

통화정책이 소비에 미치는 영향

2020. 6. 12

한국은행 경제연구원 송상운 부연구위원



THE BANK OF KOREA

Contents

I

통화정책 파급경로의 이해

: 신고전학파 vs. 비신고전학파

II

통화정책 파급효과에 대한 최신 연구 결과

: 통화정책과 소비의 관계를 중심으로



통화정책 파급경로의 이해

통화정책의 파급효과 관련 언론보도 사례

기대수명 증가로 인하여 저축이 많아지면 왜
통화정책 경로가 악화될까?

이일형 금통위원 “고령화 대비 저축 통화정책 경로 악화”

완화적 통화정책은 왜 소비 진작에 도움이 될까?

이일형 위원은 1일 한은 출입기자단 오찬간담회에서 **"통화정책을 통해 소비를**

진작시키려고 하지만 사람들이 **미래를 걱정**하면서 저축을 늘린다면

미래에 대한 경제주체들의 기대가 통화정책 파급 효과에 영향

통화정책을 완화해도 정상적일 때보다 효과가 덜 나타난다"고 말했다. 이

위원은 한국은 고령화가 급속도로 진행되지만 이를 대비하기 위해 저축하는

시간은 상대적으로 짧은 것이 완화적 통화정책에도 소비가 크게 늘어나지

않은 이유 중 하나로 꼽았다. 가령, 향후 50년을 더 살 것으로 전망할 경우

저축이 누적되어 있다면 정상적으로 소비를 할 수 있지만 소비주체들이 그렇지

금리가 높은 시대 vs. 금리가 낮은 시대 : 금리가 평균적으로 5%인 시대를 산 사람과 1%인 시대를 산 사람이 같을까?

않다고 인식한다면 계속 저축을 한다는 것이다.

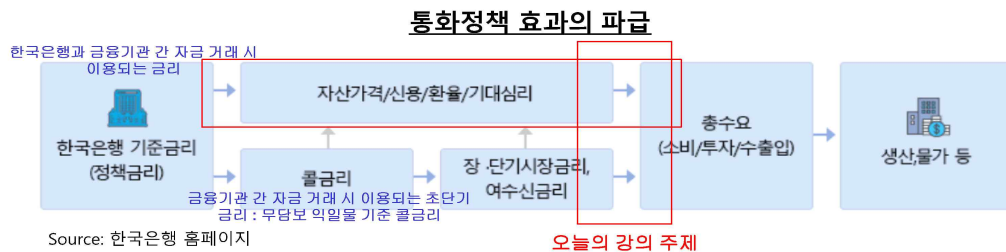
통화정책 파급경로 : 개요

THE BANK OF KOREA

◆ 통화정책의 가장 큰 목표는 물가안정

- 통화정책이 물가안정으로 이어지기까지 여러 단계가 존재 : 통화정책의 파급의 제대로 이루어지지 않는다면 <통화정책 ⇒ 물가안정>
- 통화정책의 파급 효과가 제대로 작동하는지, 새로운 파급 경로가 존재하지 않는지 등의 주제는 경제학에서 아주 중요한 연구 주제

◆ 통화정책(정책금리의 운용)은 다양한 경로를 통해 실물 경제에 영향



<참고> 명목금리 vs. 실질금리

THE BANK OF KOREA

◆ 통화정책의 파급은 실질금리의 변화가 중요

$$r_t = i_t - E_t \pi_{t+1}$$

(실질금리) (명목금리) (기대인플레이션율)

명목금리는 변했는데 실질금리는 그대로라면?

- 명목금리 A년 1%, B년 2%, 실질금리 변화 無
- 저축 100만원 → A년 101만원, B년 102만원
- A년과 B년의 실질소득은 동일 : 소비에 큰 영향을 미칠 수 없음

◆ 기대인플레이션이 (적어도 단기에) 불변 : 명목금리 조정 → 실질금리 변동 → 통화정책의 실물경제 파급

- 통화정책이 실물경제로 파급되기 위한 기본 조건은 물가가 단기에는 신축적이지 않다는 것

◆ 명목금리는 하한(제로 금리)이 존재하기 때문에 명목금리가 매우 낮은 상황에서는 기대인플레이션 조절을 통해 실질금리를 변화

- 중앙은행이 기준금리(명목금리)를 더 낮출 수 없다면 비전통적 통화정책(양적 완화 등)을 이용하여 실질금리를 변동시킬 수 있음

금리를 추가적으로 인하하기 어려운 상황에서 중앙은행이 국제 채매입 등을 통해 장기시장금리의 하락을 유도하는 정책

통화정책 파급경로 : 접근 방식

THE BANK OF KOREA

- ◆ Mishkin (1996) : 금리경로, 자산가격경로, 환율경로, 기대경로, 신용경로 등
- ◆ Neoclassical Channel (Demand View, 신고전학파의 경로)
 - 수요 측면의 요인(소비,투자)들을 중시 : investment- and consumption-based channel
 - 금융시장은 **완전**하다고 가정 : 은행대출, 주식, 채권 등 금융상품은 모두 완전 대체재 → 투자 결정에 따라 기업은 의도한 대로 자금 조달 가능
- ◆ Non-neoclassical Channel (Credit View, 비신고전학파 경로)
 - 금융시장은 **불완전**하다고 가정 : 자금 공급자와 수요자 간에는 정보 비대칭이 존재
 - 이러한 금융시장의 불완전성에 의하여 Neoclassical channel로 설명이 불가능한 현상이 발생 : 기업의 투자가 이자율보다는 현금흐름에 더 큰 영향을 받는 현상 등
- ◆ 두 가지 타입의 경로는 상호 보완적

시장이 완전(complete)하다는 것은?

가격은 수요와 공급에 의해 결정되며, 개별 수요자 또는 공급자가 가격에 영향을 미치지 못한다는 것을 의미 (거래비용이 없고 정보가 완전)

예시) 대출금리는 사람 혹은 기업에 따라 상이 : 불완전시장

Neoclassical Channel I : Investment-based Channel

THE BANK OF KOREA

- ① Direct Interest-Rate Channels : user cost of capital (금리 경로)
 - ◆ 기준금리 하락 → 단기시장금리 하락 → 장기시장금리 하락 → 자금 조달 비용 하락 → 기업 투자 및 **가계 내구재 소비** 증가
 - 대부분의 기업 투자 및 가계 내구재 소비(주택 구입 등)은 단기시장금리보다는 장기시장금리에 더 큰 영향을 받기 때문에 <기준금리 하락 → 장기시장금리 하락> 경로가 중요
 - <기준금리 하락 → 장기시장금리 하락> 경로는 항상 작동할까? 미래 단기금리의 예측과 유동성 프리미엄에 따라 동 경로는 작동하지 않을 수 있음
- ② Tobin's q (=기업의 시장가치/기업의 실물자본 대체비용)
 - ◆ 기준금리 하락 → 주식가격 상승 → q 상승 → 기업투자 증가
 - 기준금리 하락에 따른 주식가격의 상승은 기업들이 상대적으로 저렴한 가격으로 투자할 수 있다는 것을 의미
 - 우리나라는 이 경로가 잘 작동할까? 1) 우리나라 주식시장은 대외환경에 큰 영향을 받는 데다 2) 기업의 자금조달은 주식 발행보다 내부자금, 채권 등에 의해 더 많이 이루어짐

Neoclassical Channel II : Consumption-based Channel

THE BANK OF KOREA

① Wealth Effects (부의 효과)

◆ 기준금리 하락 [㉠] → 자산(주식, 부동산 등)가격 상승 → 가계 富의 상승 [㉡] → 소비 증가

㉠ 시장금리가 하락하면 경제주체들은 저축보다 자산구입을 선호하는 데다 낮은 금리로 자금조달 가능 → 자산 수요 증가

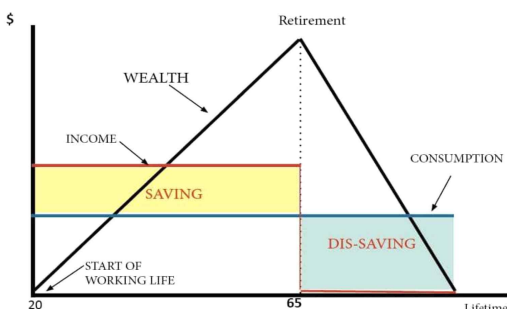
㉡ 저축과 소비에 대한 생애주기모형 (Brumberg and Modigliani 1954 등)

Wealth Effect: Let's go shopping!

Wealth Effect



생애주기모형



Neoclassical Channel II : Consumption-based Channel (con'd)

THE BANK OF KOREA

② Intertemporal Substitution Effects (기간 간 대체효과)

◆ 현재 소비에는 기회비용이 존재 : 저축하였다면 이자소득이 발생

◆ 기준금리 하락 → 현재 소비에 대한 기회비용이 하락 → 소비 증가

▪ 대부분의 경제모형(DSGE 등)에서는 이 경로를 이용하여 현재소비와 미래소비 간의 관계를 설명

Euler Equation for Consumption

<2기간 모형에서 효용의 극대화>

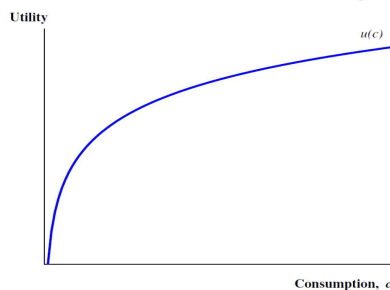
$$\max_{c_{\text{today}}, c_{\text{future}}} U = u(c_{\text{today}}) + \beta u(c_{\text{future}}), \text{ subject to}$$

$$c_{\text{today}} + \frac{c_{\text{future}}}{1+R} = \bar{W}$$

<오일러 방정식: 현재소비와 미래소비의 관계>

$$u'(c_{\text{today}}) = \beta(1+R)u'(c_{\text{future}})$$

소비함수의 특성 : Concavity



Neoclassical Channel III : International-trade based Channel

THE BANK OF KOREA

- ◆ **Exchange Rate Channel (환율 경로)**
- ◆ **기준금리 하락 → 시장금리 하락 → 원화표시 금융자산 수익률 하락[㉠] → 원화 수요 감소 → 원화 가치 하락 (환율 상승)[㉢] → 수출품 가격 하락, 수입품 가격 상승 → 경상수지 개선, 물가 상승**
 - ㉠ 다른 나라의 금리가 일정하다는 가정 하에, 우리나라 시장금리가 하락하면 상대적으로 우리나라 금융상품의 하락하면 자금이 우리나라에서 해외로 유출. 이 과정에서 원화 수요는 감소하고 달러 수요는 증가하여 환율에 영향
 - ㉢ 수출품 가격이 1,000원이라고 가정 : 환율이 1달러에 1,000원 vs. 1달러에 1,200원
수입품 가격이 1달러라고 가정하면?
- ◆ **국가의 경제구조 및 상황에 따라 상이**
 - 자본유출입의 상당 부분이 주식시장에서 이루어진다면? 기준금리 하락(상승)은 주식가격 상승(하락)으로 이어질 수 있으며 이는 원화 수요를 증가시키는 방향으로 작동할 것

Credit View I : Bank-based Channel

THE BANK OF KOREA

- ◆ **(Bank Lending Channel) 기준금리 하락 → 시중자금 가용량 증가 → 은행 대출여력 상승 → 대출공급 증가 → 투자 및 소비 증가** (은행과 다른 금융상품은 완전대체제가 아니다!)
 - 자금조달을 은행에 많이 의존할수록 이 경로의 효과는 커지는 경향
 - ✓ 중소기업과 대기업의 사례 (Oliner and Rudebusch 1996 등)
 - ✓ 모기지 대출의 사례 (Iacoviello and Minetti 2008) : 주택담보대출이 대부분 은행에서 이루어지는 나라에서 이 채널의 효과가 강력
- ◆ **(Bank Capital Channel) 기준금리 하락 → 자산가격 상승에 따른 은행 자산가치 상승 및 대출의 질 상승 → 은행 대출여력 상승 → 대출공급 증가 → 투자 및 소비 증가**
(via leverage ratio)
- ◆ **Direct Interest-Rate Channels vs. Bank-based Channel**
 - Bank-based channel에서는 자금의 수요 요인보다 공급 요인을 좀 더 중시
 - 실증분석에서는 이 두 가지 경로를 구분하는 데에 큰 관심 : 자금에 대한 수요와 공급 중 <기준금리 하락 → 투자 및 소비 증가> 경로에 더 큰 영향을 미친 요인은?

Credit View II : Balance Sheet Channel

THE BANK OF KOREA

기업

- ◆ 기준금리 하락 → 자산가격 상승 → **담보가치** 상승 → 대출 증가 → 투자 증가
 - <담보가치 상승 → 대출 증가>의 경로가 중요 : 정보 비대칭에 따른 문제를 해결 가능
 - Financial Accelerator Channel : 투자 증가 → 담보물건 증가 → 대출 증가 → 투자 추가적 증가
- ◆ 기준금리 하락 → 이자상환액 감소 → **현금흐름** 증가 → 투자 증가 (Cash Flow Channel)

가계

(담보가치 상승에 따른 대출 증가가 없다면 부의 효과와 유사)

- ◆ 기준금리 하락 → 자산가격(주택 등) 상승 → 담보가치 상승 → 대출 증가 → 소비 증가
- ◆ 기준금리 하락 → 이자상환액 감소 (이자소득 감소) → 가계 가처분소득 증가 (하락) → 소비 증가 (감소)
 - '00년대 이후 전 세계적으로 가계부채가 큰 폭으로 증가하면서 가계의 cash flow channel에 대한 관심이 증대 (interest-induced Marginal Propensity to Consume)
- ◆ 가계 특성(예: 주택 보유 vs. 미보유, 부채 보유 vs. 미보유)에 따른 통화정책 반응은?

Expectations Channel

THE BANK OF KOREA

- ◆ 경제주체들의 미래 통화정책에 대한 기대, 경기전망 및 인플레이션 기대를 변화시킴으로써 소비, 투자, 물가에 영향을 미치는 경로
- ◆ 중앙은행이 향후 금리 수준을 낮게 유지할 것으로 **시장에 신호**를 보내면 장기금리(단기금리의 평균치)가 하락
 - 중앙은행이 시장에 보내는 신호가 장기금리 변화로 이어지려면? 경제주체들의 기대인플레이션이 안정적이어야 하며, 이는 중앙은행에 대한 신뢰가 높은 상황에서만 가능

〈기대경로〉

저금리 유지 신호 $\Rightarrow i_t \downarrow \Rightarrow I \uparrow, C \uparrow \Rightarrow Y \uparrow, P \uparrow$

2020. 5. 28일 <통화정책방향> 보도자료 중

금융통화위원회는 앞으로 성장세 회복을 지원하고 중기적 시계에서 물가상승률이 목표수준에서 안정될 수 있도록 하는 한편 금융안정에 유의하여 통화정책을 운용해 나갈 것이다. 코로나19 확산의 영향으로 국내경제의 성장세가 부진할 것으로 예상되는 가운데 수요측면에서의 물가상승압력이 낮은 수준에 머무를 것으로 전망되므로 **통화정책의 완화기조를 유지해** 나갈 것이다. 이 과정에서 코로나19의 전개 상황과 국내외 금융·경제에 미치는 영향, 금융안정 상황의 변화 등을 면밀히 점검할 것이다.

Risk-taking Channel

THE BANK OF KOREA

◆ 통화정책이 금융기관의 위험선호도를 변화시켜 실물경제에 미치는 영향

- 통화정책이 신용의 양(quantity)과 질(quality)에 모두 영향

◆ 완화적 통화정책 기조는 다음의 두 경로를 통해 금융기관의 위험추구 성향을 강화

- 기준금리 인하 → 자산가격 및 담보가치 상승, 이자상환 부담 완화 → 자금수요자들의 부도위험 하락 → 금융기관 위험인식 완화
- 기준금리 인하 → 금융기관 목표수익률 달성을 위한 고위험, 고수익 투자 선호
 - ✓ 정책금리 인하로 인하여 물가가 하락하면 금융기관의 명목 목표수익률도 변해야 하지만 금융기관의 행태, 심리적 요인, 화폐환상과 같은 요인 때문에 명목 목표수익률은 변하지 않는 경향

〈 위험선호경로 〉

$i_p \downarrow \Rightarrow$ 금융기관의 위험선호도 $\uparrow$, 고위험 · 고수익 대출 $\uparrow \Rightarrow I \uparrow, C \uparrow \Rightarrow Y \uparrow, P \uparrow$
 (1단계: 금융시장) (2단계: 실물부문)

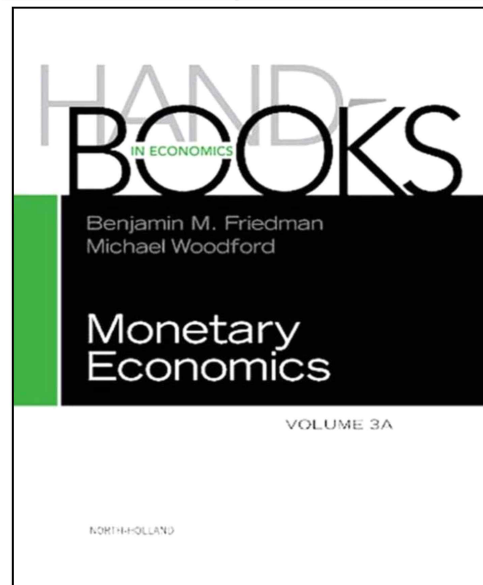
심화학습을 위한 참고문헌

THE BANK OF KOREA

한국의 통화정책 (2017)



Handbook of Monetary Economics (Volume 3A)





통화정책 파급경로에 대한 최신 연구결과

: 통화정책과 소비의 관계를 중심으로

개요

- ◆ 통화정책이 가계부문의 소비에 미친 영향에 대한 최신 논문을 소개
- ◆ 통화정책과 가계소비를 다룬 최신 논문들은 다음과 같은 두 가지 특징

- ① 가계의 이질성에 주목 : 통화정책은 모든 가계에 동일한 영향을 미칠까? No. 다르다면 다른 이유는 무엇일까? 주택 소유 여부, 부채 보유 여부, 소득 수준, 유동자산 vs. 비유동자산 등등
 - Song (2019) : 우리나라 데이터를 이용하여 통화정책 변화에 따른 이자상환액 변화가 차입자들의 소비에 미친 이질적 영향을 분석 (BOK Working Paper 2019-20)
 - Cloyne et al. (2020) : 주택 소유 여부와 부채 보유 여부를 이용하여 통화정책의 이질적 영향을 추정
 - Wong (2019) : 주택담보대출을 가진 젊은 사람들의 소비가 통화정책에 민감하게 반응
- ② 시기에 따른 영향 변화에 주목 : 통화정책이 가계소비에 미치는 영향은 시기에 상관없이 동일한가? No. 다르다면 다른 이유는 무엇인가?
 - Boris and Hofmann (2017) : Is monetary policy less effective when interest rates are persistently low? 정책금리가 높을 때와 낮을 때 정책금리 변화의 영향은 동일할까? 아니라면 그 이유는?
 - Gelos et al. (2019) : 글로벌 금융위기 전과 후의 통화정책이 소비에 미치는 효과가 같을까? 글로벌 금융위기 이후의 경제 불확실성 확대는 통화정책의 효과에 부정적인 영향

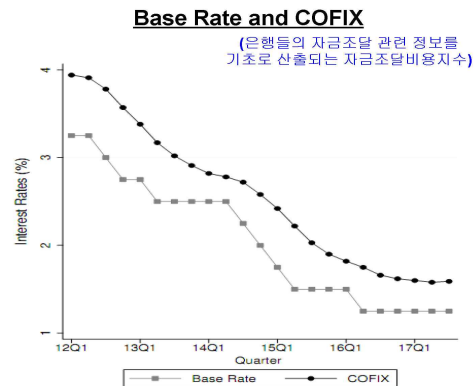
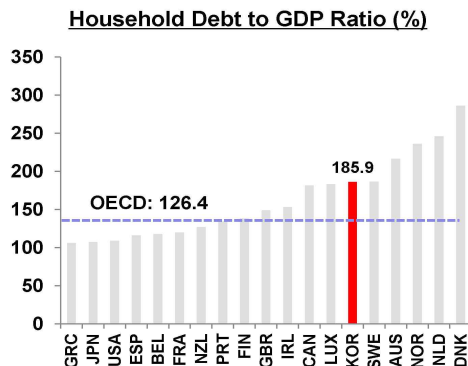
논문 I : Song (2019)

THE BANK OF KOREA

Song (2019) : The Cash-Flow Channel of Monetary Policy : Evidence from Mortgage Borrowers

(Borrower Cash Flow Channel, 차입자 현금흐름 경로)

- ◆ 정책금리 변화 → 주택담보대출 이자상환액 변화 → 소비 변화 ?
- ◆ 이러한 경로가 작동하였다면 가계의 특징에 따라 영향의 정도가 상이할까?



논문 I : Song (2019)

THE BANK OF KOREA

Song (2019) : The Cash-Flow Channel of Monetary Policy : Evidence from Mortgage Borrowers

- ◆ Data : 한국은행 가계부채 DB
 - 2011년 3분기부터 2017년 3분기까지 한국은행 가계부채 DB에 존재하는 주택담보대출 차입자 약 10만명 자료
- ◆ 이러한 경로가 작동하였는지를 보기 위하여 아래와 같은 네 가지를 수행
 - ① 고정금리와 변동금리의 식별 (가계부채 DB의 이자상환액 정보를 이용)
 - ② Interest-induced MPC(한계소비성향)의 이질성
 - Liquidity constraints : 유동성 제약이 있는 가구 vs. 없는 가구
 - Credit accessibility : 신용접근성이 좋은 가구 vs. 나쁜 가구
 - Debt Burden : 부채가 많은 가구 vs. 적은 가구
 - ③ Dynamic interest-induced MPCs
 - Local projection method of Jorda (2005)

Song (2019) : The Cash-Flow Channel of Monetary Policy : Evidence from Mortgage Borrowers

◆ 가구 유동성의 측정

- 연소득
- Expenditure to Income Ratio $(= (\text{원리금상환액} + \text{신용카드이용액}) / \text{소득})$

◆ 가구 유동성에 따른 특성

- 유동성이 부족한 사람일수록 연체가 발행할 확률이 높음
- 유동성이 부족한 사람일수록 신용카드의 현금서비스 이용이 많음

Table 1. Insolvency and Cash Service by EIR Ratio

Groups by EIR	Average EIR (%)	Insolvency Experience Ratio (%)	Cash Service Experience Ratio (%)
Low	0.606	0.049	36.1
Middle	0.961	0.051	39.2
High	1.318	0.065	48.5

Notes. This table shows insolvency and cash service experience ratio (%) by EIR (Expenditure to Income Ratio) groups. The insolvency experience ratio means that the ratio of borrowers who have experience of insolvency more than 5 days overdue within each EIR group. The cash service experience ratio indicates that the ratio of borrowers who have experience of using cash service provided by credit card companies within sample periods.

Song (2019) : The Cash-Flow Channel of Monetary Policy : Evidence from Mortgage Borrowers

◆ 신용 접근성의 측정: 신용등급 & 주택담보대출 보유 업권

- (신용등급) 개인의 신용 접근성을 측정하는 가장 보편적인 방법
- (업권) 사람들은 왜 비은행에서 주택담보대출을 빌릴까?
 - ① 담보물건의 질 : 담보물건의 질이 낮아 은행권에서 대출 거절을 당했을 경우, 혹은 은행에서 원하는 만큼의 대출을 받지 못한 경우 캐피탈, 저축은행 등을 이용
 - ② 신용상태가 나쁜 경우 : 과거 연체 이력 등으로 인하여 신용상태가 좋지 않을 경우 은행권에서 대출을 거절당할 가능성이 높음

◆ 부채 정도 : 소득 대비 부채 수준 (Loan-to-Income Ratio)

논문 I : Song (2019)

THE BANK OF KOREA

Song (2019) : The Cash-Flow Channel of Monetary Policy : Evidence from Mortgage Borrowers

◆ 주요 결과

- ① 금리 하락에 의한 이자상환액 감소는 변동금리 주택담보대출 차입자의 소비 증가로 이어졌으며, 이는 우리나라에서 차입자 현금흐름경로가 작동하고 있음을 의미
- ② 금리 하락이 변동금리 차입자 소비에 미치는 영향의 정도는 이들의 소득, 유동성, 신용 접근성, 부채 수준 등에 따라 상이
 - **(유동성)** 유동성이 풍부한 차입자들의 이자상환액 변화에 따른 한계소비성향은 0.343에 그친 반면, 유동성이 부족한 차입자들의 동 한계소비성향은 0.603으로 높게 추정
 - **(신용 접근성)** 신용 접근성이 양호한 차입자들의 소비는 이자상환액 감소에 영향을 받지 않은 반면, 신용 점수가 낮으면서 제2금융권 대출을 보유한 차입자들의 이자상환액 변화에 따른 한계소비성향은 0.549
 - **(부채 수준)** 부채수준이 높은 차입자(연소득 대비 부채비율이 중간값 이상인 차주)의 이자상환액 감소는 소비보다 원금상환에 더 큰 영향 : 유동성 및 신용 접근성이 낮아 소비에 제약을 받고 있더라도 부채가 많으면 소비보다 디레버리징(deleveraging)에 더 적극적임을 의미

논문 II : Cloyne et al. (2020)

THE BANK OF KOREA

Cloyne et al. (2020) : Monetary Policy when Households have Debt: **New** Evidence on the Transmission Mechanism

- ◆ 가계부문의 Balance Sheet Channel을 가계 이질성과 연관 지어 분석
- ◆ 부채 없이 주택을 보유한 가구, 주택담보대출을 보유한 가구, 세입가구 : 통화정책에 대한 소비 반응이 같을까? 다르다면 왜 다를까?
- ◆ 예상 가능한 다양한 경로들
 - ① 기간 간 대체 효과 : 주택 소유 여부에 상관없이 모든 그룹에게 영향
 - ② 부의 효과 : 통화정책은 부의 효과 경로를 통해 주택을 보유한 가구의 소비에 영향
 - ③ 현금흐름경로 : 통화정책의 변화는 부채(저축)를 보유한 가구의 이자상환액(이자수입액)을 변화시켜 이들의 소비에 영향. 세 그룹 간 부채 또는 저축의 차이에 의해서 작동 가능
 - ④ 소득 변화에 따른 소비 변화 : 소득 변화는 주택 소유 여부에 상관없이 모든 그룹에게 영향을 미치나 소득 변화가 소비 변화로 이어지는 **한계소비성향**에는 차이

Cloyne et al. (2020) : Monetary Policy when Households have Debt: New Evidence on the Transmission Mechanism

Response of Non-Durables Expenditure

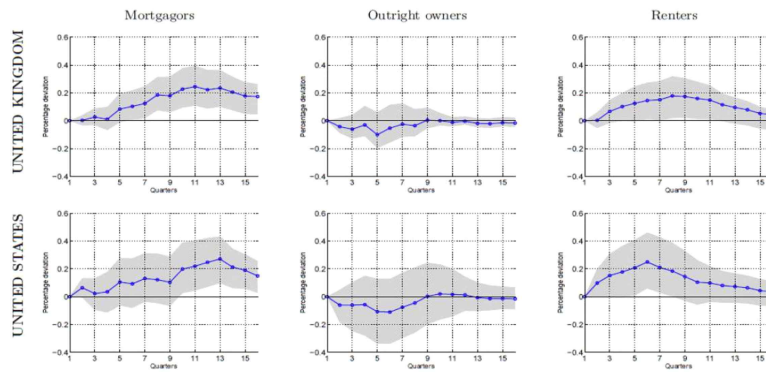


Figure 3: Dynamic effects of a 25 basis point unanticipated interest rate cut on the consumption of non-durable goods and services by housing tenure group. Grey areas are bootstrapped 90% confidence bands. Top row: UK (FES/LCFS data). Bottom row: US (CEX data).

Cloyne et al. (2020) : Monetary Policy when Households have Debt: New Evidence on the Transmission Mechanism

Response of Durables Expenditure

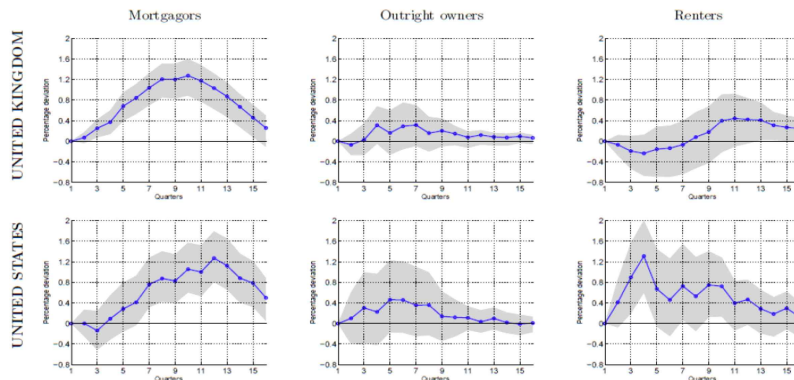


Figure 4: Dynamic effects of a 25 basis point unanticipated interest rate cut on the expenditure of durable goods by housing tenure group. Grey areas are bootstrapped 90% confidence bands. Top row: UK (FES/LCFS data). Bottom row: US (CEX data).

논문 II : Cloyne et al. (2020)

THE BANK OF KOREA

Cloyne et al. (2020) : Monetary Policy when Households have Debt: New Evidence on the Transmission Mechanism

Response of Durables Expenditure, Same Age Why?

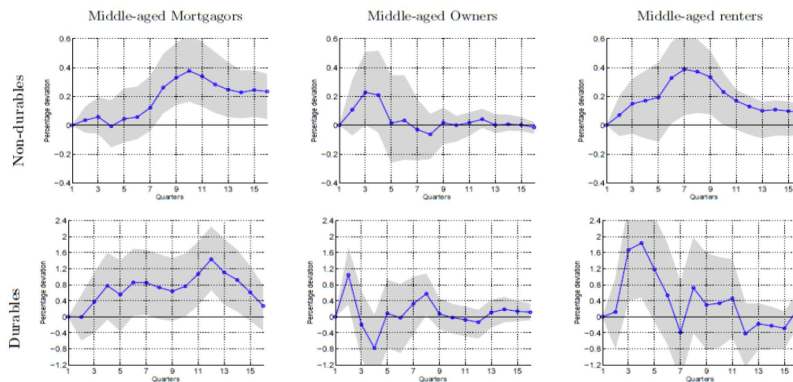


Figure 6: Dynamic effects of a 25 basis point unanticipated interest rate cut on non-durable consumption (top) and durable expenditure (bottom) for mortgagees born after 1949 (left column), mortgagees born between 1935 and 1949 (middle column) and outright owners born before 1935 (right column). Grey areas are bootstrapped 90% confidence bands. U.S. data: CEX (1981-2007).

논문 II : Cloyne et al. (2020)

THE BANK OF KOREA

Cloyne et al. (2020) : Monetary Policy when Households have Debt: New Evidence on the Transmission Mechanism

Evidence that Mortgagees are Liquidity Constrained

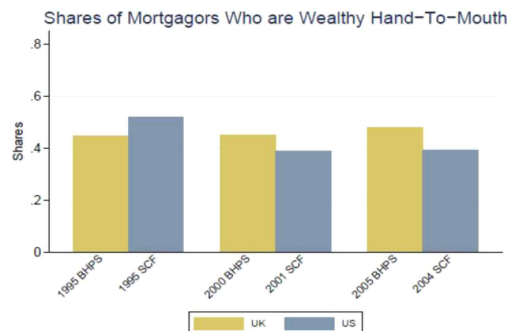


Figure 10: Shares of Wealthy Hand-To-Mouth (WHTM) mortgagees. U.K. (U.S.) data: 1995, 2000, 2005 waves of the British Household Panel Survey (Survey of Consumer Finances). A household is defined as WHTM if at any given point in time both (i) their net illiquid wealth is positive and (ii) their net liquid wealth is less than half of their total monthly household labor income.

(월평균 유동자산이 자신의 노동소득의 절반보다 작은 차입자)

논문 II : Cloyne et al. (2020)

THE BANK OF KOREA

Cloyne et al. (2020) : Monetary Policy when Households have Debt: New Evidence on the Transmission Mechanism

◆ 주요 결과

- ① 주택담보대출을 보유한 가구는 유동자산이 적고, 비유동자산이 많은 경향 : hand-to-mouth 소비자와 행동 패턴이 유사 (한계소비성향이 매우 높음을 의미)
 - 반면, 부채 없이 주택을 보유한 가구의 경우 유동자산이 충분하기 때문에 통화정책에 소비가 반응하지 않았음
- ② 통화정책이 소비에 미치는 영향은 현금흐름경로와 같은 직접 경로보다 가구 간 한계소비성향 이질성 경로가 더 중요
 - 현금흐름경로, 소득 변화, 기간 간 대체 효과 등의 경로는 한계소비성향 이질성보다 큰 영향을 미치지 못하였음
- ③ 주택담보대출을 보유한 가구, 부채 없는 주택 보유 가구, 세입 가구 중에서 주택담보대출을 보유한 가구의 비중이 가장 높음을 고려하면, 주택담보대출 보유 가구의 높은 한계소비성향이 통화정책과 소비의 관계에 큰 영향

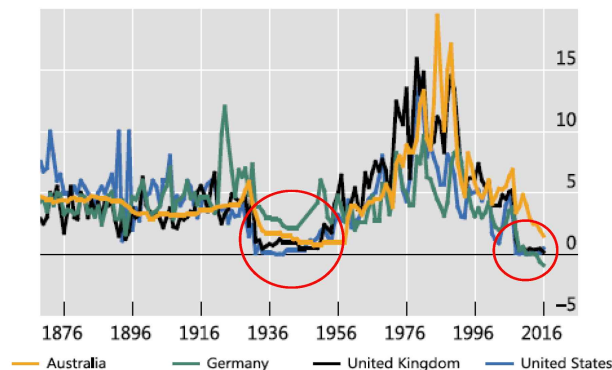
논문 III : Boris and Hofmann (2017)

THE BANK OF KOREA

Boris and Hofmann (2017) : Is monetary policy less effective when interest rates are persistently low?

- ◆ 지속적인 저금리 기조는 위기(대공황, 2008 금융위기) 이후에 나타나는 현상이므로 위기 이후의 경제 상황과 결부하여 통화정책의 효과를 파악할 필요

Nominal Short-Term Rates



논문 III : Boris and Hofmann (2017)

THE BANK OF KOREA

Boris and Hofmann (2017) : Is monetary policy less effective when interest rates are persistently low?

- ◆ 저금리 기조가 지속되면 통화정책의 파급효과는 약해질 가능성이 있으며, 이는 다음과 같은 두 가지 요인 때문

① 경제 상황에 따른 역풍(Headwinds resulting from the economic context)

- a) <과도한 부채, 자산가격 거품 등 → 경제 위기 (대공황, 2008년 금융위기 등) → 소득 감소, 자산가격 하락 → 부채 축소 & 저축 증가 → 총수요 감소> (금리 하락, but...)
 - 경제 위기 등으로 인한 소득 및 자산가격의 급격한 하락이 기간 간 대체 효과를 무력화
- b) <과도한 부채, 자산가격 거품 등 → 경제 위기 (대공황, 2008년 금융위기 등) → 은행 건전성 악화 → 은행 대출여력 감소 → 신용공급 감소 → 총수요 감소>
 - 경제 위기 등으로 인한 은행 건전성의 극심한 악화가 통화정책의 총수요 증대 효과를 무력화
- c) 경제 불확실성 확대, 리스크에 대한 선호 감소
- d) 준비기업의 증가 등에 따른 자원의 비효율적 배분 : 저금리 기조 지속 → 준비기업 (낮은 이자비용을 내고 있는 기업, 이자보상배율이 1미만인 상황이 지속되는 기업 등)의 증가 → 정상기업으로의 자원 배분 및 이동이 제약 → 고용, 투자, 생산성 하락

논문 III : Boris and Hofmann (2017)

THE BANK OF KOREA

Boris and Hofmann (2017) : Is monetary policy less effective when interest rates are persistently low?

- ◆ 저금리 기조가 지속되면 통화정책의 파급효과는 약해질 가능성이 있으며, 이는 다음과 같은 두 가지 요인 때문 (계속)

② 금리 수준에 따른 통화정책 효과의 비선형성(Nonlinearities linked to the level of interest rates) : 정책금리가 5%인 상황에서 25bp 하락 vs. 정책금리가 1%인 상황에서 25bp 하락

- a) <저금리 기조 하에서 금리 하락 → 이자소득의 감소 → 은퇴 이후를 위한 저축액 감소 → 저축 증가 & 소비 감소> (고령화가 진행되면?)
 - 이자소득 감소에 따른 은퇴 이후에 대한 불안심리가 통화정책의 소비 증대 효과를 무력화
- b) <저금리 기조 하에서 금리 하락 → 현 경제 상황을 부정적으로 인식 → 총수요 감소>
 - 경제 위기 등으로 인한 경제 심리 악화가 통화정책의 총수요 증대 효과를 무력화

(금리가 높은 상황에서 금리 하락은 경기 진정을 위한 노력일 수 있으나, 금리가 낮을 때도 금리를 또 내리면 경제주체들의 반응은?)

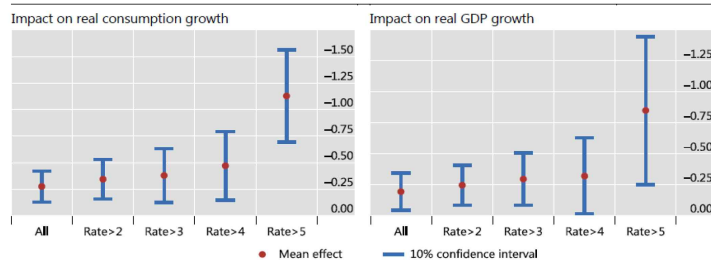
논문 III : Boris and Hofmann (2017)

THE BANK OF KOREA

Boris and Hofmann (2017) : Is monetary policy less effective when interest rates are persistently low?

- ◆ 31개 국가의 1995-2015년 자료를 이용하여 분석한 결과 금리 수준에 따라 통화정책이 소비 증가율에 미치는 영향은 상이

Interest Rate Semi-Elasticity of Consumption and GDP Growth



¹ Estimated semi-interest rate elasticities from reduced-form empirical Euler equations linking real consumption and real GDP growth to the level of the nominal short-term interest rate. The analysis is based on annual data for a panel of 31 countries over the period 1995–2015. Nonlinearities are modelled by means of piece-wise regressions, allowing the interest rate semi-elasticity to vary across different interest rate thresholds.

Source: Hofmann and Kohlscheen (2017), mimeo, Bank for International Settlements.

요약 – 다시 보는 언론보도

THE BANK OF KOREA

1. 예전보다 은퇴 이후를 위한 저축이 증가
2. 예전보다 완화적 통화정책의 소비 효과가 감소

이일형 금통위원 “고령화 대비 저축 통화정책 경로 약화”

금리 경로, 부의 효과, 은행경로, 대차대조표 경로, 기대경로 등등

이일형 위원은 1일 한은 출입기자단 오찬간담회에서 “**통화정책을 통해 소비를**

진작시키려고 하지만 사람들이 **미래를 걱정**하면서 저축을 늘린다며

고령화, 글로벌 금융위기 이후의 불확실성 확대 등

통화정책을 완화해도 정상적일 때보다 효과가 덜 나타난다”고 말했다. 이

위원은 한국은 고령화가 급속도로 진행되지만 이를 대비하기 위해 저축하는

시간은 상대적으로 짧은 것이 완화적 통화정책에도 소비가 크게 늘어나지

않은 이유 중 하나로 꼽았다. 가령, 향후 50년을 더 살 것으로 전망할 경우

저축이 누적되어 있다면 정상적으로 소비를 할 수 있지만 소비주체들이 그렇지

저금리 기조 하에서는 저축을 하더라도 이자소득이 많지 않기 때문에 저축에 더 적극적 → 완화적 통화정책의 소비 효과 감소

않다고 인식한다면 계속 저축을 한다는 것이다.

2017년 2월 1일 연합뉴스포맥스 기사

감사합니다.

한국은행 소셜미디어 채널 오픈



www.facebook.com/bankofkoreahub



www.twitter.com/bok_hub



www.flickr.com/photos/bankofkorea



www.youtube.com/user/theBankofKoreakr



story.kakao.com/ch/bankofkorea

<안내 사항>

☐ 수강신청 및 취소

「한은금융강좌」의 수강 신청과 취소는 '한국은행 홈페이지'를 통해서만 가능
(<https://www.bok.or.kr>)

- 신청일시 : 월요일 09:30 ~ 금요일 09:30
- 수강신청 : 한국은행 홈페이지/경제교육/교육신청/교육신청/한은금융강좌
- 선착순, 정원 초과 시 신청 불가능
※ 2015년 4월부터 수강신청 후 결석 3회 이상 시 60일간 신청 불가능
- 수강취소 : 한국은행 홈페이지/경제교육/교육신청/신청확인
- 금요일 09:30분 이후에는 취소 불가능
- 문자메세지 or 아이핀을 통한 본인인증으로 로그인 (SNS로그인 사용불가)

☐ 「한은금융강좌」 수료증 출력

- 수료증은 매월 한은금융강좌가 개최되는 마지막 금요일에 직전 주까지의 쿠폰 (E-coupon) 수가 일정 기준* 이상 되어야 출력 가능
* 기본과정 : 25매 이상, 전문과정 : 50매 이상
- "한국은행 홈페이지/경제교육/교육신청/수료증 발급"에서 출력

☐ 온라인 쿠폰 확인방법

- 쿠폰은 ① 강좌 당일 오후 2시까지 강의실 입장, ② 강의 종료 후(질의응답 시간 포함) 퇴장 및 출입증 반납 및 ③ 답변기한 내 설문서* 제출한 경우에만 발급
* 설문서는 강좌 당일 오후 5시 이후에 한국은행 홈페이지/경제교육/교육신청/신청확인에서 확인 가능하며, 다음주 월요일 오후 5시까지 접수
★ e-mail이 발송되지 않으므로 직접 홈페이지에 접속해서 확인해야함 ★
√ 수강신청시 사용한 로그인 방법(문자메세지 or 아이핀)을 동일하게 사용
- 강좌 개최 다음주 수요일부터 "한국은행 홈페이지/경제교육/교육신청/신청확인"을 통해 확인 가능
- 쿠폰 유효기간 : 5년

☐ 문의 : 한국은행 경제교육실 경제교육기획팀

■ 전화 : (02)759-5392, 5321, 4269

■ e-mail : ecoedu@bok.or.kr