『BOK경제연구』 2021-4호 요약

2021년 2월 4일(목)

The Effects of Monetary Policy on Consumption: Workers vs. Retirees
(통화정책이 근로자와 은퇴자의 소비에 미치는 영향)

김명현(성균관대) · 송상윤(한국은행 경제연구원)

(연구 배경)

□ 일반적으로 개인의 소득 구성은 연령 및 은퇴 여부에 따라 상이한 것으로 알려짐

○ 근로자의 경우 소득의 대부분이 임금소득*인 반면 은퇴자의 경우 임금소득보다 이자소득, 연금소득 등의 비중이 높음

* 2018년 기준 우리나라 가구소득 중 임금소득의 비중은 64.9%이며, 가구주가 60세 이상인 가계의 동 비중은 42.1% (가계금융복지조사)

□ 이에 따라 통화정책이 소비에 미치는 영향도 은퇴 여부에 따라 다를 가능성

○ 일반적으로 긴축적 통화정책은 소비 감소로 이어지는데, 동 정책에 따른 금리 상승은 이자소득이 많은 은퇴자의 소비를 덜 감소시키는 방향으로 작동할 수 있음

⇒ 본 연구에서는 통화정책에 대한 소비의 반응이 은퇴 여부에 따라 상이한지를 가계별 미시자료 및 이론모형을 이용하여 분석

(분석 방법)

□ `05~`17년 중 한국, 미국, 일본, 이탈리아 4개국의 가구 단위 패널 데이터*를 이용하여 근로가구와 은퇴가구(가구주 연령 65세 이상)의 소비가 통화정책 충격에 다르게 반응하는지를 실증적으로 분석

* 한국노동패널, Panel Study of Income Dynamics (미국), Keio Household Panel Study (일본), Survey of Household Income and Wealth (이탈리아)

문의처: 송상윤 경제연구원 미시경제연구실 부연구위원 (☎ 02-759-5478)

※ 이 연구내용은 집필자들의 개인의견이며 한국은행의 공식견해와는 무관합니다. 따라서 본 논문의 내용을 보도하거나 인용할 경우에는 집필자명을 반드시 명시하여 주시기 바랍니다.

○ 비내구재 소비*를 종속변수로, 통화정책 충격**, 통화정책 충격과 은퇴가구 더미변수 간 상호교차항, 통화정책 충격과 이자소득이 존재하는 금융자산(저축, 채권 등) 간 상호교차항을 주요 독립변수***로 하는 패널회귀분석(가구 고정효과 고려)을 수행

* 내구재의 경우 4개국 데이터의 항목 차이 등으로 분석 대상에서 제외

** 통화정책 충격의 식별은 Coibion (2012)의 5변수(산업생산지수, 실업률, 소비자물가지수, 콜금리, 상품가격지수) VAR 모형을 이용

*** 통제변수는 가구소득, 가구원수, 가구주의 연령, 금융자산 등을 이용

□ 다음으로 통화정책 충격에 대해 근로자와 은퇴자의 소비가 반응하는 메커니즘을 분석하기 위해 생애주기모형을 설정하여 시뮬레이션을 실시

○ 아울러 은퇴자의 생산성이 높은 경우와 낮은 경우를 가정*하여 통화정책에 대한 소비 반응이 은퇴자의 생산성에 따라 상이한지를 분석

* 일반적으로 근로자보다 은퇴자의 생산성이 낮다는 점을 감안하여, 본 모형에서는 근로자 대비 은퇴자의 생산성이 60%인 경우와 80%인 경우를 가정하였으며 은퇴자의 생산성이 높아지면 은퇴자의 소득에서 근로소득이 차지하는 비중이 상승

(분석 결과)

□ 실증분석 결과, 양(+)의 통화정책 충격으로 금리가 상승하면 근로자의 소비보다 은퇴자의 소비가 덜 감소

○ 특히 근로자 대비 은퇴자의 금융자산이 많은 미국과 일본*에서 이러한 현상이 두드러지게 나타났으며, 이는 근로자와 은퇴자 간 금융자산의 차이가 통화정책에 대한 소비 반응 차이의 한 요인임을 의미**

* 근로자 대비 은퇴자의 금융자산(미국과 이탈리아는 저축과 채권, 일본과 한국은 저축) 규모는 미국 1.74배, 일본 1.85배, 이탈리아 1.08배, 한국 0.86배

** <표 1>의 실증분석 결과에 따르면 미국과 일본의 경우 통화정책 충격과 금융자산 간 상호교차항을 모형에 포함하면 통화정책 충격과 은퇴가구 더미 간 상호교차항이 유의성을 상실하였는데(0.049*→0.042), 이는 근로가구와 은퇴가구 간 금융자산 차이가 통화정책 충격에 대한 소비 반응 차이에 영향을 미치고 있음을 의미

<표 1> 통화정책 충격이 소비에 미치는 이질적 영향

	(1)	(2)	(3)	(4)
	은퇴가구의 금융자산 규모			
	근로가구보다 높은 국가 (미국, 일본)		근로가구와 유사한 국가 (이탈리아, 한국)	
통화정책 충격	−0.104***	−0.101***	−0.027***	−0.027***
	(0.010)	(0.010)	(0.006)	(0.006)
통화정책 충격×은퇴가구 더미	0.049*	0.042	0.019*	0.019*
	(0.027)	(0.028)	(0.010)	(0.010)
통화정책 충격×금융자산		0.026*		0.005
		(0.015)		(0.008)
Adj. R−squared	0.56	0.56	0.81	0.81
N	69,766	69,766	96,521	96,521

주: 1) 은퇴가구 더미는 가구주 연령이 65세 이상일 경우 1, 아니면 0을 가지는 변수
2) 금융자산은 이자소득이 발생하는 금융자산만을 포함하며, 미국과 이탈리아는 저축과 채권, 한국과 일본은 저축을 의미
3) 자세한 내용은 본문의 <Table 2> 참조
4) *, **, ***은 각각 유의수준 10%, 5%, 1%에서 유의함을 의미

□ 모형분석 결과, 양(+)의 통화정책 충격에 근로자보다 은퇴자의 소비가 더 적게 감소하는 것은 금리 상승에 따른 근로자의 임금소득 감소 및 은퇴자의 이자소득 증가에 영향을 받은 것으로 나타남

○ 양(+)의 통화정책 충격에 따른 금리 상승 및 경기 위축은 임금을 하락시키기 때문에 가계의 임금소득은 감소하는 반면 이자소득은 증가*

* 반대로 음(−)의 통화정책 충격의 경우 가계의 임금소득은 증가하는 반면 이자소득은 감소

○ 이에 따라 임금소득 비중이 낮고 이자소득 비중이 높은 은퇴자의 소득이 근로자의 소득에 비해 덜 감소하면서 은퇴자의 소비도 상대적으로 덜 감소

— 단, 은퇴자의 생산성이 높을수록 통화정책 충격에 대한 근로자와 은퇴자 간 소비 반응의 차이는 작아지는데, 이는 생산성 상승에 따른 임금소득 증가가 은퇴자 소득 중 임금소득의 비중을 늘리는 방향으로 작동하기 때문

(시사점)

□ 통화정책이 소비에 미치는 파급효과는 한 경제 내의 근로자 대비 은퇴자의 비율에 따라 달라질 수 있음

○ 은퇴자의 비율이 높을수록 통화정책이 소비에 미치는 효과는 약화* 될 수 있음에 유념

* 이는 근로자와 은퇴자 간 금융자산 차이를 고려하여 분석한 결과이며, 통화정책이 소비에 미치는 파급효과의 전체적인 크기는 다양한 요인을 추가적으로 고려해야 함에 유의

□ 통화정책이 소비에 미치는 파급효과의 크기는 고령화에 대응한 각종 노동정책의 영향을 받을 수 있음을 인지할 필요

○ 정년연장, 은퇴자 대상 재고용 정책 등은 은퇴자 비율을 낮추고, 은퇴자 소득 중 임금소득 비중을 높여 통화정책이 소비에 미치는 파급효과에 긍정적인 영향을 미칠 가능성