는 소득에서 소비가 차지하는 비중(평균소비성향)이 높았기 때문이었다. 소비 비중이 높다는 것은 빈곤층 가구가 인플레이션 이전 소비를 유지하기 위해 필요한 금액이 실제 소득을 초과하는 경우가 많았고, 그 결과 후생 손실이 컸다는 것을 의미한다.

소득 정책에 대한 평가 결과는 다소 복잡하다. Amores et al.(2023)은 유로 지역의 인플레이션 급등과 유로 지역 정부가 시행한 인플레이션 보상 조치의 분배적 영향을 평가한다. 가계예산조사(EU-HBS) 200개 상품 품목별 지출 정보를 활용하고 EU 마이크로시뮬레이션 모델인 EUROMOD와 간접세 도구를 적용하여 인플레이션과 가계를 지원하기 위한 소득 및 물가 대책이 소득 분배 전반에 걸쳐 구매력과 후생에 어떤 영향을 미쳤는지 평가한다. 분석은 독일, 그리스, 스페인, 프랑스, 이탈리아, 포르투갈 등과 같은 개별 국가별로 시행되었다.

소득 정책 영향을 평가한 결과에 따르면, 정부 조치가 저소득 가구를 강력하게 겨냥하지는 않았지만 정책 개입은 인플레이션 급등으로 인한 후생 손실을 줄이는 데 상당한 기여를 했다. 그리고 저소득층을 겨냥하지 않는 일반적인 정책은 대체로 비용 효율성이 낮다고 하면서 인플레이션으로부터 스스로를 보호할 수 없는 계층에 공공 정책을 타기팅하는 것이 중요하다고 하였다. 유럽연합 지역에서 소득 대책을 통해 달성한 불평등 격차 감소는 가격 대책을 통해 달성한 불평등 격차 감소의 3배에 달했다. 가격 대책은 국가별로 비슷한 비효율성을 보였지만 소득 측면 대책의 비용 효과성은 국가별로 큰 차이를 보였다.

2. 통화정책과 재정정책

인플레이션에 대응하여 이자율을 높이는 통화정책이 여러 나라에서 시행되었다. 긴축통화정책은 통화량을 수축하여 총수요를 억제하는 것을 목표로 한다. 이자율이 인상되면 소비와 투자가 줄어들고, 통화량이 수축되면 화폐의 가치를 안정시켜 물가 상승 압력을 직접적으로 줄인다는 것이다.

통화정책을 옹호하는 주장에서는, 중앙은행이 인플레이션에 적극적으로 대응하는 의지를 보이면 기대 인플레이션이 안정된다고 본다. 중앙은행이 물가 안정 의지를 확고히 보이면 가계와 기업은 기대 인플레이션율이 낮을 것이라고 믿게 된다. 그러면 임금과 제품 가격의 인상을 억제하여 실제 인플레이션도 낮아지게 된다는 것이다(IMF, 2022; Ha et al., 2022; Visco, 2023).

그러나 Boissay et al.(2022)는 주요 선진국에서 기업들이 높은 인플레이션과 경쟁 기업의 행동을 고려해서 가격을 설정하지 않는 한, 임금-물가 악순환에 진입했다는 증거는 제한적이라고 주장한다. 특히 실질 임금이 크게 하락하고 통화정책이 긴축적일 때 임금-물가 악순환은 찾아보기 어렵다(Alvarez et al., 2022; IMF, 2022). Stiglbauer(2023)은 노동생산성과 생산물 가격 인상 수준으로 명목 임금이 인상된다면, 임금-물가 악순환은 발생하지 않는다고 하였다.

전통적인 합리적 기대 거시경제 모형에서는 모든 경제 주체가 중앙은행의 정책과 경제 구조에 대해 완전한 정보를 가지고 있으며 동일한 기대를 형성한다고 가정한다. 그러나 현실은 그렇지 않다. 일반 가계나 소규모 기업은 중앙은행의 성명서, 금통위 의사록과 같은 복잡한 정책 정보를 분석하는 데 시간과 비용을 투자할 유인이 적다(Coibion et al., 2022). 가구는 일반적으로 총체적인 미래 전망보다는 특이한 요인과 현재 인플레이션에 대한 인식에 크게 영향을 받는다. 그리고 가계는 일상에서 체감하는 쇼핑목록, 일상에서 체감하는 휘발유 가격, 식료품 가격 등 눈에 띄는 품목의 가격에 영향을 받는다. 그래서 가계는 중앙은행의 목표치와 다른 기대치를 가질 수 있다. 예를 들어, 미국 가계 대부분은 기준금리 인상이 인플레이션 상승으로 이어질 것이라고 예상하기도 한다(Bandera et al., 2024).

중앙은행이 이자율을 인상하더라도, 이것이 최종 소비재 가격이나 임금에 영향을 미치는 데는 상당한 시차가 발생한다. Bandera et al.(2024)는, 통화정책은 시차를 두고 작동하기 때문에 에너지 가격 충격이 인플레이에 미치는 1차 효과를 즉각적이고 완전하게 상쇄하는 것은 불가능하다고 한다. 실질임금이나 상대가격 마찰로 인해 2차 효과가 발생하는 경우에도 일부 가계가 금융 제약에 있다면 수요 약세와 인플레이션의 과잉 변동(overshooting)에 대응하기 위해 통화정책을 완화할 필요가 있다고 한다.

Knicker et al.(2023)은 인플레이션 기대치를 안정화하여 인플레이션을 통제하는 것도 중요하지만, 이는 실업률 상승을 초래하며 경제 성장을 방해하여서, 에너지 충격으로 인한 경제 침체를 악화시킬 수 있다고 한다. 따라서 Auclert et al.(2023)과 Knicker et al.(2023)은 긴축통화정책이 적절한 조치가 아닐 수 있다고 한다. 높은 인플레이션과 이자 부담은 특히 저소득 가구에 심각한 재정적 어려움을 초래할 수 있기 때문이다. Dieckelmann and Metzler(2022)와 Albacete et al.(2022)가 주장하듯이, 인플레이션과 금리 인상은 저소득 가구에 더 큰 타격을 입히는데, 이는 저소득 가구가 소득의 더 큰 부분을 에너지와 식품에 지출하고, 가장 높은 부채 부담을 지고 있기 때문이다. 따라서 인플레이션과 이자율이 동시에 인상되면, 저소득 가구는 급격한 가격 상승에 직면하면서 부채 상환 비용도 늘어나는 부담을 지기 때문에, 저소득 가구의 재정 상태가 악화된다.

Pieroni(2023)의 연구는 에너지 가격 상승에 대응하기 위해 재정정책이 통화정책보다 더 적절한 대안이 될 수 있다고 한다. 통화정책은 실업과 인플레이션 사이의 거래 비용을 초래할 수 있지만, (부채가 많은) 저소득 가구를 대상으로 한 맞춤형 사회보장 프로그램과 같은 재정정책은 인플레이션을 높이지 않으면서 자원을 재분배하고 불평등을 줄일 수 있다.

Stiglitz and Regmi(2023)은 경제의 심각한 위축을 초래하여 소비와 투자를 감소시키고 불평등이 심화될 수 있는 통화정책에 반대하며, 공급 부족 완화, 기업 세금을 통해 시장 지배력을 완화하거나 가장 취약한 가구를 지원하는 등 근본적인 문제를 해결하는 잘 설계된 정책을 제안한다. Prammer and Reiss(2023)은 정부가 가격 상승을 억제하고 고물가의 부정적인 영향을 완화하기 위해 취할 수 있는 일반적인 조치를 논의한다. 이에 가장 재정

적으로 취약한 가구와 같은 특정 가구층에 대한 정부이전 지급과 가격 상한제가 포함되며, 이는 가격 상승을 억제하고 소비자의 구매력을 유지하는 데 자주 사용된다. Uxó González(2022)는 스페인 정부가 도입한 가스 가격 상한제가 가장 중요한 결정 중 하나였으며, 도입 초기 몇 달 동안 전기 소매 가격을 20% 이상 감소시켰다고 강조한다. 또한 기업들이 비용 상승을 가격에 전가하는 것이 불평등의 주요 원인 중 하나라고 지적하면서, 정부는 특히 전기 시장에서의 초과 이익을 얻는 기업에 대한 과세 등 재정 조치를 통해 이를 완화해야 한다고 강조한다. Turco et al.(2023)은 가구 보조금, 기업 보조금, 초과 이익 세금 등 에너지 가격 충격을 흡수하기 위한 다양한 거시경제 안정화 정책을 탐구하며, 에너지 요금 인하가 임금, 소비, 기업 부도, 에너지 기업에서 노동자로의 자원 재분배에 긍정적인 영향을 미치기 때문에 가장 효과적인 정책이라고 하였다.

Coccia and Russo(2025)는 인플레이션을 통제하는 것과 가계 특히 취약 계층을 지원하는 것 사이에 균형을 잡아야 하며, 인플레이션을 억제하면서도 불평등과 금융 취약성에 미치는 영향을 완화할 수 있는 재정정책을 고려해야 한다고 하였다.

Stiglitz and Regmi(2023)은, 현재 인플레이의 근본 원인은 공급 측면의 문제들이므로 인플레이를 해결하기 위한 최선의 정책은 이러한 공급 측면의 문제를 직접 해결하는 조치라고 한다. 석유비축량에서 석유를 방출하거나 비축된 식량을 방출하는 것은 즉각적인 효과가 있다. 가격 인상이 시장 지배력 행사와 관련된 경우, 조세정책은 통화정책보다 더 타기팅이 가능하기 때문에 인플레이를 억제하는 중요한 도구가 된다. 에너지 기업들이 일반 시민의 부담으로 얻은 초과이익에 대해 일시적인 초과 이익 세금을 부담하면, 현재의 인플레이로 인한 불공정과 왜곡을 해결하기 위해 상당한 자금을 조달하고 일부 공급부족을 완화하는 투자를 할 수 있다. 재정정책 및 기타 정부 개입은 오늘날 인플레이 원인을 직접적으로 줄이는 데 맞춤형될 경우 이자율 인상보다 더 효과적이고 비용이 적을 가능성이 높다고 한다.

제5절 요약

이 장에서는 2021년 이후 유럽에서 인플레이션이 가계에 미친 영향과 이에 대응한 정부 정책에 대한 연구들을 살펴보았다. 유럽지역에서 물가는 2021년부터 상승하였고, 2022년 러시아-우크라이나 전쟁으로 에너지 가격이 급등하면서 물가 상승률이 높았다.

유럽지역 인플레이션의 효과를 분석한 연구에서는 일관되게, 저소득층이 인플레이션의 영향을 더 많이 받았음을 보여주었다. 저소득 가구는 소득에서 소비가 차지하는 비중이 높고, 에너지 가격 상승으로 저소득 가구에서 지출 비중이 높은 필수재에 큰 영향을 주었기 때문이다.

유럽연합 회원국 정부는 에너지 가격 상승이 소비자와 기업에 미치는 영향을 완화하기 위해 다양한 조치를 취했다. 에너지 위기와 인플레이션에 대응하여 유로존 정부가 시행한 재정적 재정 지원은 2022년 유로존 GDP의 1.9%, 2023년 1.8%로 추산된다. 물가정책은 크게 가격 정책과 소득 정책으로 구분할 수 있다. 가격 정책에는 간접세 또는 부과금 감면, 가격 결정에 대한 직접 개입 등이 있다. 소득 정책은 에너지 소비자에게 현금이나 현물을 지급하는 것, 에너지 집약 산업에 종사하는 기업에 대한 지원 등이 있다.

인플레이션 기간 동안 행해진 가격 정책에 대한 평가는 긍정적이다. 소득 정책에 대한 평가 결과는 다소 엇갈린다. 인플레이션의 영향이 연령별, 국가별로 달랐고, 국가마다 소비와 부채의 정도가 달랐기 때문에 소득 지원 정책의 효과는 국가별로 큰 차이를 보였다.

인플레이션에 대응하여 이자율을 높이는 통화정책이 여러 나라에서 시행되었다. 그런데 통화정책은 수요 측 인플레이션에 대응하는 것이기 때문에, 공급 측 요인으로 발생한 인플레이션에 대응하는 데 적합하지 않다는 평가가 대부분이다. 2021년 이후 발생한 인플레이션은 공급 측면의 문제이기 때문에 에너지 공급을 확대하고, 에너지 가격을 낮추고, 공급망 장애를 해결하는 조치가 먼저 필요하다. 그리고 물가 상승에 영향을 받는 가구들을 대상으로 하는 재정정책과 조세정책이 효과적이다.

제 5 장

결론 : 물가와 이자율 상승의 영향과 정책

제1절 연구 내용 요약

거시적으로 물가 상승(인플레이션)을 연구할 때에는 하나의 지표로 영향을 평가하여 왔다. 그런데, 품목마다 물가 상승이 정도가 다르고, 가구마다 소비 품목이 다르기 때문에 물가의 영향은 가구마다 다르다. 저소득 가구가 많이 소비하는 품목의 물가 상승률이 높으면 저소득 가구가 직면하는 물가 상승률이 더 높다.

본 연구 제2장에서는 2020년부터 2023년 시기에 인플레이션이 가구에 미치는 영향을 검토하였다. 계산 결과, 2020년부터 2023년까지 가구별 인플레이션의 표준편차는 1.18로서(최소값 1.67, 최대값 15.08) 가구가 직면하는 물가 상승률이 매우 이질적이었다. 소득 분위별로 보면, 저소득 가구의 물가 상승률이 상대적으로 높고, 고소득 가구에서는 상대적으로 낮았다. 이 시기에는 식비와 주거비가 많이 증가하였는데, 소득이 낮을수록 소비에서 주거비와 식비의 비중이 높기 때문이다.

주거비가 증가한 것은 전기와 가스비가 많이 상승하였기 때문이다. 2020년부터 2023년 기간 동안 석유와 가스 등 에너지 수입 물가가 급증하였다. 에너지 수입 가격이 상승하여 에너지공급 공공기관의 부채가 증가하는 상황이 되자, 정부에서 전기와 가스비를 인상하였고 주거비가 상승하였다. 이

에 따라 전기와 가스를 많이 소비하는 저소득 가구의 소비 물가에 큰 영향을 주었다. 반면, 다른 공공서비스 물가 상승률이 낮아서 그나마 저소득 가구의 물가 상승률이 억제되었다. 에너지 수입 물가의 영향으로 자동차 연료 가격이 상승하여 고가의 자동차를 보유한 고소득 가구의 교통비가 상승하였다.

연령별로 보면, 청년층과 고령층에 저소득이 많기 때문에 식비, 전기와 가스 가격 상승의 영향을 많이 받았다. 전기와 가스 가격에 대한 조정, 그리고 공공서비스 가격 억제가 이 기간 동안 특히 저소득 가구가 직면한 물가 상승 정도에 큰 영향을 주었고, 연령집단으로 보면 청년층과 고령층에 더 큰 영향을 주었다.

가계금융복지조사 자료를 이용하여 실질 소득 증가율을 계산한 결과, 근로소득, 사업소득, 재산소득, 공적이전소득의 증감이 서로 분위별로 상쇄되어 가구 명목 소득 증가율은 분위별로 차이가 적었지만, 물가 상승률이 저소득 분위에서 더 높았기 때문에 1분위 저소득 가구의 실질 소득 증가율이 가장 낮았다. 그리고 가계금융복지조사 2020년과 2023년 자료를 이용하여 실질 자산 가치 변동을 검토하였다. 자산 1분위이면서 소득 5분위 가구의 실질 순자산이 가장 많이 증가하였다(+53.3%). 고소득-저자산 가구들은 2020년 이전에 부채를 통해 총자산을 이미 형성하였고, 2020년 이후 자산 가격(특히 부동산 자산의 가격)이 증가하면서 이 가구들의 자산 가치가 많이 상승하였다.

2020년부터 물가가 상승하였고, 이에 맞추어 기준금리, 수신금리, 대출금리가 인상되었다. 제3장에서는 2020년 이후 이자율 증가가 (1) 금융소득 증가와 (2) 부채이자지급 증가를 통해 가구 소비에 미치는 영향을 이중차분법으로 추정하였다.

추정 결과, 2023년 이자율 증가의 영향으로 2023년 처방집단의 금융소득이 유의하게 증가하였지만 금융소득 증가가 소비에는 유의미한 영향을 주지 않았다. 그리고 이자율 증가의 효과로 2021년부터 처방집단의 부채이자지급이 유의하게 증가하였고, 효과의 크기는 시간이 지날수록 커져 특히 2023년에는 부채이자 지급이 평균 38.5% 증가하였다. 그런데, 소비 효과를 추정한 결과, 2021년 이후 모든 소득 분위에서 부채이자 지급 증가가 소비

에 통계적으로 유의미한 영향을 주지 않았다.

이자율 상승에도 불구하고 소비에 변화가 없었다는 추정 결과는 여러 가지 이론으로 설명할 수 있다. 가구는 과거의 소비 수준을 유지하려는 경향이 있기 때문에, 이자율 상승이 소비에 즉각적으로 영향을 주지 않고 점진적이고 완만하게 영향을 준다. 이자율 상승으로 대출이자 부담이 커지더라도 생존에 필수적인 소비(식료품, 주거비 등)를 줄이기 어려워 소비가 크게 감소하지 않을 수 있다.

제2장과 제3장의 결과를 종합하면, 2023년 이후 내수 소비 부진의 원인을 이자율 상승에서 찾기 어렵다. 2021년부터는 물가 상승의 영향으로 실질 이자율이 하락하였다. 만약 소비가 실질 이자율의 영향을 받았다면, 이 시기에는 소비가 오히려 증가했어야 하므로, 이 시기에 소비 부진과 이자율 변화 사이의 인과관계는 성립하지 않는다. 소비는 소득의 영향을 크게 받는데, 2021년 이후 가구의 실질 소득 증가율이 둔화되면서 소비가 위축된 것으로 볼 수 있다.

제4장에서는 2021년 이후 유럽에서 인플레이션이 가계에 미친 영향과 이에 대응한 정부 정책 사례를 검토하였다. 유럽지역 인플레이션의 효과를 분석한 연구에서는 저소득층이 인플레이션의 영향을 더 많이 받은 것으로 일관되게 나타난다. 저소득 가구는 소득에서 소비가 차지하는 비중이 높고, 가격이 급등한 에너지 등 필수재 지출 비중이 크기 때문이다.

에너지 위기와 인플레이션에 대응하여 유로존 정부가 시행한 재량적 재정 지원 규모는 2022년 유로존 GDP의 1.9%, 2023년 1.8%로 추산된다. 물가 정책은 크게 가격 정책과 소득 정책으로 구분된다. 가격 정책에는 간접세 또는 부과금 감면, 가격 결정에 대한 직접 개입 등이 있다. 소득 정책은 가계 대상 현금이나 현물 지급, 에너지 집약 산업에 종사하는 기업에 대한 지원 등이 있다.

정책을 검토한 연구에서는 가격 정책에 대해서는 대체로 긍정적인 평가가 우세하나, 소득 정책에 대해서는 평가가 엇갈린다. 인플레이션의 영향이 연별별, 국가별로 달랐고, 국가마다 소비와 부채의 정도가 달랐기에 소득 지원 정책의 효과는 국가별로 큰 차이를 보였기 때문이다.

제2절 정책적 함의

인플레이션의 주요 원인이 공급 충격인가 혹은 수요 충격인가에 따라 정부 정책의 방향이 달라진다. 일부 연구에서는 미국에서 과도한 재정 지출이 인플레이션의 원인이고, 연방준비은행이 이자율을 더 빨리 인상해야 했었다고 주장하기도 한다. 그러나 2021년 이후 인플레이션의 핵심 원인은 공급망 교란과 전쟁으로 인한 공급 부족이라는 점에 대해서는 큰 이견이 없다. 특히, 한국에서는 코로나-19 확산 기간 동안 자본주의 발전국 가운데 재정 지출 규모가 가장 적었다. 품목별, 용도별 물가 상승률 추이를 보더라도, 수입 물가 상승이 인플레이션의 원인이라는 것이 분명하다.

인플레이션에 대응하여 공격적으로 이자율을 인상하는 것은 총수요(소비, 투자) 억제를 목표로 한다. 그러나 공급 부족이 인플레이션의 원인일 때 긴축적 통화정책은 공급 부족을 완화하기보다는 상황을 더욱 악화시킨다. 공격적인 이자율 인상은 소득과 소비 불평등을 지속시킨다.

인플레이의 근본 원인은 공급 측면의 문제이므로, 인플레이를 해결하기 위한 최선의 정책은 공급 측면의 문제를 직접 해결하는 조치이다. 유럽에서 시행한 것처럼, 에너지 가격을 낮추기 위해 정부가 개입할 수 있다. 간접세를 인하하거나 에너지 공급 기업에 보조금을 지급하여 에너지 가격을 낮출 수 있다. 그리고 석유 비축량에서 석유를 방출하거나 비축된 식량을 방출하여 공급 부족을 완화할 수 있다.

우리나라에서는 에너지 가격 상승 때 전기와 가스 가격을 인상하였다. 전력 가격은 2019년 108.7원/kw에서 2024년 172.5원/kw로 상승하였고, 도시가스 가격은 같은 기간 동안 15.5원/MJ에서 20.7원/MJ로 상승하였다(허운지·조진만, 2024: 15, 표 2-6). 전력 가격은 58.7% 인상되었고, 도시가스 가격은 33.5% 인상되었다. 전력을 공급하는 공공기관의 적자와 부채가 증가하였다는 것이 이유였다. 그 결과 본 연구 제2장에서 살펴본 바와 같이, 주거비가 상승하였고, 특히 저소득 가구의 물가 상승률이 더 높았다.

유럽과 한국에서 모두 에너지 물가 급등으로 인플레이션이 발생하였는데

정부 정책은 달랐다. 전기와 가스의 공급방식과 가격이 다른 상황을 반영한 것이기도 한다. 유럽에서는 에너지 가격이 높아서 가계가 이미 가격 부담을 한 상태에서, 에너지 가격이 급등하였을 때, 정부가 재정 지출을 확대하여 가계의 부담을 완화하고자 하였다. 한국에서는 가정용 에너지 가격이 낮은 상태에서 에너지 가격이 상승하였을 때 에너지 공급 공공기관의 부채 증가를 완화하기 위해 가정용 에너지 가격을 인상하였다. 그러면서 다른 한편으로 저소득 가구에 대한 지원 사업을 확대하였다. 지원 사업에는 에너지 바우처, 등유 바우처, 연탄 쿠폰 등이 있는데, 가구당 에너지 바우처 지원 금액을 평균 2023년 19.5만 원에서 2024년 36.7만 원으로 인상하였다. 비용지원 사업의 정부지출 규모가 2020년 1,675억 원에서 2024년 6,856억 원으로 증가하였다.

가구의 부담을 완화하기 위해서는 크게 보면 두 가지 상황과 방법이 있다. 하나는, 유럽에서처럼, 가정용 에너지 가격이 높은 상태에서, 에너지 가격이 상승하였을 때 정부가 재정 지출을 하는 방법이 있다. 다른 하나는, 낮은 에너지 가격을 유지한 상태에서, 에너지 가격이 상승할 때, 공공기관이 충격을 흡수하면서 공공기관의 부채를 일반재정에서 충당하면서 재정지출을 하는 방법이 있다.

유럽과 같은 상황에서는, 에너지 가격 상승이 사라지고 이에 대응한 재정 정책이 필요 없는 일상적 상황으로 회복되면 가구가 높은 에너지 가격 부담을 지는 상황으로 돌아간다. 두 번째 방식대로라면 가구가 부담하는 에너지 가격이 낮은 상황으로 돌아간다. 두 방법 모두 재정 지출이 확대된다는 면에서는 동일하지만, 충격 부담의 주체와 재정 지출이 원래의 수준으로 돌아간 상태에서 가구가 지는 지출 부담의 정도는 매우 다르다. 에너지 수입 물가가 상승하는 상황이 발생하였을 때, 두 번째 방식이 에너지 관련 지출 비중이 높은 저소득 가구를 더 효과적으로 보호하는 방식이다.

한국의 전기와 가스 요금에 외국에 비해 낮아서 현실적으로 인상을 하여야 한다는 주장이 있다. 전력 소비를 낮추고 공공기관의 부채를 완화하는 면에서 타당성이 있는 주장이다. 그런데, 전기와 가스와 같은 공공서비스의 가격을 높이면 결국 저소득 가구의 부담이 증가한다. 공공서비스의 가격이 높아져서 저소득 가구의 부담이 높은 상태에서 에너지 가격이 상승하였다고 저

소득을 대상으로 하는 재정 지출을 한다고 해도, 상황이 바뀌어서 재정 지출이 감소하면 결국 높은 가격의 공공서비스 부담을 계속 저소득 가구가 지게 된다. 공공서비스의 가격을 낮은 상태로 유지해서 일상적으로 저소득 가구의 부담을 낮추고, 대신 공공기관의 재정 부담을 일반재정에서 충당하는 방안이 효과적일 수 있다. 전기와 가스 요금을 포함하여 공공서비스 가격을 책정할 때 이러한 면도 고려해야 할 필요가 있다.

참고문헌

- 정호성 · 유재인(2024), 「개인 특성별 이질적 인플레이션율과 실질 소비 탄력성」, 『금융연구』 38(4), pp.127~174.
- 허윤지 · 조진만(2024), 『에너지 소비 여건 변화와 가구 연료비 지출 분석』, 에너지경제연구원.
- Abadie, A.(2005), “Semiparametric difference-in-differences estimators,” *Review of Economic Studies* 72, pp.1~19.
- Agarwal, S., S. Chomsisengphet, Y. Yildirim, and J. Zhang(2021), “Interest Rate Pass-Through and Consumption Response: The deposit channel,” *The Review of Economics and Statistics* 103(5), pp.922~938.
- Albacete, N., I. Gerstner, N. Geyer, P. Lindner, N. Prinz, and V. Woharcik (2022), “Effects of Interest Rate and Inflation Shocks on Household Vulnerability in Austria: A microsimulation using HFCS data,” *Financial Stability Report* 44, pp.69~77.
- Albanesi, S.(2007), “Inflation and Inequality,” *Journal of Monetary Economics* 54(4), pp.1088~1114.
- Alvarez, J., M.J.C. Bluedorn, M.N.-J.H. Hansen, Y. Huang, E. Pugacheva, and A. Sollaci(2022), “Wage-Price Spirals: What is the historical evidence?,” International Monetary Fund.
- Alves, J. and T. Silva(2021), “An Empirical Assessment of Monetary Policy Channels in Income and Wealth Disparities,” *Comparative Economic Studies* 63, pp.432~449.
- Amaral, P.(2017), “Monetary Policy and Inequality,” *Economic Commentary* 2017-01.

- Amores, A., H. Basso, S. Bischl, P. De Agostini, S. De Poli, E. Dicarolo, M. Flevotomou, M. Freier, S. Maier, E. García-Miralles, M. Pidkuyko, M. Ricci, and S. Riscado(2023), "Inflation, Fiscal Policy and Inequality," European Commission, JRC135517.
- Argente, D. and M. Lee(2020), "Cost of Living Inequality during the Great Recession," *Journal of the European Economic Association* 19(2), pp.913~952.
- Auclert, A.(2019), "Monetary Policy and the Redistribution Channel," *American Economic Review* 109(6), pp.2333~2367.
- Auclert, A., H. Monnery, M. Rognlie, and L. Straub(2023), "Managing an Energy Shock: Fiscal and monetary policy," NBER Working Paper 31543.
- Bandera, N., L. Barnes, M. Chavaz, S. Tenreyro, and L. von dem Berge (2024), "Monetary Policy in the Face of Supply Shocks: The role of inflation expectations," European Central Bank, working paper.
- Beck, G. W. and X. Jaravel(2020), "Prices and Global Inequality: New evidence from worldwide scanner data," Mimeo.
- Berisha, E., R. Sewak Dubey, and O. Gharehgozli(2023), "Inflation and Income Inequality: Does the level of income inequality matter?," *Applied Economics* 55(37), pp.4319~4330.
- Boissay, F., F. De Fiore, D. Igan, A. P. Tejada, and D. Rees(2022), "Are Major Advanced Economies on the Verge of a Wage-Price Spiral?," Technical Report, Bank for International Settlements.
- Callaway, B. and P. Sant'Anna(2021), "Difference-in-Differences with Multiple Time Periods," *Journal of Econometric* 225(2), pp.200~230.
- Campbell, J. and G. Mankiw(1989), "Consumption, Income, and Interest Rates: Reinterpreting the time series evidence," NBER Chapters, in *NBER Macroeconomics Annual 1989*, Volume 4, pp.185~246.
- _____(1991), "The Response of Consumption to Income: A cross-country

- investigation,” *European Economic Review* 35(4), pp.723~756.
- Cardoso, M., C. Ferreira, J. M. Leiva, G. Nuño, Á. Ortiz, T. Rodrigo, and S. Vazquez(2022), “The Heterogeneous Impact of Inflation on Households Balance Sheets,” Working Paper 176, Red Nacional de Investigadores en Economía.
- Charalampakis, E., B. Fagandini, L. Henkel, and C. Osbat(2022), “The Impact of the Recent Rise in Inflation on Low-Income Households,” *Economic Bulletin*, Boxes 7.
- Chen, T., P. Levell, and M. O'Connell(2024), “Cheapflation and the Rise of Inflation Inequality,” Institute for Fiscal Studies Working Paper 24/36.
- Claeys, G. and L. Guetta-Jeanrenaud(2022), ‘Who is Suffering Most from Rising Inflation?’, Bruegel's Weekly Newsletter.
- Coccia, S. and A. Russo(2025), “Inflation, Inequality and Financial Vulnerability: Monetary vs. fiscal policy in the face of an energy shock,” *Energy Economics* 143. 10822.
- Coibion O., Y. Gorodnichenko, and M. Weber(2022), “Monetary Policy Communications and Their Effects on Household Inflation Expectations”, *Journal of Political Economy* 130(6), pp.1537~1584.
- Colavecchio, R., U. Fritsche, and M. Graff(2011), “Inflation Inequality in Europe,” Macroeconomics and Finance Series 201102, University of Hamburg, Department of Socioeconomics.
- Crawford, I. and Z. Smith(2002), “Distributional Aspects of Inflation,” Commentary 90, Institute for Fiscal Studies.
- Dieckelmann, D. and J. Metzler(2022), “Household Inequality and Financial Stability Risks: Exploring the impact of changes in consumer prices and interest rates,” *Financial Stability Review* 2.
- Doepke, M. and M. Schneider(2006), “Inflation and the Redistribution of Nominal Wealth,” *Journal of Political Economy* 114 (6), pp.1069~

1097.

- Erosa, A. and G. Ventura(2002), "On Inflation as a Regressive Consumption Tax," *Journal of Monetary Economics* 49(4), pp.761~795.
- European Central Bank(ECB)(2023), *Economic Bulletin*, 2호.
- Fessler, P. and F. Fritzer(2013), "The Distribution of Inflation among Austrian Households," *Monetary Policy & the Economy* 13(Q3), pp.12~28.
- Gürer, E. and A. Weichenrieder(2020), "Pro-Rich Inflation in Europe: Implications for the measurement of inequality," *German Economic Review* 21(1), pp.107~138.
- Ha, J., M. A. Kose, and F. Ohnsorge(2022), "From Low to High Inflation: Implications for emerging market and developing economies," Working Paper, SSRN 4074459.
- Hagemann, R. P.(1982), "The Variability of Inflation Rates across Household Types," *Journal of Money, Credit and Banking* 14(4), pp.494~510.
- Hall, R.(1988), "Intertemporal Substitution in Consumption," *Journal of Political Economy* 96(2), pp.339~357.
- Harari, D., B. Francis-Devine, P. Bolton, and M. Keep(2022), "Rising Cost of Living in the UK," House of Commons Library, London, <https://Commonslibrary.Parliament.Uk/Research-Briefings/Cbp-9428>.
- Heckman, J., H. Ichimura, and P. Todd(1997), "Matching as an Econometric Evaluation Estimator: Evidence from evaluating a job training programme," *Review of Economic Studies* 64(4), pp.605~654.
- Heckman, J., H. Ichimura, J. Smith, and P. Todd(1998), "Characterizing Selection Bias Using Experimental Data," *Econometrica* 66(5), pp. 1017~1098.
- Hobijn, B. and D. Lagakos(2005), "Inflation Inequality in the United States," *Review of Income and Wealth* 51(4), pp.581~606.
- Hochmuth, P., M. Pettersson, and C. Weissert(2022), "A Nonhomothetic Price Index and Inflation Heterogeneity," Working Paper.

- IMF(2022), *World Economic Outlook: Countering the cost-of-living crisis*, Washington, DC.
- Jahromi, A. A., M. M. Mihai, T. Yang(2023), "Inflation and the US Economy in 2022," *Journal of Financial Service Professionals* 77(1).
- Kaplan, G., G. Violante, and J. Weidner(2014), "The Wealthy Hand-to-Mouth," *Brookings Papers on Economic Activity* 45(1), pp.77~153.
- Kaplan, G. and S. Schulhofer-Wohl(2017), "Inflation at the Household Level," *Journal of Monetary Economics* 91(C), pp.19~38.
- Katz, M.(2023), "Energy Prices, the Distribution of Income, and the Effects of Wage Indexation," Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.
- Kiss, R. and G. Strasser(2024), "Inflation Heterogeneity across Households," Working Paper Series 2898, European Central Bank.
- Knicker, M. S., K. Naumann-Woleske, J.-P. Bouchaud, and F. Zamponi (2023), "Post-COVID Inflation & the Monetary Policy Dilemma: An agent-based scenario analysis," arXiv preprint arXiv:2306.01284.
- McKay, A. and C. Wolf(2023), "Monetary Policy and Inequality," *Journal of Economic Perspectives* 37 (1), pp.121~144.
- Michael, R. T.(1979), "Variation across Households in the Rate of Inflation," *Journal of Money, Credit and Banking* 11(1), pp.32~46.
- Monnin, P.(2014), "Inflation and Income Inequality in Developed Economies," CEP Working Paper, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2444710>.
- Pallotti, F., G. Paz-Pardo, J. Slacalek, O. Tristani, and G. Violante(2024), "Who Bears the Costs of Inflation? Euro area households and the 2021-2023 shock," *Journal of Monetary Economics* 148(S), 103671.
- Pieroni, V.(2023), "Energy Shortages and Aggregate Demand: Output loss and unequal burden from HANK," *European Economic Review* 154, 104428.
- Prammer, D. and L. Reiss(2023), "Fighting (the Effects of) Inflation:

- Government measures in Austria and the EU,” *Monetary Policy and the Economy*, issue Q4/22-Q1/23, pp.95~106.
- Sant’Anna, P. and J. Zhao(2020), “Doubly Robust Difference-in-Differences Estimators,” *Journal of Econometrics* 219(1), pp.101~122.
- Sant’Anna, P., J. Roth, A. Bilinski, and J. Poe(2023), “What's Trending in Difference-in-Differences? A synthesis of the recent econometrics literature,” *Journal of Econometrics* 235(2), pp.2218~2244.
- Sgaravatti, G., S. Tagliapietra, and G. Zachmann(2023), “Eu's Industrial Response to the Energy Crisis,” Working Paper, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4489702>.
- Shiller, R.(1997), “Why Do People Dislike Inflation?,” in C.D. Romer and D.H. Romer(eds.), *Reducing Inflation: Motivation and strategy*, pp.13~70, University of Chicago Press.
- Sieroń, A.(2017), “Inflation and Income Inequality,” *Prague Economic Papers* 26(6), pp.633~645.
- Stantcheva, S.(2024), “Why Do We Dislike Inflation,” NBER Working Paper 32300.
- Stiglbauer, A.(2023), “Wages, Inflation and a Negative Supply Shock,” *Monetary Policy and the Economy*, issue Q4/22-Q1/23, pp.85~93.
- Stiglitz, J. E. and I. Regmi(2023), “The Causes of and Responses to Today’s Inflation,” *Industrial and Corporate Change* 32(2), pp.336~385.
- Sun, L. and S. Abraham(2021), “Estimating Dynamic Treatment Effects in Event Studies with Heterogeneous Treatment Effects,” *Journal of Econometrics* 225(2), pp.175~199.
- Turco, E., D. Bazzana, M. Rizzati, E. Ciola, S. Vergalli(2023), “Energy Price Shocks and Stabilization Policies in the MATRIX Model,” *Energy Policy* 177(c), 113567.
- Uxó González, J.(2022), “Inflation and Counter-Inflationary Policy Measures: The case of Spain,” Technical Report, IMK Study No.83-5.

Visco, I.(2023), “Monetary Policy and the Return of Inflation,” in The Warwick Economic Summit 2003, Bishnodat Persaud Lecture.

◆ 執筆者

- 홍민기(한국노동연구원 선임연구위원)

이자율과 물가 상승이 불평등에 미치는 영향

- | | |
|------------|--|
| ▪ 발행연월일 | 2025년 12월 26일 인쇄
2025년 12월 31일 발행 |
| ▪ 발 행 인 | 허 재 준 |
| ▪ 발 행 처 | 한국노동연구원
30147 세종특별자치시 시청대로 370
세종국책연구단지 경제정책동
☎ 대표 (044) 287-6081 Fax (044) 287-6089 |
| ▪ 조 판 · 인쇄 | 사단법인 남북장애인교류협회 인쇄사업부 |
| ▪ 등 록 일 자 | 1988년 9월 13일 |
| ▪ 등 록 번 호 | 제2015-000013호 |

© 한국노동연구원 2025 정가 6,000원

ISBN 979-11-260-0827-8

KLI
한국노동연구원

한국노동연구원

30147 세종특별자치시 시청대로 370 경제정책동
TEL : 044-287-6083 <http://www.kli.re.kr>



ISBN 979-11-260-0827-8