연구보고서

2025

06

통화정책 사이클과 가계부채 결정요인

문제영·황인창

KiRi 보험연구원

본 보고서에 수록된 내용은 집필자 개인의 의견이며 우리원의 공식 의견이 아님을 밝혀 둔다.

목 차

• 요약 1

Ⅰ. 서론 3
1. 연구배경 3
2. 이론적 배경 및 선행연구 6

Ⅱ. 국가별 가계부채의 결정요인 9
1. 분석 배경 9
2. 연구 방법 9
3. 분석 결과 12

Ⅲ. 한국 가계 레버리지 변화의 결정요인 17
1. 분석 배경 17
2. 연구 방법: 요인분해분석(Factor Decomposition Analysis) 18
3. 가계부채비율 변화의 결정요인: 신규대출과 피셔 요인 19
4. 금리 사이클별 가계부채 동학 비교 22
5. 신규대출의 결정요인 분석 24

Ⅳ. 통화정책 충격과 한국 가계부채 33
1. 분석 배경 33
2. 분석 방법: 국소투영기법(Local Projection Method) 33
3. 분석 결과 35

Ⅴ. 결론 및 시사점 38

• 참고문헌 41

• 부록 44

표 차례

〈표 Ⅰ-1〉 주요국 가계부채 비율 3
〈표 Ⅱ-1〉 국제비교 회귀분석 설명변수 10
〈표 Ⅱ-2〉 OECD 주요 8개국 회귀분석 결과(종속변수: ΔDTI_{it}) 12
〈표 Ⅲ-1〉 금리 사이클별 신규 레버리지, 신규대출, 피셔항의 평균 비교 22
〈표 Ⅲ-2〉 금리 사이클별 가계 레버리지 증감(Δb)과의 상관계수 23
〈표 Ⅲ-3〉 신규대출 규모 설명변수 25
〈표 Ⅲ-4〉 회귀분석 결과 26

그림 차례

〈그림 Ⅱ-1〉 OECD 주요 8개국 DTI 추이(1998~2024년) 11
〈그림 Ⅲ-1〉 기준금리 및 가계부채비율 추이(1998~2024년) 18
〈그림 Ⅲ-2〉 가계부채비율 변화에 대한 신규대출 및 피셔 변수 기여분 20
〈그림 Ⅲ-3〉 가계부채비율 변화에 대한 피셔 변수의 기여분 분해 21
〈그림 Ⅳ-1〉 금리인상 충격에 대한 가계부채비율 변화의 충격반응 35
〈그림 Ⅳ-2〉 금리인하 충격에 대한 가계부채비율 변화의 충격반응 35

Abstract

Drivers of Household Debt across the Monetary Policy Cycle

This study empirically analyzes the determinants of household debt in South Korea and its interaction with monetary policy, using long-term annual time-series data from 1998 to 2024. The analysis proceeds in three stages.

First, a comparative analysis with major OECD countries was conducted to diagnose the structural characteristics of Korea's household debt. The findings reveal that Korea has consistently maintained high household leverage, with a particularly large share of variable-rate loans and an asset portfolio heavily skewed toward real estate. These features make Korean households exceptionally sensitive to interest rate changes. Based on this structural context, key macroeconomic and institutional factors contributing to debt accumulation were identified.

Second, annual changes in household leverage were decomposed into two components: (1) new borrowing flows and (2) a Fisher term capturing the effects of inflation, real GDP growth, and nominal interest rates. The results indicate that leverage growth was predominantly driven by new borrowing expansion. During monetary easing periods, low interest rates and expectations of rising housing prices combined to accelerate credit growth. In contrast, during tightening cycles, rising interest burdens and restrictive lending conditions led to a slowdown in new borrowing. To further investigate the determinants of new borrowing, a regression analysis was conducted separating demand- and supply-side factors. The analysis shows that during easing periods, consumer

sentiment, the housing affordability index (K-HAI), financial liberalization, and financial institutions' lending attitudes all had significantly positive effects. In contrast, during tightening periods, the aging index had a significantly negative impact, acting as a key constraint on loan demand.

Third, the dynamic effects of monetary policy shocks on household debt were examined using Jordà's (2005) Local Projection Method. Impulse responses were estimated for household leverage, new borrowing, and the Fisher term following 1-percentage-point increases and decreases in the policy rate. The results reveal marked asymmetries. Rate hikes suppressed new borrowing and increased the real repayment burden of existing debt, resulting in a short-term decline in leverage. However, this effect gradually diminished. In contrast, rate cuts led to a strong and persistent rise in leverage, driven by both a surge in new borrowing and negative Fisher effects. These findings suggest that the financial accelerator mechanism operates more powerfully during easing cycles. Overall, the asymmetric responses imply that the effects of monetary policy shocks differ significantly depending on their direction—not only in scale but also in transmission channels.

Based on these findings, several policy implications emerge. First, greater diversification of household asset portfolios should be encouraged, shifting away from heavy reliance on real estate toward financial assets. Second, during easing cycles, macroprudential measures must be implemented preemptively and robustly to curb excessive credit expansion and overheating in housing markets. Third, during tightening cycles, flexible application of regulations such as the debt service ratio (DSR) and loan-to-value ratio (LTV), along with targeted support for financially vulnerable groups, will be necessary to mitigate adverse impacts. Crucially, the study highlights that rate cuts are not simply the reverse of rate hikes: they may lead to disproportionately larger increases in household debt. This underscores the need for close coordination between monetary and macroprudential policies, and for a unified policy framework capable of managing financial vulnerabilities arising from asymmetric monetary transmission.

요 약

본 연구는 1998년부터 2024년까지의 장기 시계열 자료를 기반으로 한국의 가계부채 결정요인과 통화정책 간의 상호작용을 실증적으로 분석하였다. 전체 분석은 세 단계로 구성된다.

우선 OECD 주요국과의 비교를 통해 한국 가계부채의 구조적 특성을 진단하였다. 분석 결과 한국은 분석 기간 내내 높은 가계 레버리지 수준을 지속하였으며, 특히 변동금리 대출의 비중이 크고 가계 자산 포트폴리오가 주택 자산에 과도하게 편중되어 있다는 점에서 금리 변화에 대한 민감도가 두드러지게 나타났다. 이러한 제도적 및 구조적 특성을 고려하여 가계부채 누증에 영향을 미친 핵심 거시경제 변수와 제도적 요인들을 선별하였다.

다음으로 가계 레버리지의 연도별 변화를 (1) 신규대출 요인과 (2) 인플레이션, 실질경제성장률, 명목금리 등으로 구성된 피셔(Fisher) 항목으로 분해하여, 가계부채 증가의 동인을 정량적으로 규명하였다. 분석 결과 레버리지 증가는 전반적으로 신규대출 확대에 의해 주도되었으며, 특히 금리 인하기에는 완화적 통화여건과 주택가격 상승 기대가 결합되면서 신용공급이 빠르게 확대되는 양상이 관찰되었다. 반면, 금리 인상기에는 이자부담 증가 및 금융기관의 대출태도 변화 등으로 인해 신규대출 증가세가 둔화되었다. 이러한 결과를 바탕으로 신규대출을 결정하는 수요·공급 요인을 구분하여 회귀분석을 실시한 결과, 금리 인하기에는 소비자심리지수, 주택구입부담지수(K-HAI), 금융자유화 수준, 금융기관의 대출태도가 모두 통계적으로 유의한 양의 영향을 미쳤으며, 금리 인상기에는 고령화지수 등이 유의한 음의 영향을 나타내며 대출 수요를 제약하는 주요 변수로 작용하였다.

마지막으로 기준금리 충격이 가계부채비율 및 그것의 구성요소인 신규대출과 피셔항에 미치는 시차적 영향을 분석하기 위해 Jordà(2005)의 국소투영기법(Local Projection Method)을 활용하였다. 정책금리 인상 및 인하 충격에 대한 가계 레버리지의 반응을 추정한 결과 다음과 같은 비대칭적 효과가 확인되었다. 기준금리 인상 충격은 신규대출의 급격한 위축과 기존 부채의 실질 상환부담 증가를 통해 단기적으로 레버리지 증가율을 억제하는 효과를 보였으며, 이러한 영향은 시간이 지남에 따라 점진적으로 소멸되었다.

반면, 기준금리 인하 충격은 신규대출 증가와 피셔항의 음의 기여를 통해 레버리지의 강하고 지속적인 상승을 유도하였으며, 특히 금융가속경로(Financial accelerator)가 금리 인하기에 더 강하게 작동하는 양상이 실증적으로 확인되었다. 이는 동일한 폭의 정책금리 변동이라 하더라도 그 파급효과가 정책 방향에 따라 실질적으로 상이하게 나타날 수 있음을 시사한다.

이상의 실증 분석 결과를 바탕으로 다음과 같은 정책적 함의를 도출할 수 있었다. 첫째, 가계의 자산 포트폴리오를 부동산 중심에서 금융자산 중심으로 전환하기 위한 유인 체계 정비가 필요하다. 둘째, 금리 인하 국면에서는 신용팽창과 주택시장 과열에 대한 사전 대응을 위해 거시건전성 정책을 선제적이고 강도 높게 운용해야 한다. 셋째, 금리 인상기에는 금융취약계층의 상환 부담을 완화하고 실물경제 위축을 최소화하기 위해 총부채원리금상환비율(DSR) 및 담보인정비율(LTV) 규제의 탄력적 적용과 맞춤형 정책 지원이 요구된다. 기준금리 인하가 단순히 금리 인상기의 효과를 반전시키는 것이 아니라, 가계부채 누증이라는 비대칭적 결과를 초래할 수 있다는 점에서 통화정책과 거시건전성 정책의 조화로운 연계 및 일관된 정책 프레임워크 마련이 필수적이다.

Ⅰ 서론

1. 연구 배경

한국의 가계부채는 1997년 외환위기 이후 지속적인 증가세를 보여왔다. 외환위기 직후 일시적으로 감소했던 가계부채는 1999년경부터 급격히 팽창하기 시작하였으며, 2000년대 초반의 신용카드 대란 등을 계기로 큰 폭으로 증가하였다. 이후 2000년대 중반에는 부동산 시장의 활황과 맞물려 주택담보대출이 급증하였고, 2008년 글로벌 금융위기 이후에도 저금리 기조가 지속되면서 가계부채는 꾸준한 증가세를 이어갔다. 그 결과, 한국의 가계부채는 명목 GDP 대비 비율 기준으로 2010년대 이후에도 상승 흐름을 지속하였다. 실제로 글로벌 금융위기 이후 다수의 주요국이 가계부채 비율을 점진적으로 낮추거나 안정시킨 것과 달리, 한국은 정책적 노력에도 불구하고 해당 비율이 지속적으로 상승하였다. BIS 통계에 따르면 2010년 당시 한국의 가계부채 비율은 조사 대상 40여 개국 중 중위권 수준이었으나, 2018년 이후에는 상위권(5위 이내)으로 올라섰다. 〈표 Ⅰ-1〉에서 나타나듯 2008년 글로벌 금융위기 직후 미국과 영국 등 주요국은 가계부채 디레버리징 국면에 진입한 반면, 한국은 오히려 부채비율의 꾸준한 상승세를 지속하였다.

〈표 Ⅰ-1〉 주요국 가계부채 비율

(단위: GDP 대비 %)

연도	일본	프랑스	독일	미국	영국	한국
2007	58	45	60	99	89	67
2011	59	50	58	87	91	76
2015	62	55	52	76	83	85
2019	62	60	51	75	80	89
2023	65	61	50	71	71	93

자료: 국제결제은행(BIS)

최근 발간된 국제금융협회(IIF)의 2024년 글로벌 부채 보고서는 한국의 가계부채 문제의 심각성을 다시금 부각시킨다. 2024년 4분기 기준 한국의 가계부채는 GDP 대비 약 91.7%로 조사 대상 38개국 중 두 번째로 높은 수준을 기록하였다. 이는 세계 평균인 약 60%를 크게 웃도는 수치로 캐나다에 이어 세계 2위에 해당한다. 특히 한국은 코로나19 팬데믹 기간(2020~2023년) 동안 해당 비율이 일시적으로 100%를 넘어서며, 약 4년간 세계에서 가장 높은 가계부채 비율을 기록한 국가 중 하나로 평가받았다. 2023년 말 기준으로는 약 93% 수준으로 다소 낮아졌지만, 여전히 세계 최고 수준이라는 불명예를 벗어나지 못하고 있다.

이러한 가계부채 문제에 대한 본격적인 진단에 앞서 한국 가계부채의 고유한 구조적 특성을 간략히 짚어볼 필요가 있다. 첫째, 가계부채는 부동산시장과의 연계성이 매우 높다. 가계대출의 절반 이상이 주택담보대출이며, 주택시장 동향에 따라 가계부채가 민감하게 변동하는 구조를 보인다. 특히 전세 제도와 같은 한국 특유의 주택금융 구조로 인해 실거주 목적의 전세자금대출도 부채 증가의 주요 요인으로 작용한다. 둘째, 자영업자 대출이 가계부채 내에서 큰 비중을 차지하며 이는 구조적 취약성을 내포한다. 자영업자 대출은 명목상 가계대출로 분류되지만 실질적으로는 생계형 사업자금 성격이 강해 경기 부진이나 금리 상승기에 연체 및 부실 위험이 크게 증가한다. 2024년 기준 자영업자 대출 잔액은 약 1,000조 원으로 전체 가계부채의 약 20%를 차지하며, 연체율도 전체 평균을 크게 상회하고 있다. 셋째, 한국 가계부채는 금리 구조 측면에서 변동금리 비중이 매우 높다. 국내 주택담보대출 중 고정금리 대출은 2023년 기준 약 23%에 불과하며, 대다수가 변동 또는 혼합금리 형태로 이루어져 있다. 이는 주요국의 고정금리 비중(80~90%)에 비해 현저히 낮은 수준으로 금리 상승 시 가계가 즉각적인 이자 부담 증가에 노출되는 구조적 취약성이 있다.

이처럼 구조적으로 취약한 가계부채 문제를 관리함에 있어 한국은행과 금융당국은 복잡한 정책적 딜레마에 직면하고 있다. 한국은행은 물가안정이라는 전통적 목표에 더해 금융안정이라는 이중 목표를 동시에 고려해야 하는 상황에 놓여 있다. 기준금리 인하 필요성이 제기되는 경기 둔화 국면에서도 가계부채 재팽창과 자산시장 과열에 대한 우려로 인해 금리 인하를 주저하는 모습이 반복되고 있다. 금융당국 또한 거시건전성 규제와 경기 활성화 사이에서 균형을 도모하고 있다. 총부채상환비율(DTI), 담보인정비율(LTV), 총부채원리금상환비율(DSR) 등 다양한 규제를 통해 가계부채 증가를 억제하고자 하였으며, 2021년 이후에는 대출 총량관리 등 강도 높은 조치까지 병행하였다. 그러나 이들

정책은 대출의 비은행권 이동, 저신용계층의 자금 접근성 약화, 부동산 경기 침체 등 다양한 부작용을 동반하였다. 이에 따라 정부는 2023년 이후 실수요자 중심의 규제 완화와 초장기 모기지 도입 등으로 연착륙을 유도하면서도 DSR 규제 등 기조를 유지하는 방향으로 미세조정을 시도하고 있다.

요컨대 정책당국은 가계부채의 구조적 취약성과 경기둔화 리스크 사이에서 균형을 유지하기 위해 통화정책과 거시건전성 정책을 유연하게 조합하고 있으며, 과도한 긴축이 실물경제에 충격을 주지 않도록 정교한 정책 조율이 요구되고 있다. 한국은행은 필요시 금리 인상도 불사하면서 금융 불균형 해소에 주력하고 있으며, 금융당국은 차주 단위의 대출규제를 강화하면서도 경제 상황에 따라 선택적 완화책을 병행하고 있다. 이러한 정책 기조는 가계부채 문제의 안정적 관리를 전제로 지속 가능한 성장과 금융안정의 기반을 마련하려는 노력의 일환으로 평가된다.

이러한 배경 속에서 과도한 가계부채 하에서의 통화정책 운용 및 그 파급효과에 대한 논의가 학계에서도 활발히 전개되고 있다. 높은 수준의 부채는 통화정책의 효과를 증폭시키거나 제약하는 구조적 요인으로 작용한다. 예를 들어 가계부채가 많은 경제에서는 금리 인상 시 채무상환 부담이 급격히 증가하여 소비와 투자가 위축될 수 있으며, 반대로 금리 인하 시에도 가계는 부채상환에 집중하면서 정책의 소비 촉진 효과가 제한될 수 있다. 이처럼 통화정책이 실물경제에 전달되는 과정은 가계부채의 규모와 구성에 따라 크게 영향을 받는다. 한국은행의 『금융안정보고서(2023)』에 따르면 가계부채가 클수록 완화적 통화정책 시행 시 민간 차입이 과도하게 증가하여 금융시스템의 취약성이 심화될 수 있으며, 이로 인해 통화당국은 완화정책과 금융불균형 간의 균형을 보다 신중히 고려해야 한다는 지적이 제기되고 있다. 또한 높은 가계부채는 통화정책의 운용 여지를 제약하는 요인이 되기도 한다. 즉, 물가상승률이 목표에 도달했더라도 가계부채와 자산시장 과열에 대한 우려로 인해 금리 인하와 같은 정책 대응이 지연될 수 있다는 것이다. 이러한 구조적 문제를 해결하지 않은 채 통화정책을 완화할 경우, 부동산 가격 상승과 가계부채 확대라는 악순환이 반복될 우려가 크다.

본 연구는 이러한 문제의식을 바탕으로 통화정책과 가계부채 간의 구조적 상호작용을 실증적으로 분석하는 데 목적을 둔다. 구체적으로 기준금리의 인하기와 인상기로 구분하여 각 시점에서의 가계부채 증가율과 결정요인을 비교·분석하고자 한다. 이를 위해 가계부채 증가분을 (1) 신규대출의 순증 효과와 (2) 피셔 효과–즉, 실질이자율, 경제성장률, 인

플레이션 등의 거시변수에 의해 유도되는 부채 명목가치 변화-로 분해함으로써 각 구성요소가 레버리지 동학에 미치는 상대적 기여도를 계량적으로 추정한다. 나아가 본 연구는 금리 사이클 전환기에서 나타나는 가계의 차입 행태 변화와 실질 상환 부담의 조정 메커니즘을 분석하여, 통화정책의 파급경로가 가계부채 구조에 따라 어떻게 비대칭적으로 작용하는지를 규명하고자 한다. 이러한 분석을 통해 향후 통화정책 수립 시 가계부문의 취약성과 금융안정 리스크를 함께 고려하는 통합적 정책 설계의 필요성을 제시하는 데 목적이 있다.

2. 이론적 배경 및 선행연구

통화정책은 기준금리 조정을 통해 실물경제와 금융 부문에 영향을 미치며, 다양한 전달경로를 통해 가계의 소비 및 부채 수준을 변화시킨다. 전통적인 이자율 경로에서는 정책금리 인상이 시장금리를 상승시켜 차입 비용을 증가시키고, 이에 따라 소비와 투자가 위축되는 효과가 나타난다. 반대로 금리 인하 시에는 대출금리가 하락하여 차입 여건이 개선되고 소비와 주택 구매가 촉진될 수 있다.

가계부채와 관련해 특히 주목할 전달 경로는 현금흐름 경로(Household cash-flow channel)이다. 이는 변동금리부 대출이 많은 경제에서 정책금리 변동이 곧바로 가계의 이자 부담 변화로 이어져 가처분소득을 조정시키는 메커니즘을 의미한다. 금리가 상승할 경우 이자 지출이 증가하여 소비 여력이 줄어들고, 금리 인하 시에는 반대로 이자 부담이 줄어들면서 소비를 지지하는 효과가 나타난다. 이러한 효과는 부채 규모가 클수록, 특히 금리 민감성이 높은 취약 가계일수록 더욱 뚜렷하게 나타난다. 예를 들어, 부채에 크게 의존하는 가구는 금리 인상기에 소비를 급격히 줄이는 경향을 보이며, 이는 통화정책의 파급효과에 계층 간 이질성(Heterogeneity)이 존재함을 시사한다.

자산효과(Wealth or asset price channel)도 가계부채에 영향을 미치는 주요 경로이다. 완화적 통화정책은 주택 및 금융자산 가격 상승을 유도하여 가계의 순자산 및 담보가치를 증가시키고, 이는 신용 접근성과 차입 여력을 확대시키며 소비를 촉진한다. 반면 통화긴축은 자산 가격 하락과 담보가치 축소를 유발하고, 신용공급 제약을 통해 부채 증가를 억제하거나 부채조정(Deleveraging)을 야기할 수 있다.

이처럼 통화정책의 실질적 효과는 금리 수준과 경기 국면에 따라 비대칭적이거나 비선형적으로 나타날 수 있다. 예를 들어 명목금리가 낮은 구간에서는 추가 금리 인하의 효과가 제한되거나(ZLB 제약), 가계가 소비보다 부채상환에 집중하여 통화완화의 효과가 약화될 수 있다. 반면 부채 수준이 높은 상황에서의 금리 인상은 이자 부담을 급격히 증가시켜 소비를 크게 위축시키는 과도한 긴축효과를 유발할 수 있다. 이러한 반응은 금리 인상기와 인하기에 통화정책의 파급 경로가 다르게 나타날 수 있음을 의미한다. 실제로 장기간의 완화적 통화환경은 가계의 과도한 차입과 부채 누증을 유도하고, 이후 긴축기로의 전환은 소비 위축과 자산가격 하락을 동반하여 경기 침체를 심화시킬 수 있다.

가계부채의 변동을 이해하기 위해서는 부채 동학(Debt dynamics), 특히 이자율, 성장률, 인플레이션 간 관계를 고려하는 피셔 동학(Fisher dynamics) 개념이 활용된다. 이는 원래 정부부채 분석에 적용된 회계적 분석틀로, 어빙 피셔의 통찰을 바탕으로 부채/소득비율의 변화가 '신규차입(New borrowing)'과 '피셔 효과'로 분해될 수 있다는 점에 주목한다. Hall and Sargent(2011)은 미국의 2차 세계대전 이후 부채/GDP 비율 변화를 분석하면서, 경제성장과 인플레이션에 따른 명목 GDP 증가가 이자 비용을 상쇄하여 부채비율을 자연 감소시킨 사례를 제시하였다. 즉, 명목성장률(g)이 이자율(i)보다 높은 경우에는 추가 차입 없이도 부채비율이 감소하고, 그 반대의 경우에는 적자 없이도 부채비율이 상승할 수 있다.

이러한 분석틀을 가계부채에 적용하면 가계부채비율의 변화는 (1) 신규차입과 (2) 명목소득 변화에 따른 분모 효과 및 실질부채 가치 변화에 따른 분자 효과로 분해할 수 있다. Mason and Jayadev(2014)는 미국의 장기 시계열(1929~2011년)을 바탕으로 이러한 피셔 동학을 실증 분석하였으며, 상당한 비중의 부채비율 변동이 신규차입이 아닌 거시변수(소득, 인플레이션 등)의 영향으로 설명됨을 보였다. 예를 들어 대공황기에는 디플레이션과 실질 GDP 감소가 부채비율 급등을 유발하였고, 2차 세계대전 이후에는 고인플레이션과 경제성장이 부채비율을 급격히 낮추었다. 이는 가계부채의 변화 원인을 논할 때 자동적인 거시경제 효과를 반드시 고려해야 함을 시사한다.

국제 문헌은 이러한 점을 더욱 분명히 보여준다. Mian and Sufi(2017)는 30개국 이상을 분석하여 가계부채/GDP 비율의 증가가 이후 수년간 성장률 둔화 및 침체 가능성 상승을 예측한다는 증거를 제시하였다. Fagereng et al.(2025)는 노르웨이의 행정자료를 기반으로 가계부채/소득비율의 변화를 순차입과 피셔 항목으로 분해하고, 금리 충격에 따른 각

경로의 영향을 실증 분석하였다. 결과적으로, 금리 인상 시 신규차입 감소 효과가 피셔 효과보다 더 크게 나타나 전체 부채/소득비율이 하락하는 경향을 보였다.

이외에도 Dynan(2012), Schularick and Taylor(2012), Farhi and Werning(2016) 등의 연구는 부채 민감성, 금융위기 발생 기제, 정책 조합의 효율성 등을 다양한 각도에서 분석하며, 가계부채와 통화정책의 상호작용을 규명하였다. 국내에서도 정규철 외(2012), 고동우·윤성민(2023), 권준석 외(2022), 조성희 외(2021), 전재호 외(2020), 김진하 외(2023) 등의 연구를 통해 금리, 자산가격, 금융규제 변화가 가계부채에 미치는 영향을 실증적으로 분석하고 있다. 특히 통화정책의 효과가 가계부채 구조와 거시건전성 정책과의 상호작용 속에서 달라질 수 있음을 확인하였다.

기존 연구는 대부분 금리 변동과 가계부채 간의 평균적 상관관계나 정책 효과의 일방향적 평가에 초점을 두고 있어, 금리 사이클의 상·하향 구간에 따른 부채 증가 기제의 차이를 명확히 분석한 연구는 부족한 실정이다. 본 연구는 이러한 공백을 보완하고자, 현금흐름 경로, 자산효과, 피셔 동학 등 이론적 틀을 바탕으로 한국의 연간 실증자료를 활용하여 금리 사이클별 가계부채의 변화 요인을 순차입과 피셔 효과로 분해한다. 금리 인상기에는 신규차입 축소와 이자부담 증가 효과를 인하기에는 차입 여건 완화에 따른 신규차입 확대와 명목소득 증가 효과를 정량화하여 비교함으로써 각 국면별 부채 증가의 결정요인을 밝히고자 한다.

본 연구는 다음과 같은 구성으로 이루어진다. 제2장에서는 고레버리지 문제를 경험한 주요 선진국을 대상으로 회귀분석을 통해 가계부채의 결정요인을 파악한다. 제3장에서는 한국의 장기 가계부채 추이와 구조적 특징을 분석하고, 금리 사이클에 따른 부채 변화와 순차입 및 피셔 항목의 기여도를 분해 분석한다. 제4장에서는 Jordà(2005)의 국소투영기법(Local Projection Method)을 적용하여 향후 통화정책 사이클에 따른 가계부채의 시계열적 전망을 제시한다. 마지막 제5장에서는 분석 결과를 바탕으로 정책적 시사점을 도출하고 향후 연구 방향을 제안한다.

Ⅱ 국가별 가계부채의 결정요인

1. 분석 배경

한국의 가계부채 문제는 1997년 외환위기 이후 구조적으로 심화되어 왔다. 외환위기 당시 발생한 급격한 신용경색과 실물경제의 위축은 가계의 소비 및 저축 패턴에 근본적인 전환을 초래하였으며, 이후 정부가 추진한 금융시스템 안정화 조치와 저금리·유동성 중심의 확장적 정책 기조는 가계부채의 급속한 팽창을 촉진하는 계기가 되었다. 특히 2000년대 초반 이후 주택담보대출 중심의 신용공급 확대, 금융기관 간 소비자금융 부문 경쟁 심화, 자산가격 상승 등 복합적 요인이 결합되면서 한국 가계의 부채 수준은 빠른 속도로 증가하였다. 2020년대에 접어들며 이와 같은 누적된 레버리지는 국내총생산(GDP) 대비 100%를 초과하는 수준에 이르렀고, 이는 글로벌 주요국과 비교하더라도 상위권에 해당하는 높은 수준이다. 이러한 과도한 레버리지는 단순한 부채의 양적 확대를 넘어, 금융시스템의 안정성, 통화정책의 유효성, 장기 성장률 등 경제 전반의 거시건전성과 밀접하게 연결된 중대한 리스크 요인으로 인식되고 있다.

이러한 문제의식에 기반하여 본 장에서는 1998년부터 2024년까지의 장기 시계열 데이터를 활용하여 한국과 유사한 고레버리지 구조를 경험한 OECD 선진국들과의 비교분석을 수행하였다. 본 분석의 핵심은 한국의 가계부채 추세가 글로벌 맥락 속에서 어떠한 구조적 특성을 지니는지를 규명하고, 주요 거시경제 변수 및 제도적 요인이 가계부채의 누증 또는 축소에 어떤 영향을 미쳤는지를 실증적으로 분석하는 데 있다.

2. 연구 방법

본 장에서는 총부채상환비율(Debt-to-Income Ratio; DTI)를 종속변수로 설정하고, 주요 거시경제 및 구조적 요인들을 설명변수로 포함한 Pooled OLS 방식의 패널 회귀분석을

수행하였다. 〈표 Ⅱ-1〉에 정리된 바와 같이 실질이자 부담과 관련된 거시경제 변수로는 (1) 1인당 실질소득, (2) 실질금리, (3) 인플레이션율, (4) 실업률을 선정하였다. 또한 가계의 신규대출 수요 및 금융기관의 공급 여건을 반영하는 구조적 변수로는 (1) 금융자유화지수[1], (2) 집값 상승률, (3) 도시화율, (4) 고령화지수를 선정하여 분석을 진행하였다. 종속변수와 각 설명변수에 대해서는 ADF(Augmented Dickey-Fuller) 검정을 실시하여 단위근 존재 여부를 확인하였으며, 비정상성이 발견된 변수에 대해서는 1차 차분(Differencing)을 통해 정상성을 확보한 후 회귀분석을 수행하였다.

〈표 Ⅱ-1〉 국제비교 회귀분석 설명변수

구분	설명변수	연관성
부채상환부담	• 1인당 실질소득* • 실질금리 • 인플레이션 • 실업률	• 부채상환능력 결정 • 차입비용 반영 • 실질 부채부담 결정 • 부채상환능력 결정
신규대출 수요/공급	• 금융자유화지수* • 집값 상승률 • 도시화율* • 고령화지수*	• 신용접근성에 영향 • 신규대출 수요와 밀접 • 주택 수요 및 가격상승 압력 • 생애주기가설

주: * 비정상성(Nonstationarity)으로 인해 차분 후 투입한 설명변수
자료: 한국은행, ECOS; BIS; IMF; 한국부동산원

본 분석에서는 OECD 회원국 중 1998년부터 2024년까지 평균적으로 높은 DTI를 유지해 온 8개 국가를 대상으로 하였다. 이들 국가를 가계부채의 누적 경로에 따라 두 개의 그룹으로 구분하여 비교·분석을 수행하였다.

첫째, 분석 기간 전반에 걸쳐 가계 레버리지가 지속적으로 상승한 국가들인 한국, 덴마크, 노르웨이, 스위스, 네덜란드, 오스트레일리아를 '그룹 1'로 분류하였다. 이들 국가는 장기적인 저금리 환경, 주택가격 상승, 그리고 금융자유화의 진전이라는 공통된 요인 아래에서 민간부채가 점진적으로 확대되는 특징을 나타냈다.

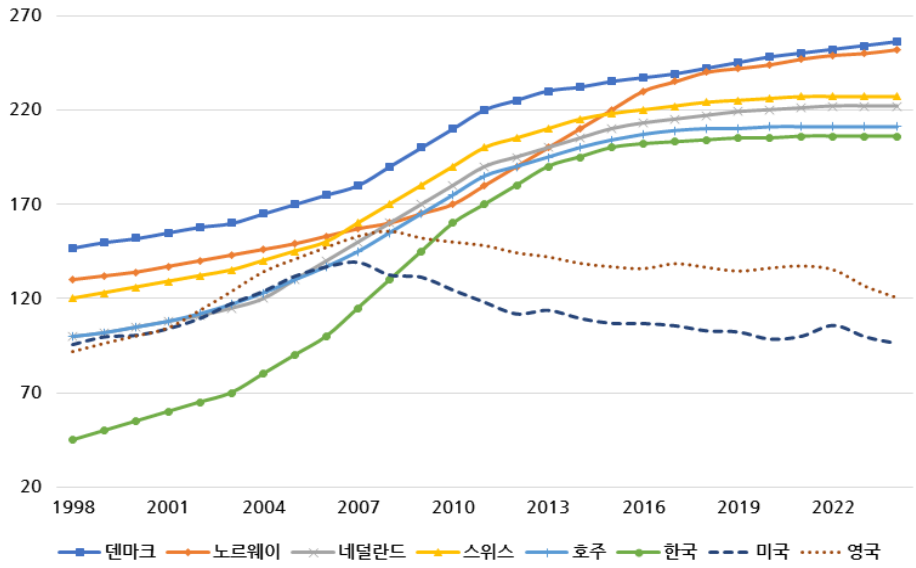
둘째, 2008년 글로벌 금융위기를 전후하여 민간부채의 급격한 축소(디레버리징)를 경험

1) 금융자유화지수: Abiad 등(2008)이 개발한 지수로서 금리 규제, 자본계정 개방, 은행 민영화 등 7개 부문에 걸쳐 금융시장의 자유화 수준을 연도별로 정량화한 지표임

한 미국과 영국은 '그룹 2'로 구분하였다. 〈그림 Ⅱ-1〉에 제시된 바와 같이 이들 국가는 금융위기 이전까지는 그룹 1과 유사한 부채 확장 경로를 보였으나, 위기 이후에는 대규모의 신용 위축과 부채 조정이 발생하면서 구조적으로 상이한 궤적을 보였다.

〈그림 Ⅱ-1〉 OECD 주요 8개국 DTI 추이(1998~2024년)

(단위: %)



자료: 국제결제은행(BIS)

이러한 국가 분류에 기반하여 본 장의 회귀분석은 다음의 두 가지 목적에 중점을 둔다. 첫째, 두 그룹 간 주요 결정요인의 회귀계수가 통계적으로 유의하게 상이한지를 검정하고, 둘째, 이러한 계수 차이를 야기하는 핵심 요인이 무엇인지 실증적으로 규명하는 것이다.

이를 위해 본 연구는 국가 고정효과(Fixed effects)를 포함한 패널 회귀모형을 설정하였으며, 미국과 영국을 그룹 2로 구분하는 더미 변수 및 해당 그룹 더미와 각 설명변수 간의 교차항(Interaction terms)을 도입하여 분석을 수행하였다.

$$\Delta DTI_{it} = \alpha + \beta_1 X_{it} + \beta_2 (X_{it} \times Group2_i) + \mu_i + \epsilon_{it}$$

$$Group2_i = \begin{cases} 1 & \text{if } i \in \{\text{USA}, \text{UK}\} \\ 0 & \text{otherwise} \end{cases}$$

- i: 국가, t: 연도
- ΔDTI_{it}: 국가 i 의 연도 t에서의 가계부채비율 증가분
- X_{it} : 설명변수들로 구성된 벡터
- μ_i : 국가 고정효과
- ϵ_{it} : 오차항

이 때 $\beta_2 = (\beta_{21}, \beta_{22}, \cdots, \beta_{28})$는 그룹 2에 해당하는 국가들(미국·영국)에서 각 설명변수가 DTI 상승에 미치는 차별적 영향(Differential effect)을 포착하는 계수들의 벡터를 의미한다. 즉, 이는 동일한 설명변수가 그룹 1 국가들에 미치는 평균적 효과와 비교하여, 그룹 2 국가들에서 추가적으로 나타나는 효과의 크기와 방향을 계량적으로 추정하기 위한 것이다. 이러한 교차항 계수들은 두 그룹 간 가계부채 결정요인의 구조적 차이를 식별하는 데 핵심적인 역할을 수행한다.

3. 분석 결과

〈표 II-2〉 OECD 주요 8개국 회귀분석 결과(종속변수: ΔDTI_{it})

설명변수	회귀계수		
	β_1(그룹 1 기준효과)	β_2(그룹 2 차별효과)	$\beta_1 + \beta_2$(그룹 2 총효과)
1인당 실질소득	0.247**	-0.198*	0.049
실질금리	-0.311***	0.176**	-0.135
인플레이션	-0.047*	-0.009	-0.056
실업률	-0.393**	-0.284**	-0.677
금융 자유화지수	0.139**	-0.094*	0.045
집값 상승률	0.524***	-0.041	0.483
도시화율	0.108*	-0.073	0.035
고령화지수	-0.196**	0.142	-0.054

주: * p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01
자료: 한국은행, ECOS; IMF; 한국부동산원

〈표 Ⅱ-2〉에 정리된 회귀분석 결과에 따르면, 대부분의 변수들이 경제이론에서 예측하는 방향과 일치하는 유의한 계수를 보였다. 먼저 부채상환 부담과 관련된 거시경제적 요인들을 살펴보면, 그룹 1에서는 실질소득이 유의한 양의 계수(0.247)를 나타냈다. 이는 프리드먼의 항상소득가설(Friedman, 1957)에서 예측하듯, 실질소득의 증가가 가계의 채무상환능력 및 소비 여력을 높여 레버리지를 증가시킨다는 기존 문헌들의 연구 결과와 부합한다. 반면, 그룹 2에서는 실질소득의 효과가 레버리지 변화에 미치는 영향이 상대적으로 미약하였다.

실질금리는 그룹 1에서 유의한 음(-)의 계수(-0.311)를 보여주었다. 이는 금리 상승이 대출 이자 부담을 증가시켜 가계의 부채상환을 유도하고 차입을 억제함으로써 레버리지를 축소시킨다는 이론적 예측과 일치한다. 그룹 2에서는 계수의 합이 -0.135로 그 절대값이 작았는데, 이는 미국과 영국의 주택담보대출 시장에서 고정금리 대출의 비중이 높아 금리 변동이 실제 가계부채에 미치는 영향이 상대적으로 제한적이기 때문인 것으로 해석된다.

인플레이션은 그룹 1(-0.047)과 그룹 2(-0.056) 모두에서 유의미한 음의 효과를 나타냈으며, 그룹 2의 차별적 효과는 크지 않았다. 일반적으로 인플레이션은 실질 부채 부담을 경감시켜 소비와 차입을 유인할 수 있는 반면, 물가 상승에 따른 금리 인상 압력과 금융기관의 대출태도 경직화는 신용 공급을 제약하는 경로로 작용한다. 본 분석 결과는 이러한 상반된 효과 중 후자의 '차입 억제' 메커니즘이 상대적으로 우세하게 작용했음을 시사한다.

실업률은 그룹 1에서 -0.393의 유의한 음의 계수를 나타냈으며, 그룹 2의 차별효과인 -0.284를 더한 총효과는 -0.677로 더욱 크게 나타났다. 이는 실업률 상승이 가계의 소득 감소로 이어져 부채상환 부담을 높이고 신규차입을 위축시키는 경로를 반영한 것으로 해석된다. 특히 미국·영국의 경우, 금융위기 이후 실업률 증가와 함께 가계의 디레버리징 경향이 강하게 나타났으며, 실제로 이들 국가에서는 가처분소득 대비 가계부채비율이 하락하는 현상이 광범위하게 관찰되었다.

다음으로 대출 수요·공급 측면의 요인을 살펴보면, 금융자유화지수는 그룹 1에서 유의한 양의 효과(0.139)를 보였다. 이는 금융시장의 자유화가 신용공급을 확대시켜 가계부채 증가를 유도한다는 일반적 인식과 부합한다. 반면, 그룹 2에서는 차별효과가 -0.094로 나타나 총효과는 0.045에 그쳤다. 이는 미국·영국의 경우 금융시장이 이미 고도로 개방된 상

태였기 때문으로 해석된다. 실제로 Abiad et al.(2008)이 제시한 금융자유화지수에 따르면, 두 국가는 1990년대 중반까지 대부분의 금융부문에서 자유화를 완료하여 1995년 기준 지수가 0.9 이상에 도달한 반면, 한국을 비롯한 그룹 1 국가들은 이후에도 자유화가 점진적으로 진행되었다. 이러한 차이는 분석 기간(1998~2024년) 중 금융자유화가 가계부채에 미치는 한계효과가 그룹 간에 상이했음을 시사한다.

주택가격 상승률은 그룹 1에서 0.524로 매우 강한 양의 효과를 나타냈으며, 이는 주택가격 상승이 주택담보대출을 유도하여 가계부채를 증가시킨다는 기존 이론 및 실증연구와 일치한다. 예를 들어 Dumitrescu et al.(2022)은 주택가격 상승과 저금리 환경이 가계부채 증가를 동반한다는 결과를 제시한 바 있다. 그룹 2에서도 총계수 0.483으로 여전히 유의한 양의 효과가 유지되어 주택시장 경기가 미국·영국에서도 가계부채 결정에 핵심적 변수임을 시사한다.

도시화율은 그룹 1에서 0.108로 유의한 양의 계수를 보였다. 이는 도시화가 주택 수요 및 금융 수요를 동반하면서 레버리지를 증가시키는 경로로 작용한다는 점에서 논리적으로 수용 가능하다. 예를 들어, 한국과 같은 고도 도시화 국가에서는 도시 인구 증가에 따른 주택 구매 수요와 금융 수요가 가계부채 상승과 직접적으로 연결되어 있다. 그룹 2에서는 총계수가 0.035로 유의성이 다소 감소하였는데, 이는 해당 국가들의 도시화율이 이미 성숙 단계에 접어들어 추가적인 레버리지 확대 효과가 제한적이기 때문으로 해석된다. 세계은행(WDI)에 따르면, 미국과 영국의 도시화율은 2000년대 초반 이후 이미 80%를 초과한 상태에서 완만한 증가세를 보여주었으며 2022년 기준 각각 약 83.2%, 83.8%에 도달하였다. 반면, 한국(81.8%)과 노르웨이(82.2%) 등 그룹 1 국가들은 해당 기간 동안 도시화율이 상대적으로 빠르게 증가하며 레버리지 확대와의 연동 가능성이 더 컸던 것으로 판단된다.

고령화지수는 그룹 1에서 -0.196으로 유의한 음의 효과를 나타냈다. 이는 고령화가 진행되면서 은퇴 세대의 부채 축소나 자산 상환이 증가하고 이에 따라 가계부채가 감소하는 메커니즘을 반영한다. 반면 그룹 2에서는 총계수가 -0.054로 효과가 약화되었는데, 이는 미국·영국의 경우 고령층의 주택담보대출 의존도가 여전히 높고, 사회보장제도의 구조적 차이로 인해 은퇴 이후에도 부채를 유지하는 경향이 상대적으로 강하기 때문으로 해석된다. OECD(2023)에 따르면, 65세 이상 고령층의 평균 부채보유율은 영국 22%, 미국 24%로, 한국(9.8%)과 노르웨이(12.4%) 등에 비해 월등히 높은 수준이다. 또한 미국

은 고정금리 장기 모기지 구조로 인해 고령층이 은퇴 후에도 대출을 계속 유지하는 경향이 강하며, 영국 역시 연금 수급 이외의 생계자금 확보를 위해 주택순자산 활용(예: Equity release mortgage)이 활성화되어 있다.

이처럼 두 그룹 간 차별적인 회귀계수는 가계 레버리지 동학을 설명하는 주요 구조적 요인들이 서로 상이함을 시사한다. 첫째, 금융시장 및 대출 구조의 차이가 중요한 설명력을 가짐을 알 수 있다. 미국·영국은 고정금리 모기지 비중이 매우 높은 반면, 한국 등 그룹 1 국가들은 변동금리 및 혼합금리 구조가 지배적이다. 이에 따라 금리 변동의 효과가 그룹 1에서 훨씬 더 크게 나타났으며, 금융자유화 또한 그룹 1에서는 상대적으로 최근에 빠르게 진행된 영향으로 레버리지 확장에 기여한 반면 그룹 2에서는 포화 수준에 도달해 효과가 제한적이었다.

둘째, 사회안전망 및 정책 대응 또한 차이를 낳는 요인이다. 그룹 2는 실업 증가 시 구조조정이 빠르게 진행되고 사회보장시스템의 한계로 인해 가계소비와 신용수요가 급격히 위축되는 구조이다. 반면 그룹 1 국가들은 실업률 상승기에도 경기부양책 및 대출 규제 완화가 병행되어 디레버리징 폭이 제한적이었다.

이상의 결과는 가계부채 동학(Household debt dynamics)의 관점에서도 해석될 수 있다. Mason and Jayadev(2014)는 가계부채/소득 비율의 변화가 단순한 신규차입(New borrowing)뿐 아니라, 대출이자율, 인플레이션, 소득성장률 등 이른바 '피셔 동학(Fisher dynamics)' 요인에 의해 결정된다고 지적한다. 인플레이션은 명목소득의 상승을 통해 부채비율을 낮추는 반면, 고금리 환경이나 실질소득의 정체는 자동적으로 부채비율을 상승시키는 경로로 작용한다. 이들의 미국 사례 분석에 따르면 1980년대 이후 부채비율 상승의 상당 부분은 디스인플레이션과 고금리에 기인하였으며, 2008년 이후에는 대규모 디폴트와 부채탕감이 부채비율 급락의 주요 원인으로 작용한 것으로 나타났다.

이러한 시각에서 본 연구의 그룹 구분을 적용해보면, 그룹 1 국가들은 안정적인 인플레이션과 비교적 완만한 성장률을 보이는 가운데 순차입 확대가 부채비율 상승의 주된 동인으로 작용하였다. 예를 들어 2000년부터 2020년까지 한국, 덴마크, 노르웨이 등은 평균 인플레이션율이 2% 내외, 실질 성장률이 2~3% 수준을 유지하면서도 민간신용 대비 GDP 비율은 20%p 이상 증가하였다(BIS, 2023). 이러한 환경에서는 실질이자율이 낮게 유지되어 피셔 동학이 부채 증가에 미치는 압력은 제한적이었다.

반면 그룹 2 국가들은 2008년 글로벌 금융위기 이후 신규차입이 급격히 위축된 반면 저

성장과 저인플레이션이 결합되면서 명목 GDP가 정체되었고, 그 결과 부채비율이 일시적으로 상승하였다. 실제로 미국은 2008년부터 2012년까지 민간 신규대출이 감소한 가운데 소비자물가 상승률이 1% 미만으로 떨어졌고, 실질 성장률 역시 평균 1% 내외에 머물렀다(IMF WEO, 2023). 그러나 이후 인플레이션 회복과 초저금리 정책이 병행되면서 가계부채비율은 점차 안정화되었으며, 고금리·디스인플레이션이 주도한 피셔 동학의 조정 경로에서 벗어나는 양상을 보였다. 특히 미국에서는 2008년부터 2010년까지 약 800만 건에 달하는 주택담보대출이 디폴트 처리되었고, 이로 인해 민간부채/GDP 비율은 2007년 98%에서 2012년 77% 수준까지 급락한 것으로 나타났다(Federal Reserve, 2011). 이러한 추세는 실업률과 레버리지 간의 음의 상관관계에서도 확인되며, 해당 기간 실업률이 급등하는 가운데 가계신용이 빠르게 축소되는 양상을 보였다.

요컨대 가계 레버리지의 변화는 '피셔 효과'(이자율, 인플레이션, 소득성장 등 거시환경의 변화)와 '신규차입 요인'의 상호작용에 의해 결정되며, 그룹 1 국가에서는 후자의 영향력이, 그룹 2 국가에서는 전자의 영향력이 상대적으로 더 크게 작용한 것으로 해석된다. 이는 국가별 금융·경제 구조의 이질성이 가계부채 축적 경로에 중대한 영향을 미친다는 점을 시사하며, 향후 거시건전성 정책 및 통화정책의 설계에 있어 그룹 간 차별화된 접근이 필요함을 의미한다. 다음 장에서는 이러한 구조적 요인의 분해에 기반한 정량적 분석을 통해 본 장의 회귀분석 결과를 재검증하고, 보다 구체적인 정책적 시사점을 도출하고자 한다.

Ⅲ 한국 가계 레버리지 변화의 결정요인

1. 분석 배경

외환위기 이후 한국 경제는 금융시장 구조의 급속한 변화와 함께 장기적인 금리 하락 추세를 경험해왔다. 〈그림 Ⅲ-1〉에서 한국은행의 기준금리는 1998년 약 8% 수준에서 점진적으로 하락해왔으며, 2021년에는 사상 최저치인 0.5%에 도달하였다. 이는 글로벌 저금리 환경, 통화완화 정책 기조, 낮은 물가상승률, 그리고 경기부양 목적의 정책 조합이 복합적으로 작용한 결과로 해석된다. 이후 일부 금리 인상 국면이 나타났으나, 전체적으로는 장기간에 걸친 낮은 금리 환경이 지속되었다.

한편 같은 기간 동안 한국의 가계부채는 가파른 증가세를 보여 왔다. 가계신용은 2000년 약 360조 원에서 2022년 말 기준 1,870조 원 수준까지 확대되었고, GDP 대비 가계부채 비율은 1998년 약 50%에서 2022년 100%를 넘어섰다. 특히 가계부채/가처분소득 비율은 180%를 상회하며, 이는 주요 OECD 국가 중 최상위 수준에 해당한다. 예를 들어, 같은 시기 미국과 일본의 해당 비율은 각각 약 104%, 130% 수준에 머물렀다(OECD, 2023). 이러한 수치는 한국 가계의 소득 대비 부채 부담이 점점 커지고 있으며, 이는 민간소비, 금융안정성, 통화정책 파급경로 등 다방면에서의 정책적 제약 요인으로 작용하고 있음을 시사한다.

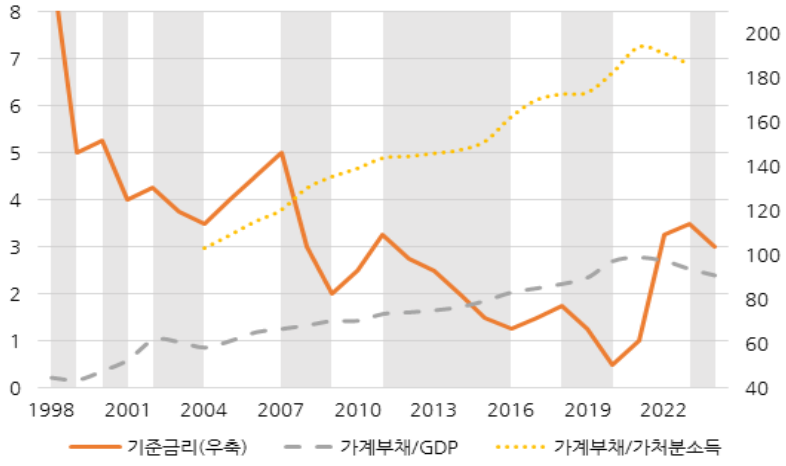
가계부채 증가가 문제되는 것은 단순히 총량의 확대 때문만은 아니다. 외형상 부채가 늘어나는 현상 이면에는 대출을 유발하는 수요·공급 요인과 이미 존재하는 부채의 명목가치가 경제 전체 여건 변화에 따라 조정되는 메커니즘이 동시에 작용한다. 전자는 가계의 신규차입을 중심으로 한 순증요인이고, 후자는 실질이자율, 인플레이션, 소득성장률 등 거시지표에 의해 결정되는 피셔(Fisher) 효과에 해당한다. 이처럼 다양한 요인이 중첩된 부채 증가 과정을 보다 명확히 이해하기 위해서는 부채비율 변화의 구성 항목을 구분하고 각 항목이 차지하는 기여도를 정량적으로 분해할 필요가 있다.

이에 따라 본 장에서는 앞서 OECD 주요국과의 비교를 통해 확인된 한국 가계부채의 구

조적 특징을 바탕으로 부채 누증의 원인을 요인분해 방식으로 실증 분석하고자 한다. 구체적으로는 Mason and Jayadev(2014)의 분석틀을 차용하여 가계 레버리지의 연도별 변화를 (1) 가계의 신규대출 요인과 (2) 대출금리, 인플레이션, 실질소득 증가율 등 거시경제 지표를 반영한 피셔 항목으로 구분하고, 각각이 전체 부채비율 변화에 미친 상대적 기여도를 정량적으로 추정한다. 이러한 분석은 단기적 충격뿐만 아니라 중장기적인 부채 누적 경로의 구조적 특징을 파악하는 데에도 기여할 것으로 기대된다.

〈그림 Ⅲ-1〉 기준금리 및 가계부채비율 추이(1998~2024년)

(단위: GDP 대비 %)



주: 음영으로 표시된 구간은 기준금리 인하 기간을 나타냄
자료: 국제결제은행(BIS)

2. 연구 방법: 요인분해분석(Factor Decomposition Analysis)

Mason and Jayadev(2014)에 따르면 가계부채비율의 연도별 변화(Δb_t)는 신규대출 기여분(d_t)과 피셔항 기여분($(i_t - \pi_t - g_t)b_{t-1}$)으로 분해하여 생각할 수 있다. 이때 대출금리(i_t)의 상승은 부채부담을 증가시키는 요인으로 작용하는 반면, 인플레이션(π_t)과 실질소득 증가(g_t)는 부채비율을 낮추는 요인으로 작용한다. 본 분석에 활용된 요인분해식은 다음과 같다:

$$b_{t+1} = d_t + (\frac{1+i_t}{1+\pi_t+g_t})b_t$$

$$\Delta b_t = b_{t+1} - b_t = d_t + (\frac{i-\pi_t-g_t}{1+\pi_t+g_t})b_t$$

$$\Delta b_t \approx d_t + (i_t - \pi_t - g_t)b_{t-1}$$

- b: 가계부채비율(=가계총부채/GDP), Δb: 전기 대비 가계부채비율의 변동 폭, d: 신규 가계대출/GDP, i: 가계대출금리, g: 가계소득성장률, π: 가계소비지출(PCE)증가율
- 신규부채 기여분(d_t): 신규 가계대출 규모를 GDP로 나눈 값(대출수요 증대에 따른 부채비율 상승 기여)
- 피셔 항목 기여($(i_t - \pi_t - g_t)b_{t-1}$): 소득성장률(g)과 인플레이션률($\pi$)이 부채비율을 감소시키는 반면, 명목이자율(i)이 부채비율을 증가시키는 효과를 계산하여 합산. 한편 실질금리(i-π)가 높으면 과거 부채의 실질부담이 커져 기존 부채비율을 낮추려는 압력이 증대한다.

3. 가계부채비율 변화의 결정요인: 신규대출과 피셔 요인

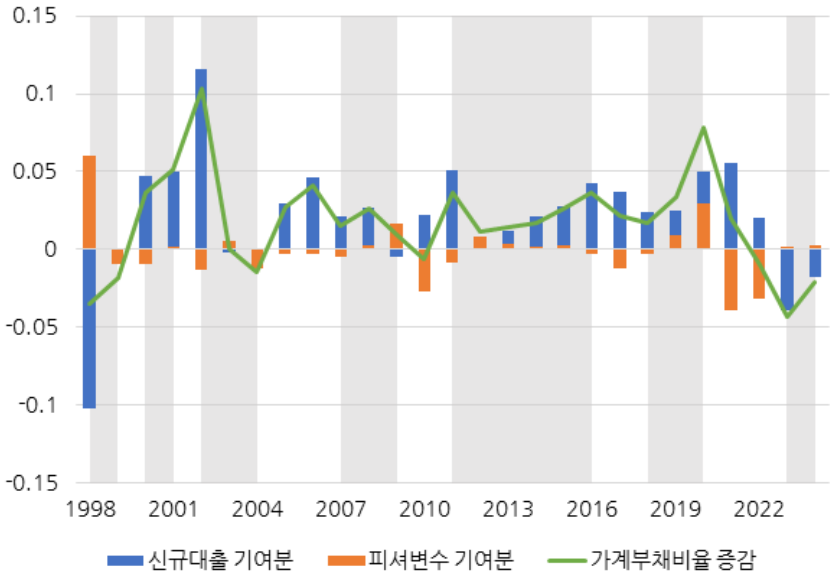
본 분석은 1998년부터 2024년까지의 기간 동안 한국의 가계부채비율 변화를 신규대출 요인과 피셔(Fisher) 요인의 기여도로 분해하였다. 분석 결과, 전반적으로 가계 레버리지(부채비율) 증가에는 신규대출 요인의 기여도가 피셔 항목보다 훨씬 더 크게 작용한 것으로 나타났다. 이는 앞장에서 도출된 정량적 분석 결과와 일치하며 대부분의 연도에서 가계부채 증가는 금리·물가·성장률과 같은 거시경제 지표보다는 가계의 실질적인 차입 확대에 의해 주도되었음을 의미한다. 반면 피셔 항목의 기여도는 상대적으로 미미하거나, 경우에 따라 부채비율 증가와 반대 방향으로 작용하였다.

한 가지 특기할 점은 경기침체기를 지나 경기가 회복되는 국면에서는 피셔 항목의 역할이 일시적으로 확대되는 특징이 관찰되었다. 예를 들어 IMF 외환위기(1998년), 글로벌 금융위기(2008~2009년), 그리고 COVID-19 팬데믹 초기(2020~2021년)와 같은 시기에는

물가상승률의 급락과 실질 성장률의 위축으로 인해 실질금리가 상승하는 현상이 나타났고, 이에 따라 피셔 항목의 기여도는 일시적으로 양의 값을 기록하였다. 특히 팬데믹 직후에는 이와 같은 현상이 두드러지면서 피셔 항목은 가계부채비율 상승을 가중하는 방향으로 기여하였다.

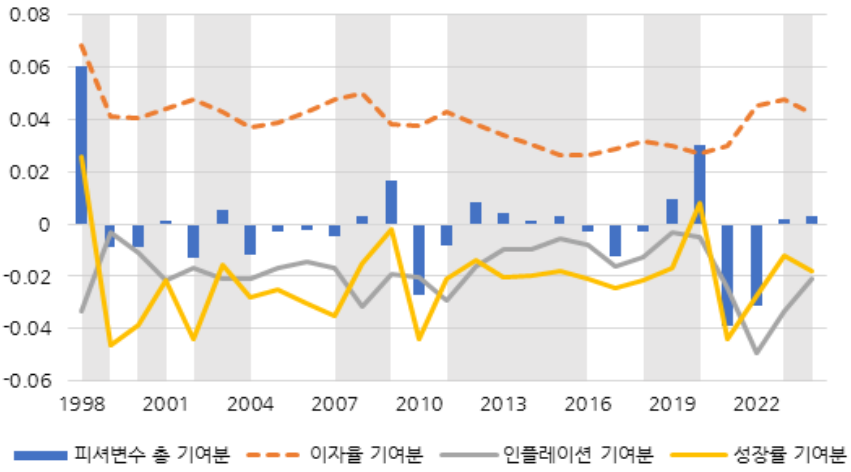
이러한 결과는 경기 침체기 통화완화 국면에서는 대출 증가만을 기준으로 부채 누증을 평가할 경우 실제보다 과도한 해석이 이루어질 수 있음을 시사한다. 즉, 단기적인 차입 확대와 함께 피셔 요인이 레버리지 가중 메커니즘으로 기능할 수 있음을 고려할 필요가 있다. 이는 가계부채의 거시건전성 평가에 있어 구조적 요인에 대한 정교한 분해 접근이 중요함을 뒷받침한다.

〈그림 Ⅲ-2〉 가계부채비율 변화에 대한 신규대출 및 피셔 변수 기여분



주: 음영으로 표시된 구간은 기준금리 인하 기간을 나타냄

〈그림 Ⅲ-3〉 가계부채비율 변화에 대한 피셔 변수의 기여분 분해



주: 음영으로 표시된 구간은 기준금리 인하 기간을 나타냄

〈그림 Ⅲ-2〉와 〈그림 Ⅲ-3〉은 한국의 가계 레버리지 증가를 구성하는 주요 요인들을 시각적으로 보여준다. 〈그림 Ⅲ-2〉는 가계부채비율의 연도별 변화를 두 가지 항목으로 분해하여 신규대출에 따른 순차입 효과와 인플레이션, 경제성장률, 대출금리 등 거시지표를 반영한 피셔(Fisher) 항목의 기여도를 비교 제시한다. 〈그림 Ⅲ-3〉은 피셔 항목을 보다 세분화하여 각각의 구성요소(인플레이션, 성장률, 대출금리)가 부채비율에 미친 영향을 개별적으로 분석한 결과를 보여준다.

두 그림을 종합적으로 살펴보면 대부분의 기간에서 신규대출 요인이 가계부채비율 상승의 핵심 동인으로 작용한 것으로 나타난다. 해당 요인의 기여도는 일관되게 양의 값을 유지하며, 경기국면에 따라 크기에는 차이가 있으나 지속적으로 부채 누증에 기여했다. 반면 피셔 항목은 연도에 따라 부호가 혼재되며, 일부 시기에는 음의 기여로 부채비율 상승을 제약하는 방향으로 작용한 것으로 보인다. 이는 피셔 항목이 가계부채의 변화에 대해 보다 복합적이고 비선형적인 영향을 미친다는 점을 시사한다.

특히 〈그림 Ⅲ-3〉에서 음영 처리된 금리 인하 시기를 살펴보면 인플레이션 기여도가 절대값 관점에서 줄어들고, 성장률 기여도는 변동성이 확대되는 한편, 금리 항목의 기여도는 장기적으로 낮아지는 추세를 보인다. 이는 통화완화 국면에서도 기대 인플레이션이 충분히 회복되지 않거나, 실질 성장률의 반등이 지연됨에 따라 실질금리 조정 효과가 제

한적이었음을 보여준다. 그 결과, 명목금리가 하락했음에도 피셔 항목의 총기여는 부채비율 억제 효과로 이어지지 못한 경우가 빈번했다.

또한, 금리 자체의 기여도가 상대적으로 작았다는 점은 전통적 이자율 경로만으로는 가계부채 동학을 충분히 설명하기 어렵다는 함의를 제공한다. 즉, 통화정책이 가계의 이자 부담 조정을 통해 부채 축소를 유도하는 경로 외에도, 차입 여건·물가 경로 등을 복합적으로 작동한다는 점에서 보다 구조적인 분석이 필요하다.

상기 요인분해 분석은 금리 인상기와 인하기 간에 가계부채 조정의 작동 메커니즘이 구조적으로 상이함을 보여준다. 저금리 국면에서는 금융여건의 완화로 인해 가계의 신규차입이 확대되며, 이로 인한 순차입 증가가 레버리지 상승의 주요 동력으로 작용한다. 반면 고금리 환경에서는 신규차입의 위축이 기존 부채에 대한 실질 상환 부담 증분보다 커지면서 부채비율의 안정화 또는 하락이 나타나는 경향이 뚜렷하다. 즉, 가계부채의 변화는 단순한 차입 수요 요인뿐만 아니라, 인플레이션, 성장률, 이자율 등 거시경제 여건 전반의 복합적인 상호작용에 의해 결정된다. 본 분석 결과는 이러한 거시환경과 통화정책의 방향성이 가계부채의 동학에 긴밀히 연결되어 있음을 뒷받침한다.

4. 금리 사이클별 가계부채 동학 비교

본 절에서는 한국의 가계부채 동학을 금리 사이클별로 구분하여 가계 레버리지 증가율에 대한 주요 구성 요인인 신규대출 기여도와 피셔 항목의 평균 및 상관관계 구조를 살펴본다. 이를 위해 〈표 Ⅲ-1〉과 〈표 Ⅲ-2〉에 제시된 통계값을 분석하고, 그 정책적 함의를 도출한다.

〈표 Ⅲ-1〉 금리 사이클별 신규 레버리지, 신규대출, 피셔항의 평균 비교

(단위: %p)

구분	$\triangle b$	d	Fisher
금리 인하기	2.24	2.42	-0.17
금리 인상기	1.07	1.55	-0.48
전체 기간	1.81	2.10	-0.29

〈표 Ⅲ-2〉 금리 사이클별 가계 레버리지 증감(**Δb**)과의 상관계수

(단위: %p)

구분	d	Fisher	i	g	π
금리 인하기	0.88	-0.13	-0.33	0.16	-0.37
금리 인상기	0.90	0.10	0.22	0.61	-0.30
전체 기간	0.87	-0.06	-0.23	0.20	-0.36

우선 〈표 Ⅲ-1〉에 따르면 전체 분석 기간(1998~2024년) 동안 한국의 평균 가계부채비율 증가는 약 1.81%p였으며, 이 중 신규대출 요인의 기여도는 2.10%p로, 전체 변동을 초과하는 수준이었다. 반면 피셔 항목은 평균 -0.29%p로서 레버리지 증가를 억제하는 방향으로 작용했다. 이와 같은 구조는 금리 인하기와 인상기를 나누어 살펴보아도 일관되게 나타난다. 금리 인하기 동안 가계 레버리지 증가율은 연평균 2.24%p로, 신규대출 기여도(2.42%p)가 전체 증가폭을 대부분 설명하며 피셔 항목(-0.17%p)은 소폭 억제 효과를 보였다. 이는 저금리 환경 하에서 차입 여건이 개선되어 가계의 신규차입이 확대되는 한편, 낮은 실질이자율과 완만한 인플레이션으로 부채조정 효과가 제한되는 구조와 부합한다. 반면 금리 인상기에는 레버리지 증가율이 1.07%p로 낮아지며, 신규대출 기여도도 1.55%p로 축소되었다. 주목할 점은 피셔 항목의 기여도가 -0.48%p로 더욱 부정적으로 작용하였다는 점이다. 이는 금리 상승에 따라 명목이자율 부담이 증가하고, 인플레이션 및 실질 성장률 회복이 상대적으로 지체되면서 부채비율 증가가 심화된 것으로 해석된다.

다음으로 〈표 Ⅲ-2〉를 살펴보면 신규대출 요인은 금리 인하기(0.88)와 인상기(0.90) 모두에서 레버리지 변화율과 매우 강한 양의 상관관계를 보였다. 이는 신규차입이 레버리지 변화의 주된 결정요인임을 다시 한번 확인시켜주는 결과다. 반면 피셔 항목의 경우 인하기에는 -0.13의 음의 상관관계를, 인상기에는 오히려 0.10의 양의 상관관계를 기록했다. 이는 〈표 Ⅲ-1〉에서의 평균 기여도와 다소 상충되는 결과로 보일 수 있으나, 다음과 같은 관점에서 설명 가능하다. 첫째, 피셔 항목은 복수의 거시변수(명목금리, 인플레이션, 실질 성장률)로 구성되므로 시점별로 이들 구성요인의 영향이 상이하게 작용할 수 있다. 실제로 금리 인상기라 하더라도 절대적인 명목금리 수준이 과거에 비해 낮은 수준에 머물렀고, 동기간 중 경제성장률과 인플레이션이 상대적으로 회복세를 보이며 일시적으로 부채조정 효과가 강화된 것으로 보인다. 둘째, 상관계수는 시계열 내 동조성을 측정하는 값인 반면, 평균 기여도는 누적적인 방향성을 반영하므로 둘 간의 수치가 반드시 일치할 필요는 없다.

더 나아가 대출이자율은 금리 인하기에 -0.33의 음의 상관계수를 보이며 레버리지 증가를 억제하는 효과를 보였으나, 금리 인상기에는 오히려 양의 상관계수(0.22)를 기록하였다. 이는 인상기 동안에도 신규대출이 일정 수준 지속되며 고금리 상황이 레버리지 조정을 결정하는 주요 메커니즘으로 일관되게 작용하지 않았음을 시사한다. 성장률의 경우 인상기에는 0.61의 높은 양의 상관관계를 보이며, 성장에 따른 소득 확대로 가계의 차입 여력을 높였을 가능성을 보여준다. 물가상승률은 두 기간 모두에서 음의 상관관계를 유지하며 물가 상승이 부채의 실질가치를 낮추는 조정효과를 나타냈다.

본 분석은 가계 레버리지의 변화가 단순히 금리수준에 의해 결정되지 않으며, 금리 사이클에 따라 주요 요인의 작용방식과 방향성이 상이하게 나타날 수 있음을 보여준다. 특히 신규대출 요인은 전 기간에 걸쳐 핵심적 역할을 수행하였으며, 피셔 항목은 명목이자율, 성장률, 인플레이션 등 구성요소 간 상호작용에 따라 다양한 영향을 미치는 복합적 요인으로 기능한다. 이러한 결과는 향후 통화정책 및 거시건전성 정책의 설계에 있어 금리 조정의 일방향적 효과를 넘어서, 주요 거시경제 지표의 병행적 추이에 대한 면밀한 점검이 필요함을 시사한다.

5. 신규대출의 결정요인 분석

본 절에서는 앞선 분석에서 도출된 바와 같이 가계 레버리지 증가의 핵심 동인으로 작용한 신규대출의 결정요인을 정밀하게 살펴보고자 한다. 이를 위해 연도별 신규대출 규모를 종속변수로 설정하고, 대출 수요 및 공급 측면의 설명변수를 활용하여 OLS 회귀분석을 실시하였다. 〈표 Ⅲ-3〉에 정리되어 있듯 대출의 수요측면(가계)과 관련된 요소로 (1) 소비자심리지수[2], (2) KOSPI지수, (3) 주택구입부담지수[3], (4) 집값 상승률, (5) 도시화율, (6) 고령화지수를 선정하였다. 다음으로 신규대출의 공급(금융기관)과 관련된 요소로는 (1) 금융자유화지수, (2) 금융기관 대출태도지수[4]를 선정하였다. 앞 장의 회귀

2) 소비자심리지수: 소비자의 경기, 생활형편, 소비지출 전망 등을 종합해 산출한 지표로, 100 이상이면 낙관, 100 이하면 비관을 의미함

3) 주택구입부담지수(K-HAI): 중위소득 가구가 평균가격 주택을 구입할 때 원리금 상환 부담이 얼마나 되는지를 나타내는 지표로, 다음의 식으로 산출됨: K-HAI=(대출상환가능소득/중간가구소득)×100. HAI가 100 이상이면 주택구입 여건이 상대적으로 열악함을 의미하고, 100 미만이면 구입 여건이 완화됨을 의미함

4) 금융기관 대출태도지수: 은행 등 금융기관의 대출 기준 변화에 대한 인식을 수치화한 지표로, 한국은행이 분기별로 발표

분석에서와 마찬가지로 ADF Test(Augmented Dickey-Fuller Test)를 바탕으로 단위근 검정을 실시하여 비정상성을 가지는 시계열에 대해서는 차분을 통해 정상성을 확보한 후, 회귀분석을 진행하였다.

〈표 Ⅲ-3〉 신규대출 규모 설명변수

구분	설명변수	출처
대출 수요측면	• 소비자심리지수 • KOSPI지수* • 주택구입부담지수(K-HAI)* • 집값 상승률 • 도시화율* • 고령화지수*	• BOK 소비자동향조사 • 한국거래소 • 주택금융공사 • KB부동산 APT매매가격지수 • 국가통계포털(KOSIS) • 국가통계포털(KOSIS)
대출 공급측면	• 금융자유화지수* • 금융기관 대출태도지수	• IMF • BOK 여신행태서베이

주: * 비정상성(Nonstationarity)으로 인해 차분 후 투입한 설명변수

또한, 이러한 신규대출 결정요인이 통화정책 사이클에 따라 어떻게 달라지는지를 분석하기 위해 전체 기간을 대상으로 한 회귀분석 외에도 기간을 (1) 금리 인하기와 (2) 금리 인상기로 구분하여 각 시기의 주요 설명변수와 영향력을 비교 분석하였다. 이를 통해 금리 환경 변화가 대출 수급 메커니즘에 미치는 구조적 차이를 실증적으로 규명하고, 이에 대한 정책적 시사점을 도출하고자 한다.[5)]

함. 이 지수는 -100에서 100 사이의 값으로 나타나며, 양의 값은 대출 기준을 완화하겠다는 응답이 많음을, 음의 값은 대출 기준을 강화하겠다는 응답이 많음을 의미함

5) 강건성 검증을 위해 분기별 자료를 활용한 동일한 분석을 수행한 결과, 본 장에서 연도별 자료를 바탕으로 도출한 결과와 유의미한 차이는 발견되지 않음. 관련 분석 결과는 부록에 제시함

〈표 Ⅲ-4〉 회귀분석 결과

구분	(1) 전체기간	(2) 금리 인하기	(3) 금리 인상기
소비자심리지수	0.003*	0.004*	0.002*
KOSPI지수	0.017	0.020	0.013
주택구입부담지수	0.006**	0.008*	0.004**
집값 상승률	4.395***	5.744***	3.538**
도시화율	0.049**	0.043**	0.057**
고령화지수	-0.011**	-0.009*	-0.012**
금융자유화지수	0.145*	0.157*	0.129**
금융기관 대출태도지수	0.314*	0.348**	0.282*

주: * p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01

먼저 대출 수요 측면에서 소비자심리지수는 전체 시기와 금리 구간 모두에서 통계적으로 유의한 양의 영향을 보였다(전체기간 계수: 0.003). 이는 소비자의 경기·소득 전망이 긍정적으로 전환될수록 주택구입과 내구재 소비 등의 지출이 증가하고, 이에 따라 차입 수요도 확대되는 전형적인 기대기반 대출 메커니즘을 반영한다. 특히 팬데믹 이후 나타난 회복 국면에서 소비자심리지수는 2021년 하반기 106을 기록하며 기준선인 100을 상회했는데, 이는 같은 시기 주택담보대출이 전년 대비 약 8.4% 증가한 것과 궤를 같이한다.

주택가격 상승은 가계대출 결정에 가장 강력한 영향을 미친 변수로 나타났다. 집값상승률은 전체기간 기준 회귀계수 4.395를 기록하며, 부동산 가격이 1% 상승할 때 신규대출이 약 4.4%p 증가하는 결과를 보였다. 이는 금리 인하기(계수: 5.744)에서도 가장 두드러졌는데, 주택을 자산 축적 수단으로 인식하는 가계가 가격 상승기에 적극적으로 대출을 활용하여 자산 매입에 나서는 경향이 강하다는 점을 시사한다. 2020~2021년 서울 아파트 중위가격이 약 18% 급등했던 시기에 가계신용이 사상 최고치(약 1,870조 원)에 도달한 사실은 이러한 분석을 뒷받침한다.

주택구입부담지수(K-HAI) 역시 전 구간에서 유의한 양의 영향을 미쳤다. 통상 HAI가 100을 초과하면 주택구입 여건이 열악해졌음을 의미하지만, 그럼에도 불구하고 계수는 금리 인하기 기준 0.008로 나타나 주택구입 여건 악화에도 차입을 통한 구매가 지속되었음을 시사한다. 이는 '기회를 놓치지 않겠다'는 FOMO 심리와 자산 인플레이션에 대한 기대가 복합적으로 작용했을 가능성을 내포한다. 반면 KOSPI지수는 전 구간에서 통계적으로 유

의하지 않은 계수를 보여, 주식시장 변동성이 가계 신규대출에 미치는 영향은 제한적이었음을 보여준다. 이는 주택자산과 달리 금융자산의 평가 변동성과 거래비용, 그리고 정책 상 장려 정도의 차이에서 기인했을 수 있다.

도시화율은 분석기간 전체에서 유의한 양의 계수를 보였고(0.049), 특히 금리 인상기에는 0.057로 그 영향이 더욱 두드러졌다. 이는 수도권 및 광역도시를 중심으로 한 주거수요 확대, 신도시 개발 등이 가계대출 수요에 구조적 상승 압력을 주었을 가능성을 의미한다. 실제로 2010년 이후 전국 도시화율은 91%를 초과하여 고도 정체 상태를 유지하고 있으며, 도심지 부동산 가격 상승과 맞물려 대출을 통한 자산 취득 수요가 지속된 것으로 해석된다.

고령화지수는 전체 기간과 금리 구간 모두에서 음의 계수를 보였으며, 이는 고령 인구의 소득 감소와 위험회피 성향이 차입 수요를 감소시키는 구조적 제약으로 작용하고 있음을 나타낸다. 특히 한국의 고령화 속도는 OECD 국가 중 가장 빠른 축에 속하며, 2024년 기준 고령화지수(65세 이상/15세 이상 인구 비율)는 약 40%에 근접한 상황이다. 이처럼 구조적 인구변화는 향후 가계부채 증가세를 자연스럽게 둔화시키는 장기요인으로 기능할 가능성이 높다.

금융공급 측 요인으로는 금융기관의 대출태도지수가 전체 시기와 두 금리 사이클 모두에서 유의한 양의 영향을 보였다. 이는 대출 기준이 완화되고 금융기관이 적극적으로 대출을 공급하는 국면에서 가계의 차입이 유의하게 증가했다는 의미이다. 실제로 2015~2019년 사이에는 대출태도지수가 플러스 전환되는 시점마다 가계부채 증가율이 7% 내외를 유지했으며, 이는 공급적 유인이 차입 확대의 주요 동인 중 하나임을 시사한다.

금융자유화지수는 전체 기간 동안 유의한 양의 계수를 나타내며(0.145), 제도적 환경이 대출 접근성과 자율성을 확대한 경로를 통해 신규대출 증가를 유도했음을 시사한다. 외환위기 이후 도입된 금융산업 개혁, 인터넷은행의 설립, 신용평가 고도화 등은 가계가 보다 유연하게 대출을 이용할 수 있는 기반을 제공하였다.

이상의 결과는 가계 신규대출이 단순한 경기변동이나 단기 금리 수준에만 좌우되는 것이 아니라, 자산시장, 제도환경, 금융공급 행태, 인구구조와 같은 보다 복합적인 요인의 영향을 받아 결정된다는 점을 잘 보여준다. 특히 자산가격 상승과 금융기관의 대출 완화가 동시에 발생한 시기에 대출이 폭발적으로 증가했던 경험은 통화정책과 거시건전성정책 간의 정합적 조율의 필요성을 강하게 시사한다.

가. 금리 인하 국면

한국의 통화정책은 2000년대 초반 경기둔화 대응, 2008년 글로벌 금융위기, 2014~2015년 저성장 국면, 2020년 COVID-19 팬데믹 초기 등 주요 경기 하강 국면마다 완화적 방향으로 전환되어 왔다. 본 연구에서는 이러한 시기를 금리 인하 국면으로 정의하고, 해당 기간에 한정된 회귀분석을 통해 신규대출의 결정요인을 재차 분석하였다. 분석 결과 자산가격 상승에 대한 기대, 금융기관의 대출공급 행태, 소비자심리 회복 등이 상호 결합하여 가계의 신용 확대를 유의하게 촉진한 것으로 나타났다.

우선 주택가격 상승에 대한 기대가 가계의 차입결정에 미치는 영향이 금리 인하기에서 가장 뚜렷하게 나타났다. 회귀분석 결과에 따르면 주택가격 상승률의 계수는 전체기간(4.395) 대비 금리 인하기에서 5.744로 크게 확대되었으며, 이는 주택가격이 1% 상승할 경우 신규대출이 약 5.7%p 증가하는 것을 의미한다. 이러한 효과는 저금리 환경에서 차입비용이 낮아짐에 따라 실질 구매력이 상승하고, 동시에 자산 수익률 기대가 강화되면서 나타나는 전형적인 레버리지 기반 자산매입 패턴으로 해석된다. 실제로 2020년 한국은행이 기준금리를 사상 최저 수준인 0.5%로 인하한 직후, 수도권 아파트 가격이 전년 대비 17.4% 상승하고 가계신용이 한 해에만 약 125조 원(7.9%) 증가한 사실은 이 같은 연결 구조를 실증적으로 뒷받침한다.

다음으로 금융기관의 신용공급 행태도 금리 인하기에 보다 적극적인 모습을 보였다. 회귀분석 결과 대출태도지수의 계수는 전체기간 대비 금리 인하기에서 더 높은 값(0.348)을 기록하였으며, 이는 대출 기준 완화에 대한 금융기관의 인식 변화가 가계대출 증가에 미치는 영향이 완화적 정책기조 하에서 증폭된다는 점을 시사한다. 금리가 하락하면 금융기관의 조달비용이 줄어들고 대출금리-예금금리 간 스프레드 확보가 용이해지므로 대출공급 유인이 자연스럽게 커지며, 정부 차원의 부양 기조 및 규제 완화와 결합될 경우 여신 확대가 가속화된다. 예를 들어 2014년 정부는 부동산 경기 활성화를 위해 LTV·DTI 규제를 완화하였고, 이에 따라 2015년 전국 주택담보대출이 전년 대비 약 13.2% 증가하였다.

소비자심리지수 역시 금리 인하기에서 유의한 양의 영향을 미치는 것으로 나타났으며(계수: 0.004), 이는 저금리 환경이 소비자의 미래경제 전망에 긍정적 기대를 형성하고 이로 인해 다시 대출을 통한 소비 및 주택구매로 이어지는 순환 구조를 강화한다는 점을 보여

준다. 금리 인하는 일반적으로 경기둔화기에 시행되므로 초기에는 소비심리가 위축되어 있지만, 이후 자산시장 회복과 함께 심리가 반전되는 양상이 빈번히 관찰된다. 실제로 2009년 이후 저금리 기조 하에서 KOSPI와 주택가격이 반등세를 보이자 소비자심리지수는 2010년 110을 상회했고, 가계신용 증가율도 다시 7%대로 회복되었다.

이러한 실증분석 결과는 금리 인하기에 가계의 차입 수요와 금융기관의 공급의지가 서로 강화되며, 자산가격 상승 기대와 맞물려 신용팽창이 구조적으로 촉진되는 경향이 있음을 분명히 시사한다. 그러나 문제는 이러한 환경이 가계의 과도한 레버리지를 정당화하게 만들고, 그 결과 부채의 위험 누적을 초래할 수 있다는 점이다. 특히 저금리기에는 미래 소득이나 자산가치에 대한 낙관적 전망이 현실과 괴리될 위험이 크며, 금리가 다시 상승하거나 자산시장이 조정을 겪을 경우 상환 부담이 급증하고 가계의 소비 축소 및 연체율 상승으로 이어질 수 있다. Mian and Sufi(2017)의 연구에서도 금융위기 직전 급증한 미국 가계부채가 2008년 이후 소비 급감과 장기 성장률 하락을 초래했다는 점을 강조한 바 있다.

이에 따라 금리 인하기에는 경기부양을 위한 통화완화 정책과 동시에 가계부채 리스크 관리가 병행되어야 한다. 우선, 총부채원리금상환비율(DSR), DTI 등 거시건전성 규제를 강화하여 차입 여력을 구조적으로 억제할 필요가 있다. 한국은 2021년 이후 차주단위 DSR 규제를 도입하여 저금리 상황에서도 상환능력을 고려한 대출을 유도하고 있으며, 이는 향후 금리상승기 충격을 흡수하는 장치로서 기능할 수 있다. 둘째, 자산가격 안정을 위한 주택공급 확대 및 투기억제 정책도 병행되어야 한다. 특히 수도권 등 과열지역에 대해 청약제도, 보유세, 거래세 등 수요·공급 양면의 정책수단을 통해 자산시장 과열을 선제적으로 억제할 필요가 있다. 마지막으로, 금융기관의 대출행태에 대한 감독 강화가 필요하다. 완화적 환경에서 대출 경쟁이 과열되지 않도록 스트레스 테스트 및 대손충당금 확보 등 건전성 관리를 병행함으로써 금융시스템 전반의 안정성을 유지해야 한다.

결론적으로 금리 인하기는 자산가격 기대, 소비자심리, 금융공급 확대가 결합되어 가계부채가 구조적으로 팽창하는 환경을 조성한다. 따라서 통화정책이 경기 대응이라는 단기적 목적을 넘어, 중장기 금융안정 목표와 정합적으로 설계되어야 하며, 거시건전성 정책과의 조화로운 운용이 필수적이다. 낮은 금리는 성장 기회의 창이 될 수 있지만, 동시에 과도한 신용 확대라는 그림자를 동반할 수 있기에 균형 잡힌 정책 대응이 요구된다.

나. 금리 인상 국면

한국의 기준금리 인상기는 대체로 자산시장 과열이나 인플레이션 압력에 대응하는 긴축적 통화정책 국면으로 정의된다. 본 연구에서는 2005~2008년, 2010~2011년, 2017~2018년 그리고 2021년 하반기 이후의 기간을 금리 인상기로 설정하고, 해당 기간에 한정된 회귀분석을 통해 가계의 신규대출 결정요인을 실증적으로 분석하였다. 분석 결과 금리 인상기에는 전반적으로 가계의 차입수요가 위축되고 금융기관의 대출공급 여건도 경직되는 경향을 보였으며, 이는 주요 설명변수들의 계수 변화와 통계적 유의성 저하로 구체화되었다.

우선 주택가격 상승률은 금리 인하기에 비해 신규대출에 미치는 영향이 상당히 약화된 것으로 나타났다. 회귀분석 결과 해당 계수는 금리 인하기에서 5.744였던 반면, 인상기에는 3.538로 2.2p가량 감소하였다. 이는 동일한 주택가격 상승률이 신규대출에 미치는 영향이 절반 가까이 축소되었음을 뜻하며 금리 인상에 따른 차입비용 증가, 자산가치 기대 약화, 대출규제 강화 등 요인이 복합적으로 작용한 결과로 해석된다. 실제로 기준금리가 연 0.5%에서 3.5%까지 급등한 2022년~2023년 사이, 서울 아파트 중위가격은 약 8.4%(KB부동산 기준) 하락했고 연간 신규 주택담보대출은 100조 원대에서 70조 원대로 축소되었다.

금융기관의 대출공급 행태의 영향력 역시 금리 인상기에 위축된 것으로 나타났다. 대출태도지수의 계수는 금리 인하기 0.348에서 인상기에는 0.282로 하락하였으며, 이는 기준금리 상승이 금융기관의 여신 태도에 대한 영향력을 약화시킨다는 점을 시사한다.

보다 구체적으로 동일한 단위만큼의 대출태도 개선(예: 완화적 대출 기준)이 발생하더라도 금리 인하기에는 그것이 가계부채비율을 0.348%p 확대시키는 반면, 금리 인상기에는 0.282%p에 그쳐 정책금리 수준에 따라 가계의 대출 수요 반응 탄력성이 달라짐을 보여준다. 이는 고금리 환경에서는 가계가 금융기관의 여신 완화에도 불구하고 차입을 회피하거나 보수적으로 대응할 가능성이 크기 때문에 금융기관의 공급 측 변화가 가계부채 누증에 미치는 효과가 상대적으로 작아지는 구조로 해석할 수 있다.

소비자심리지수 역시 금리 인상기에는 영향력이 약화되었다. 해당 계수는 금리 인하기 0.004에서 인상기 0.002로 감소하였고 유의수준은 그대로 유지되었으나, 그 효과의 크기는 절반 수준으로 줄어들었다. 이는 고금리 환경이 가계의 경기 전망을 위축시키고, 이로

인해 차입 결정을 제한하는 경로로 작용했을 가능성을 제기한다. 실제로 2022년 하반기부터 2023년 중반까지 소비자심리지수는 지속적으로 100 이하를 기록하며, 경제 전반에 대한 비관적 인식이 이어졌고 이는 가계의 자발적 디레버리징 행동으로 연결되었을 가능성이 높다.

한편 구조적 변수인 고령화지수의 계수는 금리 인상기 -0.012로 전체기간(-0.011), 금리 인하기(-0.009)보다 절대값이 커졌다. 이는 고령 인구의 비중 확대가 신규대출 축소를 구조적으로 유발하며, 금리 인상기에는 이 경향이 더욱 강화된다는 점을 보여준다. 통계청에 따르면 2024년 기준 60세 이상 인구 비중은 26.3%로 2018년(21.9%) 대비 4.4%p 증가하였으며, 이는 고령층의 저차입 성향과 상환 중심 소비 패턴이 대출 수요를 제한하는 구조와 결합된 결과로 풀이된다.

흥미로운 점은 피셔항의 평균 기여도는 금리 인상기(-0.48)에 금리 인하기(-0.17)보다 더 부정적이었으나, 가계 레버리지 증가율과의 상관계수는 오히려 인상기에서 더욱 큰 양의 값을 보였다는 점이다(〈표 Ⅲ-2〉 참조). 이는 금리 인상기에도 불구하고 일부 시점에서는 인플레이션의 하락이 명목금리 상승을 상쇄하면서 실질이자율이 크게 상승하지 않았거나, 피셔 효과가 단기적으로 혼재된 방식으로 작용했을 가능성을 시사한다. 즉, 명목금리 인상이 실질부채 조정으로 바로 이어지기보다는 기대인플레이션 및 성장률 전개에 따라 다양한 반응을 나타냈다고 볼 수 있다.

이러한 분석 결과는 금리 인상기가 가계의 차입 유인을 전반적으로 억제하고, 금융기관의 공급 축소 및 규제 환경 강화와 맞물려 레버리지 확장을 구조적으로 제한하는 시기임을 보여준다. 그러나 이러한 조정 국면이 모든 가계에 균등하게 작용하는 것은 아니다. 중상위 소득계층이나 무차입 가계는 상대적으로 영향이 작지만, 저소득층 및 변동금리 기반 고차입 가계는 금리 상승의 충격에 민감하게 반응한다. 따라서 연착륙 유도를 위한 정교한 정책조합이 필수적이다.

정책적으로는 첫째, 금리 인상기에는 취약차주 보호를 위한 타겟형 정책이 요구된다. DSR이나 LTV 등의 규제 완화를 무분별하게 시행하는 대신, 일시적 유동성 부족을 겪는 차주에 대해 원리금 상환 유예, 보증 확대, 장기고정금리 전환 지원 등을 맞춤형으로 제공하는 방식이 바람직하다. 둘째, 금융기관의 건전성 관리와 대출심사 기준 유지도 중요하다. 사전적인 스트레스 테스트 강화를 통해 급격한 부실 전이를 미연에 방지하고, 변동금리 대출 비중 축소를 위한 정책적 유도도 병행해야 한다. 셋째, 고령층이나 은퇴예정자 계

층을 대상으로 한 금융소비자 보호 장치도 강화되어야 하며, 부채상환역량 강화 교육과 함께 사적 연금 유도 및 상속/증여 유인 확대를 통해 장기적 디레버리징 기반을 마련할 필요가 있다.

결론적으로 금리 인상기는 신규대출 결정요인 전반의 민감도를 저하시켜 가계부채 증가를 제약하는 역할을 하며, 정책적으로도 이러한 효과를 활용해 구조적 위험 누적을 완화할 수 있는 기회가 된다. 그러나 충격의 비대칭성과 취약계층의 민감도를 고려할 때, 통화정책과 거시건전성 정책의 정합적 조율, 차별화된 지원, 금융시스템의 안정적 운용이 무엇보다도 중요하다.

Ⅳ 통화정책 충격과 한국 가계부채

1. 분석 배경

본 장에서는 앞선 실증 분석을 바탕으로 향후 통화정책 사이클의 전개가 한국 가계부채에 미칠 영향을 계량적으로 전망하고자 한다. 기존 장에서 금리 인상기와 인하기에 따른 가계 레버리지와 신규대출 결정요인을 실증적으로 규명한 데 이어, 본 장에서는 이러한 구조가 향후 통화정책 충격 시 어떤 시계열적 반응 경로를 보일지를 분석하는 것이다. 이는 과거의 단면적 분석을 넘어서 예측적 시각에서 정책 효과를 정량적으로 평가하려는 시도라 할 수 있다.

이를 위해 Jordà(2005)가 제안한 국소투영기법(Local Projection Method; LPM)을 도입하여, 기준금리 변동이 시차를 두고 가계 레버리지에 미치는 영향을 추정한다. LPM은 구조적 모형에 대한 강한 제약 없이 충격의 시계열적 효과를 추정할 수 있다는 점에서 기준금리의 변화가 가계부채의 구성 요소들에 어떠한 시간적 경로를 따라 영향을 미치는지를 식별하는 데 적합한 방법론이다. 본 분석은 이러한 국소투영기법의 장점을 활용하여 정책금리 변화가 가계의 차입행태, 기존 부채의 실질가치 조정, 총부채 증가율 등에 미치는 영향을 통합적으로 분석한다. 이를 통해 한국의 가계부채가 향후 통화정책 환경에서 어떠한 경로로 진화할지를 계량적으로 예측하고, 동시에 금융안정성 측면에서의 리스크 요인을 조망하고자 한다.

2. 분석 방법: 국소투영기법(Local Projection Method)

국소투영기법은 전통적인 벡터자기회귀(VAR) 모형이 갖는 한계(충격 반응이 충격의 방향에 대해 대칭적이고, 충격의 크기에 대해 선형적이라는 제약)를 완화할 수 있는 분석 기법이다. 이 방법은 각 시차별 반응을 개별 회귀식으로 추정함으로써 비대칭적이거나 비선

형적인 정책 충격의 효과, 그리고 구간별·조건별 이질적 반응(Heterogeneous treatment effects)을 유연하게 추정할 수 있다는 장점을 지닌다. 이러한 특성 덕분에 국소투영기법은 최근 금융시장, 주택시장, 거시정책 평가 등 다양한 분야에서 활발히 활용되고 있으며, 특히 Jordà, Schularick, and Taylor(2015)나 Ramey and Zubairy(2018)와 같은 후속 연구에서도 정책 충격의 동태적 효과를 식별하는 데 효과적인 도구로 자리매김하고 있다.

국소투영기법은 다음과 같이 시점 t에서 발생한 충격이 $t+h$ 시점에 종속변수에 미치는 영향을 예측하는 회귀식으로 구성된다(h =0,1,2,⋯,H):

$$y_{t+h} = \alpha_h + \beta_h x_t + \Gamma_h Z_t + \epsilon_{t+h}$$

- y_{t+h}: 미래의 종속변수
- x_t: 충격 변수(예: 국제 유가의 변화)
- Z_t: 제어 변수들(예: 종속변수 및 충격변수의 과거값, 기타 거시 변수들)
- ϵ_{t+h}: 오차항

따라서 β_h는 관심계수로서 시점 t에 발생한 충격이 $t+h$시점의 종속변수에 미치는 영향을 나타낸다. 예를 들어 종속변수가 가계 레버리지이고 충격변수가 기준금리인 경우, β_4는 시점 t의 기준금리 충격이 4기 후의 가계 레버리지에 미치는 효과를 의미한다.

본 절에서는 1998년부터 2024년까지의 연간 데이터를 이용하여 기준금리 충격이 가계부채 동학에 미치는 시차적 영향을 정량적으로 분석하였다. 앞서 설명한 국소투영법을 채택하여 기준금리의 1%p 인상 및 인하 충격에 대한 가계부채비율의 변화와 그것의 세부 구성요소인 (1) 신규대출 및 (2) 피셔항에 대한 연도별 반응을 5년 시계열에 걸쳐 추정하였으며, 신뢰구간(CI)은 신뢰수준 95% 하에서 계산되었다. 구체적인 모형 및 변수 구성은 다음과 같다.

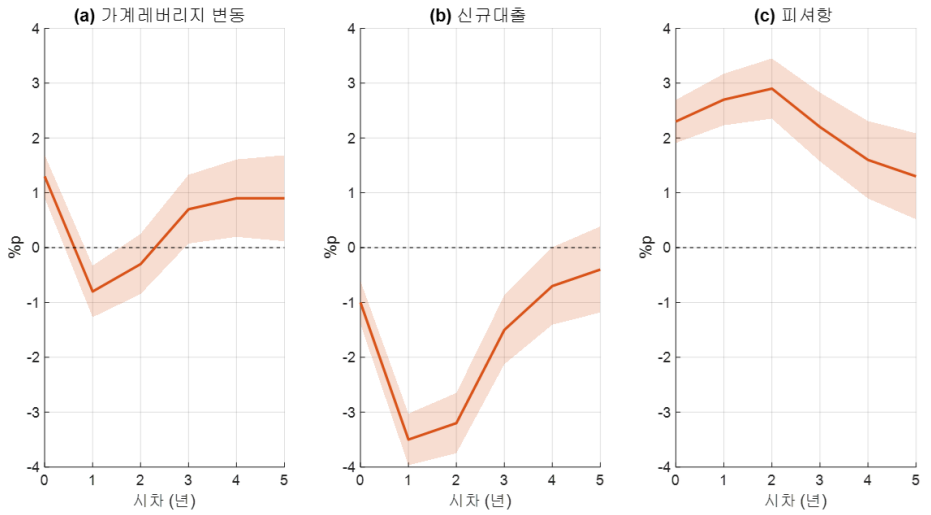
$$\Delta y_{t+h} = \alpha_h + \beta_h \Delta i_t + \Gamma_h Z_t + \epsilon_{t+h} \, (h = 0, 1, ..., 5)$$

- y_{t+h}: (1) 가계부채비율 변동분(Δb_{t+h}), (2) 신규대출(d_{t+h}), (3) 피셔항($Fisher_{t+h}$)
- $\Delta i_t (= i_t - i_{t-1})$: 기준금리 변동분
- Z_t: 제어 변수들(경제성장률, 인플레이션, 실업률, 금융자유화지수, 집값상승률, 도시화율, 고령화지수)
- ϵ_{t+h}: 오차항

3. 분석 결과

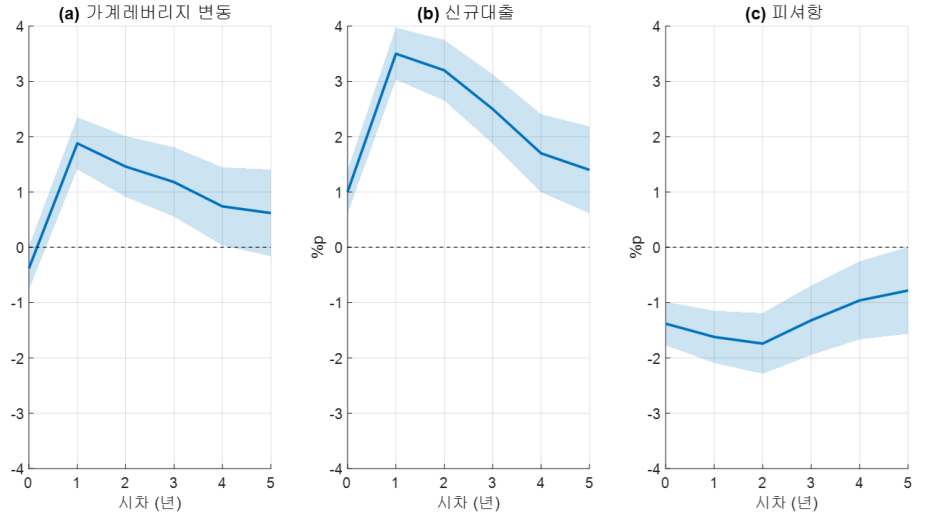
〈그림 Ⅳ-1〉 금리인상 충격에 대한 가계부채비율 변화의 충격반응

(단위: %p)



〈그림 Ⅳ-2〉 금리인하 충격에 대한 가계부채비율 변화의 충격반응

(단위: %p)



〈그림 Ⅳ-1〉은 기준금리 인상 충격에 대한 반응을 보여준다. 가계 레버리지는 금리 인상 직후 완만히 하락하다가 1기 시점에 -0.8%p 수준의 저점을 기록한 뒤 반등세로 전환되었다. 이는 기준금리 인상이 단기적으로 가계의 총 레버리지 증가율을 억제하는 효과가 있음을 시사한다. 이후 3기부터는 상승세를 보이며, 5기에는 약 0.9%p 수준으로 회복되었다. 이러한 반등은 가계부채의 하방 경직성과 정책 충격의 점진적 소멸 효과를 반영한 것으로 해석된다.

신규대출은 금리 인상 직후 빠르게 위축되며 1기동안 -3.4%p 수준으로 급감하였다. 이는 금리 인상이 대출공급 축소와 차입수요 둔화를 동시에 유발하여 신규 자금 유입을 제한했음을 보여준다. 이후 3기부터는 완만한 회복세를 나타내며, 5기에는 -0.5%p 수준으로 반등하였다. 이는 금리 인상이 가계의 유동성 확보 경로를 제약함을 의미한다.

피셔항은 실질 상환부담을 반영하는 항목으로 금리 인상 직후부터 일관되게 양의 값을 보인다. 2기에는 2.9%p로 정점을 기록한 뒤 점차 감소하여 5기에는 1.3%p 수준으로 수렴하였다. 이는 명목이자율 상승과 함께 실질 성장률 및 인플레이션의 상대적 정체가 결합되어 기존 부채의 실질적 부담이 단기적으로 크게 증가했음을 나타낸다. 아울러 이는 총 레버리지의 하락을 일정 부분 상쇄하는 기여를 한 것으로 판단된다.

요컨대 기준금리 인상은 가계의 신규차입을 급격히 억제하고, 동시에 기존 부채의 실질 상환부담을 가중시켜 가계부채 동학에 이중적인 경로로 작용한다. 단기적으로는 레버리지 증가가 억제되나, 중장기적으로는 점진적 회복세가 나타나며 이는 정책 충격의 소멸 또는 민간의 기대 조정을 반영한 결과로 볼 수 있다. 본 분석은 금리 인상기의 레버리지 억제 효과가 주로 신규대출 경로를 통해 나타나지만, 피셔항의 기여도 또한 간과되어서는 안 됨을 시사한다. 다시 말해 통화정책과 병행한 거시건전성 정책 설계 시 피셔항의 충격 흡수 및 완화 기능을 고려하는 것이 중요함을 보여준다.

다음으로 〈그림 Ⅳ-2〉는 기준금리 인하 충격에 대한 반응을 보여준다. 가계 레버리지는 정책금리 인하 충격 이후 빠르게 양의 방향으로 전환되어, 1기부터 5기까지 모두 상승세를 유지하였다. 특히 1기에는 1.8%p에 달하는 강한 반응이 관측되었고, 이후에도 완만히 감소하나 5기까지 일관된 양의 증가를 보였다. 이는 금리 인하가 가계부채의 빠른 증가를 유발함을 의미한다.

신규대출은 금리 인하에 대해 매우 민감하게 반응하며, 1기에는 약 3.5%p의 신규차입 확대가 발생하였다. 이후에도 점진적으로 감소하나 5기까지 여전히 1.5%p 수준의 양의 반

응을 유지한다. 특히 금리 인상기보다 3~5기에서 더 높은 수준의 신규대출 반응이 관찰되어 완화적 통화정책이 보다 지속적인 누적 효과를 지닐 수 있음을 시사한다.

피셔항은 전반적으로 음의 방향성을 나타낸다. 2기까지는 -2%p에 가까운 부(-)의 기여가 확인되며, 이는 명목이자율 하락이 실질 성장률 및 인플레이션 대비 더 크게 작용하여 기존 부채의 실질가치를 감소시켰기 때문이다. 다만 이후 기에서는 점진적인 회복이 나타나며, 5기에는 -1%p 이하로 축소된다. 이는 기존 부채의 상환부담이 완화됨에 따라 레버리지 상승에 대한 제약 효과가 점차 약화되는 것으로 해석된다.

결과적으로 금리 인하 충격은 레버리지 확대에 강하고 지속적인 양의 영향을 미치며, 주로 신규대출 증가 경로를 통해 신용 유통이 활발해진 결과로 이해할 수 있다. 반면 피셔항은 초기에는 음의 기여를 통해 레버리지 상승을 제약하지만, 그 효과는 상대적으로 단기적이며 점차 약화된다.

이상의 분석을 종합해보면 기준금리 인상과 인하 충격은 유사한 폭의 금리 변화에도 불구하고, 가계부채에 미치는 효과의 크기와 경로 측면에서 일정 수준의 비대칭성을 나타낸다. 이는 통화정책의 파급효과가 방향에 따라 달라질 수 있으며, 특히 금융가속경로(Financial accelerator)가 금리 인하기에 더 강하게 작동함을 시사한다.

금리 인상기의 경우, 신규대출 위축과 기존 부채의 실질 부담 증가가 레버리지를 단기적으로 감소시키는 전형적인 패턴이 나타난다. 반면 금리 인하기의 경우 신규대출 증가와 부채상환 부담 완화가 동시에 작용하여 레버리지가 비선형적이고 누적적인 방식으로 확대되는 양상을 보인다.

이는 Bernanke, Gertler, and Gilchrist(1999)가 제시한 이론과 부합하며, 통화정책이 금융 불균형을 증폭시킬 수 있는 경로를 제공할 수 있음을 의미한다. 특히 금리 인하 국면에서는 차입 비용의 감소가 민간의 레버리지 결정에 직접적이고 강하게 작용하여 단기적으로는 경기 부양 효과가 크지만, 중장기적으로는 금융 취약성의 누적 가능성이 높다. 본 분석은 통화정책의 효과가 그 방향에 따라 비대칭적으로 작용한다는 점을 실증적으로 보여주며, 확장적 통화정책 시행 시 가계부채 축적에 대한 사전 점검과 거시건전성 정책(Macroprudential policy)의 정교한 설계가 필수적임을 강조한다. 특히 정책당국은 금리 인하의 효과가 금리 인상의 반대 방향으로 단순히 대칭적으로 작용하는 것이 아니라, 더 큰 규모의 부채 확대를 초래할 수 있다는 점을 인식해야 하며 이에 따라 DSR·LTV 등 신용공급 규제의 정합적 조정이 병행되어야 할 것이다.

V 결론 및 시사점

본 연구는 1998년부터 2024년까지의 장기 시계열 자료를 바탕으로 한국 가계의 레버리지 결정요인과 통화정책과의 상호작용을 실증적으로 분석하였다. 먼저 분석의 출발점으로서 동일 기간 동안 고레버리지 문제를 경험한 OECD 주요 선진국들과의 비교분석을 통해 한국의 가계부채 추세가 글로벌 맥락에서 어떠한 구조적 특성을 지니는지를 규명하였다. 이를 통해 주요 거시경제 변수 및 제도적·인구학적 요인들이 국가별로 가계부채의 누증 또는 조정에 어떤 방식으로 작용하였는지를 실증적으로 분석하였다.

다음으로 한국 사례에 초점을 맞추어 가계 레버리지의 변화를 (1) 신규대출 요인과 (2) 피셔(Fisher) 항목으로 분해함으로써 가계의 순차입 행동과 실질 부채부담의 거시적 조정 효과를 구분하고 그 기여도를 정량적으로 평가하였다. 분석 결과 전반적으로 가계 레버리지의 상승은 신규대출 요인에 의해 주도되었으며, 특히 금리 인하기에는 저금리에 따른 차입 비용 하락과 자산가격 상승 기대가 맞물려 대출이 빠르게 증가하였다. 반면 금리 인상기에는 이자 비용 상승과 금융기관의 신용공급 위축으로 인해 대출 증가세가 눈에 띄게 둔화되었다.

나아가 가계의 신규대출 결정요인에 대한 회귀분석을 통해 이러한 동학을 뒷받침하였다. 금리 인하기에는 소비자심리지수, 주택구입부담지수, 금융기관 대출태도지수, 금융자유화지수가 모두 유의한 양의 영향을 미쳤으며, 반대로 금리 인상기에는 고령화지수가 통계적으로 유의한 음의 영향을 나타내며 차입 수요를 억제하는 요인으로 작용하였다.

이를 바탕으로 Jordà(2005)의 국소투영기법(Local Projection Method)을 활용하여 기준금리 충격에 따른 가계부채 구성요소의 시계열적 반응을 분석하였다. 분석 결과 금리 인하 충격은 가계의 신규차입 확대를 강하게 유도하는 반면, 실질이자율 하락을 통해 기존 부채의 상환 부담을 경감시키는 경로로 작동하였다. 반면 금리 인상 충격은 단기적으로는 신규대출을 급격히 억제하고 피셔 효과를 통해 실질 상환 부담을 증가시켜 레버리지 증가율을 억제하는 효과를 보였으나, 중장기적으로는 정책 충격의 점진적 소멸과 기대 조정을 통해 일정 수준의 반등을 동반하였다.

이러한 결과는 통화정책 충격이 그 방향에 따라 가계부채의 구성 요소에 비대칭적으로 작용함을 시사한다. 특히 금리 인하 국면에서는 금융가속경로(Financial accelerator)가 보다 강하게 작동하면서 레버리지가 비선형적이고 누적적인 방식으로 확대되는 경향이 나타난다. 이는 Bernanke, Gertler, and Gilchrist(1999)의 이론적 주장과 부합하며, 확장적 통화정책의 파급효과가 긴축적 정책의 효과를 단순히 반전시킨 것으로 보기 어렵고 정책 방향에 따라 상이한 전개 양상을 보일 수 있음을 시사한다. 따라서 통화정책의 운용에 있어 경기부양이라는 단기 목표뿐 아니라, 중장기 금융안정성 측면에서의 부채 축적 위험 또한 함께 고려할 필요가 있다.

이상의 실증 결과를 바탕으로 다음과 같은 정책적 시사점을 도출할 수 있었다. 첫째, 가계의 자산구성이 실물자산, 특히 부동산에 편중되어 있는 구조를 완화해야 한다. 전체 자산의 약 75%가 부동산에 집중된 현 상황은 가계부채와 자산시장 간의 쌍방향 증폭 메커니즘을 야기하며, 주택가격 상승이 신규대출 증가로 직결되는 위험을 키운다. 이에 따라 금융자산에 대한 세제 지원 확대, 퇴직연금 및 IRP 제도의 활성화, 자본시장 접근성 개선 등을 통해 금융자산 중심의 포트폴리오 다변화를 유도할 필요가 있다.

둘째, 금리 인하기에는 자산가격 상승 기대와 차입 수요가 맞물려 신용팽창이 구조적으로 유발되므로, 이를 선제적으로 억제하기 위한 거시건전성 조치가 중요하다. 구체적으로는 LTV·DSR 규제의 탄력적 운영, 주택시장 투기 수요에 대한 차등적 제한, 금융기관의 대출심사 강화 등이 병행되어야 한다. 또한 피셔항이 인하기에는 레버리지 상승을 다소 제약하는 효과를 나타내긴 하지만, 이 효과는 상대적으로 단기적이며 중기적으로는 누적적 차입 확대 경로가 우세해지므로 금리 인하기에 보다 정교한 리스크 관리 체계가 요구된다.

셋째, 금리 인상기에는 대출 수요 자체는 둔화되나, 실질 상환부담 증가로 인해 금융취약계층의 위험이 심화될 수 있다. 이에 따라 신혼부부, 생애최초 구입자, 고령층 등을 대상으로 한 정책적 유연성 확보가 필요하며, 예를 들어 리버스 모기지 확대, 일시적 상환유예 제도, 고정금리 전환 유도 등의 조치를 고려할 수 있다. 아울러 기준금리 인상으로 인한 대출공급 경색에 선행하여 금융기관에 대한 스트레스 테스트 강화 및 완충자본 확충, 변동금리 대출 비중 축소 등도 병행되어야 한다.

결론적으로 본 연구는 통화정책 사이클에 따라 가계부채의 결정요인과 구조가 상이하게 작동함을 실증적으로 제시하였으며, 정책금리 충격이 단지 대칭적 반응을 유도하는 것이 아니라 방향에 따라 그 경로와 강도가 달라지는 점을 부각하였다. 이러한 점에서 향후 통

화정책 설계에는 경기 대응과 금융안정의 균형을 보다 정교하게 고려하는 접근이 필요하며, 특히 거시건전성 정책과의 조화로운 조율을 통해 금융시스템의 구조적 안정성을 확보하는 방향으로 나아가야 할 것이다.

이러한 분석 결과를 바탕으로 향후 연구 방향에 대한 시사점은 다음과 같다. 첫째, 거시건전성 규제와 관련해서는 통화정책 사이클별로 '신규대출'과 '피셔 역학'의 상대적 기여도를 정밀하게 분석하고, 이를 반영한 선제적·효율적인 규제 수단을 설계할 필요가 있다. 특히 금리 인하기에는 대출 팽창의 위험성이 높은 만큼, 규제 강도의 조절을 통해 신용확장을 억제하는 등 정책 환경에 따른 차별화된 대응이 요구된다. 둘째, 가계부채 심화가 보험산업에 미치는 파급효과를 고려한 전략적 대응 역시 중요한 과제로 부각되고 있다. 가처분소득의 감소는 신계약 유입 둔화를 초래하고 소득 양극화는 보험 수요의 계층별 분화를 심화시키며, 경기 불확실성은 보험 해약 증가와 해지리스크 확대로 이어질 가능성이 크다. 이에 따라 보험산업은 리스크 기반의 경영 강화, 고객 세분화 전략, 해지 방지 프로그램 구축 등 다층적인 대응 체계를 마련해야 하며, 이러한 과제를 뒷받침할 정책적·학술적 연구의 축적도 병행되어야 한다. 셋째, 본 연구에서 확인된 통화정책 충격의 비대칭적 효과를 실물경제 및 금융시장 전반과 연계하여 심층적으로 분석하는 후속 연구가 필요하다. 특히 금리 변동이 소비, 투자, 고용 등 실물 부문에 미치는 영향을 중심으로 가계부채 경로와의 상호작용을 규명함으로써 통화정책의 실질적 파급 경로를 보다 입체적이고 정합적으로 이해할 수 있을 것이다.

참고문헌

고동우·윤성민·박진아(2023), 「한국 가계부채의 결정요인에 대한 실증분석」, 한국자료분석학회, 25(2), pp. 639~650

국제금융협회(2025), 『Global Debt Monitor 2024』

김진하·조영무·김규판(2023), 「금리 민감도에 따른 가계부채 구조의 변화」, 한국개발연구원 정책연구 보고서

권준석·이주호·이효섭(2022), 「금리와 자산 가격 변화가 가계부채 지속가능성에 미치는 영향」, 금융안정연구, 30, pp. 29~58

조성희·정성훈·전재호(2021), 「통화정책과 거시건전성 정책의 조합이 가계부채에 미치는 영향」, 한국은행 조사연구자료

전재호·정성훈·조성희(2020), 「가계부채의 이질성과 정책 파급효과」, 한국은행 경제연구원 보고서

정규철·이지평·김정식(2012), 「가계부채의 결정요인에 관한 실증분석」, 한국개발연구원 연구보고서

한국은행(2023), 「금융안정보고서」

한국은행(2025), 「통화정책보고서(2025년 3월)」

Abiad, A., Detragiache, E., and Tressel, T.(2008), "A New Database of Financial Reforms", IMF Working Paper No. 08/266

Auerbach, A. J., and Gorodnichenko, Y.(2013), "Fiscal multipliers in recession and expansion", NBER Working Paper No. 17447

Bank for International Settlements(2023), "Annual Economic Report 2023"

Bank of Korea(2025), "Monetary Policy Report"

Bernanke, B. S., Gertler, M., and Gilchrist, S.(1999), "The financial accelerator in a quantitative business cycle framework", In J. B. Taylor & M. Woodford (Eds.), Handbook of Macroeconomics (Vol. 1, pp. 1341~1393), Elsevier

Board of Governors of the Federal Reserve System(2011), "Monetary Policy Report:

July 2010"

Chung, K.(2008), "Household debt, the savings rate and monetary policy: The Korean experience", BIS Papers, (46), pp. 71~78

Di Casola, P., Iversen, J.(2019), "Households' debt and the transmission of monetary policy", Norges Bank Working Paper No. 9/2019

Dumitrescu, A., Enciu, C., Handoreanu, O., Oberja, A., and Blaga, V.(2022), "The drivers of household indebtedness reconsidered: An empirical evaluation of competing arguments on the macroeconomic determinants of household indebtedness in OECD countries", Working Paper

Dynan, K.(2012). "Is a household debt overhang holding back consumption?", *Brookings Papers on Economic Activity*, 2012(1), pp. 299~344.

Fagereng, A., Gulbrandsen, M. A. H., Holm, M. B., and Natvik, G. J.(2025), "How Does Monetary Policy Affect Household Indebtedness?", Working Paper, Norges Bank

Farhi, E., Werning, I.(2016), "A theory of macroprudential policies in the presence of nominal rigidities", NBER Working Paper No. 22234

Hall, G. J., Sargent, T. J.(2011), "Interest rate risk and other determinants of post-WWII US government debt/GDP dynamics", *American Economic Journal: Macroeconomics*, 3(3), pp. 39~74

International Monetary Fund(2023), "World Economic Outlook Statistical Appendix 2023"

Jordà, Ò.(2005), "Estimation and inference of impulse responses by local projections", *American Economic Review*, 95(1), pp. 161~182.

Jordà, Ò., Schularick, M., and Taylor, A. M.(2013), "When credit bites back: Leverage, business cycles, and crises", *Journal of Money, Credit and Banking*, 45(s2), pp. 3~28

Jordà, Ò., Schularick, M., and Taylor, A. M.(2015), "Leveraged bubbles", *American*

Economic Review, 105(3), pp. 1076~1106

Kearns, J., Major, M., and Norman, D.(2020), "The transmission of monetary policy through banks: Evidence from Australia", Reserve Bank of Australia Research Discussion Paper No. 2020-05

Mason, J. W., and Jayadev, A.(2014), "'Fisher dynamics' in US household debt, 1929-2011", *American Economic Journal: Macroeconomics*, 6(3), pp. 214~234

Mian, A., Sufi, A.(2014), " House of Debt", University of Chicago Press

Mian, A., Sufi, A., and Verner, E.(2017), "Household debt and business cycles worldwide", *Quarterly Journal of Economics*, 132(4), pp. 1755~1817

OECD(2023), "OECD Economic Surveys: Korea 2023"

Ramey, V. A., Zubairy, S.(2018), "Government spending multipliers in good times and in bad: Evidence from US historical data", *Journal of Political Economy*, 126(2), pp. 850~901

Reuters(2023. 9. 14), "South Korea central bank says coordinated efforts needed to deal with household debt"

Schularick, M., Taylor, A. M.(2012), "Credit booms gone bust: Monetary policy, leverage cycles, and financial crises, 1870-2008", *American Economic Review,* 102(2), pp. 1029~1061

Shim, I., Shin, H. S.(2017), "Comparative assessment of macroprudential policies", *Journal of Financial Stability*, 28, pp. 173~186

Svensson, L. E. O.(2017), "Cost-benefit analysis of leaning against the wind: Are costs larger also with less effective macroprudential policy?", IMF Working Paper No. 17/3

부록

신규대출의 결정요인: 분기 자료 분석

본 부록에서는 본문 Ⅲ장 5절에서 수행한 신규대출 결정요인에 대한 회귀분석의 강건성(Robustness)을 점검하고자 한다. 앞선 분석은 가용 자료의 제약과 전체 분석의 일관성을 고려하여 1998년부터 2024년까지의 연도별 자료를 활용하여 수행되었으나, 분석 기간에 비해 설명변수의 수가 많아 과적합(Overfitting)의 가능성이 제기될 수 있다.

이러한 우려를 검증하기 위해 본 부록에서는 동일한 분석 틀을 유지하되 분기별 자료를 활용하여 회귀분석을 재구성하였다. 구체적으로 분기별 신규대출 규모를 종속변수로 설정하고, 대출 수요 및 공급 요인을 설명변수로 투입하여 OLS 회귀분석을 수행하였다. 보다 구체적으로 연간 자료만 가용한 일부 변수(도시화율, 고령화지수, 금융자유화지수)의 경우, 해당 연도의 네 분기 동안 값이 동일하게 유지되는 것으로 가정하여 분기자료에 포함하였다. 또한 분기자료의 계절성을 제거하기 위해 계절조정된 변수값을 사용하였으며, 각 변수의 시계열 특성을 반영하고자 ADF 검정을 통해 단위근 존재 여부를 진단하였다. 비정상성을 가진 변수는 차분을 통해 정상성을 확보한 후 회귀분석에 포함하였다.

〈부록 표 1〉 회귀분석 결과: 분기 자료

구분	(1) 전체기간	(2) 금리 인하기	(3) 금리 인상기
소비자심리지수	0.002*	0.004*	0.002*
KOSPI지수	0.015	0.018	0.011
주택구입부담지수	0.004**	0.006*	0.003**
집값 상승률	3.022**	4.389***	2.475**
도시화율	0.036*	0.042*	−0.012*
고령화지수	−0.009**	−0.006*	−0.010**
금융자유화지수	0.102*	0.113*	0.098**
금융기관 대출태도지수	0.225*	0.266*	0.199*

주: * p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01

〈부록 표 1〉에 제시된 바와 같이 회귀계수의 방향성과 통계적 유의성 측면에서 전반적으로 높은 일관성이 확인되었으며, 특히 연도별 분석에서 핵심적인 설명력을 보였던 변수들이 분기별 분석에서도 여전히 중요한 설명변수로 작용하는 것으로 나타났다. 이는 분석 단위가 세분화되더라도 주요 변수들의 설명력이 구조적으로 유지된다는 점에서 의미가 크다.

구체적으로 전체 기간을 대상으로 한 분석에서 소비자심리지수(0.002), 주택구입부담지수(0.004), 집값 상승률(3.022) 등은 모두 유의미한 양의 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 이는 연도별 분석과 계수의 방향성은 일치하고 유의성 수준도 대체로 유사한 결과로 해석할 수 있다. 고령화지수(-0.009)는 유의미한 음의 영향을 보였고, 금융자유화지수(0.102) 및 금융기관 대출태도지수(0.225) 또한 유의성을 유지하며 양의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이들 변수는 연도별 분석에서도 유의한 설명력을 보였던 핵심 요인들로 분기 단위 분석을 통해서도 그 중요성이 재확인되었다는 점에서 분석 결과의 일관성이 입증되었다. 반면 KOSPI지수는 전체 기간 및 금리 국면별 분석 모두에서 통계적으로 유의하지 않았으며, 이는 연도별 분석과 동일한 결과로서 주식시장 지표가 단기 가계대출 수요에 미치는 영향이 제한적임을 시사한다.

한편 분기 단위 분석의 특성상 회귀계수의 크기(절대값 기준)는 연도별 분석보다 다소 축소되는 경향을 발견하였다. 이는 종속변수 및 독립변수의 단위 시간당 변동폭이 작아지기 때문이며, 계수 추정치의 변화는 통계적 스케일 조정의 결과로 이해할 수 있다. 예를 들어 집값 상승률의 계수는 연도별 분석에서 4.395였던 반면, 분기 분석에서는 3.022로 축소되었고, 금융기관 대출태도지수의 계수 역시 0.314에서 0.225로 조정되었다. 이러한 차이는 계수의 방향성과 유의성 유지 여부가 중요하다는 점에서 해석상 본질적 문제가 되지 않는다.

금리 국면별 분석 결과 역시 연도별 분석과의 높은 일관성을 보여주었다. 금리 인하기 구간에서는 소비자심리지수(0.004), 주택구입부담지수(0.006), 고령화지수(-0.006), 금융자유화지수(0.113) 등이 유의미한 영향을 보였으며, 금리 인상기에도 이러한 변수들은 모두 동일한 방향의 영향을 미치고 통계적으로도 유의한 것으로 나타났다. 구체적으로, 금리 인상기 분석에서도 소비자심리지수는 0.002로 유의한 양의 효과를 보였고, 주택구입부담지수(0.003)와 고령화지수(-0.010) 또한 각각 유의한 양 및 음의 영향을 유지하였다. 이러한 결과는 해당 변수들이 금리 사이클에 관계없이 구조적으로 안정적인 설명

력을 갖고 있음을 시사한다. 다만, 도시화율의 경우 금리 인상기에서는 -0.012로 음의 영향을 보인 반면, 전체 기간 및 인하기 분석에서는 양의 영향을 보였는데, 이는 특정 시기의 지역적 주택 수요 구조나 정책 대응 차이를 반영한 결과로 해석될 수 있다. 그러나 이러한 차이는 전체 계량모형의 설명력을 훼손할 정도의 구조적 이탈로 보기는 어렵다.

이상의 분석 결과는 본 회귀모형의 설명력과 구조적 일관성을 다각도로 뒷받침한다. 연도별 분석에서 유의미한 영향력을 보였던 주요 변수들이 분기별 분석에서도 동일한 방향성과 통계적 유의성을 유지함에 따라, 변수 간 관계는 분석 주기의 차이와 무관하게 구조적으로 안정된 특성을 지니는 것으로 판단된다. 또한 데이터 빈도가 연간에서 분기로 조정되었음에도 회귀계수의 방향성과 유의성이 본질적으로 유지되었다는 점은, 기존 분석이 표본 수의 제한이나 자료 주기로 인해 발생할 수 있는 과적합(Overfitting)의 산물이 아니라, 경제 전반의 인과 관계를 반영한 견고한 결과임을 시사한다. 종합적으로 볼 때 본 연구의 실증 분석은 단기적 외생요인이나 표본 편향에 기인한 우연적 결과가 아닌, 실질적·구조적 관계에 기반한 분석으로 해석되며, 이를 바탕으로 도출된 정책적 시사점 역시 충분한 정당성과 적용 가능성을 갖춘 것으로 평가된다.

도서회원 가입안내

회원	연회비	제공자료
법인회원	₩300,000원	- 연구보고서 - 기타보고서 - 연속간행물 · 보험금융연구
특별회원	₩150,000원	
개인회원	₩150,000원	

* 특별회원 가입대상 : 도서관 및 독서진흥법에 의하여 설립된 공공도서관 및 대학도서관

가입 문의

보험연구원 도서회원 담당
전화 : (02)3775-9113 | 팩스 : (02)3775-9102

회비 납입 방법

무통장입금
- 계좌번호 : 국민은행(400401-01-125198) | 예금주: 보험연구원

자료 구입처

서울 : 보험연구원 자료실(02-3775-9113 | lsy@kiri.or.kr)

연구보고서 2025-06

통화정책 사이클과 가계부채 결정요인

발 행 일 2025년 7월
발 행 인 안 철 경
발 행 처 보험연구원
주 소 서울특별시 영등포구 국제금융로 6길 38 화재보험협회빌딩
인 쇄 소 고려씨엔피

ISBN 979-11-93021-77-4 (정가 10,000원)
979-11-85691-50-3(세트)