

가계의 자산구성 변화와
조세정책에 대한 함의

2001. 12.

김진영
박창균

한국조세연구원

序 言

재산관련 조세는 세수에서 차지하는 비중은 비록 작을지라도 저축 행위와 직접적인 관련을 맺음으로써 장기적인 경제성장에 영향을 줄 수 있는 조세라는 면에서 중요성을 갖는다. 또한 재산은 매우 다양한 형태로 소유되고 있으며 각기 다른 형태의 재산 사이에는 크고 작은 대체성이 존재하므로 특정 재산에 대한 과세는 다른 종류의 재산 소유 형태에 영향을 주게 된다. 결국 재산관련 조세는 저축 의욕을 감소시킬 수 있으며 경제주체의 자산선택 과정에서 적지 않은 왜곡을 유발할 수도 있기 때문에 바람직한 재산관련 조세 체도를 만들어 가는 일은 매우 중요한 과제라고 할 수 있다.

본 연구는 올바른 재산관련 조세체계를 모색하기 위해서는 가계의 자산구성에 관한 기본 연구가 필요하다는 인식하에서 출발하였다. 본 보고서에서는 현재 이용 가능한 총량자료와 미시 패널자료를 이용한 실증 분석을 통해 가계자산 구성의 미시적·거시적 변화를 다양한 각도에서 고찰함으로써 조세정책에 대한 시사점들을 찾아내려 하였다. 거시적 총량자료를 통해서 요구불예금, 저축성예금, 채권, 주식 등 금융자산 간의 대체성을 고려하여 한 자산의 수익률 변화가 다른 자산의 보유량에 미치는 영향을 세밀히 분석하였다. 그리고 미시 패널자료를 통해서 1990년대 중반과 후반에 걸친 가계 단위의 자산 보유 구조를 소득수준, 연령, 학력, 주택소유 형태 등을 고려하여 살펴보고 자산소유의 불평등도를 측정하였으며, 가계가 소유한 부동산자산과 금융자산의 상대적 비중의 변화 추이를 분석하였다.

이러한 실증 분석을 통해 얻을 수 있는 가장 두드러진 결론은 우

리나라 가구들이 매우 안정성을 추구하는 자산 선택을 하고 있다는 것이다. 이러한 경향이 경제위기 이후 당분간은 지속되리라고 판단한다면 안전자산에 대해서는 과세하며 주식 등의 위험자산에 대해서는 비교적 관대한 현재의 세제가 세수 확보 측면이나 저축 유인을 유지시키는 측면에서 커다란 문제점이 없다는 추론이 가능하다. 안전자산에 대한 수요의 이자율 탄력성은 매우 낮다고 할 수 있으며 따라서 이에 대한 세율의 증가가 적어도 아직까지는 저축의욕을 크게 떨어뜨리지는 않을 것으로 판단되기 때문이다.

한편 본 보고서는 금융자산과 부동산자산의 균형적인 보유라는 관점에서 볼 때 현재의 조세체계가 부동산자산에 더 우호적일 수 있다는 가능성을 제시하고 있다. 현재 주택은 취득 단계에서 과세된 이후로는 보유단계나 처분단계에서의 과세가 매우 약한 편이기 때문이다. 그런 관점에서 본다면 실질적인 부동산 관련 조세라고 할 수 있는 부동산의 보유과세가 강화되는 것은 금융자산 활성화와 관련하여 긍정적인 결과를 가져올 수 있을 것이다. 이와 관련한 미시적 분석은 앞으로 더욱 필요한 것으로 보인다. 평균적으로 가계의 금융자산 구성에는 큰 변화가 없는 것처럼 보이지만 가계 단위에서는 금융자산이 처분되고 다시 축적되는 복잡한 동태적 과정이 이루어지기 때문이다. 이러한 동태적 과정은 금융자산이 부동산 자산으로 전환되는 현상이나 그 역의 현상을 수반하므로 이에 대한 보다 엄밀한 분석에서 재산관련 조세정책에 대한 보다 풍부한 시사점을 얻을 수 있을 것으로 기대된다.

한편 본 연구에서 자산구성의 변화에 대한 조세의 영향을 보다 체계적으로 연구하지 못했던 것은 아쉬움으로 남는다. 재산관련 세제는 그 나라 국민들의 자산 선택 행위에 따라 변할 수밖에 없지만 역으로 재산관련 세제가 자산 선택 행위를 변화시킬 수도 있기 때문이다. 본 연구가 향후 보다 풍부한 자료를 이용한 엄밀한 분석의 시발점이 되기를 기대한다.

본 보고서는 본원의 김진영 박사와 박창균 박사가 공동 집필하였다. 저자들은 보고서 집필 과정에서 자료수집과 분석에 많은 도움을 준 김정현·김익홍 연구원과 많은 표와 그림이 들어가는 원고 정리에 수고해 준 김수현·안상숙·장정순·홍유남 연구조원과 출판과 여러분들께 감사드리고 있다. 또한 원내 세미나 등을 통해 유익한 도움 말씀을 주신 본원의 노영훈·박기백 박사께, 그리고 보고서를 읽고 좋은 의견을 개진해 주신 익명의 두 논평자께도 감사드린다. 물론 본 보고서가 가지고 있을지 모르는 분석의 오류는 이분들과는 전혀 무관하다. 아울러 본 보고서의 내용은 필자들의 개인적 견해이며 연구원의 공식 견해를 반영한 것이 아님을 밝혀둔다.

2001년 12월

韓國租稅研究院

院長 宋 大 熙

<요약 및 정책시사점>

재산관련 세제는 세수 자체는 크지 않지만 경제 전반에 미치는 영향은 매우 크다고 볼 수 있다. 우선 재산에 대한 조세는 저축과 직접적인 관련을 갖게 된다. 기본적으로 재산세는 어떤 형태로든지 소비되지 않고 남은 부분에 대한 과세이므로 결국은 저축에 대한 과세가 되고 저축에 대한 과세는 일반적으로 저축 의욕을 감소시키게 된다. 저축을 통한 투자와 자본의 축적이 경제성장의 원동력이라고 한다면 재산에 대한 과세는 결과적으로 경제성장에까지 영향을 미치게 될 것이다.

다른 한편으로 재산에 대한 조세는 저축의 총량뿐 아니라 경제주체들의 자산 선택에도 영향을 미치게 된다. 세전 수익률이 같은 자산이 두 개가 있는데 양자에 적용되는 세율이 다르거나 한쪽만이 과세 대상이 된다면 경제주체들은 당연히 세율이 낮거나 과세대상이 되지 않는 자산을 선호하여 선택하게 될 것이다. 따라서 어떤 재산에 대해 과세할 것인가 하는 문제는 저축 총액이 배분되는 데에도 적지 않은 영향을 미치게 된다.

일반적으로 재산관련 과세에 대해서는 극단적으로 대립되는 두 개의 의견이 상존할 수 있다. 우선 효율성을 중시하는 입장에서 보자면 기본적으로 자본이나 재산에 대한 과세는 저축 의욕을 감소시키므로 되도록 낮은 세율을 적용하거나 아니면 과세대상에 포함시키지 않는 것이 바람직하다는 의견을 가질 수 있다. 더구나 원칙적으로 보자면 재산에 대한 과세는 이중과세의 의미

도 지니고 있다. 재산에 대한 과세는 이미 소득에 대해 과세하고 난 후에 소득 중 소비되지 않고 축적되어 온 부분에 대해서 다시 과세하는 셈이 되기 때문이다. 그렇지만 형평성을 중시하는 입장에서 보면 재산에 대한 과세는 정당화될 수 있을 뿐더러 강화될 필요가 있다는 의견을 가질 수 있다.

이러한 효율성과 형평성에 대한 논의와 함께 재산관련 세제는 거시적인 차원에서 자산구성의 변화에 대응해야 할 필요성을 갖는다. 최근 가계의 금융자산 보유액이 증가해 왔으며 1990년대 전반에 걸쳐 부동산 시장이 안정화되었으므로 전반적인 자산구성의 변화는 금융자산의 증가와 부동산자산의 감소로 요약할 수 있다. 그렇지만 이러한 근래의 자산구조 변화 속에서도 가계의 자산구성 변화 정도는 그리 크지 않았을 가능성도 배제할 수 없는 것이 사실이다.

결국 효율성의 측면에서 바람직하지 못하지만 형평성 측면에서 볼 때는 바람직하다고 할 수 있는 재산관련 세제는 궁극적으로는 자산구성의 변화와 보조를 맞추어야 할 것이다. 자산구성의 변화에 따른 세제의 모색에 대한 논의를 보다 정확히 전개하기 위해서는 우선 재산 소유 현황에 대한 파악이 선행되어야 할 것이다.

본 보고서의 목적은 가계의 자산구성의 변화와 우리나라 가구들이 자산 선택에서 보이는 특징 등을 살펴봄으로써 향후 재산관련 세제개편에서 고려할 요인들을 제시하며, 자산 선택에 관한 가구의 특징과 자산구성 변화가 조세정책에 주는 시사점을 찾아보는 데 있다. 가계 자산구성의 변화에 대한 고찰은 거시적 분석과 미시적 분석을 병행한다.

우선 총량자료를 이용한 가계부문의 금융자산구성 분석에서는

1980년부터 2000년까지의 20년 동안 가계가 소유한 금융자산 및 그 세후 수익률이 상호간에 미치는 영향에 대하여 벡터자기회귀 (Vector Autoregression: VAR) 모형을 통해 살펴본다. 한국은행의 자금순환표와 각종 자산의 세후 수익률 정보를 결합한 분석에서는 각종 금융자산 및 그 수익률과 관련하여 다음과 같은 사실들을 확인할 수 있다.

첫째, 소득의 외생적 증대는 모든 금융자산의 보유를 증대시키고 동시에 수익률 또한 상승시키며 대부분의 경우에서 그 효과는 2분기가 경과할 때까지 대부분 실현된다.

둘째, 현금 및 요구불예금 보유 동기의 상승은 1분기 후 생명보험을 제외한 다른 모든 자산 보유의 대폭적 감소를 유발한다. 그러나, 2분기 이후부터는 현금 및 요구불예금으로 집중되었던 자산이 다시 현금 및 요구불예금 이외의 다른 자산, 특히 주식과 저축성 예금으로 분산되는 양상을 보인다.

셋째, 저축성 예금의 보유 증대는 초기에 현금 및 요구불 예금을 제외한 다른 모든 금융자산의 보유를 감소시킨다. 시간이 흐름에 따라 생명보험과 채권의 보유는 어느 정도 회복되지만 주식의 보유는 감소된 상태를 계속 유지한다. 또한, 저축성 예금의 보유 증대는 모든 금융자산의 수익률을 단기적 그리고 장기적으로 떨어뜨리는 결과를 가져온다. 그리고 생명보험의 보유 증대는 저축성 예금의 보유 증대가 다른 자산의 보유와 수익률에 미친 것과 유사한 형태의 변화를 낳는다.

넷째, 주식과 채권의 보유 동기 상승은 양자 모두 현금 및 요구불예금, 저축성 예금, 생명보험의 보유를 증대시키고, 상대방 자산의 보유를 줄이는 효과를 낳는다. 한편, 채권의 보유 증대는 모든 자산의 수익률을 상승시키는 반면, 주식의 보유 증대는 모

든 자산의 수익률을 감소시키는 역할을 한다.

다섯째, 모든 충격에 대응하여 저축성 예금과 생명보험의 수익률은 같은 방향으로 매우 밀접한 관계를 유지하면서 변한다. 한편, 저축성 예금의 수익률 상승은 저축성 예금뿐만 아니라 생명보험의 보유를 증가시킬 뿐 아니라 그 반대의 경우도 성립함을 관찰할 수 있으므로 두 자산 사이의 동질성이 매우 높음을 추론할 수 있다.

여섯째, 채권 수익률과 주식 수익률은 반대의 방향으로 움직이는 경향을 보이는데 이는 채권과 주식간의 높은 대체도를 반영하는 것으로 보인다. 즉, 채권 가격이 상승하면 채권 수익률이 하락하고 주식시장으로의 자금 유입이 발생하여 주가가 오르는 현상을 일반적으로 관찰할 수 있다.

한편 미시 패널자료인 대우패널 데이터를 이용하여 1993년에서 1998년까지 가계의 금융자산 및 부동산 소유 실태를 분석한다. 가계 단위에서 자산 및 그 구성항목들의 변화를 살펴보고 자산의 불평등도와 금융자산과 부동산자산의 관계 등을 살펴본 결과 다음과 같은 사실들을 발견할 수 있다.

첫째, 일반적으로 각종 예금을 소유한 가구의 비중은 증가하는 추세이며 보유 액수도 계속 증가함을 볼 수 있었다. 한편 주식이나 채권을 소유한 가구들의 비중은 분석 기간 동안 큰 변화가 없었다. 따라서 적어도 분석대상 기간인 1990년대에는 여전히 우리나라 가계의 대표적인 금융자산은 은행권 및 비은행권의 저축성 예금이라는 결론을 내릴 수 있겠다. 이러한 현실은 보험가입 가구 비중이 꾸준히 증가하는 모습과 더불어 가계의 금융자산 소유 형태가 안전성을 지향하고 있음을 뚜렷하게 보여주고 있다.

둘째, 연령, 소득수준, 가구 소유형태별, 학력별 금융자산 소유 실태에 대한 분석을 통해 금융자산 소유를 위해서는 어느 정도 이상의 소득이 확보되어야 한다는 사실, 금융자산은 주로 낮은 연령대에서 보유할 가능성이 높다는 사실, 그리고 일반적으로는 봉급생활자의 가구가 금융자산을 소유할 확률이 높고, 전세가구가 안전한 자산 위주의 저축성향을 보이며, 학력이 높을수록 금융자산 보유의 확률이 높아진다는 사실 등을 확인할 수 있다.

셋째, 부채까지 고려한 순금융자산의 보유를 살펴보면 적어도 평균적으로는 순금융자산 보유액이 1995년까지는 음의 값을 나타내고 있다. 1996년 이후에는 그 값이 양으로 돌아서면서 순금융자산 보유액이 평균적으로 가구 총소득의 10% 가량에 이르고 있지만 경제위기 이후에는 다시 이 값이 음으로 반전되고 있어서 가계단위에서는 여전히 금융자산의 보유가 큰 폭으로 증가하지 않음을 알 수 있다.

넷째, 부동산자산까지 고려할 경우 가계의 순자산 보유는 1993년에는 소득의 약 4배 반 가량이던 것이 1996년에는 6배 가까이 확대되었다가 1997년까지는 일단 1993년 수준까지 줄어들었지만 1998년에는 다시 소득의 6배 수준까지 오르고 있다. 경제위기로 소득이 대폭 감소한 1998년을 논외로 하고 1997년까지의 순자산의 움직임을 살펴보면 금융자산의 확대와 부동산 평가금액의 하락이 동시에 진행되었음을 추론할 수 있다. 한편 지니계수와 로렌츠 곡선 등을 토대로 살펴본 금융자산과 부동산자산의 불평등도는 소득불평등도보다 훨씬 큰 것으로 나타나고 있다. 소득의 경우 상위 10%가 전체 소득의 25% 정도를 소유한 반면 금융자산의 경우는 상위 10%에 전체 금융자산 보유액의 55% 이상이 집중되고 있음을 볼 수 있다. 한편 부동산과 금융자산의 합으로

본 자산소유의 불평등도가 소득 불평등도보다는 훨씬 높지만 금융자산 소유의 불평등도보다는 다소 낮은 것으로 나타나고 있다.

다섯째, 금융자산 보유 총액과 금융자산의 증가 사이에서는 유의한 음의 상관관계가 관찰되고 있는데 이는 우리나라 가계가 금융자산을 비교적 빠른 속도로 처분하는 경향이 있음을 암시한다. 특히 금융자산이 일정 정도 축적된 다음에는 부동산의 형태로 전환되는 상황이 비교적 자주 발생하는 것으로 판단된다.

지금까지 요약한 우리나라 가계의 자산 선택 행위에 대한 미시적 및 거시적 고찰을 통해 내릴 수 있는 결론은 전반적으로 우리나라 가구들은 안정성을 중시하는 자산 선택 행위를 하고 있으며 아직까지도 우리나라 가계의 자산구성은 부동산, 특히 거주주택을 중심으로 이루어지고 있다는 것이다. 여전히 우리나라의 금융자산의 주류는 저축성 예금이며 저축성 예금에 비해 세제상의 우대를 받는다고 할 수 있는 주식을 보유하고 있는 가구의 비중은 크게 늘지 않고 있다. 이 밖에 보험에 대한 선호도가 높다는 점도 우리나라 가구의 안정성 위주의 자산구성을 보여주는 대목이다. 따라서 안전자산에 이자 및 배당소득세 등의 형태로 과세되며 위험자산에 대해서는 주식 양도차익의 비과세에서 보는 바와 같이 비교적 관대한 현재의 세제는 세수 확보 측면이나 저축 유인을 유지시키는 측면에서 커다란 문제점이 없다고 볼 수 있다. 안전자산에 대한 수요의 이자율 탄력성은 매우 낮다고 할 수 있으며 따라서 이에 대한 세율의 증가가 적어도 아직까지는 저축의욕을 크게 떨어뜨리지는 않을 것으로 판단되기 때문이다.

한편 부동산 세제를 중심으로 운용되는 현재의 재산관련 세제는 상당한 타당성을 갖고 있다고 판단된다. 비록 금융자산의 보유나 처분단계에서는 과세하지 않더라도 금융자산 보유의 최종

목적인 부동산자산으로 자산의 형태가 바뀌는 단계에서 거래세의 형태로 과세된다고 볼 수 있기 때문이다.

단, 금융시장을 선진화하고 주식이나 채권 등의 소유를 늘리기 위해서는 현재의 상황은 바뀔 필요가 있다고 판단된다. 금융자산이 건전한 여유자금 투자 수단으로 인식되기보다는 부동산자산 마련을 위한 수단으로 인식되어 가계가 소유한 부동산자산이 금융자산의 5배 이상에 이르고 있는 상황에서는 금융시장 발전을 기대하기 어려울 것이다. 물론 가계의 자산에서 금융자산이 차지하는 비중이 의미 있게 증가하고는 있지만 여전히 부동산자산에 비해서는 그 비중이 매우 작은 편이다.

따라서 금융시장의 선진화 및 금융자산과 부동산자산의 균형 있는 소유라는 측면에서 조세제도를 평가할 때는 조세가 부동산 자산에 더 우호적일 수 있다는 가능성에 대해서도 고려해 보아야 할 것으로 사료된다. 주택의 경우를 예로 들면 현재 주택은 취득단계에서 과세된 이후로는 보유단계나 처분단계에서의 과세가 매우 약한 편이다. 주택의 취득단계에서 내는 세금은 보유하고 있던 금융자산을 처분하여 부동산으로 전환하는 많은 가구들에 있어서는 부동산과 관련한 과세라고 볼 수 없고 오히려 주택 보유 전까지 소유하고 있던 금융자산에 대한 과세로 볼 수 있을 것이다. 일단 주택을 소유하게 된 후에는 과세되는 바가 매우 적으므로 사실상 우리나라의 재산관련 세제는 부동산 과세 중심인 것처럼 보이면서도 실상은 부동산 소유에 대해 상당히 우호적인 측면이 있다. 따라서 실질적인 부동산관련 조세라고 할 수 있는 부동산의 보유과세가 강화되는 것은 금융자산 활성화와 관련하여 긍정적인 결과를 가져올 수도 있다고 판단된다.

목 차

I. 서론: 문제의 제기	21
II. 재산관련 조세의 국제비교와 기존 연구	27
1. 재산관련 조세와 세수: 국제비교	27
2. 조세와 자산구성관련 기존 연구	32
III. 총량자료를 이용한 가계부문 금융자산구성 분석	37
1. 표본의 구축: 자금순환표와 조사통계월보를 중심으로	38
2. 자산의 세후실질수익률	44
3. 벡터자기회귀(Vector autoregression) 모형을 이용한 분석	52
IV. 가계의 자산구성 변화	82
1. 미시자료를 통해 본 가계 금융자산구성	82
2. 부동산 자산의 고려	106
3. 자산보유액과 금융자산의 증가	118
V. 결론: 조세정책에 대한 함의	124
참고문헌	128

표 목 차

<표 I- 1> 지가 총액과 금융자산 총액 변화 추이	24
<표 II- 1> OECD의 조세분류 체계	29
<표 II- 2> OECD 국가의 전체 세수 대비 재산관련 세수 비중	30
<표 II- 3> 재산관련 세수 중 거래세가 차지하는 비중	31
<표 III- 1> 자금순환표의 구성	39
<표 III- 2> 이자소득세율 변화 추이	45
<표 III- 3> 금융소득(이자·배당) 원천징수세율	47
<표 III- 4> 증권거래세의 탄력 세율	48
<표 III- 5> 기술적 통계량: 세후실질수익률	48
<표 III- 6> AIC와 BIC	54
<표 III- 7> 추정 결과	56
<표 III- 8> 예측 오차 분산 분해: 소득 증가율	72
<표 III- 9> 예측 오차 분산 분해: 현금 및 요구불예금 증가율	73
<표 III-10> 예측 오차 분산 분해: 저축성 예금 증가율	74
<표 III-11> 예측 오차 분산 분해: 생명보험 증가율	75
<표 III-12> 예측 오차 분산 분해: 채권 증가율	76
<표 III-13> 예측 오차 분산 분해: 주식 증가율	77
<표 III-14> 예측 오차 분산 분해: 저축성 예금 수익률	78
<표 III-15> 예측 오차 분산 분해: 생명보험 수익률	79
<표 III-16> 예측 오차 분산 분해: 채권 수익률	80
<표 III-17> 예측 오차 분산 분해: 주식 수익률	81

<표 IV-1> 대우패널 자료의 가구 소득과 금융자산 보유 현황	88
<표 IV-2> 금융자산 소유의 조건부 확률(1994년)	93
<표 IV-3> 금융자산 소유의 조건부 확률(1996년)	93
<표 IV-4> 소득 및 자산 지니계수 변화 추이	111
<표 IV-5> 연도별 금융자산 보유액 상관관계	119
<표 IV-6> 자산보유액과 금융자산의 증가	120
<표 IV-7> (거주주택 + 금융자산) 가치의 연도별 상관관계	122
<표 IV-8> 순자산보유액의 연도별 상관관계	122
<표 IV-9> 보유자산과 자산의 증가	123
<부표 I- 1> 개인금융자산(자금순환표)	130
<부표 I- 2> 개인소유 금융자산의 종목별 증가율	131
<부표 I- 3> 종목별 개인소유 금융자산의 비중	132
<부표 II- 1> 1993년 각종 금융자산 소유가구의 비중	133
<부표 II- 2> 1993년 평균 금융자산 보유액	134
<부표 II- 3> 1994년 각종 금융자산 소유가구의 비중	135
<부표 II- 4> 1994년 평균 금융자산 보유액	136
<부표 II- 5> 1995년 각종 금융자산 소유가구의 비중	137
<부표 II- 6> 1995년 평균 금융자산 보유액	138
<부표 II- 7> 1996년 각종 금융자산 소유가구의 비중	139
<부표 II- 8> 1996년 평균 금융자산 보유액	140
<부표 II- 9> 1997년 각종 금융자산 소유가구의 비중	141
<부표 II-10> 1997년 평균 금융자산 보유액	142
<부표 II-11> 1998년 각종 금융자산 소유가구의 비중	143
<부표 II-12> 1998년 평균 금융자산 보유액	144

그림 목 차

[그림 I- 1] 한·미·일 민간부문의 자산·부채 구조 (1997년말)	25
[그림 III- 1] 가계 보유 금융자산의 구성비	40
[그림 III- 2] 세후명목수익률	49
[그림 III- 3] 세후실질수익률	50
[그림 III- 4] 충격반응함수: 소득 충격에 대한 반응	60
[그림 III- 5] 충격반응함수: 현금과 요구불예금 충격에 대한 반응	61
[그림 III- 6] 충격반응함수: 저축성 예금 충격에 대한 반응	62
[그림 III- 7] 충격반응함수: 생명보험 충격에 대한 반응	63
[그림 III- 8] 충격반응함수: 채권 충격에 대한 반응	64
[그림 III- 9] 충격반응함수: 주식 충격에 대한 반응	65
[그림 III-10] 충격반응함수: 저축성 예금 수익률 충격에 대한 반응	66
[그림 III-11] 충격반응함수: 생명보험 수익률 충격에 대한 반응 ..	67
[그림 III-12] 충격반응함수: 채권 수익률 충격에 대한 반응	68
[그림 III-13] 충격반응함수: 주식 수익률 충격에 대한 반응	69
[그림 IV- 1] 연도별 각종 금융자산 소유가구의 비중	90
[그림 IV- 2] 연도별 평균 금융자산 보유액	91
[그림 IV- 3] 은행의 저축성 예금 보유가구 비중 - 소득별	95
[그림 IV- 4] 은행의 저축성 예금 보유가구 비중 - 연령별	96
[그림 IV- 5] 은행의 저축성 예금 보유가구 비율 - 소득원별	97

[그림 IV- 6] 은행의 저축성 예금 보유가구 비율 - 학력별	98
[그림 IV- 7] 은행의 저축성 예금 보유가구 비율 - 주택소유 형태별	98
[그림 IV- 8] 주식보유 가구 비율 - 소득별	99
[그림 IV- 9] 주식보유 가구 비율 - 연령별	100
[그림 IV-10] 주식보유 가구 비율 - 소득원별	101
[그림 IV-11] 주식보유 가구 비율 - 학력별	101
[그림 IV-12] 주식보유 가구 비율 - 거주형태별	102
[그림 IV-13] 보험 가입 가구 비율 - 소득별	103
[그림 IV-14] 보험 가입 가구 비율 - 연령별	103
[그림 IV-15] 보험 가입 가구 비율 - 소득원별	104
[그림 IV-16] 보험 가입 가구 비율 - 학력별	105
[그림 IV-17] 보험 가입 가구 비율 - 거주형태별	105
[그림 IV-18] 금융자산/소득	107
[그림 IV-19] 금융자산과 부동산자산의 상대적 크기	108
[그림 IV-20] 순금융자산/소득	110
[그림 IV-21] (자산평가액/소득) 비율 변화 추이	110
[그림 IV-22] 1993년 소득 및 자산의 로렌츠 곡선	112
[그림 IV-23] 1994년 소득 및 자산의 로렌츠 곡선	113
[그림 IV-24] 1995년 소득 및 자산의 로렌츠 곡선	114
[그림 IV-25] 1996년 소득 및 자산의 로렌츠 곡선	115
[그림 IV-26] 1997년 소득 및 자산의 로렌츠 곡선	116
[그림 IV-27] 1998년 소득 및 자산의 로렌츠 곡선	117

I. 서론: 문제의 제기

재산관련 세제는 세수 자체는 크지 않지만 경제 전반에 미치는 영향은 매우 크다고 볼 수 있다. 우선 재산에 대한 세제는 저축과 직접적인 관련을 갖게 된다. 기본적으로 재산세는 어떤 형태로든지 소비되지 않고 남은 부분에 대한 과세이므로 결국은 저축에 대한 과세가 되고 저축에 대한 과세는 일반적으로 저축 의욕을 감소시키게 된다. 저축을 통한 투자와 자본의 축적이 경제성장의 원동력이라고 한다면 재산에 대한 과세는 결과적으로 경제성장에까지 영향을 미치게 될 것이다.

다른 한편으로 재산에 대한 과세는 저축의 총량뿐 아니라 경제주체들의 자산선택에도 영향을 미치게 된다. 예를 들어 세전 수익률이 같은 자산이 두 개가 있다고 할 때 양자에 적용되는 세율이 다르거나 한쪽만이 과세대상이 된다면 경제주체들은 당연히 세율이 낮거나 과세대상이 되지 않는 자산을 선호하여 선택하게 될 것이다. 따라서 어떤 재산에 대해 과세할 것인가 하는 문제는 저축 총액이 배분되는 데에도 적지않은 영향을 미치게 된다.

일반적으로 재산에 대한 과세에 대해서는 극단적으로 대립되는 두 가지 의견이 상존할 수 있다. 우선 효율성을 중시하는 입장에서 보자면 기본적으로 자본이나 재산에 대한 과세는 저축의욕을 감소시키므로 되도록 낮은 세율을 적용하거나 아니면 과세대상에 포함시키지 않는 것이 바람직하다는 의견을 가질 수 있다. 더구나 재산에 대한 과세는 이중과세의 성격도 지니고 있다. 재산에 대한 과세는 이미 소득에 대해 과세하고 난 후에 소득 중 소비되지 않고 축적되어 온 부분에 대해서 다시 과세하는 셈이 되기 때문이다.

그렇지만 형평성을 중시하는 입장에서 보면 재산에 대한 과세는 정당화될 수 있을 뿐더러 강화될 필요가 있다는 의견을 가질 수 있다. 대부분의 국가에서 소득의 불평등도보다는 자산 소유의 불평등도가 더 큰 것이 보통이다. 따라서 소수에게 편중된 재산에 대한 과세를 통해 공익을 추구하는 공공재원을 마련한다는 것은 충분히 정당화될 수도 있는 것이다. 더구나 우리나라와 같이 소득단계에서 세원 파악이 정확하지 않고 탈루되는 부분이 많다는 인식이 광범위하게 퍼져 있을 경우 적어도 부분적으로는 탈루된 부분이 모여서 형성된 재산에 대한 과세는 소득세에서의 불평등을 사후적으로 보정해 주는 역할을 할 수 있으리라는 주장도 가능할 것이다).

결국 효율성의 측면에서 재산에 대한 과세는 바람직하지 못하지만 형평성에서 보자면 바람직한 면도 있다고 요약할 수 있겠는데, 이러한 논의를 보다 정확히 전개하기 위해서는 우선 재산 소유의 현황이 어떤지에 대한 파악이 선행되어야 할 것이다. 어떤 종류의 자산이 과세대상이 되어야 하는지에 대한 판단이나 조세에 의한 경제주체들의 재산형성 형태의 변화 등에 대한 예측은 재산 소유의 현황에 대한 지식의 축적으로부터 가능할 것이기 때문이다. 재산의 형성에 관한 선택이 이루어지는 기본 단위는 소득을 올리고 소득을 소비와 저축이라는 형태로 처분하는 가계라고 할 수 있다. 그런 의미에서 가계 단위에서 자산 소유의 현황을 파악하는 연구의 필요성이 있다.

재산관련 세제에 대한 기초연구로서 자산구성에 관한 연구가 필요한 또 하나의 이유는 재산관련 세제는 거시적인 차원에서 자산구성의 변화에 대응할 필요가 있기 때문이다. 예를 들어 자산구성의 중심이 부동산자산에서 금융자산으로 변해가는 경우 부동산자산 중심의 조세체계를 유지하는 것이 바람직한지에 대해서는 의문을 제

1) 이러한 논리는 상속세에도 적용된다고 할 수 있다.

기할 수 있을 것이다. 실제로 부동산자산과 금융자산의 구성비는 1990년대 들어 의미 있는 변화를 보이고 있다. <표 I-1>은 우리나라 지가 총액에 대한 추정치와 자금순환표에서 도출한 우리나라 금융자산 총액의 변화 추이와 이들 값을 GDP와 비교한 비율을 제시하고 있다. <표 I-1>에서도 나타나듯이 토지공개념의 도입을 서두를 정도로 지가의 상승이 문제시되었던 1989년에는 지가총액이 GDP의 9배를 넘는 것으로 나타나고 있다. 같은 기간에 금융자산의 총액은 지가 총액의 절반에도 못 미치는 수준이었다. 그렇지만 1990년대에 들어서면서 금융자산이 크게 증가하고 지가는 안정세 내지 다소 하락하는 모습까지 보이면서 GDP 대비 지가 총액과 금융자산의 총액의 관계는 완전히 역전되어 1999년에는 오히려 금융자산 총액이 지가 총액의 두 배에 이르고 있다.

가계부문만을 한정해서 보자면 가계의 금융자산 총액은 1989년에서 1995년까지는 자금순환표상에 나타나는 금융자산 총액의 약 20% 수준을 유지해 오고 있다. 따라서 같은 기간 동안 전체 금융자산과 가계부문의 금융자산의 증가는 모두 4.6배로 거의 비슷한 폭으로 증가하였다. 결과적으로 1999년 현재 가계의 금융자산 총액은 GDP 대비 1.5배 정도에 달하고 있다. 이는 1989년에 GDP와 가계금융자산 보유총액이 거의 비슷한 수준을 유지했던 것과 비교해 보면 커다란 변화라고 할 수 있다. 가계의 금융자산 보유가 지속적으로 증가할 경우 향후 재산과세의 중심이 부동산자산에서 금융자산으로 넘어가야 할 필요성이 대두될 수 있기 때문에 이러한 변화를 앞으로 계속 주목해야 할 것이다.

그렇지만 이렇게 금융자산의 증가와 부동산자산의 감소로 요약되는 근래의 자산구조 변화 속에서도 가계 수준에서는 그 변화의 폭이 그리 크지 않았을 가능성도 배제할 수 없다. 이러한 가능성은 최근 한국은행에서 발표한 「민간부문 금융자산운용의 특징과 시사점」이란 보고서에서도 나타난다. 동 보고서에서 발췌한 [그림 I-1]을

<표 1-1> 지가 총액과 금융자산 총액 변화 추이

분 류	(단위: 10억원, %)										
	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
경상 GDP	148,197	178,797	216,511	245,700	277,497	323,407	377,350	418,479	453,276	444,367	483,778
지가 총액(조원) ¹⁾	(1,338.9)	1,614.5	(1,821.0)	(1,797.7)	(1,665.1)	1,638.3	(1,647.3)	(1,663.0)	(1,668.0)	(1,441.0)	(1,483.4)
지가 총액/GDP	9.03	9.03	8.41	7.32	6.00	5.07	4.37	3.97	3.68	3.24	3.07
금융자산 총액	772,272	941,749	1,114,338	1,301,012	1,556,499	1,836,549	2,170,115	2,741,275	2,990,346	3,249,658	3,574,471
금융자산/GDP	4.25	4.32	4.35	4.54	4.69	4.81	4.87	5.19	6.05	6.73	6.72
가계금융자산	157,149	195,583	239,220	283,267	331,262	391,168	467,112	537,044	619,262	673,868	731,350
가계금융자산/GDP	1.06	1.09	1.10	1.15	1.19	1.21	1.24	1.28	1.37	1.52	1.51

주: 1) 건설교통부가 30만 표준지의 공시지가를 표본으로, 행정구역과 용도별 면적으로 가중합산한 전국지가 총액을 1991년 1월 1일 기준 1,614.5조원으로 발표하였음. 이에 따라 1990년말 지가 총액으로 기록하였음. 또한 1991~1993년말, 1995, 1996년말 지가총액은 연간 전국지가상승률로 1990년말과 1994년말 지가총액을 연정한 추정액으로 판호 안에 표기하였음. 유사한 방법으로 1995년 1월 1일 기준으로 발표된 지가 총액인 1,638.3조원은 지가상승률로 추정된 1,655.5조원과 약간의 차이를 보이는데, 이는 지가동향조사에 사용되는 3만 1,500개 표준지필지의 모집단 대표성과 30만 표준지필지의 모집단 대표성에 차이가 있음을 반영함 (한경 1996. 2. 13).

자료: 지가 총액에 관한 자료는 노영훈(조세연구원 내부자료), 금융자산 총액에 관한 자료는 한국은행, 「자금순환표」, 각 연도.

보면 우리나라의 민간부문 자산·부채 구조를 미국, 일본 등과 비교했을 때 우리나라 금융자산의 비중은 실물자산에 비해 매우 낮은 상태임을 알 수 있다. 물론 실물자산의 범주에는 기계류를 포함한 각종 설비들의 가치가 포함되어 있기는 하지만 민간부문이 소유한 금융자산의 가치가 실물자산 가치의 37% 가량이라는 사실은 지난 10년간의 적지않은 변화에도 불구하고 금융자산이 주요 재산세원이 되기에는 미흡하다는 인상을 주고 있다.

[그림 1-1] 한·미·일 민간부문의 자산·부채 구조(1997년말)

(한 국)		(미 국)		(일 본)	
금융자산 27.0% (1,037.5兆원)	부 채 32.1% (1,231.6兆원)	금융자산 63.1% (33.4兆달러)	부 채 23.5% (12.5兆달러)	금융자산 44.6% (2,036.6兆円)	부 채 40.4% (1,841.1兆円)
실물자산 73.0% (2,801.7兆원)	순자산 67.9% (2,607.6兆원)	순자산 76.5% (40.4兆달러)	실물자산 36.9% (19.5兆달러)	실물자산 55.4% (2,524.9兆円)	순자산 59.6% (2,720.4兆円)

주: 1) 금융 및 실물자산의 일부 항목은 국별로 평가방법이 상이하므로 동 구조를 비교함에 있어서 유의할 필요가 있음(예: 주식의 경우 한국은 취득가, 일본 및 미국은 시가; 토지의 경우 한국 및 일본은 공시지가, 미국은 시장가격)

자료: 한국은행(2001)에서 옮김. 원자료는 한국은행 「자금순환표」 및 통계청 「국부통계조사」, 미국 FRB 「Flow of Funds Accounts」, 일본 내각부, 경제사회통합연구소 「국민경제계산」.

이렇게 일견 상반되는 자료들에 대해 올바른 평가를 내리면서 재산관련 조세제도를 모색하는 방향을 잡아가기 위해서도 금융자산 소유 형태의 거시적·미시적 변화 과정에 대한 고찰이 필요할 것으로 판단된다. 본 보고서의 일차적인 목적은 가계의 자산의 구성의 변화와 우리나라 가구들이 자산선택에서 보이는 특징 등을 다양한 각도에서 실증적으로 살펴보는 데에 있다. 그리고 이러한 실증분석

을 바탕으로 향후 재산관련 세제 개편에서 고려할 요인들을 제시하며 우리나라 가구들이 자산선택에서 보이는 특징과 자산구성 변화가 조세정책에 주는 시사점 등을 찾아보고자 한다.

본 보고서는 다음과 같이 구성된다. 제Ⅱ장에서는 OECD 자료를 통해 재산관련 조세에 대한 국제비교를 하고 재산관련 세제가 포트폴리오 선택에 미치는 영향을 연구한 외국 연구들을 소개한다. 제Ⅲ장에서는 총량자료를 이용하여 가계부문의 금융자산 구성을 분석한다. 1980년부터 2000년까지의 20년 동안 가계가 소유한 금융자산 및 그 세후 수익률이 상호간에 미치는 영향에 대하여 벡터자기회귀(Vector Autoregression: VAR) 모형을 통해 살펴보게 될 것이다. 제Ⅳ장에서는 미시 패널 자료인 대우패널 데이터를 이용하여 1993년에서 1998년까지 가계의 금융자산 및 부동산 소유 실태를 분석한다. 가계 단위에서 자산 및 그 구성항목들의 변화를 살펴보고 각종 자산의 보유에서 나타나는 불평등도를 살펴보고 금융자산과 부동산 자산의 관계 등을 살펴본다. 마지막으로 제Ⅴ장에서는 연구 결과들을 종합하면서 조세정책에 대한 함의를 생각해 본다.

II. 재산관련 조세의 국제비교와 기존 연구

자산구성과 조세문제에 대한 관심은 외국에서도 적지 않았지만 다른 분야에 비해서 연구가 활발하게 진행되었다고 하기는 어렵다. 물론 이는 서론에서도 언급한 바와 같이 전체 세수에서 재산관련 세수가 차지하는 비중이 작다는 데에서 기인하는 바도 있을 것이다. 그렇지만 다른 한 면으로는 재산에 대한 미시 자료를 얻기가 어렵다는 현실적인 이유도 있을 것이다. 이러한 이유로 인해 다른 세원에 대한 과세문제에 비해 많은 연구가 이루어지지 않았지만 그동안 의미 있는 연구가 이루어져 왔으며 특히 최근 들어 이러한 추세는 가속화되고 있다고 볼 수 있다.

이번 장에서는 자산구성과 조세문제에 관한 외국의 문헌에 대해 검토해 보고자 한다. 외국문헌의 검토는 간단하나마 이론과 실증연구를 포함하기로 한다.

1. 재산관련 조세와 세수: 국제비교

OECD의 분류에 의한 재산관련 세제(taxes on property)는 <표 II-1>과 같이 크게 부동산에 대한 정기적 과세²⁾(recurrent taxes on immovable property), 순부에 대한 정기적인 과세(recurrent taxes on net wealth), 상속증여세(estate, inheritance, gift taxes), 비정기적 과세(non-recurrent taxes), 기타과세(other

2) recurrent를 문자 그대로 해석하면 '재발하는', '되풀이되는' 등이 되지만 내용상 동일 과세대상에 대해 주기적으로 반복하여 부과되는 과세를 의미하므로 정기적이라는 해석을 해도 큰 무리는 없을 것이다.

taxes) 등으로 나누어진다. <표 II-1>에서는 제시되지 않았지만 개인이나 법인에서 부담하는 자본이득세도 소득세에 속하지만 재산과 관련된 조세라고 할 수 있다.

<표 II-2>에서 보듯이 우리나라의 재산관련 조세로부터의 세수가 전체세수에서 차지하는 비중이 OECD 국가에 비하여 큰 편은 아니다. 한편 우리나라의 재산관련 세수에 보다 주목해 보면 우리나라는 재산관련 세수가 전체 세수에서 차지하는 비중이 1998년 현재 가장 높은 나라임을 알 수 있다.

또한 OECD 국가들의 경우 재산관련 세수가 차지하는 비중이 점차 줄어들고 있는 데 비하여 우리나라는 대체로 그 비중이 늘어나는 추세여서 이에 대한 평가가 요구되고 있다고 하겠다. 1998년 현재 재산세가 전체 세수에서 차지하는 비중이 우리나라와 비슷한 정도로 높은 나라는 영국과 미국, 일본 정도인데 이들 국가 모두 재산관련 세수의 비중은 줄어들고 있는 추세이다.

재산에 대한 과세 중 큰 비중을 차지하는 항목은 부동산에 대한 정기적 조세와 금융 및 자본 거래에 대한 조세인데 여기서도 우리나라는 다른 나라들과 구별되는 특징을 갖는다. 재산관련 세수 중에서 거래세가 차지하는 비중을 보면 우리나라가 터키나 벨기에를 제외하면 가장 높은 수준이다. 터키나 벨기에 같은 나라들의 경우 재산관련 세제가 전체 세수에서 차지하는 비중이 우리나라에 비해서는 상당히 낮은 편이므로 결과적으로 전체 세수에서 재산관련 거래세가 차지하는 비중이 우리나라가 OECD 국가 중에서는 가장 높다고 할 수 있다. 이렇게 거래세의 비중이 가장 높기는 하지만 김정훈(2001)에서 나타나는 바와 같이 거래세율이 명목세율 단계에서는 다른 나라에 비해서 결코 높은 편은 아니라는 사실을 상기할 필요가 있다.

<표 II-1> OECD의 조세분류 체계

1000 소득, 이윤, 자본이득 등에 대한 조세 (Taxes on income, profits and capital gains)
2000 사회보장 (Social security contributions)
3000 Taxes on payroll and workforce
4000 재산에 대한 조세 (Taxes on property)
4100 부동산에 대한 정기적 조세 (Recurrent taxes on immovable property)
4110 가계(Household)
4120 기타(Others)
4200 순부에 대한 정기적 조세 (Recurrent taxes on net wealth)
4210 개인(Individual)
4220 법인(Corporate)
4300 상속 및 증여세(Estate, inheritance and gift taxes)
4310 상속세 (Estate and inheritance taxes)
4320 증여세 (Gift taxes)
4400 금융 및 자본 거래에 대한 조세 (Taxes on financial and capital transactions)
4500 비정기조세 (Non-recurrent)
4510 순부유세 (On net wealth)
4520 기타 비정기 조세 (Other non-recurrent taxes)
4600 재산에 대한 기타의 정기과세 (Other recurrent taxes on property)
5000 상품 및 서비스에 대한 조세 (Taxes on goods and services)

자료 : OECD, *Revenue Statistics*, 2000.

그렇다면 우리나라 재산관련 세수가 높으며 그 중에서도 가장 중요한 세원이 거래세인 이유 중 하나는 부동산 거래가 활발하게 이루어지고 있기 때문이라고 할 수 있다. 이 외에도 다른 OECD 국가들에 비해 지가가 높으며 신규주택 건설이 활발하다는 사실 등이 복합적으로 작용하여 거래세의 비중이 높게 되었다고 판단된다. 이

<표 II-2> OECD 국가의 전체 세수 대비 재산관련 세수 비중

(단위: %)

	1965	1970	1975	1980	1985	1990	1995	1996	1997	1998
캐나다	14.3	12.8	9.5	9.1	9.3	9.9	10.7	10.5	10.2	10.4
멕시코				1.9	0.9	1.5	1.8	1.6	1.4	-
미국	15.9	14.2	13.9	10.7	10.7	11.4	11.3	11.0	10.8	10.6
호주	11.4	11.0	8.8	7.8	7.8	9.0	8.8	9.0	9.2	9.5
일본	8.1	7.6	9.1	8.2	9.7	9.1	11.7	11.3	10.8	10.5
한국			9.7	8.0	9.1	12.8	14.8	13.7	13.5	11.4
뉴질랜드	11.5	10.4	9.2	7.9	7.4	6.8	5.3	5.7	5.4	5.7
오스트리아	4.0	3.7	3.1	2.9	2.4	2.7	1.5	1.4	1.3	1.3
벨기에	3.7	3.0	2.3	2.4	1.8	2.7	2.5	2.7	2.9	3.2
체코공화국							1.3	1.3	1.4	1.5
덴마크	8.0	6.0	5.9	5.5	4.2	4.2	3.5	3.3	3.3	3.6
핀란드	4.0	2.2	1.9	1.9	2.7	2.4	2.3	2.2	2.3	2.4
프랑스	4.3	4.8	5.1	4.8	5.8	6.3	7.3	6.8	7.4	7.3
독일	5.8	4.9	3.9	3.3	3.0	3.4	2.8	3.0	2.8	2.4
그리스	9.7	9.3	9.7	4.6	2.7	4.6	3.4	3.4	3.8	
헝가리							1.2	1.5	1.5	1.6
아이슬란드	4.0	4.5	5.1	6.3	7.3	8.5	9.0	8.2	8.2	7.1
아일랜드	15.1	12.2	9.7	5.3	4.0	4.7	4.5	4.7	4.9	5.2
이탈리아	7.2	6.0	3.3	3.7	2.5	2.3	5.6	5.4	5.1	4.8
룩셈부르크	6.2	6.3	5.0	5.5	5.4	8.3	7.2	7.3	7.7	8.4
네덜란드	4.4	3.3	2.4	3.6	3.5	3.7	4.1	3.9	4.6	4.9
노르웨이	3.1	2.4	2.3	1.7	1.9	2.9	2.8	2.8	2.7	2.4
폴란드							2.8	2.9	2.9	3.0
포르투갈	5.1	4.2	2.5	1.4	1.9	2.7	2.5	2.5	2.5	2.9
스페인	6.4	6.5	6.3	4.6	3.5	5.5	5.5	5.6	5.8	6.0
스웨덴	1.8	1.5	1.1	0.9	2.3	3.5	2.9	3.8	4.0	3.7
스위스	8.8	8.8	7.2	7.4	8.2	7.9	7.0	7.1	7.6	8.3
터키	10.5	10.8	6.9	5.4	4.6	2.3	3.0	1.8	2.7	2.8
영국	14.5	12.5	12.7	12.0	12.0	8.0	10.7	10.7	10.8	10.7
평균										
OECD 합계	7.8	7.0	6.3	5.3	5.2	5.7	5.4	5.3	5.4	5.4
OECD 아메리카	15.1	13.5	11.7	7.2	7.0	7.6	7.9	7.7	7.5	7.0
OECD 태평양	10.4	9.7	9.2	8.0	8.5	9.4	10.1	9.9	9.7	9.3
OECD 유럽	6.7	6.0	5.1	4.4	4.2	4.6	4.2	4.2	4.4	4.4
EU 15	6.7	5.8	5.0	4.2	3.9	4.3	4.4	4.5	4.6	4.7

자료: OECD, Revenue Statistics, 2000.

<표 II-3> 재산관련 세수 중 거래세가 차지하는 비중

(단위: %)

	1965	1970	1975	1980	1985	1990	1995	1996	1997	1998
캐나다	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
멕시코	-	-	-	33.3	33.8	45.5	28.0	18.7	24.8	-
미국	0.6	1.2	0.7	1.3	1.4	1.3	1.1	1.1	1.1	1.4
호주	17.0	21.7	23.7	33.6	40.4	41.0	46.9	48.9	50.1	49.2
일본	27.1	29.9	25.6	26.3	29.1	26.7	20.1	19.9	18.2	16.4
한국	0.0	0.0	59.9	59.4	63.0	67.4	66.3	66.8	67.0	61.7
뉴질랜드	7.8	8.0	7.8	8.0	11.2	4.1	9.8	11.0	9.9	7.1
오스트리아	14.3	16.0	16.6	20.5	22.8	27.1	44.6	45.5	45.1	45.9
벨기에	70.0	64.3	68.2	63.9	65.9	73.7	65.2	66.7	68.7	68.9
체코공화국	-	-	-	-	-	-	39.5	44.0	50.4	54.8
덴마크	12.7	15.7	18.3	25.1	33.8	26.7	21.4	24.1	27.8	34.2
핀란드	49.8	65.3	63.0	77.0	74.6	73.4	34.7	33.0	36.5	36.9
프랑스	40.4	26.5	23.1	25.9	17.9	21.5	13.3	12.7	15.6	15.9
독일	12.6	15.3	14.7	16.6	21.2	20.2	17.2	16.5	25.4	33.5
그리스	87.8	81.5	85.4	64.7	55.4	69.2	69.5	73.0	69.7	-
헝가리	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
아이슬란드	50.0	33.3	27.3	28.3	31.4	30.2	28.2	27.3	27.7	23.7
아일랜드	4.4	6.5	10.3	27.4	26.3	36.8	35.9	38.8	45.7	49.4
이탈리아	64.1	71.2	88.3	94.0	90.9	93.7	41.6	43.8	44.3	46.1
룩셈부르크	26.6	28.4	37.1	34.9	30.3	36.3	24.2	21.8	23.6	23.9
네덜란드	34.2	28.1	31.1	25.3	21.3	27.0	27.5	32.3	33.5	35.8
노르웨이	7.1	7.3	8.7	12.7	13.9	12.5	12.4	13.5	15.9	17.3
폴란드	-	-	-	-	-	-	0.1	-	-	-
포르투갈	49.0	59.9	62.1	81.9	55.9	48.4	44.2	45.3	47.0	48.9
스페인	76.9	79.3	82.4	76.6	57.3	43.3	39.3	37.4	40.0	42.1
스웨덴	25.4	25.3	32.4	47.3	32.6	49.0	13.0	8.0	7.1	10.7
스위스	17.7	20.7	18.0	24.3	38.5	34.1	25.1	25.4	29.1	32.8
터키	100.0	33.3	71.4	78.4	83.1	94.8	62.6	96.7	98.4	98.1
영국	4.8	5.2	5.6	6.4	7.2	11.0	7.2	7.8	10.5	13.1

자료: OECD, Revenue Statistics, 2000.

렇게 볼 때 향후 자산소유 형태가 부동산자산에서 금융자산 중심으로 옮겨가고, 주택 및 토지의 거래 빈도가 줄어들며, 주택이 자산의 주종을 이루기보다는 거주 서비스를 제공하는 공간으로 인식되면서 주택 소유의 형태가 변하게 된다면 거래세의 비중이 세계에서 가장 높은 현상은 유지되지 않을 수도 있을 것이다. 그렇지만 적어도 현재까지 우리나라의 재산관련 세제는 부동산 중심으로 운용되면서 세수면에서는 거래세에 크게 의존하고 있다는 사실은 여타 국가와 비교되는 독특한 현상이라고 할 수 있다.

2. 조세와 자산구성관련 기존 연구

외국의 이론적인 연구들은 조세와 자산구성의 관계를 연구하고 있으며 특히 조세가 위험 자산 선택에 미치는 영향에 대한 연구가 이루어지고 있다. 자산구성에 조세가 미치는 영향에 대한 논의는 비교적 간단하다. 전통적으로 자산관련 소득에 대한 과세는 자산의 기대수익률을 낮추어서 위험을 감수하는 선택을 억제하리라는 견해가 대부분이었다. 그렇다면 수익을 거두는 자산에 대한 과세는 해당 자산에 대한 수익률을 낮추며 따라서 해당 자산 수요를 감소시키게 되고 이는 전반적으로는 저축에 대한 유인을 감소시킬 것이다.

그렇지만 Domar and Musgrave(1944)의 논문 이후에는 정부는 조세를 통해 기대수익을 나눌 뿐 아니라 위험도 함께 나눈다는 견해도 설득력을 얻고 있다. 즉 정부가 기대 수익과 위험을 투자자와 함께 나누며 투자자가 위험을 나누는 측면을 중요하게 평가한다면 조세가 반드시 특정 자산의 보유를 억제하지는 않는다는 것이다. 이러한 견해는 1980년대까지의 이론을 정리하고 있는 Sandmo(1985)에서 간단한 모형을 통해 설득력 있게 제시되고 있다³⁾.

3) 이 모형에 대한 설명과 이 모형을 확장하여 여러 개의 위험자산까지 고려한 모형 등에 대한 개관적인 소개는 Sandmo(1985), pp. 294~

앞서 언급했듯이 조세의 가장 직접적인 영향은 세전수익률과 세후수익률에 차이를 가져오는 것이므로 일반적인 믿음은 위험자산에 대한 세율 증가가 세후수익률 감소를 통해 위험자산 소유 비중을 낮추리라는 것이나 다음의 간단한 예는 그렇지 않을 가능성을 보이고 있다. Sandmo의 논의에 따라 한 가계의 자산은 무위험자산인 화폐 M 과 수익률과 위험을 함께 가지고 있는 a 라는 두 가지 자산으로 구성되어 있다고 하자.

$$M + a = A$$

a 에는 수익이 있으므로 초기의 자산은 다음과 같이 변할 것이다.

$$\begin{aligned} Y &= a[1 + x(1-t)] + M \\ &= A + ax(1-t) \end{aligned}$$

수익률 x 가 $[-1, \infty)$ 사이에 연속적으로 분포한다고 가정하고 위험자산에 대한 세율을 t 라고 하면 기대효용은 다음과 같다.

$$E[U] = \int_{-1}^{\infty} U(A + ax(1-t))f(x)dx$$

내부해가 존재하는 1계조건은

$$E[U'(Y)x(1-t)] = 0$$

위험자산을 소유하기 위해서는 자산의 기대수익률이 양수이어야 할 것이다. 이를 가정하고 위의 식을 세율 t 로 미분하면 다음과 같다.

$$E[U'(Y)\left(\frac{\partial a}{\partial t}x(1-t) - ax\right)x(1-t) - U'(Y)x] = 0$$

302를 참조하기 바란다.

1계조건에 의해서 2번째 항은 0이 되므로 다음과 같은 조건들이 성립될 것이다.

$$\frac{\partial a}{\partial t} = \frac{a}{1-t} \quad \text{또는} \quad \frac{\partial a}{\partial t} \frac{t}{a} = \frac{t}{1-t}$$

위의 식은 매우 단순한 가정 속에서 도출된 단순한 결과이지만 매우 흥미로운 내용을 포함하고 있다. 위험자산보유액의 세율에 대한 탄력성이 양수라는 사실은 기대수익이 낮아짐에도 불구하고 위험자산 수요가 증가할 수도 있음을 의미한다.

또한 투자자의 세금에 대한 반응을 투자자의 위험에 대한 태도에 관계없이 예상할 수 있게 된다는 내용도 함축하고 있다. 세율과 자산소유와의 관계를 파악하기 위해 필요한 정보는 단지 보유한 위험자산 액수와 세율뿐이기 때문이다.

위에서 조세와 자산선택 문제에 대한 간단한 모형을 제시해 보았는데 실증연구에서는 위와 같은 결과를 지지하지 않는다. 많다고는 할 수 없지만 자본소득에 대한 조세와 가계의 포트폴리오 구성 사이의 관계를 다룬 실증연구들도 미국을 중심으로 꾸준히 이루어져 왔다. 1960년대까지의 연구결과들은 대체로 조세가 가구의 포트폴리오 구성에 별 영향을 미치지 못한다는 것이었다⁴⁾.

그렇지만 1980년 이전의 대표적인 실증 연구인 Feldstein(1976)에서는 조세가 자산 선택에 적지 않은 영향을 줄 수 있음을 보이고 있다. 그의 연구는 순자산, 연령, 성별 등의 요인을 고려한다면 소득세가 개인의 포트폴리오 선택에 매우 큰 영향을 미칠 수 있다는 것을 보인 최초의 연구라고 할 수 있다.

또한 그는 가구가 이자나 배당소득에 비해서 자본이득에 대한 세

4) 대표적인 연구는 Butters, Thompson and Bollinger(1953)나 Barlow, Brazer, and Morgan(1966) 등이다. 이들 연구의 한계점에 대한 보다 자세한 설명은 Poterba(2001a)를 참조하기 바란다.

율이 낮음으로 해서 실질적으로 세제상 우대를 받는 종목인 증권을 소유할 확률이 세율이 높아진다는 것도 보였는데 1962년의 자료를 분석한 그의 실증결과에 따르면 이자나 배당소득에 대한 세율이 10% 증가할 때 증권을 소유할 확률을 3.7%p까지 높일 수 있는 것으로 나타났다.

Feldstein의 연구는 조세와 자산구성의 변화를 규명한 선구적 연구이기는 하지만 후속 연구들의 진행에 따라 적지 않은 한계점을 가지고 있음이 밝혀졌다. 이를테면 소득의 효과와 조세의 효과를 어떻게 분리할 것인가 하는 문제나 어떤 자산은 전혀 선택하지 않는 가구들이 상당히 존재하는 현상이 충분히 고려되지 않았다는 점 등이다.

Feldstein의 연구 이후 1980년대부터 소비자 자산 조사(Survey of Consumer Finance)의 이용이 가능해지면서 양질의 자료를 이용하여 조세가 자산 구성에 미치는 영향에 대한 연구들이 많이 등장하고 있는데 가장 최근의 연구는 Poterba and Samwick(2001)이다. 그들은 1980년대 초에서 1990년대 말까지의 자료를 통해 한계 소득세율이 높을수록 (1) 가구가 세제상 이익이 있는 자산을 소유할 확률이 높으며 (2) 세 부담이 높지 않은 주식이 포트폴리오에서 차지하는 비중이 높으며 (3) 세 부담이 높은 저축성 예금의 비중이 낮아지고 있음을 보인 바 있다.

미국의 경우 자본소득에 대한 과세는 소득세 중에서도 가장 복잡하다고 할 수 있다. 다른 종류의 자산에 대한 세율이 다른 것은 물론이지만 같은 자산에서 얻은 소득이라도 소득의 유형에 따라 다른 세율이 적용되기도 하며 같은 자산이라도 투자자에 따라 다른 세율이 적용되기도 한다. 따라서 미국에서는 세율과 자산 선택에 관한 다양한 연구들과 세율 구조에 따른 자산 선택의 변화를 찾아내는 연구들이 양질의 데이터의 도움을 받아 가능했다고 할 수 있다.

우리의 경우에는 대체가능하며 조세제도상 다른 취급을 받는 자

산들이 많이 존재하지 않는 이유로 인해 조세와 자산 선택 문제를 다룬 연구들을 발견하기 어렵다⁵⁾.

따라서 본 보고서는 선진국의 선행연구를 답습하기보다는 이용 가능한 거시 및 미시자료를 활용하여 가계의 자산소유 형태를 분석하고 여기에서 가능한 한 많은 정보와 향후 연구과제를 끌어내어 조세정책과 관련한 시사점들을 찾는 데에 노력하기로 한다.

5) 앞서 언급한 SCF 자료는 가계가 보유한 16개의 각기 다른 종류의 자산에 대한 정보를 제공하고 있다.

Ⅲ. 총량자료를 이용한 가계부문 금융자산 구성 분석

본장에서는 미시자료(micro-level data)를 통해 가계의 자산 선택 행위를 분석하기에 앞서 거시자료(macro-level data)를 통해 발견되는 사실들을 점검하기로 한다. 그러나 불행하게도 부동산자산에 대한 거시자료의 부족으로 분석을 한국은행이 발표하는 자금 순환표(flow of funds)에 나타나는 중요 금융자산으로 한정할 수밖에 없었으므로 본장에서 도출되는 결과를 바탕으로 미시자료와 거시자료의 상호 정합성에 대한 결론을 내리기에는 한계가 있다는 점을 전제로 하고 논의를 진행하고자 한다.

짧은 시간 스펠(time span)을 가진 패널 데이터를 이용한 미시 분석과 달리 거시적 총량 자료를 이용한 분석은 비교적 긴 기간(본 연구의 경우 20년)에 걸친 시계열(time series) 자료에 의존하므로 시간의 흐름에 따라 가계의 자산 선택이 변하는 과정을 잘 보여 줄 수 있다는 장점이 존재한다.

자금순환표에 보고되는 각종 자산을 분석의 편의와 경제적 의미에 따라 다섯 가지의 자산으로 다시 분류(re-grouping)하고 소득과 각종 자산의 수익률을 추가하여 분석의 대상으로 하였다. 이렇게 건설된 표본에 대하여 다변량 시계열 변수(multivariate time series variables)의 분석에 유용함이 널리 검증된 구조적 벡터 자기상관 모형(structural vector autoregression model)의 틀 속에서 충격반응함수(impulse response function)⁶⁾ 분석과 예측 오차 분산 분석

6) 충격반응함수는 모형 내의 한 변수에 충격(shock)이 가해졌을 때 모형에 포함된 모든 변수들이 그 충격에 반응하는 시간 경로(time

(variance decomposition of prediction errors)⁷⁾을 실시하여 모형에 포함된 변수들 간의 동태적 상호 연관성(dynamic inter-relationship)을 밝히려는 노력을 하였다.

본장의 구성을 살펴보면, 제1절에는 표본의 구축 과정이 자세히 설명되어 있다. 제2절에서는 자산의 세후 실질 수익률을 구하기 위하여 이자소득과 배당소득에 관련되는 세제의 변동을 정리하였다. 제3절에서는 제1절과 제2절에서 얻어진 변수들을 통계적으로 분석하고 그 결과를 보고하였다.

1. 표본의 구축: 자금순환표와 조사통계월보를 중심으로

한국은행에서 수집·발표하는 자금순환표를 구성하는 각종 금융자산과 부채의 종류는 <표 III-1>에 나타나 있다. 자금순환표에는 각종 자산과 부채 항목에 대하여 금융 부문, 정부 부문, 기업 부문, 개인 부문이 취하고 있는 포지션(position)이 총량 자료(aggregate data)의 형태로 정리되어 있다.

본 연구에서 분석의 대상인 가계(개인) 부문의 금융자산에 해당하는 항목으로는 통화 및 통화성 예금(현금통화, 요구불예금), 기타 예금(비거주자예금 제외), 생명보험 및 연금, 단기채권, 장기채권(외화채권 제외), 주식, 출자지분 등이다. 그러나 금융자산의 수익률을 정확히 측정하는 작업이 매우 어려운 경우가 있고 최근해야 거래되기 시작한 금융자산이 데이터에 포함되는 경우가 종종 있어 표본의 동질성을 유지하기가 매우 어렵다. 그러므로, 본 연구에서는 자금순

path)를 나타내 준다.

7) 설정된 모형을 근거로 모형 내 변수의 미래치를 예측하는 작업은 필연적으로 오차를 수반한다. 이 오차의 정도를 사전적으로 나타내 주는 지표가 예측오차의 분산이다. 예측오차분산분석은 예측오차의 분산 중 얼마 정도가 모형 내 특정 변수의 불확실성에 기인한 것인지 나타내 주는 통계적 도구이다.

Ⅲ. 총량자료를 이용한 가계부분 금융자산구성 분석 39

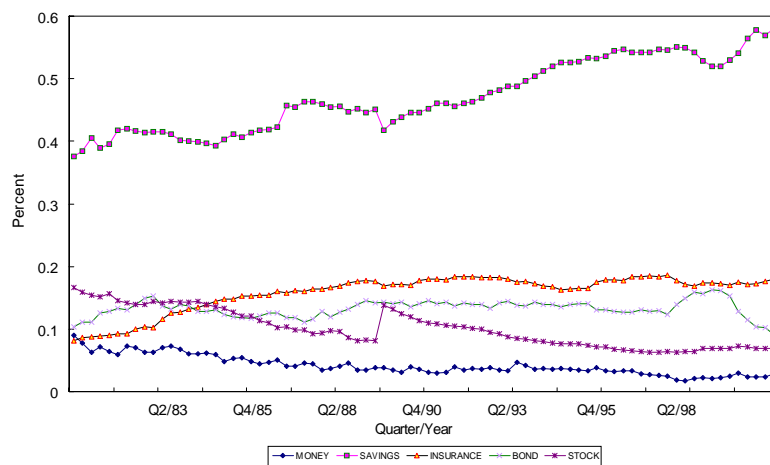
환표상의 각종 금융자산들을 분석의 편의와 자료의 획득 가능성 여부를 기준으로 재구성하여 현금 통화 및 요구불예금, 저축성 예금(저축성 예금, 신탁, 단자, 기타), 생명보험 및 연금, 채권(단기채권, 장기채권), 주식 등 모두 다섯 개의 범주로 나누었다. 분석에 포함된 금융자산들이 전체 가계(개인) 금융자산에서 차지하는 비중은 분석의 대상이 되는 기간 동안 약 80% 내지 95% 정도이므로 일부 금융자산을 분석에서 제외할 것은 전체적인 그림을 그리는 데 있어 큰 장애로 작용하지는 않을 것으로 기대된다.

<표 III-0> 자금순환표의 구성

대항목	소항목
금	
통화 및 통화성예금	한은 예수금, 현금통화, 요구불예금, 정부당좌예금
기타예금	저축성예금, 양도성예금증서, 예금은행 표지어음, 비거주자예금, 환매조건부채권, 신탁, 종급사 예치금, 기타
생명보험 및 연금	
단기채권	국공채, 금융채, 기업어음
장기채권	국공채, 금융채, 회사채, 수익증권, 외화채권
주식	
대출금	한은대출금, 예금은행대출금, 보험대출금, 종급사대출금, 기타대출금
정부 용자	
출자 지분	
상거래 신용	
외환보유액	
무역 신용	
직접 투자	
기타 대외 채권·채무	
기타 금융 자산·부채	

본장에서의 분석은 1981년부터 2000년까지 20년의 기간 동안 한국은행에서 발표한 분기별 자금순환표 중에서 위에 설명된 다섯 가지 범주의 금융자산의 총량(stock)을 대상으로 이루어진다. 다만, 인구 증가와 물가 변동으로 인한 자연스런 자산의 명목가치 변화 효과를 분석에서 배제하기 위하여 다음의 가공 과정을 거쳤다. 주민등록 통계로부터 얻을 수 있는 연도별 총 가구 수를 선형 증가의 가정하에서 분기별 총 가구 수로 전환하고 이를 바탕으로 각 금융자산의 분기별 가구당 보유 액수를 구하였다. 이에 더하여, 각 분기별 GDP 디플레이터를 이용하여 각 자산의 명목가치로부터 실질가치를 계산하여 이를 분석의 대상으로 하였다.

[그림 III-1] 가계 보유 금융자산의 구성비



[그림 III-1]에는 1981년부터 2000년까지 현금 통화 및 요구불예금(money), 저축성 예금(savings), 생명보험 및 연금(insurance), 채권(bond), 주식(stock)이 가계 보유 금융자산 전체에서 차지하는 비중 변화가 나타나 있다.

[그림 III-1]에서 관찰되는 특징적 현상들을 정리해 보면, 첫째, 저축성 예금의 비중이 표본에 포함된 전 기간에 걸쳐 꾸준히 증가

하는 추세를 보인다. 적어도 1997년 말의 외환 위기 이전까지는 은행 등 금융기관의 파산은 극히 예외적인 일이었으므로 이들 금융기관에 예치한 저축성 예금은 가계 부문이 보유할 수 있는 가장 안전한 자산(safe asset)으로 간주되었다고 가정할 수 있다. 그러므로, 저축성 예금 비중의 증가는 가계 부문이 포트폴리오를 구성함에 있어 수익성보다는 안정성에 더 큰 역점을 둔다는 것을 의미한다. 다만, 이러한 조심스러운 자산 보유 행태는 일반적으로 인식되는 바와 같이 1997년 말의 외환위기에 이은 경제 위기에 전적으로 기인하는 것이 아니라 약간의 정도 차이는 있으나 1980년대 이후 꾸준히 증대되어온 현상이다. 물론, 외환 위기 이후 그러한 추세가 더욱 가속화되었음은 저축성 예금의 비중 증대뿐 아니라 위험성이 큰 자산으로 간주되는 주식과 채권의 비중이 감소하였음을 통하여서도 확인할 수 있다.

둘째, 통화량(M1)을 구성하는 요소들인 현금 및 요구불예금의 비중은 약하나마 꾸준한 감소 추세를 보이고 있다. 높은 인플레이션 시절에 은행을 중심으로 한 금융기관 간의 수신 경쟁의 결과 요구불예금에 지급되던 이자가 명목적인 수준(대략 연리 1% 내외)으로 떨어져 현금이나 요구불예금 보유의 기회 비용이 증대하였고, 신용카드, 지로, 온라인 송금 등 대체 지급 수단의 발달은 지배적인 지불 수단으로서 현금이나 요구불예금의 지위를 꾸준히 잠식한 결과 이들 금융자산의 비중이 꾸준히 감소하였다고 해석할 수 있다.

셋째, 생명보험과 연금의 비중은 저축성 예금의 경우와 마찬가지로 증대하였다. 우리나라의 경우 생명보험은 미래의 불리한 소득 흐름(adverse income stream)에 대비한 보장성 금융자산의 성격보다는 일정 조건 충족시 정해진 급부를 받는다는 부가적 기능을 가진 적금으로 인식되는 측면이 강하므로 생명보험과 연금의 비중 증대는 위험자산으로부터 안전한 자산으로 가계의 자산 선택이 옮겨가는 맥락에 부합하는 현상으로 볼 수 있다.

넷째, 1989년 4/4분기에 주식의 보유는 금액 기준으로 전기에 비하여 90% 증대하였고, 전체 자산 중에서 차지하는 비중 또한 1989년 3/4분기의 8%에서 14%로 급상승하였다. 이러한 현상은 1989년 들어서면서 진행된 주식시장의 폭발적 활황세에 힘입어 엄청난 양의 자금이 증권시장에 유입되었다는 사실로 설명될 수 있다. 그러나, 이후 계속된 증권시장의 침체는 1990년대에 주식의 비중 감소를 가져왔다. Merton(1971)에 의해 제안된 동태적 최적 소비와 포트폴리오 선택(dynamic optimal consumption and portfolio choice) 이론에 의하면 현재의 소비와 자산 보유는 현재와 미래의 소득과 각 자산의 가격(수익률)의 함수이다. 논의의 편의를 위해 Merton의 최적화 문제를 간단히 소개하기로 한다. 대표적 경제 주체(representative agent)는 현재 시점 $t=0$ 에서 다음과 같은 동태적 최적화 문제를 푼다.

$$\begin{aligned} & \sup_{\{c(t), N_i(t)\}} E_0 \left[\int_0^T U[c(t), t] dt + B[W(T), T] \right] \\ & \text{s.t. } dW(t) = \sum_{i=1}^n N_i(t) dP_i + dy - c(t) dt \\ & dP_i = \alpha_i(P, t) P_i dt + \sigma_i(P, t) P_i dz_i(t) \quad i = 1, 2, \dots, n \end{aligned}$$

위에서 $U[\cdot]$ 는 구간 $[t, t+dt]$ 에서 발생하는 효용의 흐름을 나타내는 순간적 효용함수(instantaneous utility function), $B[\cdot]$ 는 후대에 남겨주는 유산에서 발생하는 효용, $W(t)$ 는 시점 t 에 보유한 자산의 가치, $N_i(t)$ 는 시점 t 에 보유한 자산 i 의 수량, $P_i(t)$ 는 자산 i 의 시점 t 에서의 가격, y 는 외생적으로 주어지는 소득, $c(t)$ 는 시점 t 의 소비 수준이다. 두 번째 제약 조건은 선택의 대상이 되는 n 개의 금융자산 가격이 따르는 확률적 경로(stochastic paths)를 나타내는 식이다. 즉, 자산 i 의 가격은 추세 함수(drift function)와 변동성 함수(volatility function)로 이루어진 확률적 미분 방정식(stochastic differential equation)을 따른다. 한편, $Z_i(t)$ 는 정규화

된 브라운 운동(standard Brownian motion)이고, $E[Z_i(t)Z_j(t)] = p_{ij}$ 이다.

위의 문제는 벨만 방정식(Bellman equation)을 이용한 표준적 동태 최적화 기법을 이용하여 풀 수 있는데, 한 시점에서 소비와 각종 자산의 보유량은 소득과 모든 자산 가격(수익률)의 함수로 나타난다.

이론적 논의에서 자산 선택을 설명하는 중요 변수로 거론된 소득과 각종 자산의 수익률에 대한 자료를 확보하기 위해서는 약간의 작업을 거쳐야 한다. 가장 먼저, 가구당 실질 소득은 분기별 실질 국내 총생산(GDP)을 분기별 총 가구 수로 나누어 구할 수 있다. 현금 및 요구불예금은 그 실질가치가 물가 수준에 반비례하므로, 물가상승률이 보유에 대한 (음의) 수익률이라고 할 수 있다. 그러나, 우리의 연구에서는 자산의 명목가치가 아닌 실질가치가 분석의 대상이므로 현금 및 요구불예금에 대한 수익률은 고려할 필요가 없다. 저축성 예금의 수익률로는 한국은행에서 발행하는 조사통계월보에 보고되는 (평균)정기예금 금리와 가계금전신탁 금리, 종합금융회사의 어음관리구좌 금리, 상호신용금고 정기예금 금리, 신탁정기예금 금리를 각 시점에서의 보유량을 가중치로 하여 가중 평균한 값을 취하였다. 생명보험의 수익률로는 생명보험협회 발행의 월보에 보고되는 지급 보험금과 배당금의 합을 총 계약금액으로 나눈 수치를 취하였다. 채권 수익률의 경우 3년 만기의 회사채, 금융채와 5년 만기 국민주택 채권수익률을 대표적인 장기수익률로 간주하고 보유량을 가중치로 하여 장기수익률을 구하고, 종합금융회사 발행의 기업어음(9일 물)의 수익률, 1년 만기 금융채 수익률, 1년 만기 통화안정증권의 수익률을 대표적인 단기금리로 간주하고 보유량을 가중치로 하여 단기수익률을 구한다. 최종적으로 장기채권과 단기채권의 보유 비중을 가중치로 하여 앞에서 구한 두 가지 채권 수익률의 가중평균을 채권 수익률로 취하였다. 주식의 수익률은 주가의 상승(하

락)으로 인한 자본이득(손실)과 배당수익으로 구성된다. 자본 이득률은 분기간 종합주가지수(KOSPI index)의 변동률로 정의하였고, 배당수익은 증권거래소에 의해 매달 계산·공표되는 종합주가지수에 대한 월간 배당수익률(dividend yields)을 분기별로 합하여 계산하였다.

다음 절에서는 위에서 구한 명목수익률로부터 가계의 자산 선택에서 기준이 되는 세후실질수익률(after-tax real rate of return)을 구하는 과정을 논의한다.

2. 자산의 세후실질수익률

가계의 포트폴리오 구성에 영향을 미치는 가장 중요한 요소는 각 자산의 세후실질수익률이다. 세후실질수익률은 세전명목수익률(before-tax nominal rate of return)에서 세율을 차감하여 세후명목수익률을 구한 후, 피셔 방정식(Fisher equation)에 의거하여 물가상승률(inflation rate)을 감함으로써 구할 수 있다. 즉,

$$i_{ex} = (1-t)R_{cum} - \pi$$

위에서 i_{ex} 는 세후실질수익률, t 는 세율, R_{cum} 은 세전명목수익률, 그리고 π 는 물가상승률이다.

본 연구에서 채택된 각종 자산의 세전명목수익률과 물가상승률의 취급방법은 앞에서 이미 설명된 바 있으므로, 여기에서는 세후실질수익률을 계산하기 위한 전초 작업으로 연구에서 표본으로 이용된 기간 동안 각종 자산소득과 관련된 세제의 변천을 살펴보기로 한다.

모든 보유 자산으로부터 발생하는 자산소득은 소득세법상 종합소득세의 일부로 간주된다. 자산소득은 다시 금융자산을 대상으로 하는 이자소득과 배당소득, 그리고 실물자산을 대상으로 하는 부동산 임대소득으로 나뉜다. 한편, 이자소득과 배당소득은 종합소득세제상

<표 III-1> 이자소득세율 변화 추이

일자	변화 내용
1980.12	10% (방위세, 주민세 포함: 11.75%)
1991. 1	10% →20% (주민세 포함: 21.5%)
1996. 1	20% →15% (주민세 포함: 16.5%)
1997. 1	15% →20% (주민세 포함: 21.5%)
1998.10	20% →22% (주민세 포함: 24.2%)
2000. 1	22% →20% (주민세 포함: 22%)
2001. 1	20% →15% (주민세 포함: 16.5%)

의 다른 소득과는 분리되어 별도의 세율에 따라 원천 징수된다⁸⁾.

먼저 이자소득세율을 살펴 보면 본 연구의 표본기간 동안 이자 소득세율은 다섯 번의 변천을 거쳤다. <표 III-2>에서 보는 바와 같이 1980년 12월부터 적용되기 시작한 10%(방위세 1%와 주민세 0.75%를 포함하면 11.75%)의 이자 소득세율은 1991년 20%(주민세 1.5%를 포함하면 21.5%)로 대폭 인상되었다. 1996년부터는 금융소득종합과세가 실시되면서 세율도 15%(주민세 1.5%를 포함하면 16.5%)로 인하되었으나, 1997년에 금융실명제관련 대통령령명령을 일반 법률로 대체하면서 금융소득종합과세를 유보하면서 종전의 세율로 환원되었다. 1997년 말에 발생한 경제 위기에 대처하는 과정에서 정부가 고금리정책을 채택하면서 대량의 실업 사태가 발생하고 실업자 구제를 위한 재원 확보 차원에서 이자소득세율은 22%(주민세 포함 24.2%)로 인상되었다. 2001년 금융소득종합과세를 앞두고 이자소득세율을 단계적으로 낮추기 위해 2000년에는 세율이 20%(주민세 포함 22%)로 환원되었다.

이상에서 논의된 이자소득세율에 대한 예외로 많은 종류의 금융

8) 표본기간 동안 1996년을 제외하고 시행된 각종 금융소득의 원천관세는 2001년부터 다시 금융소득종합과세로 전환된다.

자산으로부터 발생하는 과실에 대하여 기준 세율보다 낮거나 높은 세율이 적용된다. 가계의 저축 촉진과 소규모 예금이나 농어민의 예금 우대를 위해서는 상당 규모의 비과세 내지 저율과세정책이 실시되는 반면, 비실명 금융자산에서 발생하는 이자소득에 대해서는 30%에서 90%의 높은 세율이 적용된다. 이상과 같은 각종 예외 조치들은 매우 복잡하고 변화가 심할 뿐 아니라 저축 주체의 개인적 특징에 따라 차별적으로 적용되는 경우가 많으므로 거시자료를 이용한 분석에서 그런 요소들을 모두 고려한다는 것은 불가능하다. 그러므로, 본절의 논의에서는 예외 조항들을 무시하고 모든 이자소득에 대해 동일한 이자소득세율이 적용된다고 가정하고 논의를 전개하기로 한다.

배당소득의 경우 원칙적으로는 이자소득과 동일한 세율이 적용된다. 그러나 이 분야 또한 비실명 금융자산에서 발생하는 배당 소득에 대한 40% 내지 90%의 중과세, 소액주주의 장기 보유 주식에서 발생하는 배당소득에 대한 비과세 등의 예외가 광범위하게 인정되지만 본절의 분석에서는 그러한 예외들을 무시하기로 한다. 다만 편의를 위해 분석에서 제외된 여러 가지 예외 규정들이 경제적으로 중요성을 가질 수 있다는 점을 강조하기 위하여 <표 III-3>에는 2001년 5월 현재 표준적인 세율이 아닌 예외적 세율을 적용 받는 경우의 이자소득과 배당소득세율이 정리되어 있다. 주식의 수익률은 자본이득(capital gains)과 배당(dividend)으로 구성된다. 그 중 우리나라에서 과세의 대상이 되는 부분은 배당소득이며 이에 대한 세후 수익률은 KOSPI 지수의 배당수익률(dividend yield)에서 배당세율로 인한 세후소득의 감소를 고려하면 얻을 수 있다. 우리나라에서는 자본이득에 대한 과세(capital gains tax)가 없는 대신 주식의 거래에 대해 거래 금액의 일정 비율을 과세하는 증권거래세제도를 운영하고 있다. 증권거래세는 0.5%를 기본세율로 하고 <표 III-4>에 나타난 바와 같이 일정한 범위에서 탄력세율을 설정하여 부과된다.

Ⅲ. 총량자료를 이용한 가계부분 금융자산구성 분석 47

<표 III-2> 금융소득(이자·배당) 원천징수세율

구분	종류	원천징수세율
당연분리 과세 이자소득	① 분리과세신청장기채권·장기저축의 이자(2001. 1. 이후 최초발생하여 지급하는 소득부터 적용)	30%
	② 직장공제회 초과반환금(1999. 1. 1. 이후 가입자부터 과세, 소득 §129 ① 7호)	기본세율 (10%~40%)
	③ 비실명금융자산의 이자소득 - 소득지급자가 금융기관인 경우(실명법 §5) - 소득지급자가 금융기관이 아닌 경우(소법 §129 ②) - 특정 비실명채권의 이자소득(실명법 §5) (2001. 1. 1 이후부터는 15%)	90% 40% 15%
	④ 채권발행일부터 최종상환일까지의 기간이 12년 이상인 사회간접자본채권(특별 §29)	15%
	⑤ 기타의 일반적인 이자소득(소법 §129 ① 1호 다)	15%
종합과세 이자소득	① 세금우대저축(특별 §89)	10%
	② 단위 농·수협, 신협, 새마을금고의 예탁금 2천만원 이하분(특별 §89의 3호) • 2001~2003 • 2004 • 2005~	비과세 5% 10%
	③ 농어가목돈마련저축(농어가목돈법 §2 ③) • 2003년까지 • 2004. 1. 1 이후	비과세 10%
	④ 입주자저축(특별 §89의 2)	10%
당연종합 과세 이자소득	○ 비영업대금의 이익(소법 §129 ① 1호 나)	25%
배당소득	① 비실명금융자산의 배당소득 - 소득지급자가 금융기관인 경우(실명법 §5) - 소득지급자가 금융기관 외인 경우(소법 §129 ②)	90% 40% 5%
	② 영농·영여조합법인으로부터 받는 배당소득 중 소득세가 면제되지 않는 배당소득(특별 §91)	5%
	③ 액면가 5천만원 이하 3억원 미만인 경우 소액주주의 이상 장기보유주식에 대한 배당소득(특별 §91)	비과세 10%
	④ 기타의 일반적인 배당소득	15%

출처: 조세 개요(2001), 재정경제부.

<표 III-3> 증권거래세의 탄력 세율

(단위: %)

연도	1991	1994	1996
탄력세율	0.2	0.35	0.15

<표 III-4> 기술적 통계량: 세후실질수익률

	저축성 예금	생명보험	채권	주식
평균	0.0079	0.0095	0.0220	0.0313
표준 편차	0.0099	0.0127	0.0105	0.1827
최소값	-0.0254	-0.0339	-0.0075	-0.4286
최대값	0.0294	0.0364	0.0593	0.4816

한편, 1994년 7월부터는 10년을 기한으로 증권거래 가액의 0.15%에 해당하는 금액을 농어촌특별세로 부과하고 있는데 이 또한 주식의 세후 수익률을 하락시키는 요인이 된다. 각 분기별 총(장내)주식거래 대금에 해당되는 증권거래세 징세액(1994년 3분기 이후에는 해당되는 액수만큼의 농어촌특별세도 포함)을 당해 분기에 발생한 - 그러나 반드시 실현되지 않는 - 자본이득으로부터 차감한 금액을 바탕으로 세후자본이득률을 구하고 이를 앞에서 구한 세후배당률과 합한 수치를 주식의 세후수익률로 정의한다.

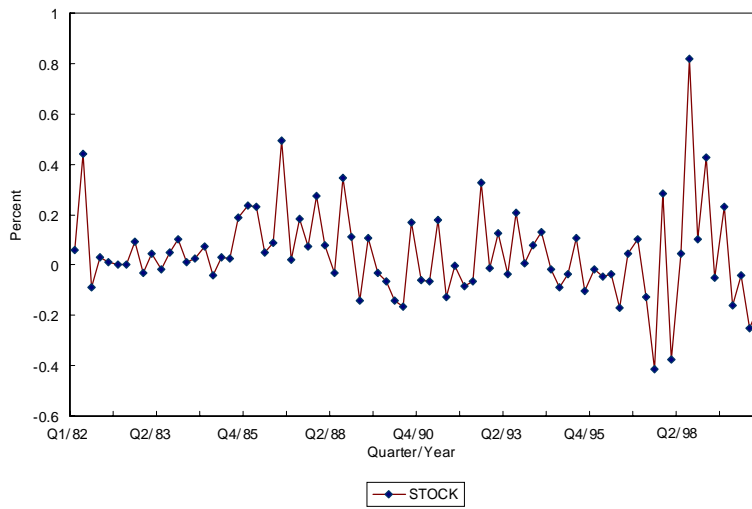
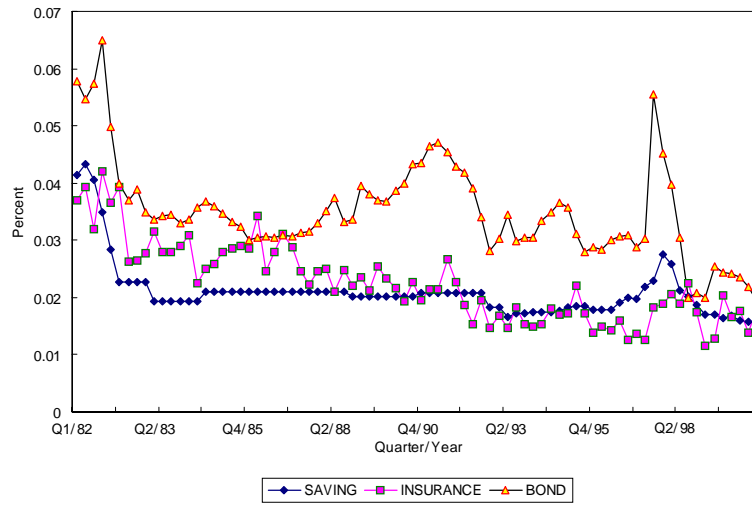
이상에서 계산한 세후명목수익률에서 물가상승률을 빼주면 세후실질수익률을 구할 수 있다. [그림 III-2]는 세후명목수익률을, [그림 III-3]은 세후실질수익률을 그리고 <표 III-5>는 세후실질수익률의 기술적 통계량을 나타내고 있다⁹⁾.

첫째, 평균수익률이 높은 금융자산은 표준편차로 측정한 위험도(riskiness)가 높다. 이는 자산 선택(portfolio choice) 이론에서 요

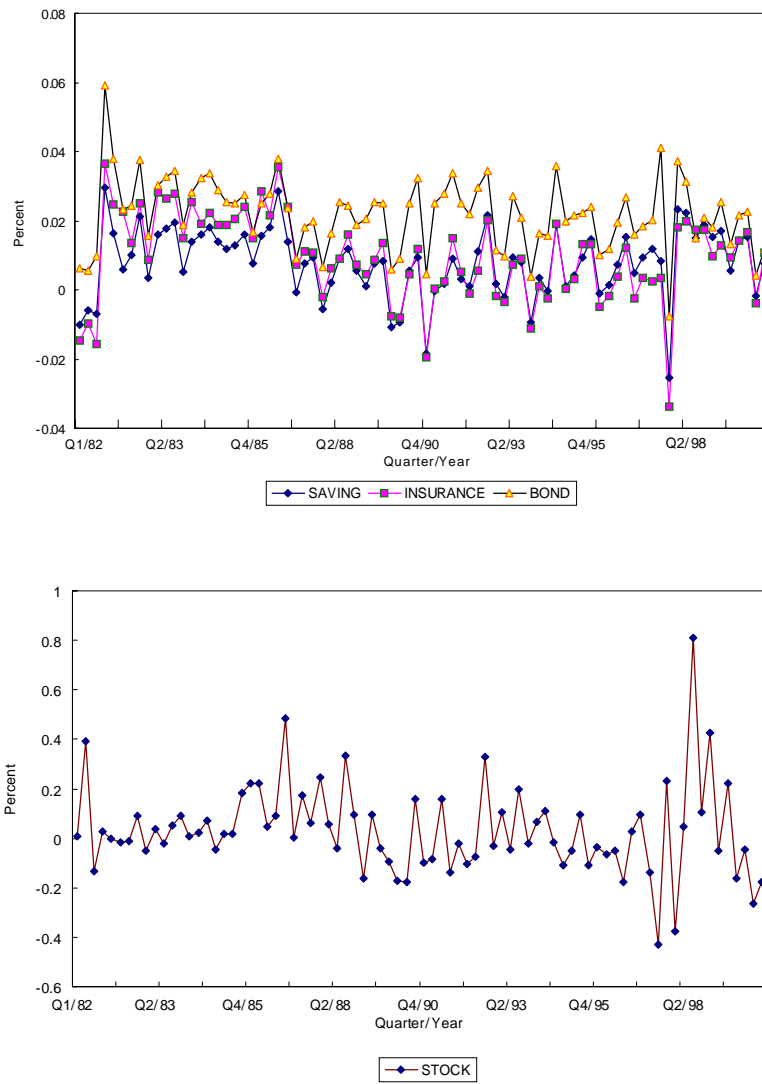
9) 그림의 범례는 각각 저축성예금(savings), 보험(insurance), 채권(bond), 그리고 주식(stock)이다.

Ⅲ. 총량자료를 이용한 가계부문 금융자산구성 분석 49

[그림 III-2] 세후명목수익률



[그림 III-3] 세후실질수익률



구되는 조건이다. 즉, 위험이 큰 자산이 차익 거래(arbitrage)의 기회를 제공하지 않으면서 시장에서 거래되기 위해서는 덜 위험한 자산보다 평균수익률이 높아서 투자자의 위험 부담(risk-bearing)에

대한 보상을 제공해야 한다. 저축성 예금, 채권, 주식의 순으로 위험성이 증가하는 자산이라는 상식적 판단은 [그림 Ⅲ-3]과 <표 Ⅲ-4> 모두에서 확인할 수 있다. 다만, 미래 소득의 위험을 회피하기 위해 고소득 상태에서 저소득 상태로 일정 소득을 이전하는 역할을 하는 보험이 저축성 예금보다 위험한 자산으로 평가되고 있는 것처럼 보이는 것은 쉽게 설명되지 않는다. 굳이 설명을 하자면, 우리나라의 경우 개인이나 가계가 보험, 특히 생명보험을 자산구성의 일부로 편입할 때 순수한 의미에서 보험 구매의 원래 목적인 미래 소득에 대한 불리한 충격(adverse shock)에 대비함과 더불어 수익성과 안정성에서 저축성 예금과 동질성이 매우 높은 자산으로 간주하는 풍토가 있어 왔던 것으로 보인다. 1990년대 중반까지 저축성 예금의 수익률은 정부에 의해 매우 경직적으로 규제되어 왔던 반면에 계약 조건의 달성시 보험금의 지급과 중간에 이루어지는 배당금의 지급은 정부의 개입으로부터 상대적으로 자유로웠기 때문에 두 자산간의 높은 동질성에도 불구하고 저축성 예금의 표준편차가 상대적으로 작았을 것으로 생각된다. 한편, 채권이 수익률과 위험도 모두에서 보험보다 우월한 자산임에도 불구하고 가계가 보험을 보유하는 현상은 위에서 언급된 보험의 보장성 기능으로 설명할 수 있다.

둘째, 1980년대와 1990년대를 거치면서 안전한 자산으로 간주되며 가계자산 중 가장 큰 비중을 차지하는 저축성 예금의 세후실질 수익률이 음(-)이었던 기간이 상당히 존재하였음을 확인할 수 있다.

셋째, 저축성 예금의 명목금리가 1990년대 초반까지 정부의 직접 통제하에 놓여 있었다는 사실은 세후명목수익률의 추이를 나타내는 [그림 Ⅲ-2]에서 쉽게 확인할 수 있다. 또한, 가계가 금융자산 포트폴리오를 구성함에 있어 생명보험을 저축성 예금과 대체성이 매우 큰 자산으로 간주할 수 있음을 두 자산간의 세후수익률이 매우 밀접한 관계를 가지고 움직인다는 사실에서 한 번 더 확인할 수

있다.

넷째, 1989년 하반기에 관찰된 주식 보유의 폭발적인 증가는 주식의 수익률 변화로는 설명할 수 없다. [그림 III-3]의 하단 패널에서 쉽게 알 수 있듯이 1989년 하반기의 주식수익률은 다른 시기에 비해 높지 않을 뿐 아니라 변동성 또한 특징적인 양상을 보이지 않는다. 1989년 하반기에 관찰된 주식시장으로의 대규모 자금 유입은 단기간에 걸친 주가의 가파른 상승에 영향을 받은 현상이라고 볼 수 있다. 그러나, 높은 주식 가격은 매우 짧은 시간 동안만 유지되었고 이후에는 주식 가격이 다시 폭락하여 분기별 상승률은 그렇게 크지 않았다는 사실을 상기하면 일견 비정상적으로 보이는 현상을 설명할 수 있다. 물론, 고주가 시기에 증권시장으로 유입된 자금이 주가의 폭락에 따라 일시에 증권시장을 빠져 나간 것이 아니고 그 현상이 서서히 진행되었음은 [그림 III-1]에서 확인할 수 있다.

이상으로 분석에 사용될 표본의 구성과 그 개략적 특징에 관한 논의를 마치고 다음 절에서는 표본에 포함된 10개의 변수가 동태적으로 유기적 관계를 가지는 동태적 연립방정식체계(system of dynamic simultaneous equations)를 구성한다고 가정하고 구조적 벡터자기회귀(structural vector autoregression)의 방법을 이용하여 각 변수들 간의 동태적 상호관계를 구명해 보기로 한다. 특히, 특정 변수에 한 단위의 구조적 충격(structural shock)이 가해질 때, 그 충격이 시간의 흐름에 따라 다른 변수로 확산(propagation)되는 과정을 충격반응함수(impulse response function)를 통하여 알아보기로 한다.

3. 벡터자기회귀(Vector autoregression) 모형을 이용한 분석

p 개의 랙(lag)을 가진 벡터자기회귀모형, VAR(p),은 다음의 식으로 요약된다.

$$y_t = \sum_{s=1}^p \Phi_s y_{t-s} + u_t, \quad E[u_t u_t'] = \Sigma \quad (3.1)$$

위에서 y_t 는 분석의 대상이 되는 변수들로 구성된 $(n \times 1)$ 벡터, Φ 는 s 번째의 랙에 대한 계수들(coefficients)로 구성된 $(n \times n)$ 행렬, 그리고 u_t 는 횡단면상으로는 서로 상관관계가 있으나(correlated) 시계열상으로는 상관관계가 없는(uncorrelated) n 개의 교란항으로 구성된 벡터이다. 결국, 위의 식이 나타내는 바는 한 변수의 현재 값은 시스템 속에 포함된 모든 변수들의 과거값(history)과 현재에 발생하는 추가적인 교란항에 의해 결정된다는 것이다. 물론, 위의 시스템에 상수항과 시간추세, 더미변수 등 비확률적 변수(deterministic variables)를 포함시킬 수도 있다.

우리의 논의에서 y_t 를 구성하는 변수는 앞의 절에서 논의된 바와 같이 가구당 (실질)소득, 현금 및 요구불 예금, 저축성 예금, 생명보험, 채권, 주식보유량, 저축성 예금(세후 실질)의 수익률, 생명보험 수익률, 채권 수익률, 주식 수익률 등 10개의 변수이다. 다만, 소득 으로부터 주식에 이르는 6개의 변수는 뚜렷한 추세(trend) 내지는 불안정성(non-stationarity)의 징후를 나타내므로 그대로 사용할 경우 모형을 추정할 후 해석과 점근적 통계량(asymptotic statistics)의 사용에 여러 가지 문제를 야기하므로¹⁰⁾ 이들 변수를 직접 쓰는 대신 로그를 취한 값의 차분(differences)을 구하여 쓰기로 한다. 잘 알려진 바와 같이 이와 같은 로그의 차분은 두 시점간 당해 변수의 증가율로 해석될 수 있다. 각 변수의 랙(lag) 이외 독립 변수로는 상수, 분기별 더미가 추가로 포함되었다.

가장 먼저, 자기회귀(autoregressive) 부분에 포함될 적절한 랙(lag)의 개수를 구하기 위해서 Akaike information criteria(AIC)와 Bayesian information criteria(BIC)를 구해 보았다.

10) 그럼에도 불구하고 차분을 사용하지 말고 원래의 시계열 자료를 써야 한다는 이론적 논의가 있다. 이에 대해서는, Fuller(1976)을 참조.

<표 III-5> AIC와 BIC

lag의 개수	AIC	BIC
1	2910.903	2904.073
2	3004.554	2992.032
3	3108.906	3090.693
4	3198.303	3174.398
5	3453.821	3424.225

<표 III-6>에 의하면 두 가지 기준 모두 1개의 랙이 적절한 선택임을 알 수 있다.

계수의 추정을 위해서는 10개의 방정식에 딸린 교란항들이 서로 상관관계를 갖고 있으므로 통계적으로 우수한 특성을 가지는 결과를 얻기 위해 일반화 최소자승법(generalized least squares)의 일종인 SURE (seemingly unrelated regression estimation) 추정법이 요구된다. 그러나, 본장에서 논의되는 모형의 경우 각 방정식에 독립 변수로 들어가는 변수들이 모두 같으므로 교란항 간의 상관관계를 무시하고 개별 방정식을 최소자승법(ordinary least squares)을 이용한 추정치가 SURE 추정법을 이용한 추정치와 정확히 일치한다.

<표 III-7>에 추정결과가 보고되어 있다. 표의 각 행은 VAR(1) 모형을 구성하는 하나의 회귀식에 대한 결과이다. 가령, 소득으로 시작되는 첫 번째 행은 가구당 (실질)소득 증가율을 종속변수로 하고 모형에 포함된 모든 변수의 직전 분기 값과 분기 더미를 설명 변수로 하는 회귀식의 추정결과 얻어지는 계수의 추정치를 나타낸다. 한편, 마지막 행의 LM 통계량은 개별 회귀식에 대한 진단적 검증(diagnostic test)을 위해 회귀분석의 결과 얻어지는 잔차(residuals)의 자기상관 회귀에서 얻어지는 R^2 과 추정에 사용된 표본의 개수를 곱하여 얻어지는 라그랑지 승수 검정(Lagrange multiplier test)을 위한 통계량이다. LM 통계량은 자유도가 68인 χ^2 분포를

가진다. <표 III-7>에서는 모든 경우에서 회귀식의 잔차가 자기상관(autocorrelation)을 가지지 않는다는 귀무가설(null hypothesis)을 기각하지 않는다. 일반적으로 낮은 R^2 에 나타나 있듯이 모형의 설명력은 낮은 편이다. 또한, 분기 더미를 제외한 대부분의 변수들이 통계적으로 의미있는(statistically significant) 추정치를 가지지 못한다. 그러나, 벡터 자기회귀 모형에서는 개별 계수들의 크기나 통계적 유의미성보다는 계수의 추정치들이 모형 내의 각 변수들 간의 동태적 상호관계에 대하여 가지는 의미를 분석하는 것이 더욱 중요한 일이다.

모형 내 각 변수들 간의 동태적 상호관계를 분석하기 위해서는 충격반응함수(impulse response function)를 이용한 분석을 진행하는 것이 가장 일반적인 접근법이다. 충격반응함수는 모형에 속한 특정 변수에 한 단위의 외부적 충격이 가해졌을 때, 그 충격이 변수 자체와 다른 변수에 확산되는 과정을 시간의 함수로 나타내는 통계적 도구이다.

가장 많이 쓰이는 충격반응함수 분석은 <표 III-7>의 모형을 추정하면서 얻어진 잔차를 이용하여 식 (3.1)에 있는 교란항의 분산-공분산 행렬(variance-covariance matrix)을 추정하고 Choleski 분해의 방법을 통해 얻어진 분산-공분산 행렬을 적절히 분해하여 충격반응함수를 구하는 과정을 거친다. 그러나, 이러한 방법론은 변수가 배열되는 순서에 따라 서로 다른 충격반응함수를 가져오기 때문에 구해진 충격반응함수에 경제적 해석을 붙이는 것이 매우 어려운 과제가 된다.

단순한 통계적 기법인 Choleski 분해를 통한 분석의 어려움을 해결하기 위하여 제안된 것이 구조적 벡터자기회귀(structural vector autoregression) 모형이다. 이 방법론에서는 통계적 도구뿐 아니라 경제 이론을 적절히 사용하여 구조적 파라미터(structural parameters)에 제약을 가함으로써 모형을 식별(identification)한 뒤, 충격반응함수를 구해 내는 과정을 거치게 된다.

구조적 벡터자기회귀모형의 출발점은 식 (3.1)을 아래와 같은 동태 연립방정식체계(system of dynamic simultaneous equations)로 풀어서 도출되는 축약형(reduced form)으로 해석하는 것이다.

$$A_0 y_t = \sum_{s=1}^p B_s y_{t-s} + \varepsilon_t \quad E[\varepsilon_t \varepsilon_t'] = I \quad (3.2)$$

그러므로 식 (3.1)과 식 (3.2)에 나타난 계수 행렬과 분산-공분산 행렬은 다음과 같은 관계를 가진다.

$$\Phi_s = A_0^{-1} B_s \quad \Sigma = (A_0)^{-1} (A_0')^{-1} \quad (3.3)$$

그러므로, 식 (3.2)의 모형으로부터 충격반응함수를 구하기 위해서는 계수 행렬 A_0 를 밝혀 내어야 한다¹¹⁾. 식 (3.1)의 추정으로부터 얻을 수 있는 계수의 추정치는 총 55개이지만 A_0 에 존재하는 계수는 총 100개이므로 모형의 식별을 위해서는 45개의 제약을 A_0 의 계수들에 부과해야 한다. 가장 먼저, 행렬 A_0 의 모든 대각 요소(diagonal elements)를 1로 정규화(normalize)하여 10개의 제약을 얻는다. 다음으로, 현재의 소득증가는 모형에 포함된 다른 변수들의 현재 수준에 영향을 받지 않는다는 가정을 통해 9개의 제약을 더 확보할 수 있다. 이 제약은 행렬 A_0 에서 (1,1) 요소를 제외한 제1행의 모든 요소들이 0으로 주어지는 것을 의미한다. 이에 더하여, 모든 자산의 현재 수익률은 소득이나 자산의 현재 증가율에 영향을 받지 않는다는 가정을 하고 행렬 A_0 의 좌하 부분 블록을 0으로 놓으면 24개의 추가적인 제약을 확보할 수 있다. 나머지 두 개의 추가적인 제약은 생명보험 보유고의 현재 증가율이 채권과 주식의 현

11) 이미 식 (3.2)에 존재하는 교란항의 분산행렬이 단위행렬임을 가정했다. 일반적으로 구조식(structural form)의 교란항들이 같은 분산을 가질 필요는 없으므로 그러한 가정은 모형의 인식을 위해 계수 행렬 A_0 에 가해지는 제약의 수를 감소시키는 효과를 가진다.

재 수익률에 영향을 받지 않는다는 가정을 함으로써 얻을 수 있다¹²⁾. 이 가정은 주식이나 채권의 수익률이 변할 때 경제 주체가 포트폴리오를 재구성하면서 자금의 원천을 계약 파기시의 불이익이 많은 생명보험에서 구하지 않을 것이라는 추측을 통해 취해진 것이다.

이상의 과정을 거쳐 얻어진 충격반응함수는 [그림 III-4]에서부터 [그림 III-13]까지에 보고되어 있다. 가령, [그림 III-4]에는 소득 증가율에 한 단위의 외부적 충격이 가해져서 소득 증가율이 상승할 경우 그 충격이 이후의 15분기 동안 모형 내의 각 변수에 미치는 영향의 정도가 나타나 있다. 구체적으로 소득의 증가율이 현재 한 단위 상승할 경우 현금과 요구불예금의 증가율은 1분기와 3분기 후에 크게 상승하고 2분기와 4분기 후에는 상대적으로 낮은 것으로 나타난다. 이에 반해 저축성 예금의 증가율은 1분기 이후 크게 상승하였다가 시간이 지나면서 단조적(monotonically)으로 감소한다. 또한 소득에 대한 양(+)의 단위 충격은 주식, 채권, 현금 및 요구불예금, 저축성 예금, 보험의 순으로 자산 보유를 증가시킨다.

충격반응함수의 분석에서 알 수 있는 사실을 정리해 보면, 첫째, 소득의 외생적 증대는 모든 금융자산의 보유를 증대시킴과 동시에 수익률 또한 상승시키며 대부분의 경우에서 그 효과는 2분기가 경과할 때까지 대부분 실현된다([그림 III-4]).

둘째, 현금 및 요구불예금 보유 동기의 상승은 1분기 후 생명보험을 제외한 다른 모든 자산 보유의 대폭적 감소를 유발한다. 그러나, 2분기 이후부터는 현금 및 요구불예금으로 집중되었던 자산이 다시 현금 및 요구불예금 이외의 다른 자산 특히 주식과 저축성 예금으로 분산되는 양상을 보인다([그림 III-5]).

셋째, 저축성 예금의 보유 증대는 초기에 현금 및 요구불예금을

12) 물론, 이러한 가정은 상당한 정도 자의적(arbitrary)인 것이다.

제외한 다른 모든 금융자산의 보유를 감소시킨다. 시간이 흐름에 따라 생명보험과 채권의 보유는 어느 정도 회복되지만 주식의 보유는 감소된 상태를 계속 유지한다. 또한, 저축성 예금의 보유 증대는 모든 금융자산의 수익률을 단기적 그리고 장기적으로 떨어뜨리는 결과를 가져온다. 그리고 생명보험의 보유 증대는 저축성 예금의 보유 증대가 다른 자산과 수익률에 미친 것과 유사한 형태의 변화를 낳는다([그림 Ⅲ-6]과 [그림 Ⅲ-7]).

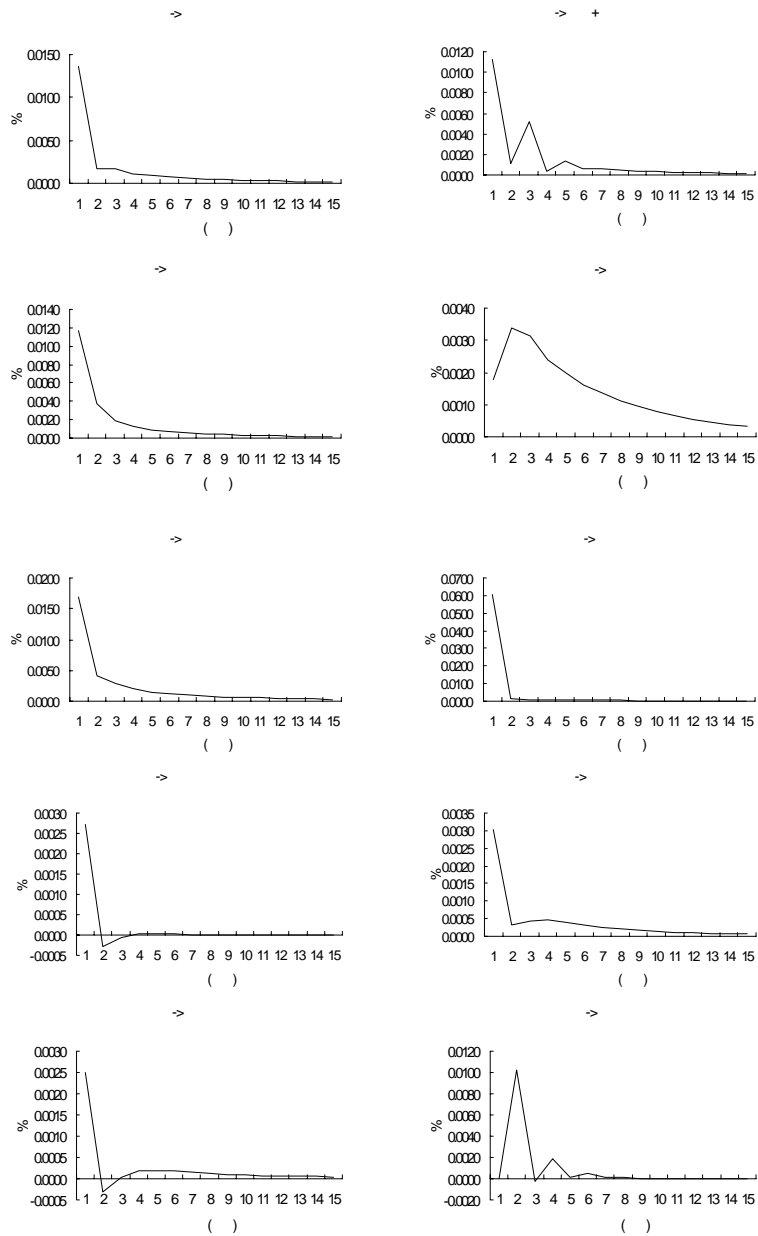
넷째, 주식과 채권의 보유 동기 상승은 양자 모두 현금 및 요구불예금, 저축성 예금, 생명보험의 보유를 증대시키고, 주식은 채권의 보유를, 채권은 주식의 보유를 줄이는 효과를 낳는다. 한편, 채권의 보유 증대는 모든 자산의 수익률을 상승시키는 반면, 주식의 보유 증대는 모든 자산의 수익률을 감소시키는 역할을 한다([그림 Ⅲ-8]과 [그림 Ⅲ-9]).

다섯째, 모든 충격에 대응하여 저축성 예금과 생명보험의 수익률은 같은 방향으로 매우 밀접한 관계를 유지하면서 변한다. 한편, 저축성 예금의 수익률 상승은 저축성 예금뿐만 아니라 생명보험의 보유를 증가시킬 뿐 아니라 그 반대의 경우도 성립함을 관찰할 수 있으므로 두 자산 사이의 동질성이 매우 높음을 추론할 수 있다([그림 Ⅲ-8]과 [그림 Ⅲ-9]).

여섯째, 채권 수익률과 주식 수익률은 반대의 방향으로 움직이는 경향을 보이는데 이는 채권과 주식간의 높은 대체도를 반영하는 것이다. 즉, 채권 가격이 상승하면 채권 수익률이 하락하고 주식시장으로의 자금 유입이 발생하여 주가가 오르는 현상을 일반적으로 관찰할 수 있다.

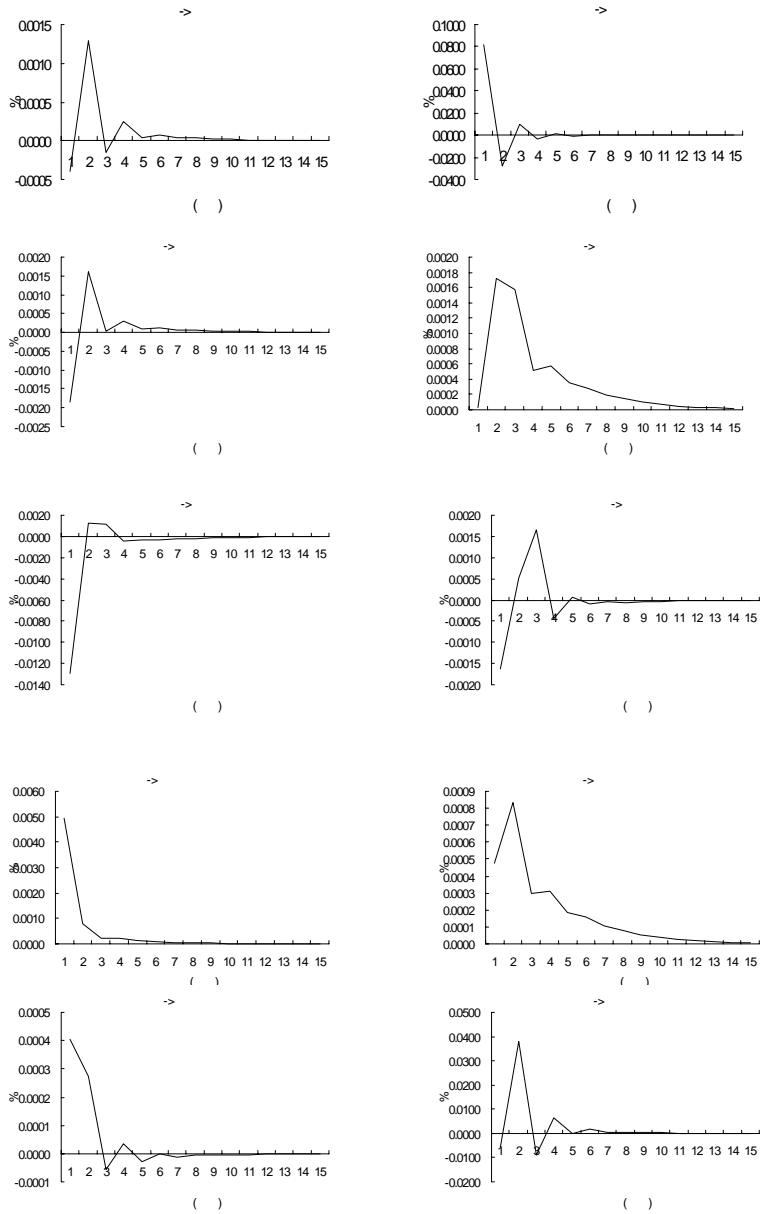
마지막으로, 이상의 논의가 가지고 있는 조세정책적 함의(implication)를 살펴보자. 정부가 근로자와 저소득 계층의 자산 형성과 저축 증대를 위해 일정 규모 이하의 저축성 예금으로부터 발생하는 이자소득에 대한 소득세 경감 조치를 취하는 경우 이러한

[그림 III-4] 충격반응함수 : 소득 충격에 대한 반응

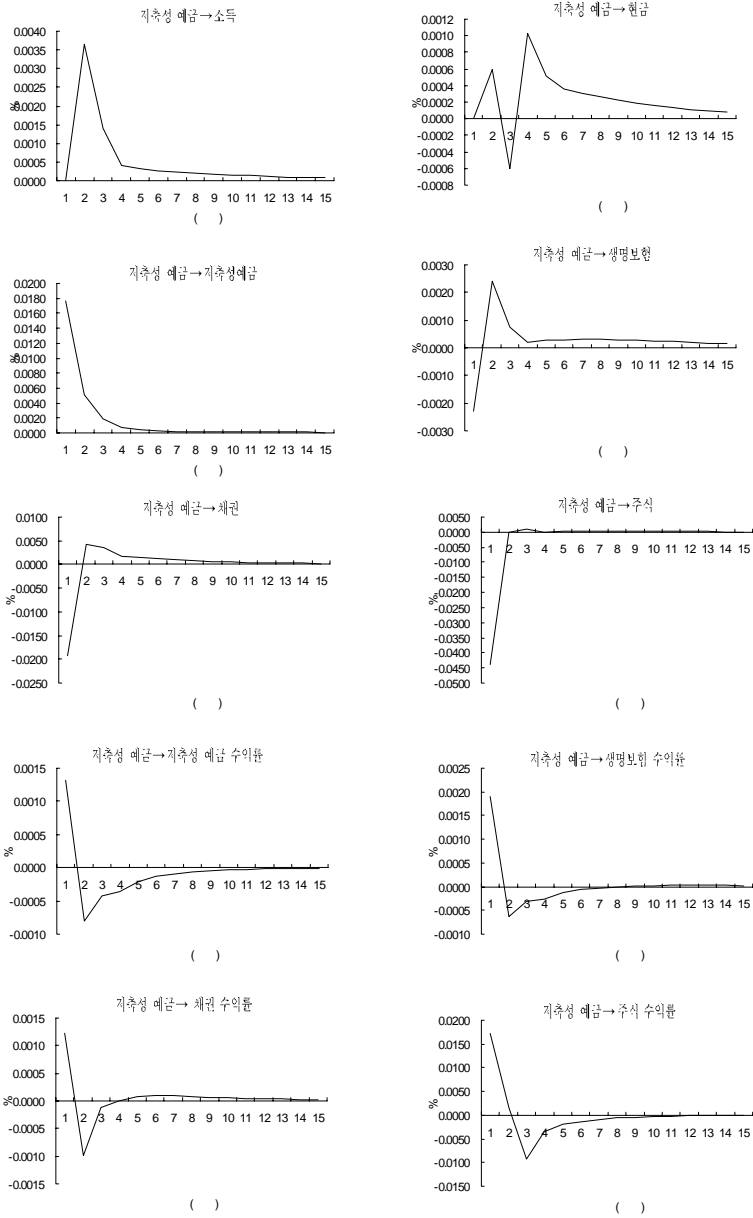


Ⅲ. 총량자료를 이용한 가계부분 금융자산구성 분석 61

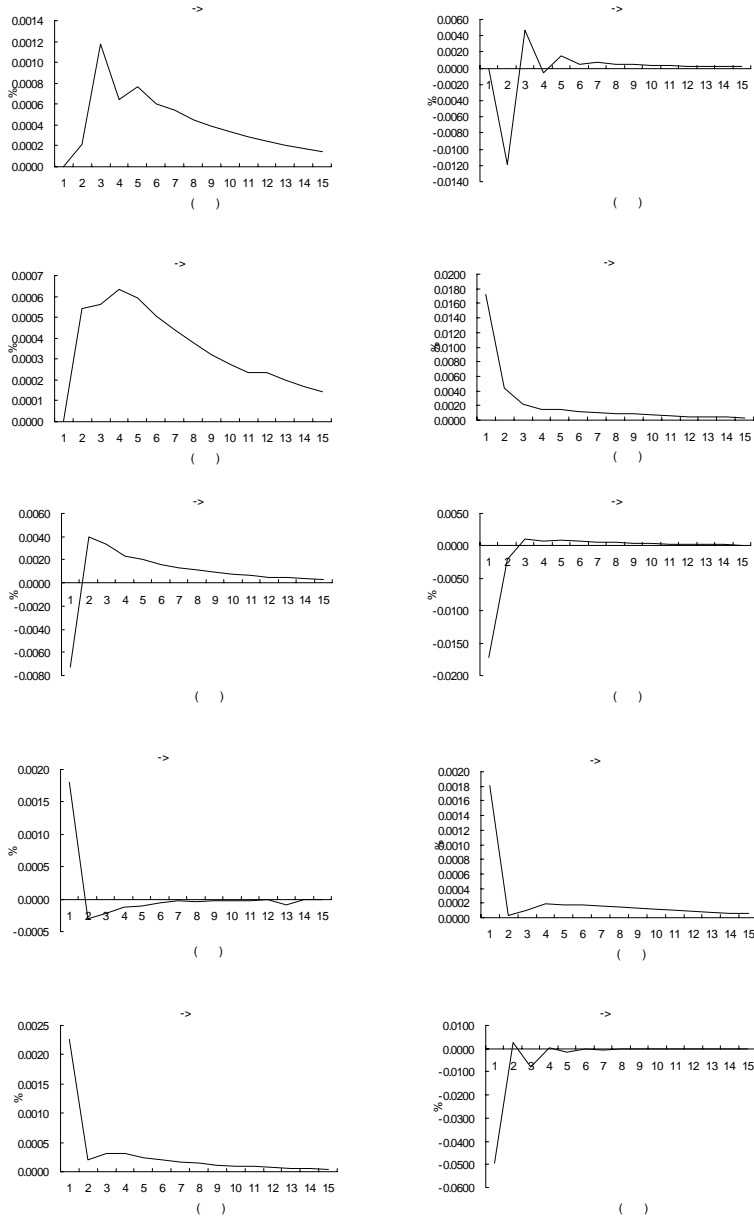
[그림 III-5] 충격반응함수: 현금과 요구불예금 충격에 대한 반응



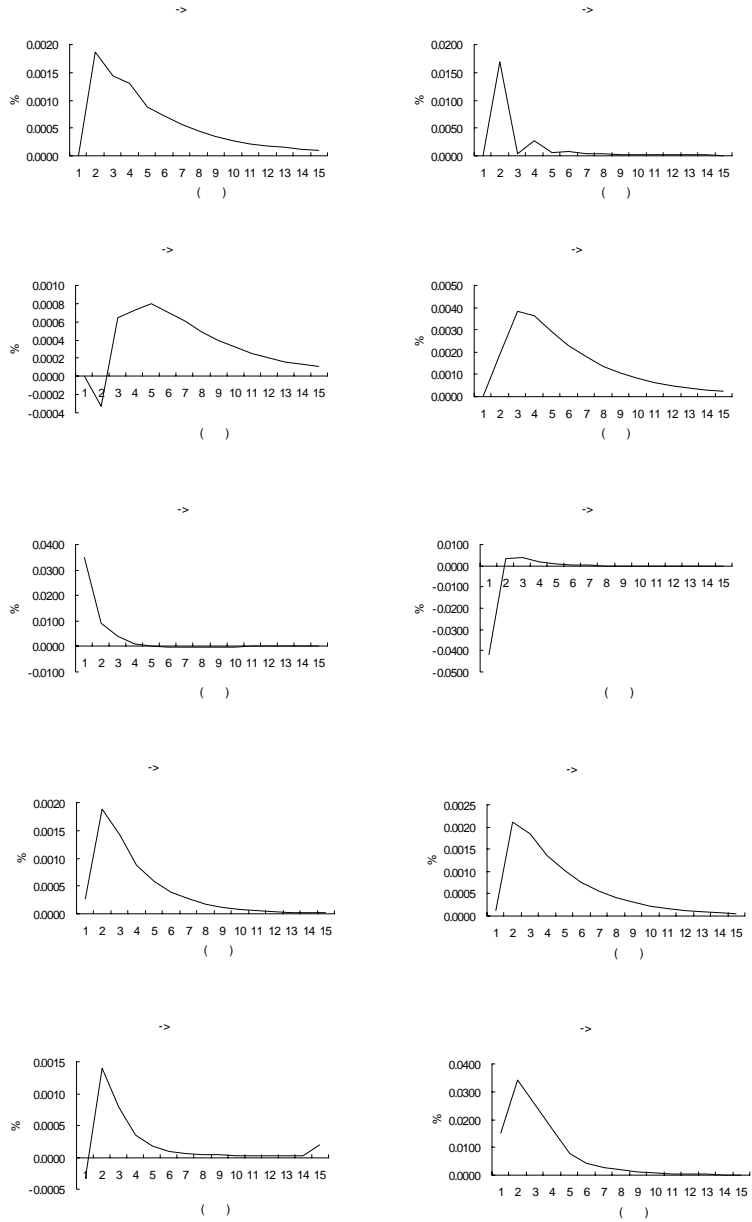
[그림 III-6] 충격반응함수: 저축성 예금 충격에 대한 반응



[그림 III-7] 충격반응함수: 생명보험 충격에 대한 반응

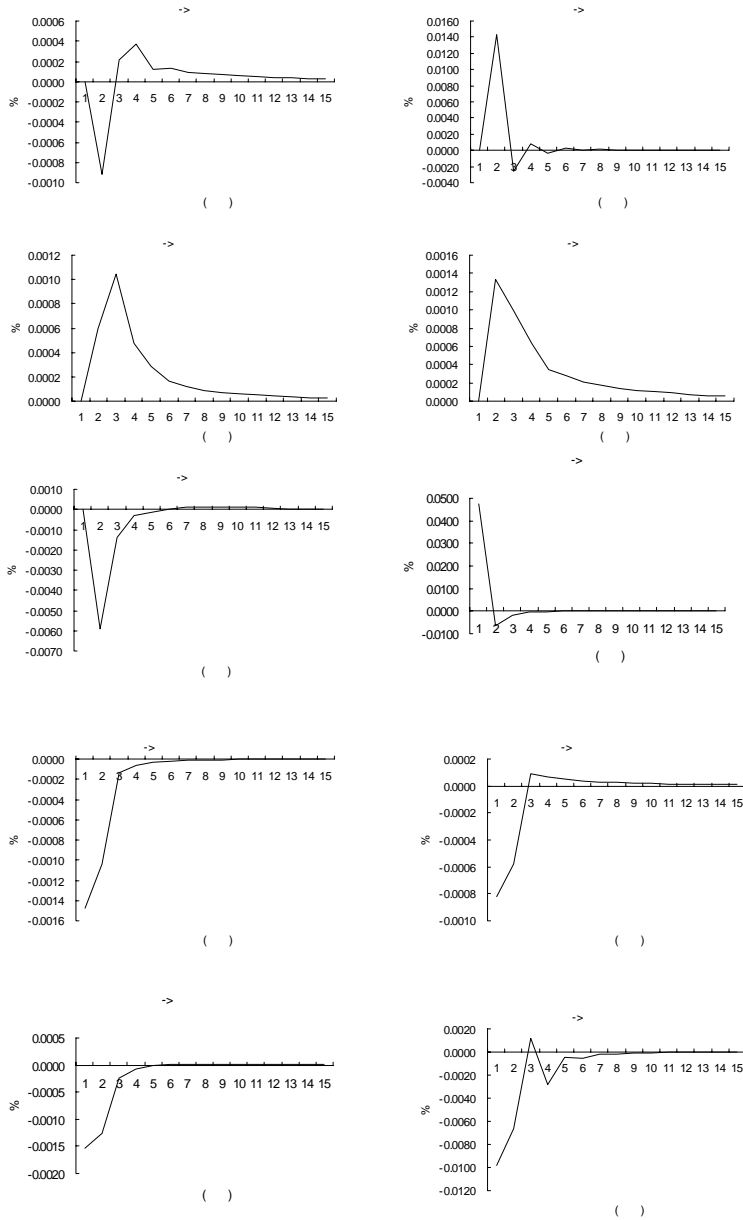


[그림 III-8] 충격반응함수 : 채권 충격에 대한 반응

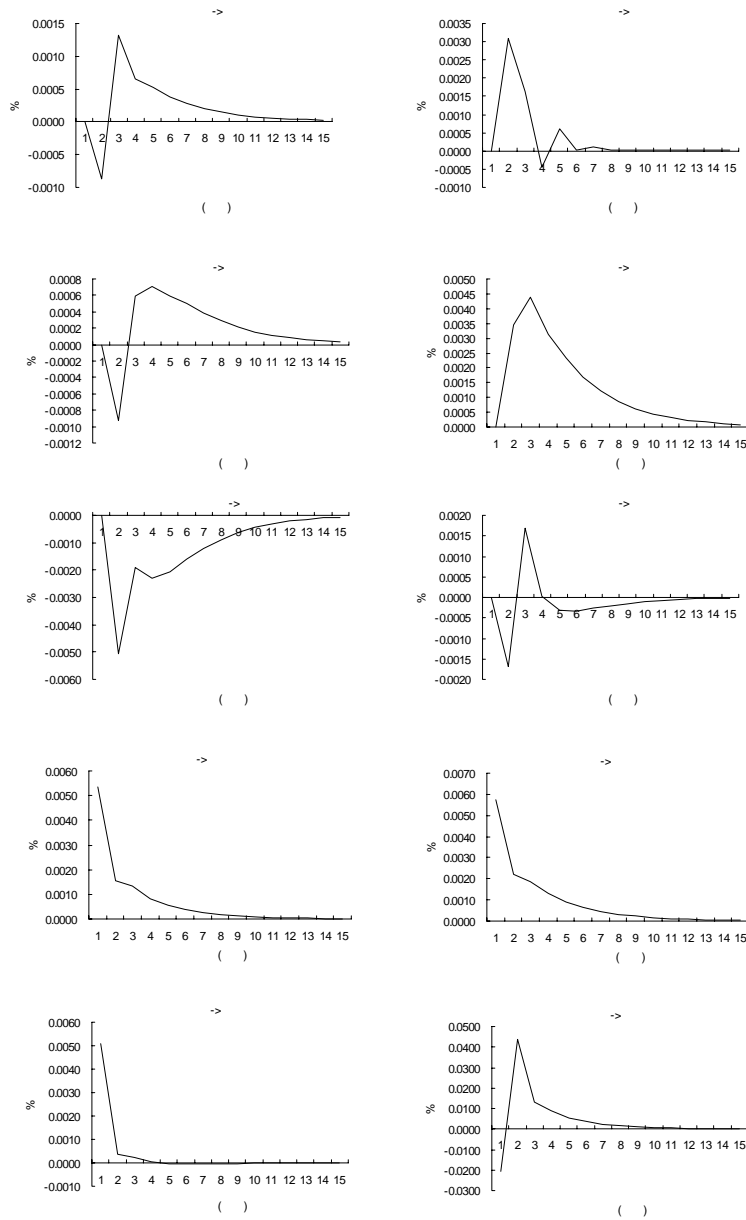


Ⅲ. 총량자료를 이용한 가계부문 금융자산구성 분석 65

[그림 III-9] 충격반응함수 : 주식 충격에 대한 반응

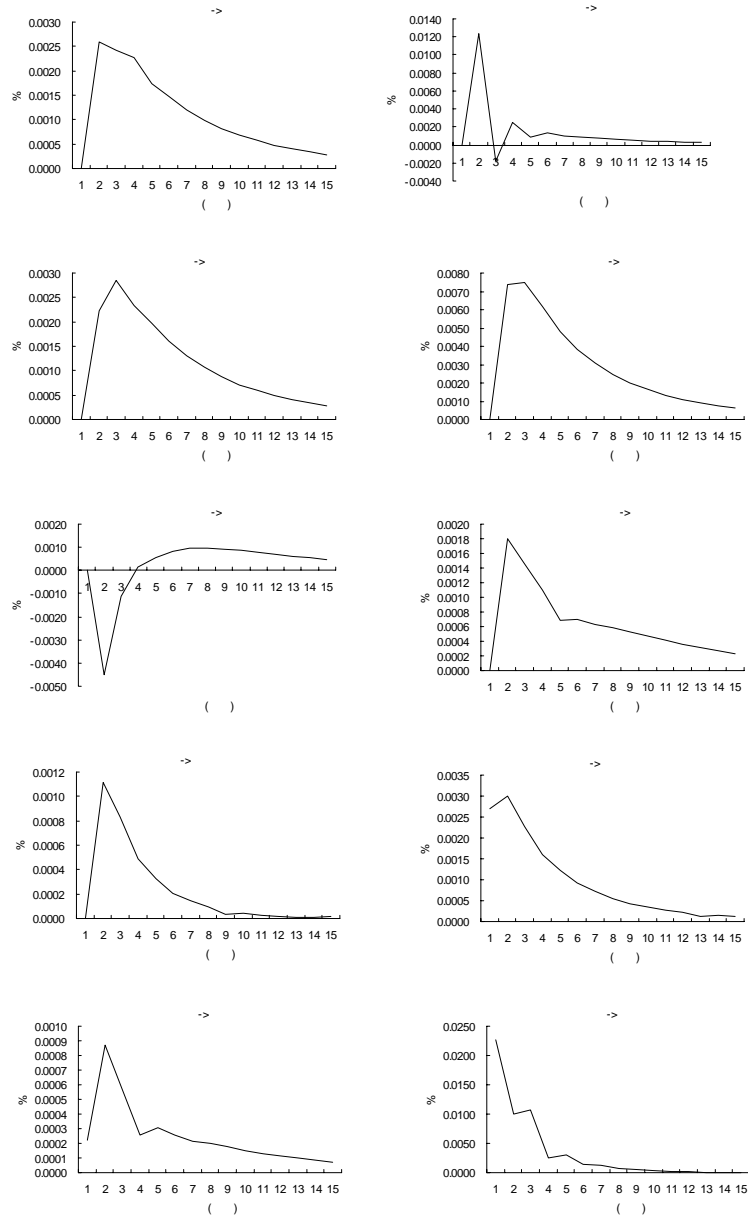


[그림 III-10] 충격반응함수: 저축성 예금 수익률 충격에 대한 반응

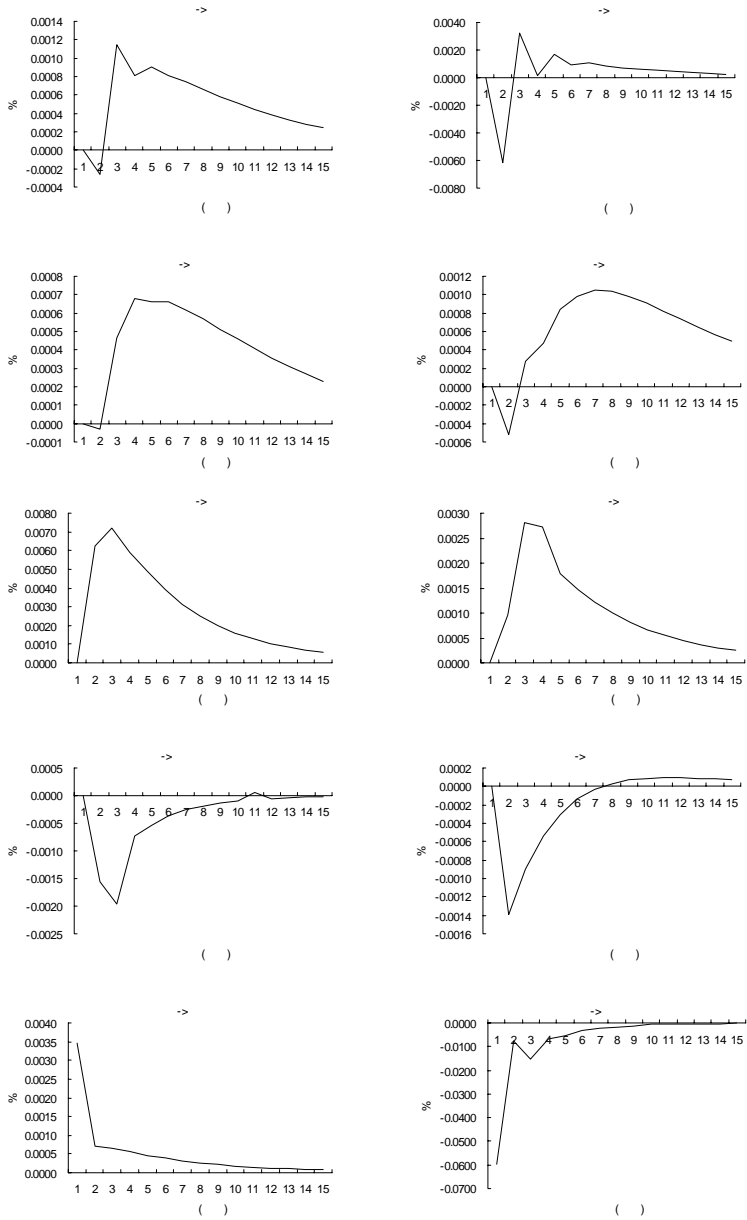


Ⅲ. 총량자료를 이용한 가계부분 금융자산구성 분석 67

[그림 III-11] 충격반응함수: 생명보험 수익률 충격에 대한 반응

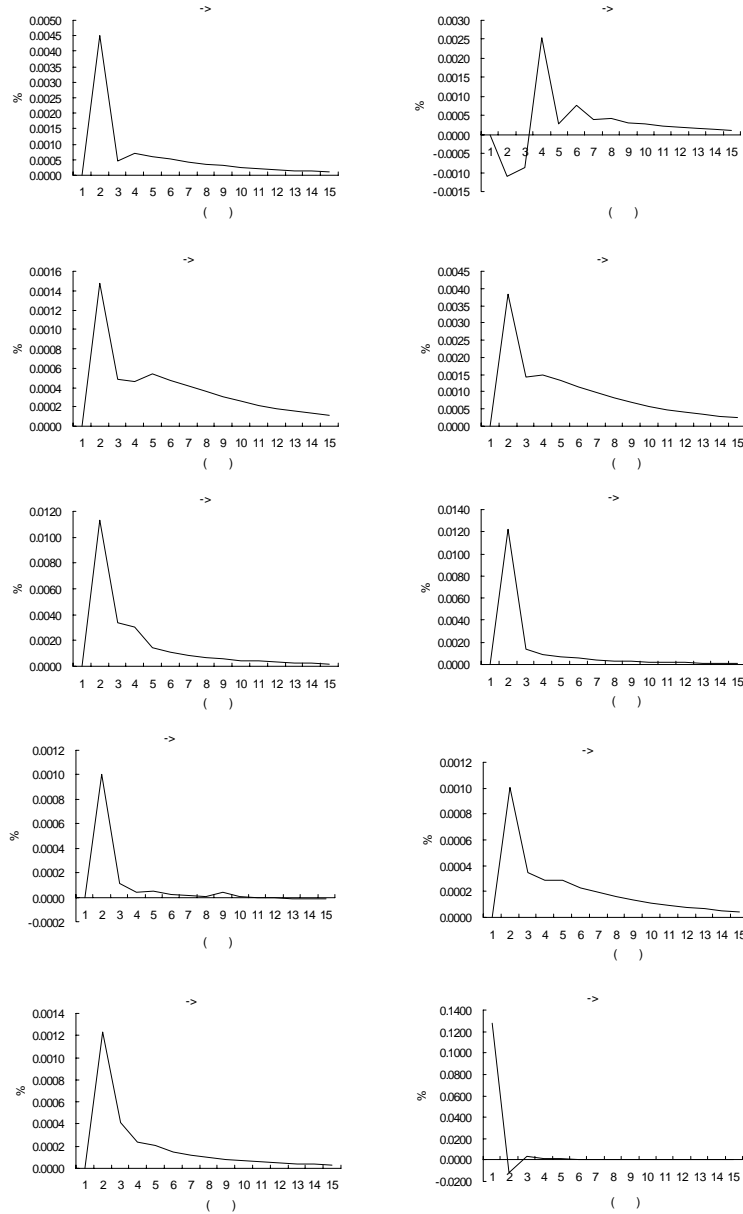


[그림 III-12] 충격반응함수: 채권 수익률 충격에 대한 반응



Ⅲ. 총량자료를 이용한 가계부분 금융자산구성 분석 69

[그림 III-13] 충격반응함수: 주식 수익률 충격에 대한 반응



조치는 단기적으로 저축성 예금을 감소시키지만 장기적으로는 저축에 양(+)의 효과를 가져온다. 또한, 저축성 예금에 대한 이자소득세의 경감은 궁극적으로 채권과 주식의 보유를 감소시키고 현금 및 요구불예금과 생명보험의 보유를 증대시킨다. 충격반응함수를 이용한 분석이 유용하게 쓰일 수 있는 또 하나의 예는 최근에 도입된 장기증권저축에서 찾을 수 있다. 장기증권저축에 대한 세액공제는 궁극적으로 주식투자의 수익률을 올리는 효과를 가져온다. 이러한 정책은 가계로 하여금 현금 및 요구불예금의 보유를 줄이고 주식을 비롯한 기타 금융자산의 보유를 늘리도록 한다. 정책의 효과 측면에서 살펴보면 같은 정도의 세제 혜택이 주어질 경우 저축성 예금에 대한 이자소득세 경감이나 생명보험금(premium) 납입액에 대한 근로소득세 공제의 확대보다는 주식의 수익률을 올려주는 역할을 하는 장기주식저축에 대한 세액공제가 훨씬 더 효과적임을 확인할 수 있다.

모형에 포함된 변수들 간의 동태적 상호 연관성을 규명하기 위해 충격반응함수를 이용한 분석에 더하여 예측오차(prediction error)의 분산분해(variance decomposition) 기법을 사용할 수 있다. 이 기법은 특정 변수가 미래에 취하는 값에 대한 현재시점에서의 조건부 예측치가 갖는 분산을 구조적 모형(structural model)인 식 (3.2)에 설정된 각 교란항(errpr terms)이 기여한 부분으로 분해한다. 결국 분산분해는 특정 변수가 미래에 갖는 값을 설명하는 데 중요하다고 간주되는 변수들을 가려내는 역할을 한다.

<표 III-8>에서 <표 III-17>에 이르는 분산 분석의 결과, 가장 눈에 띄는 것은 예상한 바와 같이 주식 보유의 미래 증가율과 주식의 미래 수익률을 예측하는 것이 힘들다는 점이다. 예측 오차의 분산 또는 표준편차가 크다는 것은 예측치의 불안정성을 의미하는 것이다.

한편, 현금 및 요구불예금 증가율의 경우 주식 수익률의 불확실

III. 총량자료를 이용한 가계부문 금융자산구성 분석 71

성 증가, 저축성 예금 증가율의 경우 생명보험 증가율과 소득 증가율의 불확실성 증가, 생명보험의 경우 저축성 예금 증가율의 불확실성 증가, 채권의 경우 채권 수익률의 불확실성 증가, 주식의 경우에는 소득 증가율의 불확실성 증가가 예측을 부정확하게 만드는 중요한 요인으로 밝혀졌다.

자산의 수익률에 대한 예측 오차에서 발견되는 한 가지 재미있는 현상은 생명보험 수익률의 불확실성 증대가 저축성 예금의 수익률, 생명보험 수익률, 채권의 수익률의 예측치에 대한 오차를 크게 만든다는 것이다. 그러나 이것이 단순한 통계적 우연의 산물(statistical artifacts)인지 또는 근거에 존재하는 경제적 이유를 반영하는 것인지에 대한 판단을 내리기는 쉽지 않아 보인다. 마지막으로, 주식의 수익률에 대한 예측 오차에 가장 큰 기여를 하는 것은 채권의 수익률에 대한 불확실성의 증가이지만 이에 대해서도 적절한 경제적 해석을 찾을 수는 없다.

<표 III-8> 예측 오차 분산 분해 : 소득 증가율

(단위 : %)

예측 기간	표준편차	소득	현금 및 요구불예금	저축성 예금	생명보험	채권	주식	저축성예금 수익률	생명보험 수익률	채권 수익률	주식 수익률
1	0.0136	100.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
2	0.0152	79.8910	0.0140	0.0130	3.8470	1.7130	0.0110	10.6070	0.7880	1.8460	1.2700
3	0.0158	74.4110	0.3020	0.1010	3.6760	2.8340	0.3380	9.8510	2.0820	3.1950	3.2130
4	0.0161	71.6980	0.4160	0.2500	3.5400	3.3380	0.4320	9.6040	2.8480	4.2980	3.5760
5	0.0163	70.0310	0.4540	0.4210	3.4570	3.6400	0.4220	9.4270	3.5340	4.7410	3.8730
6	0.0164	68.9070	0.4780	0.5280	3.4030	3.8260	0.4250	9.3200	4.0470	5.0460	4.0200
7	0.0165	68.1570	0.4910	0.6060	3.3690	3.9430	0.4220	9.2420	4.4410	5.2200	4.1090
8	0.0166	67.6440	0.4990	0.6600	3.3470	4.0170	0.4210	9.1900	4.7340	5.3320	4.1560
9	0.0166	67.2910	0.5040	0.6980	3.3330	4.0640	0.4200	9.1530	4.9530	5.4010	4.1830
10	0.0167	67.0460	0.5070	0.7240	3.3250	4.0950	0.4190	9.1270	5.1140	5.4470	4.1980
11	0.0167	66.8730	0.5080	0.7420	3.3190	4.1150	0.4180	9.1080	5.2330	5.4760	4.2070
12	0.0167	66.7520	0.5100	0.7550	3.3160	4.1280	0.4180	9.0950	5.3200	5.4960	4.2110
13	0.0167	66.6660	0.5100	0.7640	3.3130	4.1360	0.4170	9.0860	5.3830	5.5090	4.2140
14	0.0167	66.6060	0.5110	0.7710	3.3120	4.1420	0.4170	9.0790	5.4290	5.5170	4.2160
15	0.0167	66.5620	0.5110	0.7750	3.3110	4.1460	0.4170	9.0740	5.4630	5.5230	4.2170

<표 III-9> 예측 오차 분산 분해 : 현금 및 요구불예금 증가율

(단위 : %)

예측 기간	표준편차	소득	현금 및 요구불예금	저축성 예금	생명보험	채권	주식	저축성예금 수익률	생명보험 수익률	채권 수익률	주식 수익률
1	0.0821	1.0330	2.3990	0.2370	6.4740	0.1240	0.0300	0.0100	0.6850	3.9440	85.0640
2	0.0911	0.9080	3.3590	1.2830	5.2590	0.1840	0.1850	3.8450	0.8020	3.5490	80.6270
3	0.0920	1.0500	3.2970	1.4090	5.1900	0.2600	0.2280	3.9250	0.9580	3.5970	80.0860
4	0.0922	1.0470	3.2920	1.4030	5.1880	0.3710	0.2420	3.9690	0.9540	3.6140	79.9200
5	0.0923	1.0530	3.2890	1.4120	5.1820	0.3710	0.2800	3.9640	0.9750	3.6290	79.8450
6	0.0923	1.0540	3.2880	1.4130	5.1800	0.3770	0.3020	3.9720	0.9760	3.6340	79.8040
7	0.0923	1.0560	3.2880	1.4160	5.1790	0.3770	0.3210	3.9730	0.9780	3.6380	79.7750
8	0.0923	1.0570	3.2870	1.4170	5.1790	0.3780	0.3350	3.9750	0.9790	3.6390	79.7540
9	0.0923	1.0580	3.2870	1.4180	5.1780	0.3780	0.3450	3.9760	0.9800	3.6400	79.7400
10	0.0923	1.0590	3.2860	1.4190	5.1780	0.3780	0.3520	3.9770	0.9800	3.6410	79.7300
11	0.0923	1.0590	3.2860	1.4190	5.1780	0.3780	0.3570	3.9780	0.9800	3.6420	79.7220
12	0.0923	1.0600	3.2860	1.4200	5.1780	0.3790	0.3610	3.9780	0.9810	3.6420	79.7170
13	0.0923	1.0600	3.2860	1.4200	5.1770	0.3790	0.3640	3.9790	0.9810	3.6420	79.7140
14	0.0923	1.0600	3.2860	1.4200	5.1770	0.3790	0.3660	3.9790	0.9810	3.6420	79.7110
15	0.0923	1.0600	3.2860	1.4200	5.1770	0.3790	0.3670	3.9790	0.9810	3.6420	79.7090

<표 III-10> 예측 오차 분산 분해 : 저축성 예금 증가율

(단위 : %)

예측 기간	표준편차	소득	환금 및 요구불예금	저축성 예금	생명보험	채권	주식	저축성예금 수익률	생명보험 수익률	채권 수익률	주식 수익률
1	0.0204	22.9710	0.0280	17.8410	51.4900	0.1320	0.3580	1.9590	4.1690	0.0470	1.0050
2	0.0215	22.8910	0.0550	16.2580	49.5380	0.6050	0.6960	3.3560	3.9470	0.0730	2.5810
3	0.0219	22.4620	0.1850	15.7010	48.1580	0.6070	1.1560	4.9630	4.1150	0.1580	2.4960
4	0.0221	22.1430	0.2310	15.4580	47.2390	0.6100	1.5620	5.6810	4.3270	0.3010	2.4490
5	0.0223	21.8790	0.2560	15.3150	46.5940	0.6330	1.8750	6.1010	4.4800	0.4460	2.4210
6	0.0224	21.6930	0.2710	15.2300	46.1500	0.6480	2.1220	6.3280	4.5920	0.5670	2.4000
7	0.0224	21.5660	0.2810	15.1740	45.8460	0.6600	2.3100	6.4630	4.6580	0.6550	2.3870
8	0.0225	21.4800	0.2880	15.1370	45.6380	0.6680	2.4540	6.5420	4.6990	0.7170	2.3770
9	0.0225	21.4210	0.2920	15.1130	45.4950	0.6740	2.5640	6.5900	4.7220	0.7580	2.3710
10	0.0226	21.3820	0.2940	15.0960	45.3960	0.6780	2.6470	6.6200	4.7350	0.7860	2.3660
11	0.0226	21.3540	0.2960	15.0840	45.3280	0.6810	2.7080	6.6380	4.7420	0.8040	2.3630
12	0.0226	21.3360	0.2970	15.0760	45.2800	0.6830	2.7550	6.6500	4.7470	0.8160	2.3610
13	0.0226	21.3230	0.2980	15.0700	45.2460	0.6850	2.7890	6.6580	4.7490	0.8240	2.3590
14	0.0226	21.3130	0.2980	15.0660	45.2230	0.6850	2.8140	6.6630	4.7500	0.8300	2.3580
15	0.0226	21.3070	0.2990	15.0630	45.2060	0.6860	2.8320	6.6660	4.7510	0.8340	2.3570

<표 III-11> 예족 오차 분산 분해 : 생명보험 증가율

(단위 : %)

예족 기간	표준편차	소득	월금 및 요구불예금	지축성 예금	생명보험	채권	주식	지축성예금 수익률	생명보험 수익률	채권 수익률	주식 수익률
1	0.0175	0.0260	0.0010	81.0960	9.9440	0.4430	0.0070	0.4060	8.0550	0.0010	0.0210
2	0.0210	0.0800	0.6700	60.6560	7.3730	2.7380	1.6230	10.4850	15.3840	0.6570	0.3330
3	0.0235	0.0980	1.1730	49.4320	6.1670	2.3480	2.5520	16.3120	18.6850	2.9640	0.2680
4	0.0250	0.1150	1.3520	44.2450	5.6560	2.3330	3.1400	18.8050	19.4930	4.4810	0.3800
5	0.0259	0.1360	1.4290	41.6170	5.3520	2.3380	3.6980	19.7550	19.8860	5.3890	0.4000
6	0.0264	0.1590	1.4720	40.1280	5.1530	2.3550	4.1860	20.2030	20.0030	5.9250	0.4170
7	0.0268	0.1840	1.4940	39.2440	5.0230	2.3660	4.6050	20.4030	20.0150	6.2430	0.4230
8	0.0270	0.2070	1.5050	38.6930	4.9380	2.3740	4.9510	20.4950	19.9800	6.4320	0.4250
9	0.0272	0.2290	1.5100	38.3370	4.8820	2.3790	5.2290	20.5320	19.9310	6.5450	0.4260
10	0.0273	0.2470	1.5130	38.1000	4.8460	2.3820	5.4490	20.5430	19.8830	6.6130	0.4260
11	0.0273	0.2610	1.5130	37.9400	4.8220	2.3830	5.6180	20.5430	19.8410	6.6540	0.4250
12	0.0274	0.2730	1.5130	37.8290	4.8070	2.3840	5.7470	20.5380	19.8070	6.6780	0.4240
13	0.0274	0.2820	1.5130	37.7530	4.7970	2.3840	5.8440	20.5310	19.7800	6.6940	0.4240
14	0.0274	0.2880	1.5120	37.6990	4.7900	2.3850	5.9160	20.5250	19.7590	6.7030	0.4240
15	0.0275	0.2940	1.5120	37.6600	4.7860	2.3850	5.9690	20.5190	19.7430	6.7090	0.4230

<표 III-12> 예측 오차 분산 분해 : 채권 증가율

(단위 : %)

예측 기간	표준편차	소득	환금 및 요구불예금	저축성 예금	생명보험	채권	주식	저축성예금 수익률	생명보험 수익률	채권 수익률	주식 수익률
1	0.0471	18.4930	3.8670	0.3830	10.4330	0.8760	1.9460	0.3840	1.3530	33.5010	28.7650
2	0.0512	16.3160	3.3030	0.8960	10.3710	5.4250	2.4910	3.2350	1.2390	32.3350	24.3880
3	0.0523	15.9250	3.2580	0.9280	10.5850	5.3460	3.8330	3.6160	1.2080	31.8770	23.4230
4	0.0529	15.8260	3.2020	0.9660	10.6580	5.2780	4.8720	3.6760	1.2240	31.3680	22.9290
5	0.0533	15.7530	3.1580	0.9960	10.7120	5.2230	5.6520	3.6740	1.2500	30.9650	22.6150
6	0.0535	15.7010	3.1300	1.0160	10.7450	5.1850	6.1940	3.6510	1.2690	30.6960	22.4140
7	0.0537	15.6660	3.1120	1.0300	10.7600	5.1590	6.5590	3.6310	1.2770	30.5210	22.2860
8	0.0538	15.6430	3.1000	1.0410	10.7660	5.1420	6.8010	3.6170	1.2780	30.4090	22.2030
9	0.0538	15.6270	3.0930	1.0490	10.7660	5.1310	6.9620	3.6100	1.2780	30.3360	22.1480
10	0.0539	15.6160	3.0880	1.0550	10.7650	5.1240	7.0700	3.6060	1.2760	30.2890	22.1120
11	0.0539	15.6080	3.0840	1.0590	10.7630	5.1200	7.1420	3.6050	1.2750	30.2570	22.0870
12	0.0539	15.6030	3.0820	1.0630	10.7600	5.1160	7.1900	3.6050	1.2740	30.2360	22.0710
13	0.0539	15.5990	3.0800	1.0650	10.7580	5.1140	7.2230	3.6060	1.2730	30.2220	22.0590
14	0.0539	15.5960	3.0790	1.0670	10.7560	5.1130	7.2450	3.6070	1.2730	30.2120	22.0510
15	0.0540	15.5930	3.0790	1.0690	10.7550	5.1120	7.2610	3.6080	1.2730	30.2060	22.0450

<표 III-13> 예측 오차 분산 분해 : 주식 증가율

(단위 : %)

예측 기간	표준편차	소득	환금 및 요구불예금	저축성 예금	생명보험	채권	주식	저축성예금 수익률	생명보험 수익률	채권 수익률	주식 수익률
1	0.1086	46,2840	4,9510	0.4900	13,3600	0.1090	0.1120	0.5070	9.0970	25.0100	0.0800
2	0.1096	45,4040	4,9270	0.5110	13,1150	1.5630	0.1830	0.5350	8.9790	24.7030	0.0790
3	0.1098	45,2630	4,9140	0.5110	13,0730	1.5620	0.2480	0.5340	9.0320	24.7810	0.0820
4	0.1098	45,2260	4,9120	0.5150	13,0620	1.5640	0.2820	0.5330	9.0260	24.7900	0.0880
5	0.1099	45,2070	4,9100	0.5190	13,0580	1.5650	0.3120	0.5330	9.0220	24.7850	0.0880
6	0.1099	45,1950	4,9090	0.5210	13,0560	1.5650	0.3340	0.5330	9.0190	24.7800	0.0880
7	0.1099	45,1860	4,9080	0.5230	13,0550	1.5650	0.3500	0.5330	9.0170	24.7750	0.0880
8	0.1099	45,1800	4,9070	0.5230	13,0540	1.5650	0.3610	0.5330	9.0160	24.7720	0.0880
9	0.1099	45,1760	4,9060	0.5240	13,0540	1.5650	0.3690	0.5340	9.0150	24.7690	0.0880
10	0.1099	45,1730	4,9060	0.5240	13,0530	1.5650	0.3740	0.5340	9.0140	24.7680	0.0880
11	0.1099	45,1710	4,9060	0.5250	13,0530	1.5650	0.3780	0.5340	9.0130	24.7670	0.0880
12	0.1099	45,1700	4,9050	0.5250	13,0530	1.5650	0.3800	0.5340	9.0130	24.7660	0.0880
13	0.1099	45,1690	4,9050	0.5250	13,0520	1.5650	0.3820	0.5350	9.0130	24.7650	0.0880
14	0.1099	45,1680	4,9050	0.5250	13,0520	1.5650	0.3830	0.5350	9.0130	24.7650	0.0880
15	0.1099	45,1680	4,9050	0.5250	13,0520	1.5650	0.3840	0.5350	9.0130	24.7650	0.0880

<표 III-14> 예측 오차 분산 분해 : 저축성 예금 수익률

(단위 : %)

예측 기간	표준편차	소득	현금 및 요구불예금	저축성 예금	생명보험	채권	주식	저축성예금 수익률	생명보험 수익률	채권 수익률	주식 수익률
1	0.0066	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	4.6110	0.1560	0.1160	95.1170	0.0000	0.0000
2	0.0077	2.2760	0.0200	0.4810	4.1830	6.2950	2.4060	1.5270	77.8850	4.9160	0.0120
3	0.0081	2.7750	0.2220	0.4460	5.1600	5.7430	3.2950	2.7770	73.1430	6.1610	0.2770
4	0.0083	2.8360	0.3050	0.4490	5.6230	5.5400	3.7520	3.1790	71.4380	6.5450	0.3330
5	0.0083	2.8610	0.3390	0.4470	5.7820	5.4670	3.9780	3.3630	70.7110	6.6860	0.3650
6	0.0084	2.8720	0.3550	0.4460	5.8530	5.4320	4.0870	3.4430	70.3950	6.7460	0.3720
7	0.0084	2.8780	0.3630	0.4450	5.8850	5.4150	4.1430	3.4810	70.2430	6.7710	0.3770
8	0.0084	2.8800	0.3660	0.4450	5.9010	5.4070	4.1710	3.4990	70.1710	6.7810	0.3790
9	0.0084	2.8820	0.3670	0.4440	5.9090	5.4030	4.1860	3.5070	70.1360	6.7860	0.3800
10	0.0084	2.8830	0.3680	0.4440	5.9120	5.4010	4.1940	3.5100	70.1190	6.7870	0.3800
11	0.0084	2.8830	0.3680	0.4440	5.9140	5.4000	4.1990	3.5120	70.1100	6.7880	0.3810
12	0.0084	2.8830	0.3690	0.4440	5.9150	5.4000	4.2010	3.5130	70.1060	6.7880	0.3810
13	0.0084	2.8830	0.3690	0.4440	5.9160	5.4000	4.2030	3.5130	70.1040	6.7880	0.3810
14	0.0084	2.8840	0.3690	0.4440	5.9160	5.4000	4.2030	3.5130	70.1030	6.7880	0.3810
15	0.0084	2.8840	0.3690	0.4440	5.9160	5.3990	4.2040	3.5130	70.1020	6.7880	0.3810

<표 III-15> 예측 오차 분산 분해 : 생명보험 수익률

(단위 : %)

예측 기간	표준편차	소득	원금 및 요구불예금	지속성 예금	생명보험	채권	주식	지속성예금 수익률	생명보험 수익률	채권 수익률	주식 수익률
1	0.0076	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	3.1210	2.7450	10.3170	83.8170	0.0000	0.0000
2	0.0091	1.0880	0.0130	0.8620	3.6380	3.9560	2.0660	15.6640	68.1390	4.5350	0.0480
3	0.0099	1.2370	0.3280	0.9610	4.3730	3.5450	1.8010	18.3140	62.9170	6.1750	0.3490
4	0.0103	1.2010	0.4880	1.0890	4.6710	3.3890	1.6800	19.2330	60.8590	6.9710	0.4180
5	0.0104	1.1720	0.5730	1.1660	4.7360	3.3460	1.6210	19.6780	59.8380	7.4070	0.4630
6	0.0106	1.1510	0.6200	1.2180	4.7430	3.3250	1.6050	19.8930	59.3100	7.6590	0.4770
7	0.0106	1.1390	0.6460	1.2520	4.7320	3.3170	1.6130	20.0090	59.0030	7.8030	0.4860
8	0.0106	1.1320	0.6600	1.2750	4.7190	3.3140	1.6350	20.0710	58.8180	7.8870	0.4900
9	0.0107	1.1290	0.6680	1.2910	4.7080	3.3120	1.6620	20.1040	58.7000	7.9350	0.4920
10	0.0107	1.1280	0.6720	1.3020	4.6990	3.3110	1.6900	20.1210	58.6230	7.9620	0.4920
11	0.0107	1.1270	0.6750	1.3090	4.6930	3.3110	1.7140	20.1300	58.5700	7.9780	0.4930
12	0.0107	1.1280	0.6760	1.3140	4.6880	3.3100	1.7350	20.1350	58.5330	7.9870	0.4930
13	0.0107	1.1280	0.6770	1.3180	4.6860	3.3100	1.7520	20.1370	58.5070	7.9930	0.4930
14	0.0107	1.1290	0.6780	1.3210	4.6840	3.3100	1.7650	20.1370	58.4890	7.9960	0.4930
15	0.0107	1.1300	0.6780	1.3220	4.6820	3.3100	1.7750	20.1370	58.4750	7.9980	0.4930

<표 III-16> 예측 오차 분산 분해 : 채권 수익률

(단위 : %)

예측 기간	표준편차	소득	현금 및 요구불예금	지속성 예금	생명보험	채권	주식	지속성예금 수익률	생명보험 수익률	채권 수익률	주식 수익률
1	0.0073	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	8.7990	23.8650	2.6390	64.6970	0.0000	0.0000
2	0.0079	0.6860	0.3310	1.4100	1.9100	10.1490	21.7720	2.3080	56.8210	4.4560	0.1560
3	0.0080	0.7180	0.3370	1.5780	1.8860	10.0030	21.9890	2.2660	55.4890	5.4310	0.3040
4	0.0081	0.7300	0.3440	1.6900	1.8650	9.9140	22.3410	2.2460	54.9030	5.6610	0.3070
5	0.0081	0.7600	0.3460	1.7400	1.8740	9.8710	22.6190	2.2420	54.5200	5.7190	0.3090
6	0.0081	0.7880	0.3470	1.7680	1.8890	9.8330	22.8320	2.2430	54.2570	5.7350	0.3070
7	0.0081	0.8100	0.3470	1.7850	1.9010	9.8070	22.9820	2.2490	54.0730	5.7390	0.3060
8	0.0081	0.8260	0.3480	1.7970	1.9100	9.7870	23.0870	2.2560	53.9440	5.7390	0.3060
9	0.0081	0.8370	0.3480	1.8050	1.9160	9.7730	23.1600	2.2630	53.8540	5.7390	0.3050
10	0.0081	0.8440	0.3480	1.8110	1.9200	9.7640	23.2110	2.2690	53.7900	5.7390	0.3050
11	0.0081	0.8490	0.3480	1.8150	1.9230	9.7570	23.2460	2.2740	53.7450	5.7390	0.3040
12	0.0081	0.8530	0.3480	1.8180	1.9240	9.7520	23.2710	2.2780	53.7130	5.7400	0.3040
13	0.0081	0.8550	0.3480	1.8200	1.9250	9.7480	23.2880	2.2810	53.6910	5.7400	0.3040
14	0.0081	0.8570	0.3480	1.8210	1.9260	9.7460	23.2990	2.2830	53.6750	5.7400	0.3040
15	0.0081	0.8580	0.3480	1.8230	1.9260	9.7440	23.3080	2.2850	53.6640	5.7410	0.3040

<표 III-17> 예측 오차 분산 분해 : 주식 수익률

(단위 : %)

예측 기간	표준편차	소득	환금 및 요구불예금	저축성예금	생명보험	채권	주식	저축성예금 수익률	생명보험 수익률	채권 수익률	주식 수익률
1	0.1544	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	94.3430	2.8350	2.4170	0.4050	0.0000	0.0000
2	0.1711	0.4140	0.8270	0.0770	1.6180	78.0530	2.6450	2.3850	8.5290	4.0490	1.4030
3	0.1752	0.4800	0.9470	0.0740	2.1000	74.6540	3.1320	2.8290	8.5650	4.7610	2.4560
4	0.1762	0.5020	0.9620	0.0930	2.2400	73.8320	3.2460	2.8220	8.8840	4.9850	2.4360
5	0.1766	0.5180	0.9730	0.0930	2.2780	73.5070	3.3080	2.8560	8.9590	5.0550	2.4540
6	0.1768	0.5230	0.9760	0.0940	2.3000	73.3780	3.3320	2.8630	9.0030	5.0810	2.4500
7	0.1768	0.5260	0.9780	0.0940	2.3090	73.3220	3.3450	2.8690	9.0170	5.0900	2.4500
8	0.1769	0.5270	0.9780	0.0940	2.3130	73.2980	3.3510	2.8710	9.0240	5.0940	2.4500
9	0.1769	0.5280	0.9790	0.0940	2.3150	73.2870	3.3540	2.8720	9.0270	5.0950	2.4500
10	0.1769	0.5280	0.9790	0.0940	2.3160	73.2820	3.3550	2.8730	9.0280	5.0960	2.4500
11	0.1769	0.5280	0.9790	0.0940	2.3160	73.2790	3.3560	2.8730	9.0290	5.0960	2.4500
12	0.1769	0.5280	0.9790	0.0940	2.3160	73.2780	3.3570	2.8730	9.0290	5.0960	2.4500
13	0.1769	0.5290	0.9790	0.0940	2.3160	73.2770	3.3570	2.8730	9.0290	5.0960	2.4500
14	0.1769	0.5290	0.9790	0.0940	2.3160	73.2770	3.3570	2.8730	9.0290	5.0960	2.4500
15	0.1769	0.5290	0.9790	0.0940	2.3170	73.2770	3.3570	2.8730	9.0290	5.0960	2.4500

IV. 가계의 자산구성 변화

본장에서는 대우패널 데이터에 대한 분석을 통하여 1990년대 들어 우리나라 가계가 자산 선택과 관련하여 어떠한 추세를 보여왔는지에 대해 다각도로 고찰해 보기로 한다. 이러한 고찰이 앞서 분석한 거시적 변화 추이를 미시적 자료를 통하여 확인함과 더불어, 가구 수준에서 자산의 종류 선택과 보유 액수의 결정이 어떠한 요인에 의해서 이루어지는지, 또한 소득 및 각종 인구학적 요인들과 가계자산 구성은 어떠한 관련을 맺는지를 살펴봄으로써 향후 제기될 수 있는 재산관련 과세의 개편이나 시기 등의 논의가 있을 때 기초 자료로 이용될 수 있기를 기대한다.

본장은 다음과 같이 구성된다. 1절에서는 대우패널 자료를 통해 가계 금융자산의 보유 확률 및 보유 규모 그리고 경제 사회 및 인구학적인 요인들이 금융자산 소유와 어떤 관련을 갖는지를 살펴본다. 2절에서는 부동산자산까지를 고려하여 전체 자산에서 금융자산 및 부동산자산이 차지하는 상대적인 비중을 살펴보고 소득 및 각종 자산 보유에 있어 불평등도를 도출해 본다. 3절에서는 자산보유액과 금융자산의 증가가 갖는 관계를 살펴본다. 이를 통해 금융자산을 추가적으로 보유하려는 선택에 현재 각종 자산이 축적되어 있는 상태가 적지 않은 영향을 준다는 사실을 보여준다.

1. 미시자료를 통해 본 가계 금융자산구성

아쉽게도 가계의 금융자산 소유에 대해 자세한 정보를 제공하는 자료는 흔하지 않다. 이러한 자료의 부재는 우리나라에만 국한된

것은 아니며 미국을 제외한 많은 나라들도 자산에 대한 자료를 포함하는 미시 데이터는 거의 구축되어 있지 않은 실정이다. 앞서 언급한 바와 같이 미국에서는 중앙은행에 의해 1983년부터 3년 단위로 가계의 금융자산 소유행태를 조사하는 SCF(Survey of Consumer Finance)라는 양질의 데이터가 있어 연구자들의 실증연구에 커다란 도움이 되고 있다. 미국과 같이 자료가 축적되어 있지 않은 상태에서는 빈약한 자료나마 최대한으로 이용하고 최대한의 정보를 끌어내려는 노력을 할 수밖에 없다.

본장에서는 대우패널 데이터를 이용하여 분석한다. 이 데이터는 미국의 PISD(Panel Study of Income Dynamics)와 같은 자료를 지향하며 1993년에 시작되어 1998년까지 6년 동안 가구 및 개인의 소득, 소비 실태, 주택에 관한 사항들을 추적한 자료이다. 1998년의 자료를 마지막으로 더 이상의 자료를 구할 수 없다는 한계는 있지만 현재로서는 패널 데이터를 지향하는 자료로서 가장 오랜 기간 동안의 정보를 담고 있다.

1993년에 4,547가구 10,460명의 개인을 표본으로 시작했던 이 자료는 1998년에는 2,468가구 5,875명으로 표본 규모가 축소되어 있다. 한편 1993년 당시부터 6년 모두 관측이 가능한 가구 수는 2,266가구로 줄게 된다. 이 조사대상 가구 수는 미국 SCF가 1995년에는 4,299가구, 1998년에는 4,309가구를 대상으로 조사한 데에 비하면 절반을 조금 웃도는 수준이다. 본 데이터는 대상 가구 수가 SCF에 비해서는 부족하고 자료가 자산에 대한 정보를 제공하는 것이 주목적이 아니라는 점, 또한 자신이 소유한 자산에 대해 평가하는 과정에서 측정오차(measurement error)가 적지 않게 발생할 수 있다는 등의 한계가 있다. 그러나 현재 이용 가능한 유일한 자료라는 면에서 그리고 가구의 자산소유구조에 대한 기본적인 연구 축적이 지금까지는 거의 없다는 면에서 본장의 가계 자산구성에 대한 분석은 나름대로의 의미가 있을 것으로 판단된다.

가. 가계의 금융자산 소유 형태

그럼 데이터 자체의 문제에 대해서는 일단 논외로 하고 대우패널 데이터에 나타난 가계 금융자산 소유구조에 대한 몇 가지 분석을 전개하기로 한다. 우선 분석대상은 기본적으로 모든 가구를 포함시키되 정확한 소득과약에는 난점이 있는 농수산 가구는 제외시키기로 한다. 농수산 가구가 대략 연도별로 10% 정도 포함되어 있으므로 그만큼 표본 수는 줄게 된다. 여기에 다수는 아니지만 학력 등의 정보를 정확하게 제시하지 않은 가구들과 총소득이 100억원 이상 되는 가구들도 제외한다. 이렇게 분석 대상 가구의 범위를 결정하고 나면 분석대상 가구는 대우패널 자료에 나타난 가구 소득과 금융자산 보유 현황을 제시한 <표 IV-1>에 나타난 바와 같이 1993년에는 3,826가구에서 1998년에는 1,915가구로 줄어들게 된다.

소득의 구조를 보다 자세히 설명하면 다음과 같다. 가구의 총소득은 크게 근로소득, 자본소득, 이전소득, 그리고 기타소득으로 나눌 수 있다. 근로소득은 봉급생활자의 급여와 자영업자의 사업소득, 기타 비정규직장이나 가내수공업 등으로 얻은 소득 및 부업에 의한 소득 등으로 나눌 수 있으며 평균적으로 보아 봉급과 사업소득이 근로소득뿐 아니라 총소득에서도 가장 큰 부분을 이루고 있다. 대우패널 자료의 첫해에는 60% 가량의 가구가 봉급생활자인 구성원을 갖고 있으며 자영자를 구성원으로 갖고 있는 가구는 34%에 이른다. 이러한 봉급생활자와 자영업자의 구성은 연도가 지남에 따라 약간 변화하는데 자영업자의 비중에는 큰 변화가 없지만 봉급생활자는 10%p 정도 줄고 있다. 소득은 자영업자 쪽이 다소 높는데 이는 자영업자의 소득 정보를 얻을 수 있는 가계소비실태조사에서 얻은 결과와도 부응하는 현상이다. 그렇지만 경제위기를 겪었던 1998년에는 봉급생활자보다 자영업자의 소득이 평균적으로 더 낮은 것으로 나타났는데 이로부터는 경제위기의 여파가 자영업자에게 더욱

켰음을 알 수 있다.

자본소득은 금융소득과 부동산관련 소득으로 나누어지는데, 금융소득은 은행 등 금융기관으로부터 얻는 이자수입과 사채 이자수입, 주식 및 채권의 매매 차익, 배당금 등으로 구성되며, 부동산소득은 전세·월세 등의 보증금, 임대료, 부동산 매매 차익 등으로 구성된다. 그리고 조사가구 대상 중 13~18% 정도가 금융소득을 올리고 있는 것으로 나타났다. 금융소득을 올리고 있는 가구들은 평균적으로 1993년에는 147만원 가량을, 1998년에는 450만원 이상을 올리는 것으로 나타났는데 1998년에 특별히 금융소득이 많았던 것은 경제 위기가 수반한 이자율의 급상승에 기인하는 것으로 보인다. 그렇지만 1997년의 평균 금융소득을 보더라도 약 250만원으로, 이는 1993년에 비해서는 70% 가량 높아진 값으로 이 기간 중에 적지 않은 변화가 있었음을 암시하고 있다.

한편 부동산관련 소득을 올리는 가구들의 비중이 적지 않으며 금액 또한 적지 않음을 알 수 있다. 이를테면 1996년 부동산관련 소득을 올린 가구는 18.2%이며 이들이 얻은 평균 소득은 3,300만원 가량인 것으로 나타나고 있다. 이렇게 부동산관련 소득이 높은 이유는 양도차익이 워낙 크기 때문이다. 그렇지만 이러한 요인을 고려하더라도 <표 IV-1>을 통해 1990년대 중반과 후반까지는 부동산과 관련해서 얻는 소득이 금융자산으로부터의 소득을 크게 상회하고 있음을 확인할 수 있다.

이전소득은 각종 연금으로부터 얻는 소득과 정부나 사회단체로부터의 보조금 그리고 친척 및 친지로부터 받은 보조금까지를 포함한다. 이러한 이전소득을 얻고 있는 가구의 비중은 1993년부터 1998년 사이에 2배 이상 늘고 있어 연금혜택자의 증가를 반영하고 있으며 특히 1998년에는 전년도에 비해 이전소득을 얻는 가구의 비중이 크게 늘어서 경제위기시에 이전소득에 의존하는 가구의 비중이 늘었음을 알 수 있다.

마지막으로 기타소득은 적금을 찾는 경우나 보험금을 받음으로써 얻게 된 소득, 유가증권의 매각대금, 동산·부동산 매각대금, 복권으로부터 얻은 소득 등을 포함하는 것으로 정상시에 얻을 수 있으리라 기대되는 소득이라기보다는 일종의 임시소득이라고 할 수 있다. 이러한 소득도 적지 않은 가구들이 올리고 있으며 그 평균 액수도 1994년 이후로는 1,000만원을 상회하고 있다.

이렇게 모든 소득을 다 더할 경우 대우패널 자료에 속한 가구의 평균 총소득은 1993년에는 1,939만원에서 1998년에는 2,774만원으로 상승하였다. 경제 위기 시기인 1998년을 논외로 한다면 5년 동안 1,300만원 가까이 증가한 값이다.

앞서 언급한 대로 총소득에는 기타소득이나 양도차익으로 인한 소득 등 일종의 임시소득의 성격을 지닌 소득이 적지 않게 포함되어 있다. 이를 제거하여 항상소득의 개념과 대응하는 소득을 계산한 것이 <표 IV-1>에 제시된 총소득¹⁾이다. 이 소득은 평균적으로 총소득과 200~300만원의 차이를 보이고 있다. 총소득에서 부동산 양도소득 및 기타소득을 차감한 소득도 1993년에는 1,700만원 가량이던 것이 1997년에는 2,940만원으로 크게 늘었다. 1993년의 소비자 물가지수를 100이라고 했을 때 1997년의 소비자 물가지수는 132이므로 실질가격으로 환산하더라도 5년 동안 31%가 증가한 셈이 된다.

금융자산은 크게 다섯 개의 범주로 나누어진다. 요구불예금과 저축예금, 기타예금, 주식 및 채권이다. 보험도 일종의 금융자산으로 고려할 수 있겠지만 대우패널 자료로는 액수의 계산이 어려운 면이 있어 보험에 가입하고 있는 가구와 그렇지 않은 가구의 구별 위주로 파악하기로 한다¹³⁾. 요구불예금은 은행 예금으로 입출금이 자유로운 예금을 지칭하며 저축예금은 은행권의 예금 중에서 부금, 적금, 신탁저축 등을 포함한다. 비은행권 예금¹⁴⁾에는 투자신탁, 증권

13) 자동차보험은 포함되지 않는다.

14) 1993년의 경우는 비은행권의 예금과 은행권의 저축성 예금이 구분

회사의 금융상품 및 각종 예금과 종합금융회사·단자회사의 각종 예금, 상호신용금고의 각종 예금, 우체국이나 농·수·축산 협동조합의 각종 예금 등이 포함되어 있다.

앞서 제Ⅲ장에서 살펴본 거시자료와 비교해 볼 때 금융자산 총액의 증가율면에서는 1997년도와 1998년 동안을 제외할 경우 거시자료에서 관측되는 수치와 어느 정도 일치하는 모습을 보이고 있다(<부표 I-2> 참조). 한편 각 자산별로 나누어 살펴보면 저축성 예금의 경우에는 금융자산 총액의 경우와 마찬가지로 1997년과 1998년 동안을 제외할 경우 거시자료와 유사한 움직임을 보이고 있다. 그렇지만 요구불예금이나 주식, 채권 등은 거시자료에서 보이는 것과는 다소 다른 움직임을 보이고 있다. 주식 및 채권의 경우에는 고소득층의 자료가 누락됨으로써 미시와 거시자료의 차이가 발생할 가능성이 큰 것으로 사료된다. 주식과 채권의 경우 총액면에서는 오차가 발생할 여지가 많다는 사실이 인정되기는 하지만 보유한 가구의 비중과 같은 변수는 고소득층의 자료가 누락되었다 하더라도 충분한 의미가 있다고 판단되므로 주식 및 채권과 같은 자산들의 경우에는 액수보다는 보유가구 비중에 대한 분석에 무게를 두기로 한다.

요구불예금은 1993년부터 1998년 사이 소유 가구 비중은 큰 변화 없이 유지되어 왔으며 1997년과 1998년 간을 제외하면 보유액이 계속 증가하는 추세를 보이고 있다. 자료의 특성상 은행의 저축성 예금은 1994년부터 연도별 비교가 가능한데 평균보유액이라는 측면에서 보았을 때는 우리나라 가구의 가장 대표적인 금융자산이라고 해도 좋을 것이다. 은행권과 비은행권으로 나누어 본다면 1994년과 1998년 사이 비은행권 예금 보유 가구가 2배 이상 늘었음을 알 수 있다.

되지 않고 있다.

<표 IV-6> 대우패널 자료의 가구 소득과 금융자산 보유 현황

(단위: 만원, %)

	1993년	1994년	1995년	1996년	1997년	1998년
총가구수	3826	3076	2461	2388	2254	1915
<소득>						
봉급생활자	1504.05 (60.4%)	1624.36 (56.6%)	1861.55 (58.6%)	1944.96 (57.0%)	2275.23 (55.3%)	2018.64 (50.7%)
자영업자	1657.73 (34.0%)	1879.63 (34.8%)	2245.75 (37.6%)	2292.71 (36.5%)	2406.19 (36.4%)	1985.44 (36.2%)
금융소득	147.75 (16.3%)	125.50 (13.1%)	246.98 (15.6%)	280.47 (13.40%)	249.35 (17.9%)	450.29 (16.6%)
부동산 관련소득	659.28 (10.0%)	606.07 (11.1%)	2761.71 (16.4%)	3309.24 (18.2%)	3138.95 (18.0%)	1942.54 (15.2%)
이전소득	333.41 (10.5%)	241.74 (12.2%)	317.60 (15.0%)	369.83 (18.3%)	399.88 (20.2%)	367.26 (24.5%)
기타소득	896.78 (24.6%)	1009.13 (20.6%)	1087.96 (18.6%)	1420.06 (18.3%)	1520.93 (17.9%)	1554.78 (24.3%)
총소득	1939.0	2038.5	2833.8	3095.7	3294.6	2774.4
총소득1	1703.3	1818.7	2546.9	2728.4	2941.4	2352.0
<금융자산>						
요구불예금	342.40 (37.2%)	357.22 (32.8%)	497.71 (42.1%)	573.93 (44.6%)	620.39 (43.0%)	524.95 (38.0%)
저축예금	547.35 (48.7%)	613.46 (37.0%)	654.00 (48.2%)	896.10 (43.6%)	967.09 (40.7%)	1351.49 (34.3%)
비은행권예금	453.35 (3.11%)	588.64 (12.5%)	839.00 (19.5%)	1067.76 (18.3%)	960.44 (23.5%)	1319.52 (23.2%)
주식	522.78 (12.8%)	665.26 (8.62%)	514.56 (12.8%)	701.71 (11.7%)	698.76 (10.0%)	820.16 (8.36%)
채권	180.37 (1.93%)	235.98 (1.65%)	184.05 (3.17%)	115.38 (2.47%)	212.77 (1.77%)	2246.49 (1.88%)
보험	(48.4%)	(50.5%)	(60.3%)	(63.5%)	(61.7%)	(63.9%)
금융자산 계	699.04 (68.3%)	824.37 (62.4%)	1083.13 (74.1%)	1248.33 (73.7%)	1362.01 (73.3%)	1820.06 (68.3%)

주: '총소득1'은 가계 총소득에서 부동산 양도소득 및 기타소득 차감, 보험은 소유가구 비중만 제시했음. 괄호 안은 전체 표본 중 해당 자산을 보유한 가구의 비중임.
자료: 대우패널 데이터 각 연도.

주식과 채권은 응답자가 평가한 액수를 그대로 따랐는데 여기에는 어느 정도의 측정 오차가 있을 것으로 보인다. 또한 1년의 기간이라 하더라도 평가 시점에 따라서 평가액이 많이 달라지기 때문에 어느 정도의 측정 오차는 불가피할 것으로 보인다. 그렇지만 주식이나 채권 소유 여부에 대해서는 정확한 응답을 얻을 수 있었으리라 기대한다.

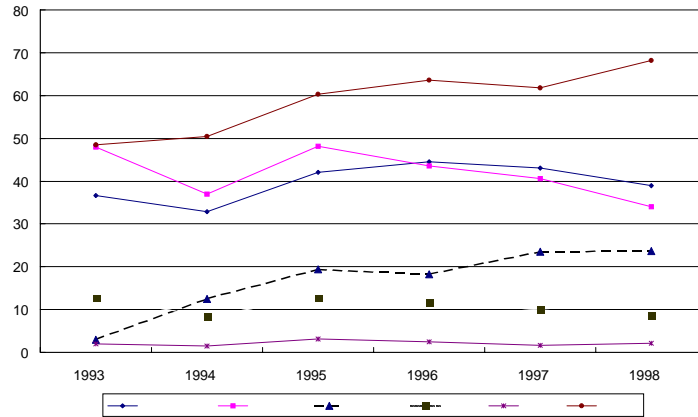
주식 소유가구의 비중은 큰 변화가 없는 것으로 나타났으며 평균 보유액수에도 큰 변화가 없는 것으로 나타나고 있다. 채권의 경우에는 극히 일부의 가구만이 소유하고 있었다. 보유액수도 1998년의 예외적 관측치에 의한 평균 보유액의 급증 경우를 제외한다면 커다란 변화가 없었다.

이렇게 은행 및 비은행권의 각종 예금과 주식, 채권의 합을 가계의 금융자산 합계라 했을 때 금융자산의 평균 보유액은 1993년의 700만원 가량에서 1998년에는 1,820만원으로 경상 기준으로는 2배 반이 넘는 증가를 기록했다. 이러한 증가는 거시자료라고 할 수 있는 자금순환표에서 개인소유의 금융자산이 같은 기간 동안 2.37배 증가한 것과 어느 정도 상응하는 결과라고 할 수 있으며, 소비자물가지수를 고려한 실질가격 기준으로도 2배 가까운 증가이다. 이러한 금융자산 보유액의 증가율은 소득의 증가율을 앞서고 있다.

보험을 포함한 각종 금융자산을 소유한 가구의 비중은 [그림 IV-1]에 정리되어 있다. 은행권과 비은행권을 합한다면 각종 저축성 예금이 우리나라 금융자산의 가장 주된 형태임을 알 수 있으며 동시에 은행권과 비은행권 예금 사이에는 대체적인 관계가 있어서 은행 저축성 예금 소유가구 비중이 감소하는 현상과 비은행권 예금 보유가구 비중이 증가하는 현상이 동시에 일어나고 있다.

또 하나의 눈에 띄는 점은 보험을 소유한 가구의 비중이 현격히 높아졌다는 것이다. 1993년에는 보험을 든 가구가 50% 미만이었지만 1998년에 이르면서 70%에 육박하게 된다. 이 현상은 자금순환

[그림 IV-32] 연도별 각종 금융자산 소유가구의 비중
(단위: %)



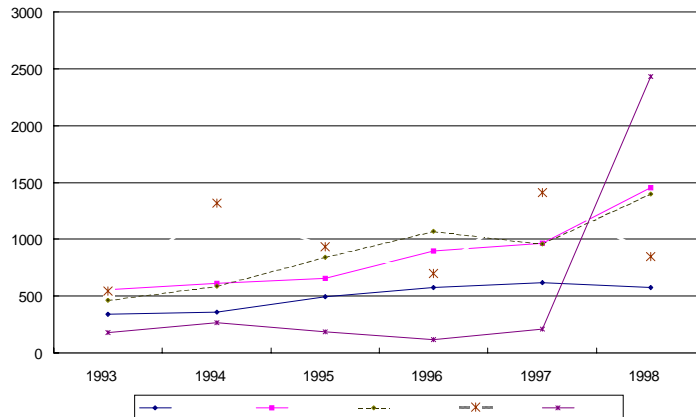
표에서 관측되는 보험 및 연금의 증가율과 맥을 같이하는 것으로 우리나라 가구가 대체적으로 위험 기피적이라는 사실을 알 수 있게 해 준다. 보험 가입 가구의 증가와 안정된 이자율을 제공하는 저축성 예금이 금융자산의 주종을 이룬다는 사실은 모두 위험 증가에 대한 가계의 반응을 잘 반영하고 있다고 할 수 있다.

[그림 IV-2]에는 연도별 각종 금융자산의 평균 변화액 추이가 정리되어 있다. 주의할 점은 여기서 제시된 평균 보유액은 전 가구 평균이 아니라 해당 금융자산을 보유한 가구들만을 기준으로 계산된 평균 보유액이라는 것이다. 보유액이 가장 큰 변동을 보이는 자산은 역시 주식이다. 주식을 소유한 가구들의 평균 주식 보유액은 1996년과 경제위기로 주가가 큰 폭으로 하락했던 1998년을 제외한 다른 어떤 금융자산의 평균 보유액보다 높다. 평균 보유액의 변동이 매우 큰 것도 역시 주식의 불확실성을 반영한 결과라고 할 수 있겠다¹⁵⁾.

15) 채권 보유액이 1997년에서 1998년 사이에 급속하게 증가하는 데 대해서는 추가적인 설명이 필요할 것으로 보인다. 1998년의 경우 채권 소유 가구 수는 36가구였는데 이 중 두 가구는 2억 5천만원 가량의

[그림 IV-33] 연도별 평균 금융자산 보유액

(단위: 만원)



한편 안전한 자산이라고 할 수 있는 저축성 예금 및 요구불예금은 그 보유액이 큰 폭은 아니지만 꾸준히 상승하고 있음을 볼 수 있다.

다음으로는 금융자산 소유의 조건부 확률을 살펴보자. <표 IV-2>와 <표 IV-3>은 몇 개 연도의 금융자산 소유 조건부 확률을 제시하고 있다. 조건부 확률이란 이를테면 은행의 저축성 예금을 소유하고 있는 가구들이 다른 금융자산들을 소유할 확률은 어느 정도 되는지를 계산한 값이다. 전체적으로 특정 금융자산을 소유한 가구는 다른 자산도 소유함으로써 위험을 분산할 것으로 기대된다. 아래의 표들은 이러한 점을 잘 보여준다.

1994년과 1996년에 공통적으로 요구불예금을 보유한 가구가 다른 형태의 자산을 동시에 소유할 조건부 확률은 해당 자산을 소유할 확률에 비해 모든 자산에 걸쳐 더 높은 것으로 나타나고 있다.

채권을 보유하고 있는 것으로 보고하였다. 이들 두 가구를 이상 관측치로 간주하여 제외하더라도 채권 보유액의 평균은 894만원 가량이 되므로 가구의 평균 채권보유액이 두 해 사이에 크게 증가한 것만은 사실이다. 이는 거시자료에서 1997년과 1998년 사이 개인의 장기채권 보유액이 45% 가량 증가한 것과 어느 정도 대응하는 현상으로 파악된다(<부표 I-2> 참조).

이를테면 1994년의 경우 어떤 가구가 은행 저축성 예금을 소유할 확률은 37%이지만 요구불예금을 보유한 가구가 은행 저축성 예금까지 소유할 확률은 47.9%이다. 유사한 현상이 다른 금융자산의 경우에도 성립하고 있다.

한편 주식을 소유한 가구가 다른 재산을 동시에 소유할 조건부 확률은 해당 자산을 소유할 확률보다는 높다. 유사한 현상이 채권 소유 가구에서도 나타난다. 즉 우리나라 가구 중에서 주식이나 채권을 소유한 가구는 그 비중이 높지는 않지만 여러 재산을 동시에 소유함으로써 다양한 포트폴리오를 구성하고 있을 가능성이 높다고 할 수 있다. 특히 채권을 소유하고 있는 가구가 주식도 소유할 조건부 확률이 100%라는 사실은 매우 흥미롭다. 즉 채권을 구입하고 있는 가구들은 모두 주식투자도 하는 가구라는 것이다.

보험 역시 다른 금융자산을 소유하고 있다는 전제하에서 가입할 확률이 월등하게 높은 것으로 나타나고 있다. 또한 다른 어떤 자산의 소유보다도 보험 가입의 확률이 높음은 우리나라 가구들의 일반적인 위험 기피 현상을 잘 보여주고 있다고 하겠다. 반면 은행권의 저축성 예금과 비은행권 예금 사이에는 일종의 대체관계가 있어서 양자를 동시에 소유할 조건부 확률은 비조건부 확률에 비해서 다소 낮은 것을 알 수 있다. 이러한 현상들은 커다란 차이 없이 6년 동안 공통적으로 발견되고 있다.

조건부 확률에서 살펴보았을 때 대체관계가 있는 것은 은행의 저축예금과 비은행권의 예금뿐이라고 할 수 있다. 이들 사이에는 한 자산을 소유했을 때 다른 자산을 소유할 조건부 확률이 비조건부 확률보다 더 낮다.

결국 하나의 금융자산만 소유하지는 않는 가구가 많지만 주식을 소유한 가구가 대략 10%를 중심으로 움직이며 주식이나 채권을 소유한 가구들은 2% 미만이라는 사실을 보면 우리나라 가구들의 포트폴리오 선택은 지극히 보수적이면서 위험기피적임을 다시 한번 알 수 있다.

<표 IV-2> 금융자산 소유의 조건부 확률(1994년)

(단위: %)

	요구불 예금 (32.8)	저축예금 (37.0)	비은행권 예금 (12.5)	주 식 (8.6)	채 권 (1.5)	보 험 (50.6)
요구불예금	100.0	42.6	34.4	49.4	46.7	38.9
저축예금	47.9	100.0	33.6	55.2	40.0	45.3
비은행권예금	13.1	11.3	100.0	19.5	13.3	16.0
주 식	13.1	12.9	13.6	100.0	100.0	11.9
채 권	2.1	1.6	1.6	6.9	100.0	1.8
보 험	60.1	61.7	64.8	69.0	60.0	100.0

주: 괄호 안은 해당자산 소유가구의 비중.

<표 IV-3> 금융자산 소유의 조건부 확률(1996년)

(단위: %)

	요구불 예금 (44.6)	저축예금 (43.6)	비은행권 예금 (18.3)	주 식 (11.7)	채 권 (2.5)	보 험 (63.6)
요구불예금	100.0	53.2	45.9	60.7	56.0	49.4
저축예금	52.0	100.0	36.1	59.8	56.0	50.9
비은행권예금	18.8	15.1	100.0	30.8	36.0	21.2
주 식	15.9	16.1	19.7	100.0	100.0	14.5
채 권	3.1	3.2	4.9	8.5	100.0	3.1
보 험	70.4	74.3	73.8	78.6	80.0	100.0

주: 괄호 안은 해당자산 소유가구의 비중.

지금까지 평균적인 개념에서 소득 및 금융자산 보유 형태를 살펴 보았는데 일반적으로 각종 예금을 소유한 가구의 비중은 증가하고 보유 액수도 계속 증가함을 볼 수 있었다. 한편 주식이나 채권을 소유한 가구들의 비중은 분석 기간 동안 큰 변화가 없었다. 따라서 적어도 분석대상 기간인 1990년대에는 여전히 우리나라 가계의 대표적인 금융자산은 은행권 및 비은행권의 저축성 예금이라는 결론을 내릴 수 있겠다.

또 하나의 눈에 띄는 사실은 보험가입 가구 비중이 꾸준히 증가하고 있다는 점이다. 보험 중에는 저축성 보험과 보장성 보험이 모두 포함되는데 전자의 증가는 가계자산구성이 저축성 예금 중심이라는 현상의 연장선 상에서 이해할 수 있으며, 후자의 증가는 불확실성의 증가에 따른 상식적인 대응이라고 할 수 있을 것이다. 결과적으로 가계의 금융자산 소유 형태는 안전성을 지향하는 모습을 뚜렷하게 보여 주고 있다.

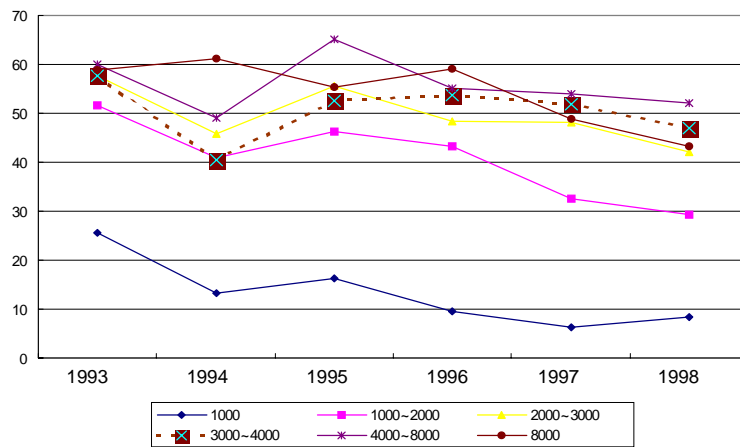
나. 경제·사회·인구학적 요인들과 금융자산 소유

각 금융자산의 소유는 저축·소비의 선택 이후 또는 동시에 이루어진다고 볼 수 있다. 이렇게 본다면 일단 저축에 영향을 미칠 수 있는 각 요소들은 금융자산 소유에도 영향을 줄 것이라고 선형적으로 추론할 충분한 이유가 있다. 박종규·김진영(2000)에서는 1982년부터 2000년까지 19년 동안 가계의 저축률이 소득과 주택소유형태, 가구원의 연령구조, 가장의 연령 등에 영향을 받음을 보인 바 있다. 이렇게 총 저축에 영향을 주는 요인들은 저축을 어떠한 형태로 할 것인가 또는 어떠한 금융자산을 선택할 것인가 하는 문제에도 영향을 줄 것으로 판단된다. 본 소절에서는 소득 및 소득원별, 학력, 연령, 거주주택의 소유형태에 따른 금융자산 소유형태에 대하여 살펴보기로 한다.

본 소절에서는 대표적인 저축형태인 저축예금과 위험에 대한 태도와 관련 깊은 주식소유 및 보험가입에 대한 정보를 중심으로 사

회 경제 및 인구학적 요인들이 자산소유에 미치는 영향에 대해 고찰한다. 기타 자산 및 보유액에 대한 보다 자세한 내용은 부록의 표에서 별도로 제시하기로 한다.

[그림 IV-34] 은행의 저축성 예금 보유가구 비중 - 소득별

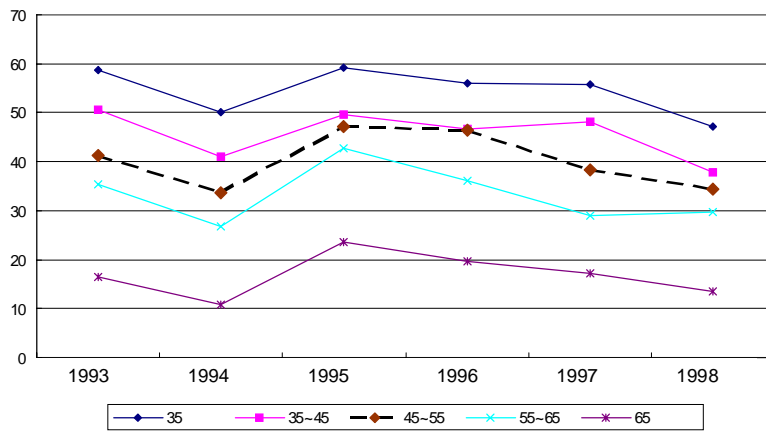


[그림 IV-3]은 소득별로 저축예금을 하고 있는 가구 비중을 제시하고 있다. 소득 구간은 1000만원 이하와 1000~2000만원, 2000~3000만원, 3000~4000만원, 4000~8000만원, 그리고 8000만원 이상으로 나누었는데 이는 우리나라의 가계소득분포와 한계소득세율 구조를 일부 고려한 구간 설정이다.

우선 1000만원 이하의 소득을 올리는 가구가 저축예금을 하고 있는 비중은 1993년에는 30% 미만이었다가 추세적으로 하락하여 1998년에는 10% 미만으로 떨어지고 있다. 그에 비해 1000만원에서 2000만원의 소득을 올리는 가구는 저축성 예금 보유 비율이 훨씬 높았는데 1994년 이후 그 비율이 증가하다가 1995년 이후에는 크게 감소하는 추세이다. 이는 1000만원 이상의 가구 중에도 저축 자체가 어려워지는 경우가 많이 발생하기 때문인 것으로 보인다. 2000만원에서 3000만원의 소득을 올리는 가구들도 기본적으로는 그 이

하의 소득을 올리는 가구들과 유사한 모습을 보여준다. 즉 저축성 예금을 보유한 가구의 비중이 1995년 이후로 다소 감소하는 추세를 보이는 것이다. 이러한 추세는 3000~4000만원의 소득을 올리는 가구에서는 다소 약하게 나타나서 이들 가구 중 은행 저축성 예금을 보유한 가구의 비중은 1995년 이후 거의 일정하다가 1998년에 다소 하락하고 있다. 한편 4000~8000만원 사이의 가구는 저축예금을 보유하는 비중이 가장 높다고 할 수 있는데 이들 역시 1995년을 정점으로 그 이후에는 예금 보유비율이 줄어들고 있다. 한편 8000만원 이상 고소득 가구들은 1996년 이후 은행 저축성 예금의 보유비율이 줄고 있는데 이는 이들 가구가 비은행 기관의 예금을 소유하는 비율이 느는 것과 맥을 같이 하는 현상이다.

[그림 IV-36] 은행의 저축성 예금 보유가구 비중 - 연령별



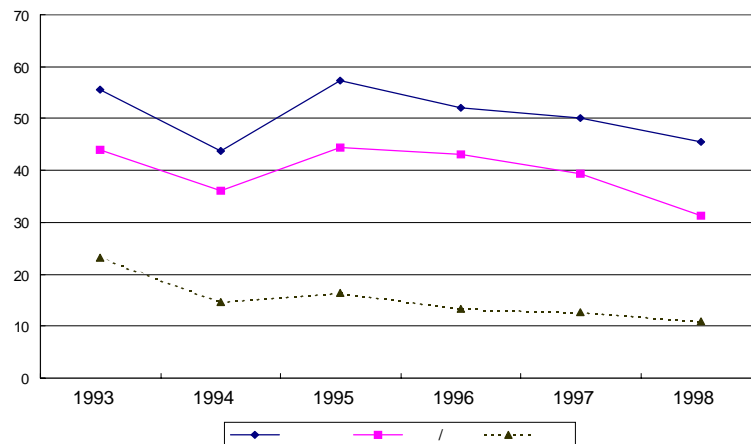
가장 연령별 저축예금 소유비율은 매우 확실한 패턴을 보여주고 있다. 연령이 낮을수록 은행의 저축성 예금을 소유할 확률은 높아지고 있다. 또한 거의 예외 없이 1995년을 정점으로 은행 저축성 예금을 보유한 가구의 비중은 줄어드는 모습도 확인할 수 있다.

소득원별로는 봉급생활자 가구가 자영업자 가구에 비해서는 저축

성 예금을 보유한 비중이 높은 것을 알 수 있다. 앞서 살펴보았던 바와 마찬가지로 1995년 이후로는 저축성 예금 보유가구 비중은 줄어들고 있음을 알 수 있다.

학력별로 저축예금 소유비중을 보면 소유가구 비중과 학력은 대체로 비례하고 있음을 쉽게 알 수 있다¹⁶⁾. 이는 소득과 학력 사이의 상관관계를 일부 반영한 것으로 보인다. 그렇지만 앞서 살펴본 바와 같이 소득과 저축성 예금 소유와의 관계가 반드시 비례적인 것만은 아니기 때문에 학력과 예금 소유의 관계를 소득을 매개로만 생각할 수는 없을 것이다. 학력과 저축성 예금 보유 비율 사이에는 소득보다 명확한 비례적 관계가 성립하고 있기 때문이다.

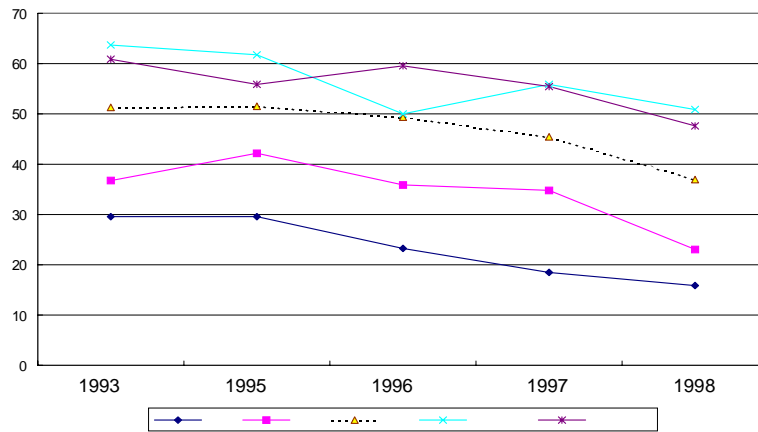
[그림 IV-38] 은행의 저축성 예금 보유가구 비율 - 소득원별



마지막으로 거주형태별 저축성 예금 보유가구 비율을 살펴보자. 주택소유 형태와 저축 사이에는 상당한 관계가 있을 것으로 예측할 수 있다. 우리나라 가구의 중요한 저축 동기 중 하나는 주택의 마련이라고 할 수 있기 때문이다. 이를 반영하여 박종규·김진영(2000)에

16) 1994년에는 대우 패널 자료에 학력에 대한 정보가 제공되지 않고 있다.

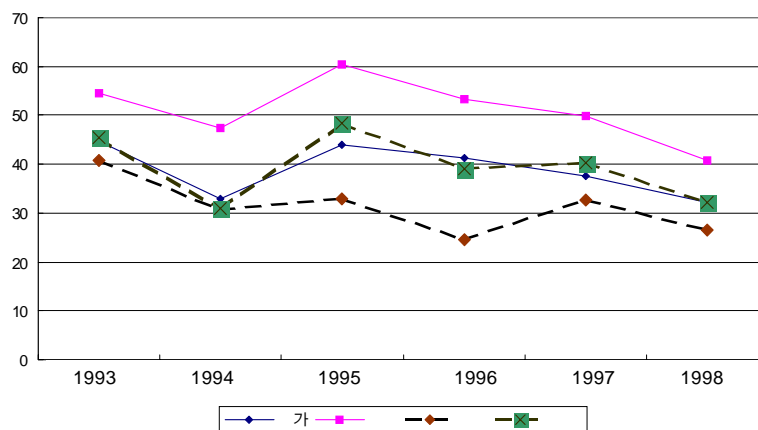
[그림 IV-40] 은행의 저축성 예금 보유가구 비율 - 학력별



따르면 저축률 자체도 월세나 자가 소유가구에 비해서는 전세 가구가 통계적으로 유의하게 높은 것으로 드러난 바 있다.

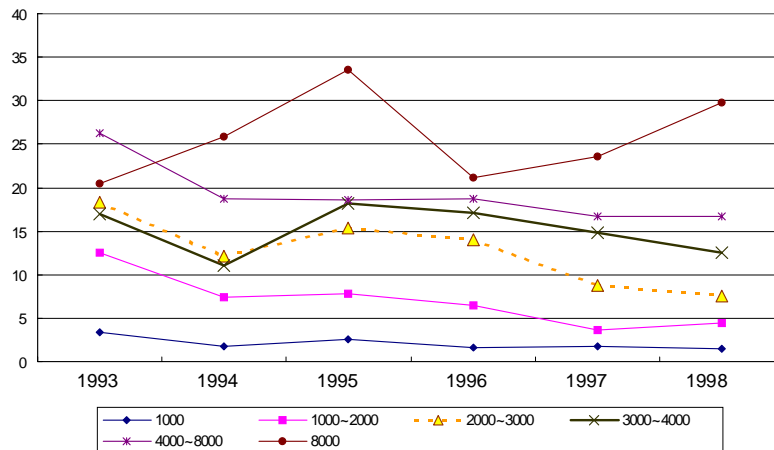
[그림 IV-7]도 이러한 예상과 크게 다르지 않다. 저축성 예금의 소유비율은 전세 가구가 월세나 자가가구에 비해 상당히 높은 편이다. 1995년 이후로는 모든 주택소유 형태에서 저축성 예금보유 비율이 줄고 있다.

[그림 IV-42] 은행의 저축성 예금 보유가구 비율 - 주택소유 형태별



같은 사회 경제 및 인구학적 기준에 따라 주식보유 가구 비율의 차이를 살펴보기로 하자. [그림 IV-8]을 보면 주식보유 가구 비율은 대략 소득에 따라 비례하여 늘어나는 것을 알 수 있다. 1995년의 경우를 예로 들면 주식보유 가구 비율은 12.8%이지만 8000만원 이상의 고소득자 중에서 주식을 소유한 가구의 비율은 33.6%에 달한다. 물론 주식 역시 1995년 이후 보유 가구 비율이 대체적으로 줄어드는 추세이지만 소득별 보유비율의 차이는 대체로 큰 변화 없이 유지되고 있다.

[그림 IV-44] 주식보유 가구 비율 - 소득별

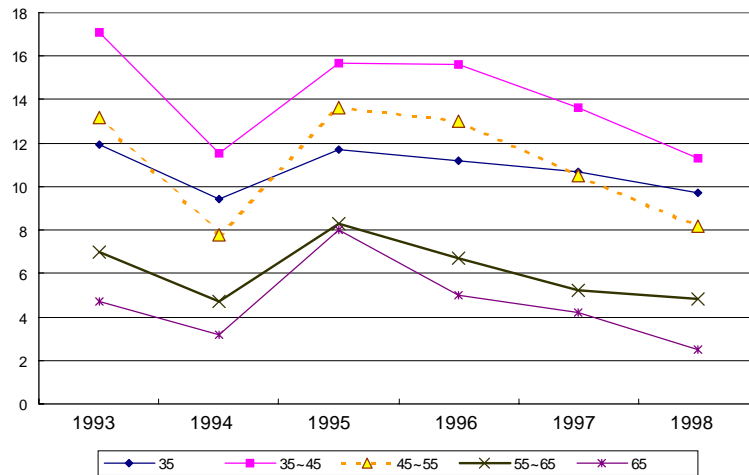


연령별로는 주식보유 가구 비율이 저축성 예금 보유 비율과는 달리 다소 복잡한 양상을 보이고 있다. 가장 주식보유 비율이 높은 연령대는 35~45세 사이이다. 이들은 35세 미만의 연령대와는 달리 어느 정도 여유자금을 가지고 있으며 또한 높은 연령대보다는 환경의 변화에 유연하게 대처할 수 있는 능력과 경제지식을 갖추었다는 면에서 주식을 보유할 확률이 높을 것으로 판단된다. 이들 다음으로 주식보유가구 비율이 높은 가장의 연령대는 45~55세이며 그 다음은 35세 미만이었다.

결국 주식보유는 55세 이상과 55세 미만이 뚜렷한 차이를 보이고 있다고 할 수 있는데 이는 주식보유를 선택하는 데에는 여유자금과 얼마간의 위험을 선택할 수 있는 태도 등이 모두 필요함을 잘 보여 주고 있다.

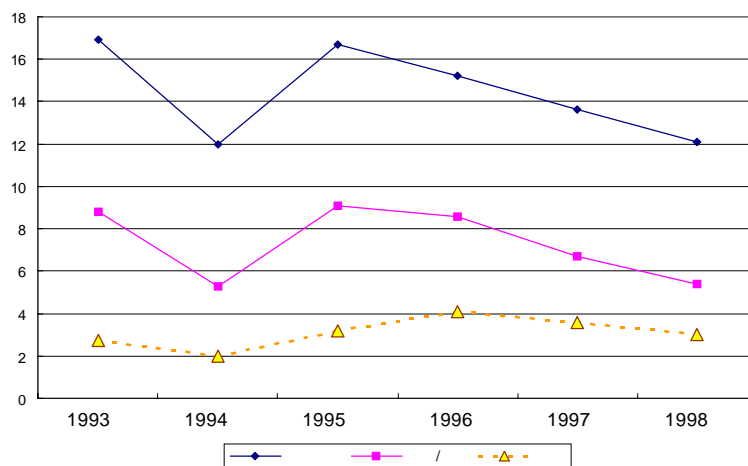
한편 주식보유 가구 비율도 대체로 1995년을 정점으로 떨어지고 있는데 이는 저축성 예금에서 살펴본 바와 일치하는 현상이다.

[그림 IV-46] 주식보유 가구 비율 - 연령별



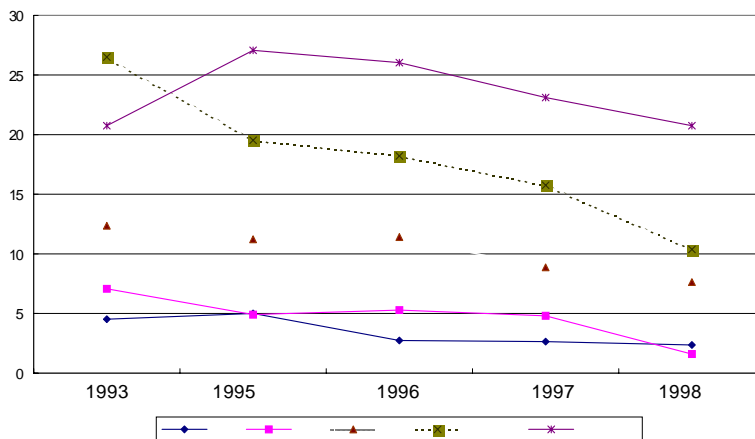
소득원별로는 모든 연도에 걸쳐 자영업자에 비해 봉급생활자 쪽이 7~8%p 가량 주식 소유비율이 높게 나타났다. 이는 위험에 대한 태도와 관계가 깊을 것으로 사료된다. 자영업자 가구는 이미 상당한 위험을 안고 있다고 볼 수 있으므로 더 이상 위험을 수반하는 자산에 투자하려는 유인이 안정된 수입을 얻는 봉급생활자에 비해서는 낮을 수밖에 없을 것이다. 이렇게 본다면 [그림 IV-10]에 나타난 모습은 봉급자가 위험자산을 선호한다기보다는 본업에서 오는 위험 외에 추가적인 위험을 선택하지는 않으려는 자영업자의 경향을 반영한다고 보아야 할 것이다.

[그림 IV-48] 주식보유 가구 비율 - 소득원별



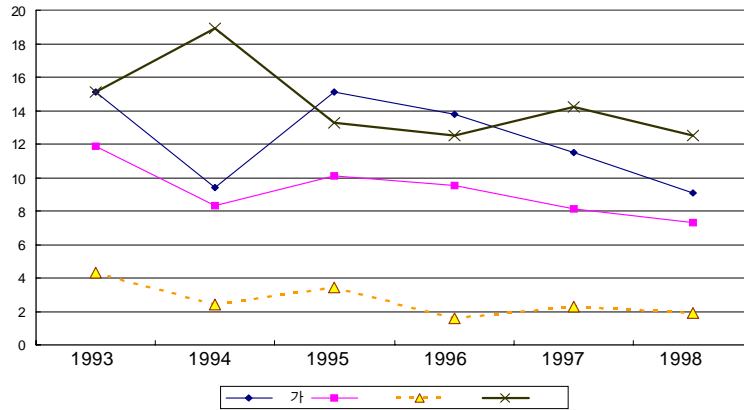
학력별로는 고졸 이상과 이하가 뚜렷한 차이를 보이고 있다. 고졸 이하의 주식보유 비율은 10%를 밑도는 데 반하여 대졸자 이상의 경우에는 주식보유 비율이 20%를 웃돌고 있다. 주식의 보유는 여전히 고학력자에게 편중되어 있는 것을 확인할 수 있다.

[그림 IV-50] 주식보유 가구 비율 - 학력별



한편 거주형태별 주식보유 비율은 위험에 대한 태도와 관련이 깊다고 판단된다. 자가 소유자들의 경우가 주식시장에 참여하는 비율이 높은 이유는 이미 상당액의 자산이 자가라는 형태로 확보되었기 때문으로 보이며 전세 가구의 주식시장 참여 비율이 그에 비해 낮은 이유는 자가를 마련할 때까지는 위험자산을 선택하는 행위를 유보하는 입장이기 때문일 것으로 여겨진다.

[그림 IV-52] 주식보유 가구 비율 - 거주형태별



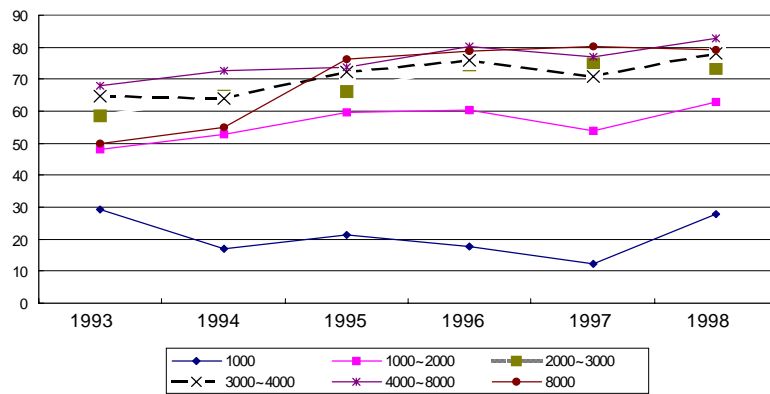
한편 보험 가입도 가구의 위험에 대한 태도를 보여주는 척도라고 할 수 있다. [그림 IV-13]에 따르면 보험 가입 비율은 대체로 소득이 증가할수록 높아지지만 소득이 2000만원 이상인 가구들 사이에서는 가입 비율에 큰 차이가 나지는 않는다. 따라서 소득과 보험 가입의 관계는 매우 약하다고 할 수 있을 것이다. 한 가지 특이할 만한 사항은 소득이 8000만원 이상인 고소득 가구의 보험 가입 비율의 움직임이다. 이들 가구는 1994년까지는 소득이 2000만원 이상인 가구들에 비해 보험 가입 비율이 상당히 낮았지만 1995년 이후로 그 비율이 급격히 높아지고 있다.

연령대별로는 은행의 저축성 예금과 같이 낮은 연령일수록 보험에 가입하는 비율이 높다는 사실이 가장 눈에 띈다. 35세 미만과

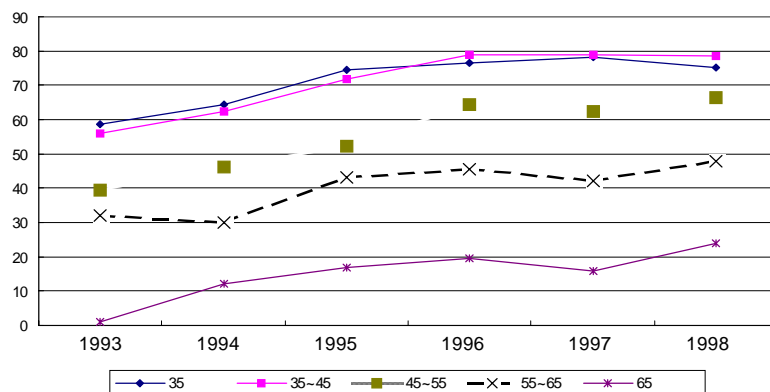
35~45세 사이의 가입률 추이는 거의 유사하게 움직이고 있으며 그 다음으로는 45~55세가 뒤따르고 있으며 65세 이후에는 보험 가입 비율이 다른 연령대에 비하여 현격히 떨어지고 있다.

이는 젊은 계층일수록 위험에 민감하게 반응하는 데에서 기인할 수도 있지만 보장성 보험보다는 저축성 위주의 보험상품에 대한 수요가 높은 것도 주요 원인일 것으로 판단된다. 기본적으로는 모든 연령대에서 보험 가입 비율이 늘어나는 추세를 보인다.

[그림 IV-54] 보험 가입 가구 비율-소득별



[그림 IV-56] 보험 가입 가구 비율-연령별



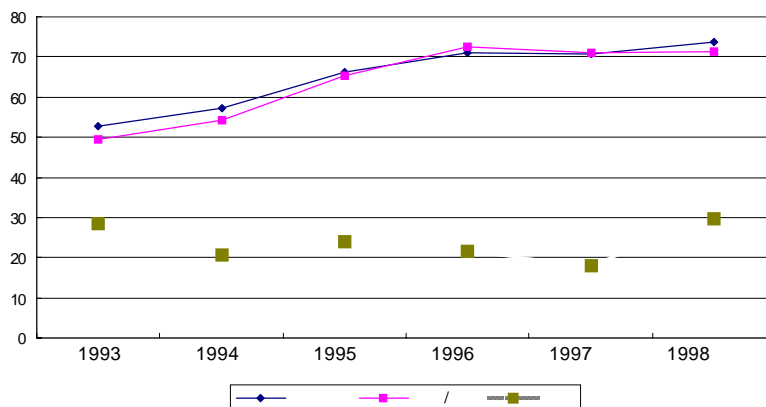
소득원별로는 봉급생활자 가구와 자영업자 가구 사이에서는 보험 가입 비율에 커다란 차이를 발견하기 어려웠다.

학력별로는 중졸 이하와 고졸 이상 사이에 큰 차이가 있다. 가장 이 중졸자인 가구와 고졸자인 가구 사이의 보험 가입 비율은 매년 10% 가량의 차이를 보이고 있다. 한편 대졸자보다는 전문대 및 대학 중퇴자의 보험 가입 비율이 모든 연도에 비해 높은 것은 쉽게 설명하기 어려운 부분이다.

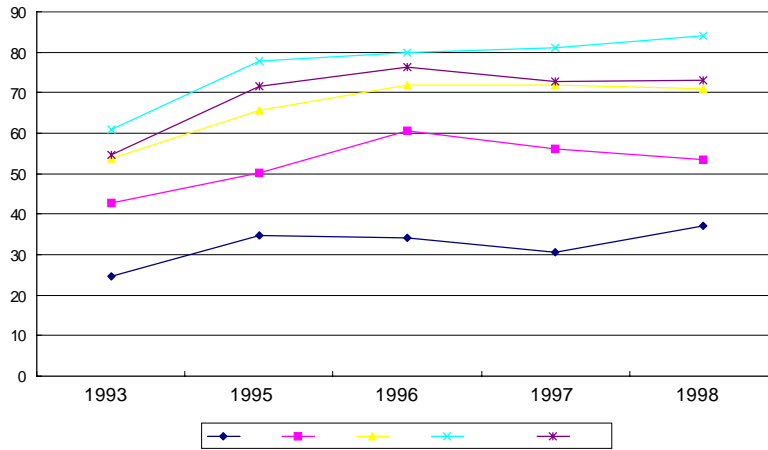
거주 형태별로는 자가나 월세 가구에 비해서 전세 가구의 보험 가입 비율이 현저히 높은 것이 가장 눈에 띈다. 앞서 전세 가구가 저축성 예금은 많이 보유하고 있는데 반하여 주식은 적게 소유하고 있는 것을 보았는데 그 원인이 전세 가구의 위험 기피도가 다른 거주 형태에 비하여 크기 때문이라고 한다면 전세 가구의 보험 가입 비율이 높은 것도 그와 일관성이 있는 결과로 보인다.

지금까지 몇 가지 대표적인 금융자산들에 대하여 경제·사회 및 인구학적 요인들과 자산 소유 비율에 대하여 살펴보았다. 이러한 요인들을 정리해 보면 일단 금융자산 소유를 위해서는 어느 정도 이상의 소득이 확보되어야 한다는 사실, 금융자산은 주로 낮은 연

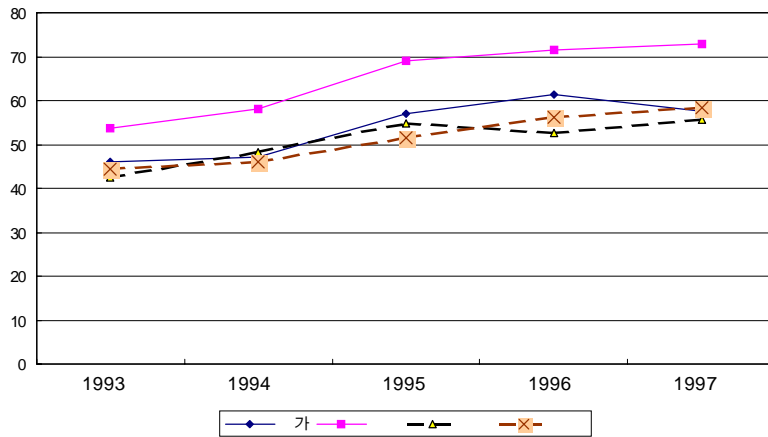
[그림 IV-58] 보험 가입 가구 비율 - 소득원별



[그림 IV-60] 보험 가입 가구 비율 - 학력별



[그림 IV-62] 보험 가입 가구 비율 - 거주형태별



령대에서 보유할 가능성이 높다는 사실, 그리고 일반적으로는 봉급 생활자의 가구가 금융자산을 소유할 확률이 높고, 전세가구가 안전한 자산 위주로 높은 저축성향을 보이며 학력이 높을수록 금융자산 보유의 확률이 높아진다는 사실 등을 확인하였다.

2. 부동산 자산의 고려

지금까지는 가계의 금융자산구성 및 금융자산 소유패턴 등에 대하여 살펴보았다. 여기에 주택, 토지, 건물 등의 부동산자산까지를 분석의 대상에 포함시켜 가계가 소유한 전체 자산을 살펴보면 우리나라 가계 자산구성의 특성에 대한 추가적인 정보를 얻는 것이 가능할 것이다. 본절에서는 금융자산과 더불어 부동산자산까지 고려한 우리나라 가구의 자산 소유형태에 대해 살펴보기로 한다.

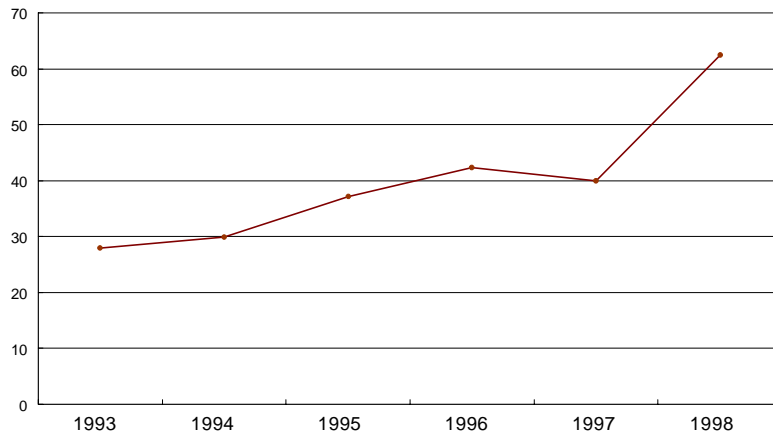
본절의 분석은 대우패널 데이터에서 6년 동안 관찰이 가능하며 자신의 거주 주택 및 기타 부동산 소유의 평가액을 제시한 1,146가구를 대상으로 한다. 거주주택의 평가액은 자가인 경우 응답자가 평가한 금액이며, 전세인 경우는 전세금, 월세인 경우는 보증금이다¹⁷⁾.

한편 금융자산의 총가치는 앞서 분석한 5개의 범주에 들어가는 금융자산의 합계로부터 구해진다. 즉 가계가 보유한 요구불예금, 은행의 저축성 예금, 비은행권 예금, 주식 및 채권의 합이다. 계와 같은 비공식 부문은 금융자산 총가치로 고려하지 않았다.

거시경제에서 금융연관비율에 대응하는 개념이라고 할 수 있는 가계의 (금융자산 보유액/소득) 비율을 계산한 [그림 IV-18]에서 보듯이, 우리나라의 금융자산의 축적은 1993년에서 1998년까지의 증가추세에도 불구하고 소득의 70%를 넘지 못하고 있다. 물론 소득 대비 금융자산 소유의 비율이 6년의 기간 동안 30% 미만에서 60% 이상으로 상승한 것은 짧은 기간동안의 변화로는 매우 큰 것이라고 할 수 있다.

17) 대우패널 데이터의 특성상 부동산 자산의 가치는 과소 평가될 가능성이 많다. 질문의 형태가 “현 거주지의 입주 형태는 무엇입니까?”를 일단 묻고 나서 거주지의 가치를 묻는 형식으로 되어 있기 때문에 거주지는 전세면서 따로 자가를 소유하고 있는 가구들의 경우에는 부동산 가치가 일반적으로 과소 평가될 것이기 때문이다.

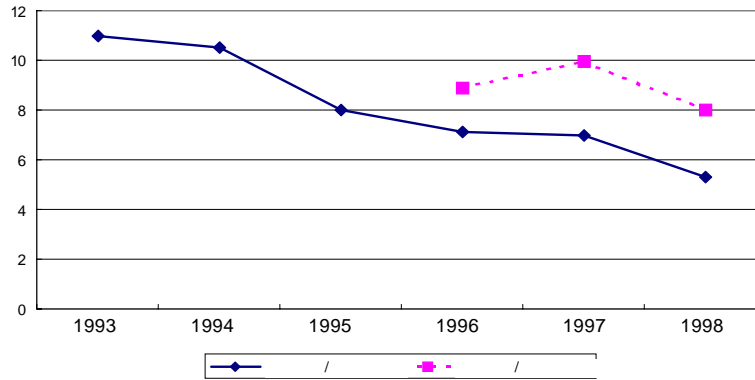
[그림 IV-64] 금융자산/소득



그렇지만 이러한 변화에도 불구하고 적어도 평균적으로 본다면 금융자산이 가계자산의 주류로 자리잡고 있지는 못한 것으로 보인다. 사실상 가계의 자산구성에 대해 고찰할 때 부동산자산은 빠져서는 안될 요소이다. 이러한 사실은 금융자산과 부동산자산의 상대적 크기를 제시한 [그림 IV-19]에서도 알 수 있다. [그림 IV-19]는 가계가 거주주택의 형태로 소유한 부동산자산이 평균적으로 보유한 금융자산 총액의 몇 배나 되는가를 6년에 걸쳐 추적하고 있다. 이를 보면 아직까지 우리나라 가구들은 주된 자산을 부동산의 형태로 갖고 있음을 알 수 있다. 1993년의 경우에는 거주 주택의 가치가 금융자산 총액의 11배에 이르렀다. 그러다가 1998년에 이르면 5.5배 정도로 줄게 된다. 물론 1998년 경제위기 때에 전반적인 부동산 가격하락이 이러한 추세를 가속화시킨 면도 있지만 1998년을 제외하더라도 주택과 금융자산의 가치 사이의 관계는 분명히 커다란 변화를 보이고 있다.

그렇지만 [그림 IV-19]에서 별도로 제시한 거주 주택 이외의 부동산까지 포함한 가계 총자산 대비 금융자산의 비중을 보면 1996년

[그림 IV-66] 금융자산과 부동산자산의 상대적 크기



에서 1997년 사이에 금융자산이 전체 자산에서 차지하는 비중은 오히려 늘었던 것으로 나타나고 있다.

따라서 금융자산의 지속적인 증가에도 불구하고 여전히 가계 자산의 주류는 부동산이라는 사실을 다른 각도에서 다시 한번 확인할 수 있다.

금융자산이 우리나라 가구의 주된 자산이 아니라는 점은 순금융자산의 변화 추이에서도 드러난다. 순금융자산은 금융자산보유 총액에서 각종 부채를 차감함으로써 구할 수 있다. 대우패널 자료는 가계의 부채에 관하여 비교적 자세한 정보를 제공하고 있다.

가구의 부채는 은행이나 기타금융기관 그리고 보험회사 등에서 빌린 부채와 주변 사람이나 비공식 금융기관을 통해 빌린 사채, 그리고 월부 및 외상금 등을 포함한다. 이러한 금액을 다 합하면 가계의 총부채를 구할 수 있는데 금융자산 보유 총액에서 총부채를 차감하여 순금융자산을 구해보면 적어도 평균적으로는 순금융자산 보유액이 1995년까지는 음(-)으로 나오는 것을 알 수 있다.

[그림 IV-20]은 순금융자산을 소득으로 나눈 값의 평균을 제시하고 있는데 이를 보면 1993년의 순금융자산 규모는 소득의 -10% 정도임을 알 수 있다. 평균으로 순금융자산이 음수인 현상은 1995

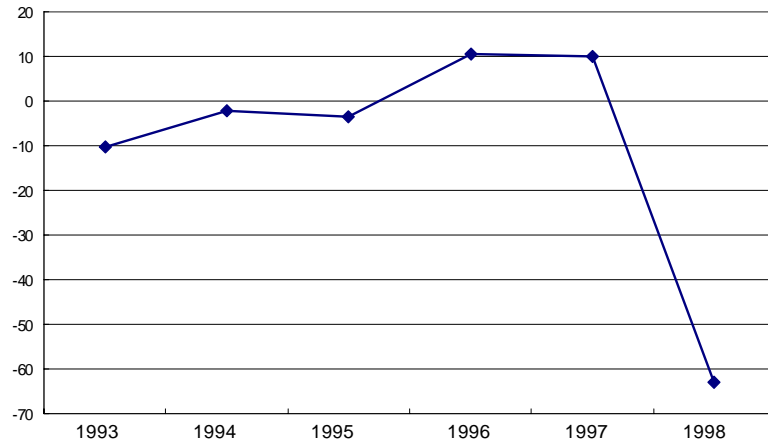
년까지 계속되고 있다. 1996년 이후에는 그 값이 양으로 돌아서서 순금융자산의 규모가 가계 총소득의 10% 선에서 유지되었으나 1998년 경제위기를 겪으면서 부채의 증가로 인해 이 값은 음으로 돌아서고 있다. 결국 금융자산만으로 본다면, ‘총’의 개념이 아닌 ‘순’의 개념으로 우리나라의 가구들은 아직까지 소득에 비해서도 미미한 수준의 금융자산을 보유하고 있을 뿐이다.

그렇지만 부동산자산까지 고려한다면 이러한 현상은 크게 변한다. 금융자산의 보유 총액은 소득에 못 미치지만 부동산은 소득의 10배 이상까지 되기 때문에 순자산 보유는 1993년부터 소득의 4배를 넘고 있다. 순자산의 움직임만을 따라가 보면 1993년에는 소득의 약 4배 반 가량이던 것이 1996년에는 6배 가까이까지 확대되었다가 1997년까지는 일단 1993년 수준까지 줄어들었지만 1998년에 다시 소득의 6배 수준까지 오르고 있다. 여기서 해석에 주의할 부분은 1998년에 자산/소득 비율이 높아진 것은 자산의 가치가 증가된 것도 있지만 소득이 감소되었기 때문이기도 하다는 점이다.

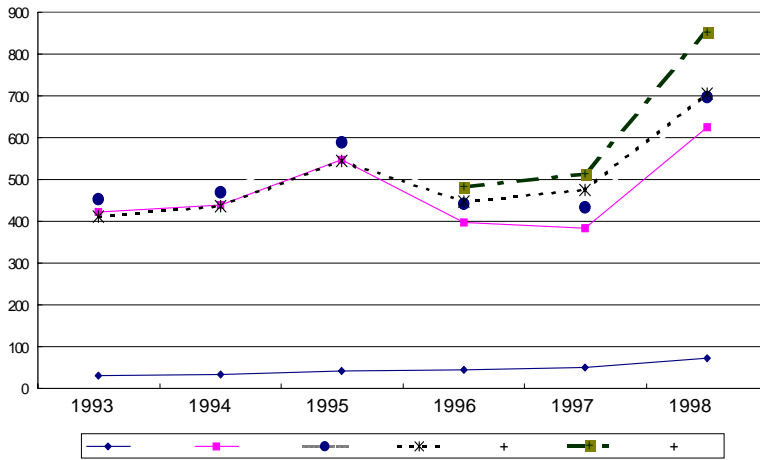
한편 순자산의 움직임은 거주 가구에 대한 평가액과 거의 유사함을 알 수 있다. 이 역시 여전히 우리나라 가계의 자산에서 가장 중요한 부분은 거주 주택의 형태로 남아 있음을 보여주는 대목이다.

다음으로는 가계자산의 불평등도를 도출해 보기로 한다. <표 IV-4>는 대우패널에서 6년 동안 관찰이 가능하며 자신의 거주 주택 및 기타 부동산 소유의 평가액을 제시한 1,146가구를 대상으로 소득과 자산보유의 지니계수를 도출하여 제시하였다. 본 연구에서 도출하는 지니계수는 소득분배에 대해 대우패널보다는 규모가 큰 도시가계연보 자료로 심도 있게 분석하여 1982년부터 2000년까지 19년간의 지니계수를 도출한 성명재(2001)의 연구에서와는 다소 차이를 보인다. 본 연구에서는 지니계수의 크기 자체보다는 소득의 불평등도와 재산의 불평등도의 차이 및 양자의 관계에 보다 더 주목하고자 한다.

[그림 IV-70] 순금융자산/ 소득



[그림 IV-72] (자산평가액/ 소득) 비율 변화 추이



즉 여기에서 도출한 지니계수가 우리나라 경제 전체의 불평등도를 대변하는 데에는 한계가 있을 수 있지만 지니계수 및 로렌츠 곡선의 연도별 비교가 나름대로의 의미를 지니는 것은 6년 동안 연속으로 관찰되는 동일 가구들을 대상으로 그들의 소득 및 재산의 불평등도를 추적했기 때문이다.

<표 IV-4> 소득 및 자산 지니계수 변화 추이

연도	소득	소득 ¹⁾	금융자산	금융자산+ 거주주택 ²⁾	금융자산+ 부동산 ³⁾
1993	0.3480	0.3299	0.7360	0.5092	-
1994	0.3374	0.3099	0.7658	0.4889	-
1995	0.3827	0.3525	0.7151	0.4971	-
1996	0.4126	0.3721	0.6970	0.4737	0.4985
1997	0.3826	0.3602	0.7155	0.4938	0.4606
1998	0.4143	0.3713	0.7773	0.5302	0.4960

주: 1) 총소득에서 부동산 양도차익 차감.

2) 거주주택은 자가소유가구의 경우는 주택의 평가가격이며 전세의 경우는 전세값, 월세의 경우는 보증금.

3) 자가 이외의 부동산은 1996년부터 자료가 이용가능함.

우선 1993년을 보면 불평등도의 크기 순서가 금융자산, 금융자산과 거주주택의 합, 양도 및 기타소득을 합한 총소득, 가계의 정규소득 순서로 나타났다. 지니계수로 파악한 금융자산의 불평등도가 가장 큰 이유는 어떠한 종류의 금융자산이라도 조금이나마 소유한 가구가 70%를 약간 밑돌기 때문이기도 하지만 소유의 분포가 상위층에 극히 편중되어 있기 때문이기도 하다.

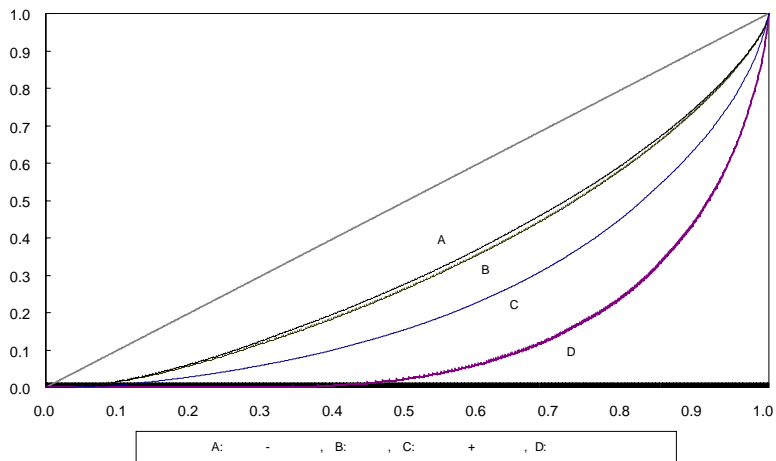
소득의 경우에는 상위 10%에 해당하는 사람들이 전체소득의 25% 가량을 갖고 있는 데 반하여 금융자산의 경우에는 상위 10%가 전체의 56% 가량을 소유하고 있다. 금융자산을 소유한 가구들만으로 비교해 볼 경우에도 금융자산 소유가구 중 상위 10%에 해당하는 가구들이 전체 금융자산의 약 43% 가량을 소유하고 있는 것을 알 수 있다. 어떠한 면으로나 금융자산의 불평등도는 매우 크다고 할 수 있으며 그 주된 원인은 금융자산 보유로 본 상위계층에서 전체 금융자산 중 상당히 많은 부분을 소유하고 있기 때문이라고 할 수 있다. 한편 거주 주택을 포함한 자산의 불평등도는 소득의 불평등도보다는 상당히 높지만 금융자산만을 고려한 불평등도보

다는 상당히 낮음을 알 수 있다. 이는 우리나라 자산 구성에서 부동산이 갖는 중요성을 대변한다고 볼 수 있다. 우리나라 거주 주택은 주택서비스를 제공함과 동시에 안전 자산으로서의 역할도 하고 있는 것이다.

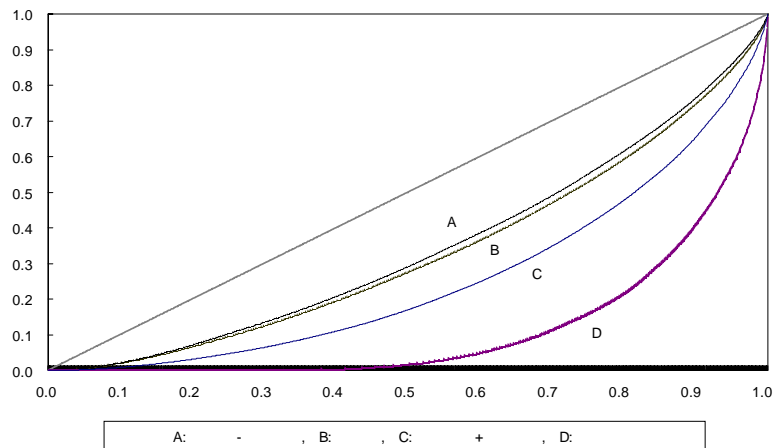
한편 로렌츠 곡선이나 지니계수로 판단해 보건대 거주주택 가치의 불평등도는 금융자산 소유의 불평등도보다 낮더라도 우리나라에서 재산 소유의 불평등이 소득불평등보다 큰 데에는 중요한 요인으로 작용함을 알 수 있다.

같은 가구들을 대상으로 1994년도의 자산 및 소득 불평등도를 계산해 보면 소득의 불평등도는 1993년에 비해 어느 정도 향상되었음을 알 수 있다. 그렇지만 금융자산의 소유 불평등도는 오히려 악화되는 모습을 보이고 있다. 로렌츠 곡선을 통해 그 원인을 살펴보면 금융자산 보유액 기준으로 상위 10%에 속하는 가구들이 전체 금융자산의 50% 이상을 차지하고 있기 때문임을 알 수 있다. 한 가지 흥미로운 점은 금융자산과 거주주택의 평가액 합으로 자산의 불평등도를 계산하면 1993년에 비해서는 다소 개선된 것으로 나오고 있다는

[그림 IV-74] 1993년 소득 및 자산의 로렌츠 곡선



[그림 IV-75] 1994년 소득 및 자산의 로렌츠 곡선

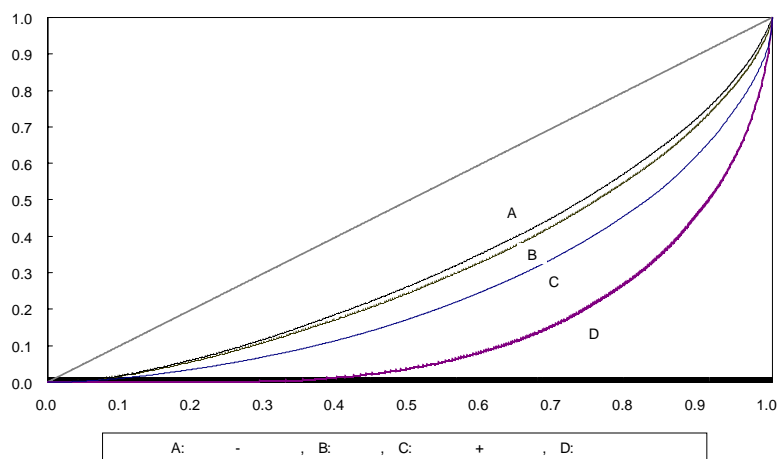


점이다. 그렇지만 여전히 자산에 있어서의 불평등도는 소득의 불평등도를 크게 능가하고 있다. 주택과 금융자산의 평가액을 합한 자산보유액의 경우 상위 10%에 해당하는 가구들이 전체 자산의 37%에 해당하는 액수를 보유하고 있다. 전체적으로 1993년과 1994년의 소득 및 자산의 불평등도에서는 커다란 차이점을 찾기는 어렵다.

1995년의 경우에는 지니계수로 파악한 소득분배가 전년도에 비해 적지 않게 악화되는 모습을 보이고 있다¹⁸⁾. 그렇지만 1995년의 재산 및 소득의 불평등도가 흥미로운 점은 소득 불평등도가 심화되는 반면에 금융자산 보유액의 불평등도는 다소 감소했다는 데에 있다. 금융자산 소유에 있어 상위 10%가 차지하는 비율은 약 52% 정도로 이는 1993년이나 1994년에 비해서 어느 정도 불평등도가 개선된 것이다. 이와 더불어 금융자산을 소유한 나머지 60%의 가구들 사이에서도 자산이 이전의 두 해보다는 더 고르게 분포되어 있음을 알 수 있다. 한편 금융자산과 자가거주 주택까지 고려한다면 상위 10%가 36% 가량을 소유하고 있다. 상위 10%를 제외할 경우의 자

18) 이는 1994년과 1995년 사이에는 지니계수의 변화가 거의 없음을 보이고 있는 성명재(2001)의 연구결과와는 다소 차이를 보인다.

[그림 IV-76] 1995년 소득 및 자산의 로렌츠 곡선



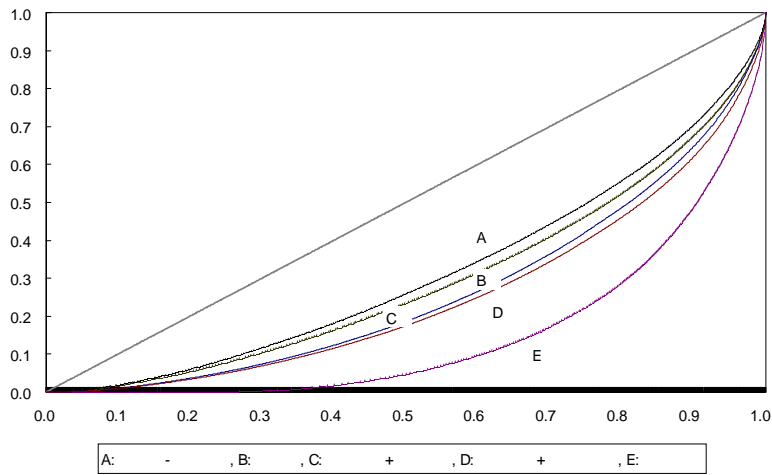
산 불평등도는 그리 크지 않다고 볼 수 있다.

1996년부터는 거주 주택 이외의 부동산에 대한 정보까지 이용가능해짐에 따라 자산과 관련한 추가적인 정보를 얻을 수 있다. 따라서 이 자료를 통해서 얻을 수 있는 가장 폭넓은 범위의 자산 불평등도까지 추정해보는 것이 가능하게 된다.

지니계수로 측정한 소득 불평등도는 1995년에서 1996년 사이에 악화되는 모습을 보인다. 그렇지만 자산 불평등도는 오히려 다소 감소하고 있다. 상위 10%가 소유한 금융자산은 51% 정도로 여전히 상당한 액수가 최상위층에 집중되어 있지만 금융자산을 보유한 나머지 60%의 가구에서 불평등도는 심하다고 보기 어렵다.

한편 금융자산에 거주주택과 여타 부동산 소유까지 고려했을 경우 자산소유의 불평등도는 거주주택까지만 고려한 불평등도보다 다소 크기는 하지만, 지니계수의 차이를 보거나 로렌츠 곡선의 형태로 보거나 이들 양자 사이에 그리 큰 차이는 나지 않음도 볼 수 있다. 결국 자산 소유에 있어 불평등의 많은 부분은 거주주택의 가치와 금융자산 보유의 차이로 설명할 수 있으리라고 판단된다.

[그림 IV-77] 1996년 소득 및 자산의 로렌츠 곡선

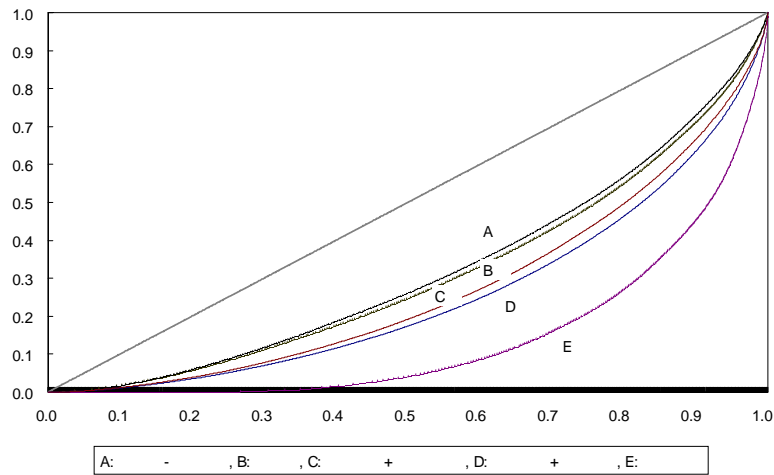


1997년에 오면 소득불평등도는 전년도에 비해 다소 낮아지지만 자산 소유의 불평등도는 다시 약간 증가하고 있다. 금융자산 소유의 불평등도 역시 다소 상승한다. 흥미로운 사실은 분석대상이 된 1,146가구 간의 1993년에서 1997년까지의 소득 불평등도가 증가할 때는 금융자산 소유의 불평등도가 감소하고 있다는 점이다. 이러한 결과가 우연의 일치인지 금융자산의 처분에 따라 일어나는 결과인지에 대해서는 향후 추가적인 검토가 필요할 것으로 생각된다. 또 하나의 흥미로운 사실은 주택 이외의 부동산까지 고려한 자산 소유의 불평등도는 거주주택만 고려한 자산의 불평등도에 비하여 낮아지고 있다는 점이다.

만약 거주주택 이외의 부동산까지 고려한 불평등도가 거주주택의 가치만을 고려한 불평등도보다 높다면 이미 상당한 재산을 소유한 사람들이 추가적으로 부동산을 소유함으로써 발생한 결과로 자연스러운 해석이 가능할 것이다. 그렇지만 1997년의 변화는 반드시 그렇지는 않음을 보이고 있다.

이 역시 보다 확대된 자료로 정밀한 검토가 필요하겠지만 일단

[그림 IV-78] 1997년 소득 및 자산의 로렌츠 곡선

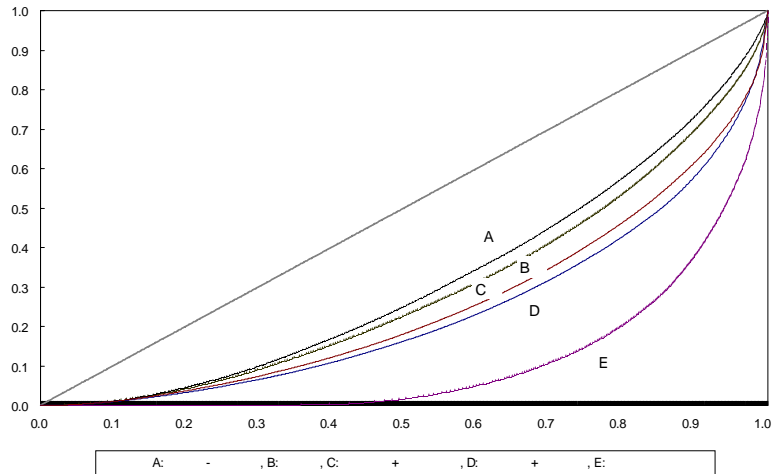


자가 주택 이외의 부동산 소유가 반드시 고소득 가구나 자산을 충분히 많이 소유한 가구를 중심으로 이루어지지 않을 가능성도 있음을 암시한다고 해석할 수도 있을 것이다.

경제위기 시기인 1998년에는 소득 불평등도가 커지고 있다. 이러한 현상은 다른 연구 등에서도 발견되는 바와 같다. 이를테면 성명재(2001)의 연구에서도 지적된 바와 같이 경제위기에 따른 실업률 증가는 일반적으로 소득불평등을 가속화시키는 경향이 있을 것이다. 또한 자영업자 가구의 소득 감소 폭이 봉급생활자의 소득 감소 폭보다 더 커지면서 소득불평등도가 더해지는 데 한 요인으로 작용했을 것이다.

1998년이 다른 연도와 다른 점은 소득뿐 아니라 자산소유의 불평등도 역시 동시에 증가했다는 점이다. 금융자산의 불평등도는 분석대상 기간의 어떤 연도보다도 높다. 여기에는 여기 상위 10%에 자산소유가 집중되는 현상이 더욱 심화된 것이 중요한 요인으로 작용한다. 로렌츠 곡선에서도 알 수 있듯이 1998년에는 상위 10%가 소유한 금융자산이 전체의 60%를 처음으로 초과하고 있다.

[그림 IV-79] 1998년 소득 및 자산의 로렌츠 곡선



한편 주택 이외의 부동산까지 고려한 자산소유의 불평등도가 거주주택만 고려한 자산의 불평등도에 비하여 낮은 현상은 1997년에 이어 1998년에도 계속되고 있다.

위에서 살펴본 각종 자산의 불평등도에 대한 해석에는 많은 주의가 필요하다. 물론 금융자산 소유에 있어 상위 10%가 소유한 금융자산의 총액이 분석대상 가구 전체가 소유한 금융자산 총액의 55%를 넘는다는 사실은 금융자산 소유의 불평등도가 매우 크다는 사실을 의미하는 것은 사실이다. 그렇지만 절대액으로 볼 때 전체를 10분위로 나눴을 때 최고 분위에서 금융자산 보유액수가 가장 낮은 가구의 금융자산 보유액이 1993년의 1,270만원에서 1998년 3,500만원 밖에 안되는 것으로 나타났다. 이러한 사실을 고려한다면 금융자산 소유의 불평등도가 큰 근본적인 원인은 고소득층의 금융자산 보유가 많기보다는 대부분 가구들의 금융자산 보유액이 적은 데에 기인하는 것으로 보인다. 따라서 금융자산 보유에 있어 불평등도가 크다는 것이 형평성의 제고를 위해 금융자산에 대한 과세가 강화되어야 한다는 견해로 이어지는 것은 바람직하지 못하다고 판단된다.

그보다는 오히려 보다 많은 가구가 금융자산을 보유함으로써 금융 자산 보유의 불평등을 완화하는 노력이 필요하다는 해석이 더 바람직할 것이다.

반면 부동산자산의 경우는 지니계수나 로렌츠 곡선으로 파악한 불평등도는 금융자산의 불평등도보다는 낮지만 그 절대액 자체가 상당히 크므로 오히려 금융자산 소유의 불평등도보다는 더 우려해야 할 필요가 있을 것이다.

3. 자산보유액과 금융자산의 증가

지금까지 가구의 금융자산 보유 현황과 부동산까지 고려했을 때의 가계의 자산 구성, 순자산액의 변화 추이, 각종 자산보유에 있어 불평등도 등을 살펴보았다. 이번 절에서는 금융자산의 축적되는 모습에 관심을 기울여 보기로 한다. 본절에서 주된 관심은 자산의 축적이 오랜 기간을 통해 지속되는가, 혹은 자산의 새로운 축적이 이미 축적된 자산보유액과 어떤 관계를 갖는가 하는 문제이다.

본절의 분석이 의미를 갖는 이유는 재산관련 세제가 어떤 형태를 가지는 것이 바람직한가에 대한 정책적 함의를 제공할 수도 있기 때문이다. 예를 들어 자산을 많이 축적한 가구가 더 많은 금융자산을 새로이 보유하기보다는 부동산 매입을 위해 금융자산을 처분하는 선택을 많이 하게 된다면, 금융자산의 보유라는 형태의 지축을 늘리는 정책 목표를 위해서는 부동산에 대한 과세를 강화해야 할 필요도 있을 것이다.

<표 IV-5>는 6년 연속으로 관측되는 가구들을 대상으로 각 연도별 금융자산 보유액의 상관관계를 제시하고 있다. 그 결과는 상식적으로 기대하는 바와는 다소 차이가 난다. 상식적으로 금융자산은 전 해까지 축적된 부분에 올해 새로이 보유된 부분이 합하여 이루어지는 스톡변수 개념이므로 연도별로 상관관계가 높을 것을 예

상할 수 있다. 그렇지만 <표 IV-5>를 보면 이러한 예상과는 적지 않은 차이가 난다. 우선 인접한 연도 사이에도 그다지 높은 상관관계가 존재하지 않는다. 인접한 연도 사이의 상관관계가 제일 높았던 해가 1995년과 1996년 사이의 0.417이며 대체로 0.3~0.4 사이의 값을 갖고 있고 가장 상관관계가 낮은 1997년과 1998년 사이에는 상관관계가 0.187로 떨어진다.

이렇게 인접 연도 사이의 상관관계가 낮기 때문에 몇 년만 지나면 자산보유액의 상관관계는 급격하게 하락하게 되는데 이를테면 1993년과 1998년 사이 자산 보유액의 상관관계는 0.072이다. 다시 한번 이러한 상관관계가 6년 연속으로 관측 가능한 1,300여 가구를 대상으로 한 분석에서 나온 결과임을 상기한다면 이는 상당히 흥미로운 현상이다. 이러한 결과는 데이터의 질을 의심하게도 하지만 앞절에서 분석했던 금융자산 소유패턴이나 부동산을 고려한 몇 가지 분석의 결과는 상식에 크게 어긋나는 것들이 없으므로 <표 IV-5>의 해석에는 보다 많은 노력을 기울일 필요가 있는 것으로 보인다.

<표 IV-5> 연도별 금융자산 보유액 상관관계

	1993년	1994년	1995년	1996년	1997년	1998년
1993년	1	0.405	0.381	0.349	0.200	0.072
1994년		1	0.343	0.243	0.181	0.099
1995년			1	0.417	0.294	0.139
1996년				1	0.308	0.159
1997년					1	0.187
1998년						1

자료: 대우패널 데이터. 6년 연속으로 관측 가능한 가구들을 대상으로 하였음.

<표 IV-5>에 대한 보충으로 <표 IV-6>은 각 연도별로 금융자산 보유액과 금융자산 증가 사이의 관계를 제시하고 있다. 즉 다음의 식을 추정한 결과이다.

$$\Delta FIN_{t+1} = (FIN_{t+1} - FIN_t) = \alpha + \beta FIN_t + \varepsilon$$

여기서 FIN은 금융자산 총보유액을 의미한다. 따라서 해당연도에 이루어진 금융자산의 증가가 현재의 금융자산 축적도와 어떠한 관련성을 갖는지를 규명하는 식이 되겠다. 추가적으로 우변에 금융자산 대신 순금융자산을 도출하여 대입해 보기도 했다.

결과는 회귀식에서 해당 연도의 금융자산 보유액의 계수는 어떤 연도를 막론하고 음수이며 유의한 것으로 나타나고 있다. 다시 말하자면 현재 금융자산을 많이 보유한 가구일수록 금융자산 보유액을 늘리지 않는 것으로 나타나고 있다는 것이다.

이러한 관계가 성립된다면 <표 IV-5>에서 발견되는 관계는 그리 놀라운 것은 아니다. 그렇다면 <표 IV-6>에서 보는 관계가 성립되는 원인에 대한 고찰이 향후에도 더 필요할 것이며 이러한 고찰을 통해 재산관련 과세에 대한 정책적 함의도 도출하는 것이 가능할 것이라고 판단된다.

<표 IV-6> 자산보유액과 금융자산의 증가

	1993~94	1994~95	1995~96	1996~97	1997~98
상수	264.518 (6.88)	586.719 (12.90)	564.889 (10.70)	700.870 (11.03)	970.632 (7.46)
금융자산	-0.425 (11.90)	-0.589 (19.04)	-0.517 (17.90)	-0.647 (21.62)	-0.626 (11.57)
R ²	0.097	0.215	0.195	0.261	0.092
상수	49.469 (1.39)	252.131 (5.42)	140.401 (2.75)	194.916 (3.21)	445.374 (3.69)
순금융자산	-0.139 (5.85)	-0.151 (8.30)	-0.171 (9.20)	-0.398 (16.06)	-0.376 (8.73)
R ²	0.025	0.050	0.060	0.163	0.054

주: 괄호 안은 t-값임.
자료: 대우패널 데이터. 6년 연속으로 관측 가능한 가구들을 대상으로 하였음.

하나의 가능한 해석은 금융자산의 축적은 특정 목표를 위한 과정이라고 상정하는 것이다. 축적된 금융자산은 언젠가 어느 형태로든 쓰이게 될 것이다. 이를테면 자동차와 같은 내구재의 구입에 이용되든지, 거주 주택의 평수를 넓히는 데 쓰이든지 아니면 최후까지 축적된다면 상속을 위해 쓰이든지 할 것이다. 현재의 데이터에서 확인되는 바는 특정 용도를 위한 금융자산의 처분이 매우 광범위하게 여러 가구에서 이루어지고 있을 가능성이 높다는 것이다.

또 하나의 가능한 해석은 각 가구별로 일종의 금융자산 소유의 상한선과 같은 것이 있어서 일정한 정도의 자산이 축적되면 더 이상의 금융자산 보유는 유보하게 된다는 가설도 세울 수 있다. 그러나 이러한 가설은 현재의 우리나라와 같이 금융자산의 축적이 충분하게 이루어지지 않은 상황에서는 큰 설득력이 없을 것이다.

결국은 대체자산으로서 부동산을 구입하는 데에 상당부분이 처분되고 있을 것이라는 가설이 설득력을 갖는다고 볼 수 있다. 그러면 이 가능성에 대해 좀더 살펴보기로 한다.

<표 IV-7>은 거주주택까지 고려한 자산 보유액의 연도별 상관관계를 제시하고 있다¹⁹⁾. 만약 금융자산들이 처분되어 부동산자산으로 대체된다면 부동산까지 고려한 자산보유액의 연도별 상관관계는 금융자산만의 연도별 상관관계보다는 훨씬 높은 값으로 유지될 것이다. <표 IV-7>은 적어도 부분적으로는 이러한 가설이 타당함을 보여주고 있다.

어떠한 두 개의 연도를 잡더라도 자산 보유액의 연도별 상관관계는 금융자산만을 고려한 연도별 상관관계에 비해서는 훨씬 높다는 것을 알 수 있다. 그렇지만 이러한 관계가 일률적인 것은 아니며 연도별로 상당한 변화가 있음도 알 수 있다. 이를테면 1993년과 1994년 사이에는 자산보유액의 상관관계가 매우 높았지만 1995년과

19) 부동산자산까지 고려하면 앞서 언급했던 대로 표본 수는 다소 줄어든다.

1996년 사이에는 그렇지 못하다.

또한 1993년과 1998년 사이 그리고 1995년과 1998년 사이의 상관관계는 6년이나 3년 동안의 변화라고 보기에는 자산보유액 사이의 상관계수가 작은 것으로 보인다. 이러한 결과는 앞서 언급했듯이 부분적으로는 금융자산이 부동산자산으로 대체되는 현상이 일어나지만 그 외에도 자산보유액의 연도별 상관관계를 약하게 만드는 어떤 원인이 존재할 수 있다는 인상을 주고 있다.

<표 IV-8>은 부동산자산 가치까지 고려하고 거기서 부채를 뺀 순자산 보유액의 연도별 상관관계를 제시하고 있는데 (자가+금융자산) 사이의 관계를 제시한 <표 IV-7>과 크게 다르지 않음을 알 수 있다.

<표 IV-7> (거주주택 + 금융자산) 가치의 연도별 상관관계

	1993년	1994년	1995년	1996년	1997년	1998년
1993년	1	0.781	0.366	0.462	0.427	0.311
1994년		1	0.384	0.467	0.445	0.318
1995년			1	0.360	0.405	0.217
1996년				1	0.514	0.255
1997년					1	0.367
1998년						1

<표 IV-8> 순자산보유액의 연도별 상관관계

	1993년	1994년	1995년	1996년	1997년	1998년
1993년	1	0.739	0.331	0.430	0.439	0.282
1994년		1	0.355	0.419	0.429	0.256
1995년			1	0.316	0.342	0.178
1996년				1	0.528	0.301
1997년					1	0.419
1998년						1

<표 IV-7>과 <표 IV-8>에서 나온 결과는 <표 IV-9>에서도 어느 정도 확인된다. 앞서 <표 IV-6>에서 살펴본 바와 마찬가지로 금융자산이나 순금융자산 보유액과 금융자산의 증가 사이에는 모든 연도에서 유의한 음의 상관관계가 성립하고 있다.

한편 부동산을 포함한 순자산과 금융자산 증가는 모두 음의 상관관계를 갖기는 하지만 유의하지 않은 연도도 있는데 흥미롭게도 이들의 관계가 5% 수준에서 유의하지 않은 연도는 연도별 자산보유액 사이의 상관관계 역시 약한 연도들이다. 역시 금융자산-부동산 자산 대체 이외에 다른 변수가 있음을 암시하는데 여기에 대한 추가적인 연구는 향후 과제로 남겨둔다.

<표 IV-9> 보유자산과 자산의 증가

	1993~94	1994~95	1995~96	1996~97	1997~98
상수	307.101 (7.18)	641.580 (12.71)	613.791 (10.55)	713.356 (10.15)	990.583 (7.18)
금융자산	-0.501 (12.15)	-0.669 (19.51)	-0.560 (17.73)	-0.639 (19.46)	-0.626 (11.19)
R ²	0.114	0.250	0.216	0.249	0.099
상수	55.496 (1.39)	258.304 (4.90)	145.990 (2.56)	215.100 (3.22)	478.844 (3.74)
순금융자산	-0.152 (5.64)	-0.161 (8.09)	-0.170 (8.46)	-0.400 (14.68)	-0.397 (8.76)
R ²	0.027	0.054	0.059	0.159	0.063
상수	178.493 (3.46)	315.158 (4.54)	213.773 (3.16)	323.449 (3.79)	508.583 (3.05)
부동산 포함 자산	-0.021 (3.38)	-0.007 (0.87)	-0.009 (1.79)	-0.0292 (5.01)	-0.0186 (1.79)
R ²	0.010	0.0007	0.0028	0.0214	0.0028

V. 결론: 조세정책에 대한 합의

본 연구에서는 총량적 자료를 통해 각종 금융자산의 수익률 및 총량의 상호관계에 대해서 살펴보았으며 미시 패널자료를 통해 1990년대 중·후반에 나타나는 가계자산 구성의 변화에 대해서 살펴보았다. 우리나라 가계의 자산 선택 행위에 대한 미시 및 거시적 고찰을 통해 얻을 수 있는 결론은 전반적으로 우리나라 가구들은 안정성을 중시하는 자산선택 행위를 하고 있으며 아직까지도 우리나라의 자산 선택은 부동산 특히 거주주택을 중심으로 이루어지고 있다는 점이다. 가계수준의 패널데이터에 대한 분석은 저연령층에서 높은 저축 성향을 보이면서 금융자산을 축적하다가 일정 기간 이후 거주주택 등의 부동산 형태로 자산을 보유하게 되는 생애 주기적 (life-cycle) 패턴을 보여주고 있다.

재산관련 세제의 가장 좋은 방향은 우선적으로 총량적인 저축수준을 떨어뜨리지 않으면서 세수 확보에 기여하는 것이라 할 수 있다. 이에 더하여 가계와 국가 전체의 자산구성이 장기적인 경제 성장을 촉진할 수 있는 방향으로 움직일 수 있도록 돕는다면 더욱 바람직할 것이다. 이러한 두 가지 측면을 고려하면서 본 연구 결과를 정리하고 연구 결과를 토대로 바람직한 조세정책에 대한 합의를 찾아보고자 한다.

다시 한번 강조하지만 우리나라 가계는 매우 안정성을 추구하는 자산선택을 하고 있다. 이러한 경향은 경제위기 이후 최소한 당분간은 지속될 것으로 판단된다. 아직도 우리나라의 금융자산의 주류는 저축성예금이며 저축성예금에 비해 세계상의 우대를 받는다고 할 수 있는 주식을 보유하고 있는 가구의 비중은 크게 늘지 않고

있다. 이밖에 보험에 대한 선호도가 높다는 점도 우리나라 가구의 안정성 위주의 자산 구성을 보여주는 대목이다. 따라서 안전자산에 대해서는 과세되며(이자 및 배당소득세) 위험자산에 대해서는 비교적 관대한(주식 양도차익의 비과세) 현재의 세제는 세수 확보 측면이나 저축 유인을 유지시키는 측면에서 커다란 문제점이 없다고 볼 수 있다. 상식적으로도 안전자산에 대한 수요의 이자율 탄력성은 매우 낮다고 할 수 있다. 이자소득세의 경제적 효과를 분석한 전영준·이철인(1999)의 연구에서도 소비의 이자율 탄력성은 0에 가까운 것으로 나타나고 있다. 따라서 안전자산에 대한 세율의 증가가 적어도 아직까지는 저축의욕을 크게 떨어뜨리지는 않을 것으로 판단되기 때문이다.

한편 제IV장의 분석에서 흥미롭게 부각되는 사실은 우리나라 가구들이 금융자산을 비교적 빠른 속도로 처분하는 경향이 있다는 점이다. 이러한 사실은 같은 가구들 사이에서도 6년이라는 비교적 짧은 기간 동안 연도별 금융자산 보유액의 상관관계가 매우 낮다는 분석 결과에서 잘 드러난다. 이는 금융자산을 처분하여 부동산자산으로 대체하는 일이 빈번하게 이루어지고 있기 때문인 것으로 판단된다.

그런 면에서는 부동산 세제를 중심으로 운용되는 현재의 재산관련 세제는 상당한 타당성을 갖고 있다고 판단된다. 비록 금융자산의 보유나 처분단계에서는 과세하지 않더라도 금융자산 보유의 최종 목적인 부동산자산으로 자산의 형태가 바뀌는 단계에서 거래세의 형태로 과세된다고 볼 수 있기 때문이다. 부동산 취득단계 중심의 재산세 구조가 과거의 경험으로 중심으로 판단하자면 낮은 연령층을 중심으로 이루어지는 부동산 소유동기를 위한 저축을 크게 위축시키지는 않았던 것으로 보인다.

그렇지만 금융시장을 선진화하고 주식이나 채권 등의 소유를 늘리기 위해서는 현재의 상황은 바뀔 필요가 있다고 판단된다. 금융

자산이 건전한 여유자금 투자 수단으로 인식되기보다는 부동산자산 마련을 위한 수단으로 인식되고 이용된다면 금융시장 발전은 요원할 것이다. 지금과 같이 가계가 소유한 부동산자산이 금융자산의 5배 이상에 이르고 있는 상황은 결코 바람직하다고는 할 수 없을 것이다. 물론 가계의 자산에서 금융자산이 차지하는 비중은 의미 있게 증가하고는 있지만 여전히 부동산자산에 비해서는 그 비중이 매우 작은 편이다. 만약 우리나라에 여전히 지가나 주택가격 거품이 존재한다고 하면 금융자산이 부동산자산으로 변하는 과정이 생산적이라고 할 수는 없을 것이다.

앞서 한국과 미국, 일본의 금융자산과 실물자산 비중을 비교한 [그림 I-1]을 보더라도 다른 나라에 비해 우리나라 금융자산의 비중은 매우 낮은 상태임을 알 수 있다. 재산세제가 부동산에 대한 세금을 중심으로 운용되고 있음에도 불구하고 이러한 현상이 발생한다는 것은 세제만으로는 가계자산 선택을 바꾸기는 어렵다는 하나의 반증일 수 있다.

다른 한편으로 금융자산과 부동산자산이 전체 자산에서 비중이 아직까지도 바람직하지는 못한 상황에 있다면 그 원인에는 조세가 부동산자산에 더 우호적이기 때문일 수 있다는 가능성에 대해서도 고려해 보아야 한다. 주택의 경우를 예로 들면 현재 세제에서 주택은 취득단계에서 과세된 이후로는 보유단계나 처분단계에서의 과세가 매우 약한 편이다. 주택의 취득단계에서 내는 세금은 엄밀한 의미에서는 부동산과 관련한 과세라고 볼 수 없고 오히려 앞서 언급한 바와 같이 주택보유 전까지 소유하고 있던 금융자산에 대한 과세로 볼 수 있을 것이다. 일단 주택을 소유하게 된 후에는 과세되는 바가 매우 적으므로 사실상 우리나라의 재산관련 세제는 부동산 과세 중심인 것처럼 보이면서도 실상은 부동산 소유에 대해 상당히 우호적인 측면이 있다. 따라서 실질적인 부동산관련 조세라고 할 수 있는 부동산의 보유과세가 강화되는 것은 금융자산 활성화와 관

련하여 긍정적인 결과를 가져올 수도 있다고 판단된다.

이와 관련하여 미시적 분석은 앞으로도 더욱 필요한 것으로 보인다. 제IV장의 분석에 따르면 평균적으로 가계의 금융자산 구성에는 큰 변화가 없는 것처럼 보이지만 가계 단위에서는 금융자산이 처분되고 다시 축적되는 복잡한 동태적 과정을 겪고 있는 것으로 보이며 이러한 동태적 과정은 금융자산이 부동산자산으로 전환되는 현상이나 그 반대의 현상을 수반하는 것으로 보인다. 따라서 집계변수를 통해서만 볼 수 없는 이러한 동태적 과정에 대한 보다 엄밀한 분석에서 재산관련 조세정책에 대한 보다 풍부한 시사점을 얻을 수 있을 것으로 기대된다.

참 고 문 헌

- 김정훈, 「부동산 세제의 현황과 개선방향」, 『재정포럼』, 한국조세연구회, 2001. 4.
- 박종규·김진영, 『저축률 하락과 재정정책』, 한국조세연구회, 2000.
- 전영준·이철인, 『이자소득세의 경제적 효과분석』, 한국조세연구회, 1999.
- 성명재, 『소득분배 변화 추이와 결정요인 분석: 도시가구를 중심으로』, 한국조세연구회, 2001.
- 전영준·이철인·홍범교·이장규, 『유가증권양도차익 등 금융소득에 대한 과세제도 개선방안』, 한국조세연구회, 2000. 12.
- 한국은행, 「민간부문 금융자산운용의 특징과 시사점」, 보도자료, 2000. 6.
- Barlow, R., H. Brazer and J. Morgan, *Economic Behavior of Affluent*, Washington, Brookings Institute, 1966.
- Butters, J., L. Thompson and L. Bollinger, *Effects of Taxation: Investment by Individuals*, Cambridge, MA, Graduate School of Business, Harvard University, 1953.
- Domar, E. R., and R. A. Musgrave, “Proportional Income Taxation and Risk-Taking,” *Quarterly Journal of Economics*, 1944, pp. 388~422.
- Feldstein, Martin, “Personal Taxation and Portfolio Composition: An Econometric Analysis,” *Econometrica*, 1976.
- OECD, *Revenue Statistics*, 2000.

- _____, *Taxation and Household Saving*, 1994.
- Poterba, James, "Taxation, Risk Taking and Household Portfolio Behavior," NBER Working Paper No. 8340, 2001a.
- Poterba, James, "Taxation and Portfolio Structure: Issues and Implications," NBER Working Paper No. 8223, 2001b.
- Poterba, James and Andrew Samwick, "Taxation and Household Portfolio Composition: U. S. Evidence from the 1980s and 1990s," mimeo.
- Sandmo, Agnar, "The effects of Taxation on Savings and Risk Taking," in *Handbook of Public Economics*, Vol. 1, 1985, pp. 265~311.
- Kennickell, Arther B. and Martha Starr-McCluer, "Recent Changes in U. S Family Finances: Result from the 1998 Survey of Consumer Finances," *Federal Reserve Bulletin* 86, 2000, pp. 1~29.
- King, Marvin A. and Jonathan Leap, "Wealth and Portfolio Composition: Theory and Evidence," *Journal of Public Economics*, 1998, pp. 155~193.

<부표 1-1> 개인금융자산(자금순환표)

	현금동화	요구불예금	저축기타예금	보험및연금	단기채권	장기채권	주식	출자지분	기타	총합
1980	1,219.6	782.3	7,940.1	1,698.8	681.6	1,478.1	3,590.3	1,587.1	2,221.6	21,199.5
1981	1,319.8	688.5	11,022.4	2,512.5	1,297.2	2,245.7	4,290.3	1,934.2	3,010.0	28,320.6
1982	1,533.6	1,054.7	15,276.1	3,668.8	1,432.5	3,685.5	5,093.3	2,311.1	2,655.9	36,711.5
1983	1,616.0	1,568.5	17,939.6	5,495.8	1,653.6	4,088.4	6,300.4	2,712.3	2,274.7	43,649.3
1984	1,692.8	1,534.6	20,835.2	7,300.5	1,816.0	4,928.1	7,304.1	3,443.1	3,675.6	52,530.0
1985	1,770.8	1,665.8	25,558.5	9,577.0	1,479.5	5,955.8	7,580.9	3,711.9	5,584.9	62,885.1
1986	2,009.7	1,894.6	32,665.1	12,366.2	2,207.5	7,499.8	7,922.7	3,884.7	6,820.2	77,270.5
1987	2,348.4	2,095.8	45,805.5	16,263.1	2,156.6	9,275.9	9,126.9	4,097.2	7,835.5	99,004.9
1988	2,949.2	2,432.0	53,523.3	20,837.5	2,819.1	12,925.2	10,299.3	5,181.7	8,651.7	119,619.0
1989	3,534.0	2,371.2	65,555.0	26,529.0	3,804.4	18,558.4	21,600.7	5,535.2	9,661.3	157,149.2
1990	4,105.8	2,849.6	87,185.2	34,645.6	4,264.9	23,225.8	22,234.8	6,265.6	10,806.5	195,583.8
1991	4,779.6	4,752.2	109,074.3	43,891.6	4,370.8	28,249.6	25,060.7	7,070.3	11,971.4	239,220.5
1992	5,171.4	5,598.0	135,398.4	51,537.0	4,985.0	32,645.3	26,806.4	8,420.8	12,704.9	283,267.2
1993	8,248.0	5,485.0	164,242.8	58,540.2	5,558.2	39,908.7	27,729.2	9,615.0	11,935.6	331,262.7
1994	8,607.0	6,290.2	210,469.2	65,102.7	5,617.7	48,967.3	30,803.7	10,955.7	9,355.3	396,168.8
1995	10,290.5	7,480.4	248,661.4	81,629.2	6,882.9	54,095.0	33,583.3	12,081.0	12,408.9	467,112.6
1996	10,927.0	6,633.1	289,951.3	98,554.0	7,533.3	61,476.4	35,101.3	12,733.3	14,135.0	537,044.7
1997	10,865.7	4,350.8	336,360.8	114,841.1	5,988.4	72,201.3	40,233.5	14,403.1	20,017.4	619,262.1
1998	9,748.6	5,143.9	355,242.7	116,848.8	1,925.2	104,526.3	46,784.0	13,081.0	20,568.3	673,868.8
1999	14,162.1	7,071.0	394,423.2	127,254.3	1,725.8	93,268.2	53,620.5	13,760.9	26,064.5	731,350.5
2000	12,497.0	10,073.7	463,635.6	143,933.9	1,699.0	71,172.7	55,378.6	13,146.7	27,947.2	799,504.4

<부표 1-2> 개인소유 금융자산의 종목별 증가율

(단위: %)

	현금동화	요구불예금	적축기타예금	보험및연금	단기채권	장기채권	주식	출자지분	기타	총합
1980	19.69	6.80	37.91	41.87	63.02	77.63	23.15	17.96	-22.82	24.01
1981	8.22	-11.99	38.82	47.90	90.32	51.93	19.50	21.87	35.49	33.59
1982	16.20	53.19	38.59	46.02	10.43	64.11	18.72	19.49	-11.76	29.63
1983	5.37	48.72	17.44	49.80	15.43	10.93	23.70	17.36	-14.35	18.90
1984	4.75	-2.16	16.14	32.84	9.82	20.54	15.93	26.94	61.59	20.35
1985	4.61	8.55	22.67	31.18	-18.53	20.85	3.79	7.81	51.95	19.71
1986	13.49	13.74	27.81	29.12	49.21	25.92	4.51	4.66	22.12	22.88
1987	16.85	10.62	40.23	31.51	-2.31	23.68	15.20	5.47	14.89	28.13
1988	25.58	16.04	16.85	28.13	30.72	39.34	12.85	26.47	10.42	20.82
1989	19.83	-2.50	22.48	27.31	34.95	43.58	109.73	6.82	11.67	31.37
1990	16.18	20.18	33.00	30.60	12.10	25.15	2.94	13.20	11.85	24.46
1991	16.41	66.77	25.11	26.69	2.48	21.63	12.71	12.84	10.78	22.31
1992	8.20	17.80	24.13	17.42	14.05	15.56	6.97	19.10	6.13	18.41
1993	59.49	-2.02	21.30	13.59	11.50	22.25	3.44	14.18	-6.06	16.94
1994	4.35	14.68	28.15	11.21	1.07	22.70	11.09	13.94	-21.62	19.59
1995	19.56	18.92	18.15	25.39	22.52	10.47	9.02	10.27	32.64	17.91
1996	6.19	-11.33	16.60	20.73	9.45	13.65	4.52	5.40	13.91	14.97
1997	-0.56	-34.41	16.01	16.53	-20.51	17.45	14.62	13.11	41.62	15.31
1998	-10.28	18.23	5.61	1.75	-67.85	44.77	16.28	-9.18	2.75	8.82
1999	45.27	37.46	11.03	8.91	-10.36	-10.77	14.61	5.20	26.72	8.53
2000	-11.76	42.46	17.55	13.12	-1.55	-23.69	3.28	-4.46	7.22	9.32

<부표 1-3> 종목별 개인소유 금융자산의 비중

(단위:%)

	현금동화	요구불예금	적축기타예금	보험및연금	단기채권	장기채권	주식	출자지분	기타	총합
1980	5.75	3.69	37.45	8.01	3.22	6.97	16.94	7.49	10.48	100
1981	4.66	2.43	38.92	8.87	4.58	7.93	15.15	6.83	10.63	100
1982	4.18	2.87	41.61	9.99	3.90	10.04	13.87	6.30	7.23	100
1983	3.70	3.59	41.10	12.59	3.79	9.37	14.43	6.21	5.21	100
1984	3.22	2.92	39.66	13.90	3.46	9.38	13.90	6.55	7.00	100
1985	2.82	2.65	40.64	15.23	2.35	9.47	12.06	5.90	8.88	100
1986	2.60	2.45	42.27	16.00	2.86	9.71	10.25	5.03	8.83	100
1987	2.37	2.12	46.27	16.43	2.18	9.37	9.22	4.14	7.91	100
1988	2.47	2.03	44.74	17.42	2.36	10.81	8.61	4.33	7.23	100
1989	2.25	1.51	41.72	16.88	2.42	11.81	13.75	3.52	6.15	100
1990	2.10	1.46	44.58	17.71	2.18	11.88	11.37	3.20	5.53	100
1991	2.00	1.99	45.60	18.35	1.83	11.81	10.48	2.96	5.00	100
1992	1.83	1.98	47.80	18.19	1.76	11.52	9.46	2.97	4.49	100
1993	2.49	1.66	49.58	17.67	1.68	12.05	8.37	2.90	3.60	100
1994	2.17	1.59	53.13	16.43	1.42	12.36	7.78	2.77	2.36	100
1995	2.20	1.60	53.23	17.48	1.47	11.58	7.19	2.59	2.66	100
1996	2.03	1.24	53.99	18.35	1.40	11.45	6.54	2.37	2.63	100
1997	1.75	0.70	54.32	18.54	0.97	11.66	6.50	2.33	3.23	100
1998	1.45	0.76	52.72	17.34	0.29	15.51	6.94	1.94	3.05	100
1999	1.94	0.97	53.93	17.40	0.24	12.75	7.33	1.88	3.56	100
2000	1.56	1.26	57.99	18.01	0.21	8.90	6.93	1.64	3.50	100

<부표 11-1> 1993년 각종 금융자산 소유가구의 비중

(단위:%)

	저축	요구불 예금	저축 예금	기타 예금	주식	채권	보험
전체	68.2	36.7	47.9	3.0	12.8	1.9	48.4
소득별							
1천만원이하(870)	45.4	25.8	25.5	2.0	3.4	0.6	29.3
1000~2000이하(1635)	71.4	37.3	51.6	2.9	12.5	1.4	48.1
2000~3000이하(772)	78.6	40.6	57.7	3.7	18.3	2.0	58.6
3000~4000이하(310)	79.3	49.0	57.7	3.5	17.0	2.9	64.8
4000~8000이하(205)	82.4	42.9	60.0	2.9	26.3	7.8	67.8
8000만원이상(34)	79.4	44.1	58.8	11.7	20.5	8.8	50.0
연령별							
35세 미만(1269)	78.5	41.4	58.7	4.4	11.9	0.1	58.7
35~45세(1164)	72.5	40.5	50.6	2.8	17.1	2.7	55.9
45~55세(734)	62.2	32.6	41.2	2.1	13.2	1.7	39.3
55~65세(470)	53.4	26.5	35.3	2.3	7.0	0.8	31.9
65세이상(189)	32.8	22.2	16.4	0.5	4.7	0.5	0.9
소득원별							
봉급생활(2312)	74.6	38.0	55.5	3.5	16.9	2.2	52.6
자영/자유(965)	67.3	38.3	43.9	2.3	8.8	1.9	49.5
기타(549)	42.9	28.4	23.1	2.3	2.7	0.5	28.5
학력별							
국졸(612)	47.5	26.7	29.5	1.6	4.5	0.3	54.6
중졸(617)	57.8	30.6	36.7	2.1	7.1	0.6	61.0
고졸(1781)	73.0	40.7	51.4	2.8	12.4	2.0	53.9
전문대졸(470)	82.7	43.4	63.6	5.5	26.5	2.9	42.9
대졸이상(346)	79.1	35.5	60.9	5.2	20.8	4.6	24.8
거주형태별							
자가(1904)	65.1	34.2	44.6	2.3	15.1	2.4	46.0
전세(1411)	75.4	41.3	54.6	3.9	11.9	1.4	53.6
월세(412)	59.2	33.7	40.7	2.4	4.3	0.7	42.4
기타(99)	64.6	31.3	45.4	7.0	15.1	2.0	44.4

주: 괄호 안은 가구수임.

<부표 II-2> 1993년 평균 금융자산 보유액

(단위: %)

	저 축	요구불 예 금	저축예금	기타예금	주 식	채 권
전 체	698.9	342.3	556.2	461.0	547.1	182.4
소득별						
1천만원이하(870)	420.4	222.2	361.9	500.3	864.6	125.5
1000~2000이하(1635)	498.3	224.9	423.4	348.7	341.9	147.8
2000~3000이하(772)	819.8	382.5	579.8	418.3	749.2	213.1
3000~4000이하(310)	1043.2	412.8	921.6	438.6	461.8	109.7
4000~8000이하(205)	1422.2	962.5	934.6	1053.3	591.4	263.1
8000만원이상(34)	3065.7	1735.3	2196.0	1142.5	1283.3	185.0
연령별						
35세 미만(1269)	502.3	212.2	403.7	430.6	415.5	158.0
35~45세(1164)	740.7	371.8	533.6	437.6	588.7	231.5
45~55세(734)	886.8	458.4	780.4	659.1	509.8	141.7
55~65세(470)	954.5	466.6	917.3	358.1	820.7	106.2
65세이상(189)	870.3	608.6	528.0	900.0	1235.5	8.0
소득원별						
방급생활(2312)	677.7	309.4	502.5	425.9	558.2	180.1
자영/자유(965)	820.3	453.8	747.4	709.7	353.7	180.6
기타(549)	519.3	263.3	460.5	239.6	1369.2	233.3
학력별						
국 졸(612)	674.9	451.0	576.2	569.0	400.0	1015.0
중 졸(617)	628.9	354.7	560.6	579.5	565.4	20.5
고 졸(1781)	618.3	282.6	488.7	492.9	577.5	98.5
전문대졸(470)	942.7	447.3	668.2	398.0	510.4	215.2
대학이상(346)	852.2	356.3	668.8	318.0	563.1	284.1
거주형태별						
자 가(1904)	879.1	440.6	687.8	593.9	656.2	232.2
전 세(1411)	570.2	273.5	461.6	359.3	427.0	96.7
월 세(412)	373.5	203.6	340.0	340.5	120.1	49.3
기타(99)	586.0	192.0	494.3	612.1	342.8	112.5

주: 괄호 안은 가구수임.

<부표 11-3> 1994년 각종 금융자산 소유가구의 비중

(단위 : %)

	저 축	요구불 예 금	저축 예금	기타 예금	주 식	채 권	보 험
전 체	62.4	32.8	37.0	12.5	8.6	1.4	50.5
소득별							
1천만원이하(628)	31.6	16.7	13.2	6.2	1.7	0.6	17.0
1000~2000이하(1236)	66.0	32.9	40.9	10.3	7.4	1.2	52.8
2000~3000이하(702)	73.3	37.4	45.7	15.1	12.1	1.2	64.8
3000~4000이하(271)	71.5	42.4	40.5	21.0	11.0	1.0	63.8
4000~8000이하(208)	80.2	49.5	49.0	21.6	18.7	0.4	72.5
8000만원이상(31)	96.7	58.0	61.2	32.2	25.8	12.9	54.8
연령별							
35세미만(790)	73.7	37.9	50.1	12.5	9.4	0.1	64.5
35~45세(994)	68.1	35.2	41.0	13.7	11.5	2.1	62.2
45~55세(585)	61.0	31.7	33.6	12.6	7.8	1.7	46.1
55~65세(399)	50.6	28.5	26.8	12.0	4.7	0.5	30.0
65세이상(308)	33.1	19.8	10.7	8.7	3.2	0.6	12.0
소득원별							
봉급생활(1742)	69.9	35.4	43.8	14.2	12.0	1.4	57.2
자영/자유(842)	64.1	35.8	36.2	12.4	5.3	1.9	54.1
기타(492)	33.1	18.4	14.6	6.3	2.0	0.8	20.7
거주형태별							
자 가(1735)	60.0	31.5	32.9	13.7	9.4	1.9	47.1
전 세(945)	70.8	37.0	47.3	12.2	8.3	0.7	58.0
월 세(322)	53.1	30.4	30.7	6.2	2.4	0.9	48.1
기 타(74)	52.7	20.2	31.0	13.5	18.9	1.3	45.9

주: 괄호 안은 가구수임.

<부표 II-4> 1994년 평균 금융자산 보유액

(단위:%)

	저 축	요구불 예 금	저축예금	기타예금	주 식	채 권
전 체	824.3	357.1	613.4	588.3	1314.8	266.1
소득별						
1천만원이하(628)	710.9	315.1	564.9	465.1	7040.6	31.7
1000~2000이하(1236)	613.8	269.2	506.3	435.0	863.0	264.6
2000~3000이하(702)	842.6	337.5	569.0	525.4	1323.5	550.7
3000~4000이하(271)	1040.7	436.9	774.7	753.3	951.1	143.3
4000~8000이하(208)	1447.4	654.9	964.2	936.6	932.1	69.3
8000만원이상(31)	2121.6	662.2	1607.8	1190.3	985.4	450.0
연령별						
35세미만(790)	662.0	224.1	419.8	457.4	1736.3	129.5
35~45세(994)	854.1	375.4	650.8	596.9	733.5	427.1
45~55세(585)	828.1	413.5	695.6	616.5	726.5	158.8
55~65세(399)	957.7	480.6	806.8	672.7	1444.8	17.5
65세이상(308)	1277.1	503.6	1355.0	797.2	7865.7	44.5
소득원별						
봉급생활(1742)	752.0	298.2	554.8	490.4	898.7	341.8
자영/자유(842)	954.5	477.9	741.9	738.7	1798.9	186.9
기타(492)	933.1	356.2	690.5	865.3	7040.6	109.7
거주형태별						
자 가(1735)	903.4	396.3	697.4	657.4	1180.2	220.6
전 세(945)	784.3	317.3	539.5	493.8	1675.4	605.7
월 세(322)	521.0	256.2	520.0	476.4	445.0	65.0
기 타(74)	732.2	512.6	359.4	256.0	175.0	39.0

주: 괄호 안은 가구수임.

<부표 11-5> 1995년 각종 금융자산 소유가구의 비중

(단위:%)

	저 축	요구불 예 금	저축 예금	기타 예금	주 식	채 권	보 험
전 체	74.1	42.1	48.1	19.4	12.8	3.1	60.3
소득별							
1천만원이하(339)	38.0	20.9	16.2	8.2	2.6	0.8	21.5
1000~2000이하(765)	72.5	39.6	46.2	16.6	7.8	1.6	59.8
2000~3000이하(606)	81.1	47.1	55.6	22.7	15.3	2.6	66.1
3000~4000이하(317)	84.5	50.4	52.6	28.0	18.2	3.4	72.2
4000~8000이하(333)	88.2	50.1	65.1	22.8	18.6	6.3	73.8
8000만원이상(101)	85.1	49.5	55.4	20.7	33.6	13.8	76.2
연령별							
35세미만(526)	82.3	48.0	59.3	19.5	11.7	2.4	74.5
35~45세(921)	77.6	45.3	49.7	20.6	15.7	4.2	71.9
45~55세(477)	76.3	41.3	47.1	21.5	13.6	3.5	52.4
55~65세(337)	65.2	33.8	42.7	18.1	8.3	1.4	43.0
65세이상(200)	46.0	27.5	23.5	11.0	8.0	2.0	17.0
소득원별							
봉급생활(1441)	81.8	45.1	57.3	21.2	16.7	3.4	66.2
자영/자유(686)	73.1	43.5	44.3	20.4	9.1	3.3	65.4
기타(334)	42.8	26.0	16.4	9.8	3.2	1.4	23.9
학력별							
국 졸(394)	53.2	29.1	29.6	14.2	5.0	1.7	34.7
중 졸(407)	67.5	36.6	42.2	18.6	4.9	1.9	50.1
고 졸(994)	78.2	45.4	51.5	21.3	11.2	2.3	65.5
전문대졸(220)	85.4	46.8	61.8	21.3	19.5	8.1	77.7
대졸이상(446)	83.6	48.8	55.8	19.7	27.1	4.9	71.7
거주형태별							
자 가(1502)	72.5	40.6	44.0	20.3	15.1	3.9	57.0
전 세(726)	81.5	45.5	60.4	18.8	10.1	1.7	69.0
월 세(173)	58.3	40.4	32.9	13.2	3.4	1.1	54.9
기 타(60)	70.0	43.3	48.3	21.6	13.3	5.0	51.6

주: 괄호 안은 가구수임.

<부표 II-6> 1995년 평균 금융자산 보유액

(단위: %)

	저 축	요구불 예 금	저축예금	기타예금	주 식	채 권
전 체	1083.0	497.6	653.9	838.8	934.4	183.5
소득별						
1천만원이하(339)	579.7	527.7	436.4	387.0	70.0	31.6
1000~2000이하(765)	745.6	417.0	494.9	670.8	599.2	113.0
2000~3000이하(606)	1000.7	431.1	577.1	669.3	1038.0	110.0
3000~4000이하(317)	1200.9	422.9	729.8	837.3	913.7	79.6
4000~8000이하(333)	1590.9	688.8	852.4	1247.0	1183.7	296.0
8000만원이상(101)	2382.3	923.9	1340.3	2100.5	912.0	278.2
연령별						
35세미만(526)	787.3	330.5	494.8	569.9	898.1	76.3
35~45세(921)	1116.2	478.8	698.9	807.6	875.6	237.5
45~55세(477)	1302.0	622.2	705.7	1149.0	1002.3	152.8
55~65세(337)	1043.3	481.3	679.1	909.4	723.2	95.8
65세이상(200)	1444.6	996.7	946.4	718.8	1876.2	245.0
소득원별						
봉급생활(1441)	1024.5	412.0	567.0	851.6	849.9	224.6
자영/자유(686)	1215.4	533.0	881.9	907.7	1121.3	121.2
기타(334)	1100.0	1016.2	701.1	427.6	1632.8	58.4
학력별						
국 졸(394)	1083.9	562.5	827.8	972.3	595.5	222.1
중 졸(407)	926.6	486.8	776.9	465.0	796.7	50.6
고 졸(994)	975.1	483.4	535.1	826.8	850.3	229.7
전문대졸(220)	1154.7	532.9	592.3	1002.3	1030.7	165.3
대졸이상(446)	1386.7	483.3	765.2	1018.2	1038.5	186.0
거주형태별						
자 가(1502)	1224.3	577.7	693.2	996.5	991.0	180.5
전 세(726)	910.3	402.3	621.8	568.5	793.8	198.1
월 세(173)	642.5	309.6	514.7	559.8	266.6	52.5
기 타(60)	911.1	337.2	520.3	470.0	1191.6	266.6

주: 괄호 안은 가구수임.

<부표 11-7> 1996년 각종 금융자산 소유가구의 비중

(단위:%)

	저 축	요구불 예 금	저축 예 금	기타 예 금	주 식	채 권	보 험
전 체	73.6	44.5	43.5	18.2	11.6	2.4	63.5
소득별							
1천만원이하(356)	29.2	16.2	9.5	9.5	1.6	0.2	17.6
1000~2000이하(631)	75.5	44.2	43.2	15.8	6.4	1.5	60.3
2000~3000이하(599)	83.8	49.7	48.4	20.8	14.0	2.3	74.4
3000~4000이하(333)	84.3	52.8	53.7	21.6	17.1	4.5	75.9
4000~8000이하(342)	83.6	52.3	55.2	22.8	18.7	3.2	80.4
8000만원이상(127)	85.8	59.0	59.0	21.2	21.2	6.2	78.7
연령별							
35세 미만(454)	83.7	50.8	56.1	16.0	11.2	2.2	76.6
35~45세(859)	79.9	48.1	46.7	20.1	15.6	3.4	78.8
45~55세(422)	77.7	45.2	46.4	19.1	13.0	3.0	64.4
55~65세(355)	66.1	41.6	36.0	20.8	6.7	1.4	45.6
65세이상(298)	43.2	27.1	19.7	11.7	5.0	0.3	19.7
소득원별							
봉급생활(1361)	82.0	49.8	52.1	19.6	15.2	2.4	71.0
자영/자유(645)	77.2	46.3	43.2	20.6	8.6	3.5	72.5
기타(382)	37.6	23.0	13.3	9.1	4.1	0.7	21.7
학력별							
국 졸(508)	49.4	30.5	23.2	14.3	2.7	0.5	34.2
중 졸(357)	69.7	39.7	35.9	20.4	5.3	1.4	60.7
고 졸(924)	81.3	47.2	49.4	19.3	11.4	2.7	71.9
전문대졸(192)	82.8	55.2	50.0	20.8	18.2	3.6	80.0
대졸이상(407)	85.7	55.5	59.5	17.7	26.0	4.6	76.2
거주형태별							
자 가(1447)	72.0	42.3	41.3	19.6	13.8	3.1	61.4
전 세(698)	81.0	51.0	53.2	16.0	9.5	1.5	71.4
월 세(179)	58.6	38.5	24.5	16.7	1.6	1.1	52.5
기 타(64)	71.8	42.1	39.0	14.0	12.5	1.5	56.2

주: 괄호 안은 가구수임.

<부표 II-8> 1996년 평균 금융자산 보유액

(단위 : %)

	저 축	요구불 예 금	저축예금	기타예금	주 식	채 권
전 체	1248.1	573.8	896.0	1067.3	701.5	115.3
소득별						
1천만원이하(356)	785.3	460.4	732.9	777.5	601.0	12.0
1000~2000이하(631)	790.6	419.9	565.3	730.4	893.9	38.4
2000~3000이하(599)	1101.0	491.3	803.4	1054.5	507.6	62.3
3000~4000이하(333)	1398.5	733.0	956.6	805.1	656.7	41.1
4000~8000이하(342)	1783.6	630.5	1175.1	1706.4	682.6	163.2
8000만원이상(127)	2576.7	1052.6	1684.4	1591.5	1228.3	390.5
연령별						
35세 미만(454)	914.1	329.7	718.9	800.7	618.0	37.1
35~45세(859)	1174.1	570.8	886.9	829.9	545.4	84.4
45~55세(422)	1529.3	623.5	1045.5	1536.3	949.3	291.6
55~65세(355)	1541.8	820.8	903.1	1365.4	1205.8	17.8
65세이상(298)	1376.4	716.8	1212.1	1080.5	724.1	22.0
소득원별						
봉급생활(1361)	1227.1	535.9	838.8	1059.9	660.2	148.8
자영/자유(645)	1271.6	574.6	982.6	114.7	612.5	77.0
기타(382)	1329.8	862.9	1219.6	840.8	1487.6	40.6
학력별						
국 졸(508)	1104.3	592.3	996.0	1823.3	686.8	166.3
중 졸(357)	1053.2	535.4	643.2	1282.1	382.1	61.4
고 졸(924)	1196.5	542.8	910.1	919.2	825.2	97.2
전문대졸(192)	1149.8	695.3	808.1	695.2	452.6	146.6
대졸이상(407)	1646.4	549.0	937.8	937.0	1080.3	17.3
거주형태별						
자 가(1447)	1434.9	651.1	998.7	1217.2	787.4	115.2
전 세(698)	1015.3	463.7	750.3	864.4	517.8	140.9
월 세(179)	790.9	492.0	800.1	459.7	10.3	31.5
기 타(64)	925.2	478.4	773.2	868.1	356.1	7.0

주: 괄호 안은 가구수임.

<부표 11-9> 1997년 각종 금융자산 소유가구의 비중

(단위:%)

	저축	요구불 예금	저축 예금	기타 예금	주식	채권	보험
전체	73.3	43.0	40.6	23.5	10.0	1.7	61.7
소득별							
1천만원이하(318)	31.7	18.8	6.2	11.3	1.8	0.3	12.2
1000~2000이하(475)	67.5	40.0	32.6	17.0	3.7	1.2	53.8
2000~3000이하(566)	81.6	48.5	48.2	26.5	8.8	1.7	74.9
3000~4000이하(357)	87.6	50.1	51.8	27.1	14.8	1.6	70.8
4000~8000이하(407)	84.7	49.8	54.0	30.9	16.7	2.4	77.1
8000만원이상(131)	84.7	48.8	48.8	31.2	23.6	5.3	80.1
연령별							
35세 미만(383)	81.7	51.4	55.8	20.8	10.7	1.3	78.3
35~45세(816)	82.9	50.0	48.2	25.3	13.6	2.4	78.9
45~55세(408)	74.2	40.9	38.4	27.6	10.5	2.9	62.2
55~65세(344)	65.4	33.1	29.0	25.2	5.2	0.5	42.1
65세이상(303)	44.5	28.0	17.1	14.5	4.2	0.3	15.8
소득원별							
봉급생활(1248)	83.1	48.4	50.0	26.0	13.6	2.2	70.6
자영/자유(619)	74.1	44.5	39.4	25.2	6.7	1.2	70.9
기타(387)	40.3	23.2	12.6	12.9	3.6	1.0	18.0
학력별							
국졸(489)	49.0	28.2	18.4	17.9	2.6	0.6	30.6
중졸(327)	68.5	38.5	34.8	25.3	4.8	1.5	56.2
고졸(859)	80.4	46.9	45.5	25.0	8.9	2.4	72.0
전문대졸(195)	83.0	49.2	55.8	24.6	15.8	2.0	81.0
대졸이상(384)	87.5	54.1	55.4	25.2	23.1	1.8	72.9
거주형태별							
자가(1383)	72.3	40.2	37.5	25.0	11.5	2.3	57.5
전세(623)	79.7	51.2	49.9	21.1	8.1	0.9	73.0
월세(171)	62.5	42.1	32.7	21.0	2.3	0.5	55.5
기타(77)	63.6	29.8	40.2	20.7	14.2	-	58.4

주: 괄호 안은 가구수임.

<부표 II-10> 1997년 평균 금융자산 보유액

(단위: %)

	저 축	요구불 예 금	저축예금	기타예금	주 식	채 권
전 체	1361.8	620.2	967.0	960.1	1409.0	212.2
소득별						
1천만원이하(318)	974.3	517.0	1606.0	867.0	966.6	1000.0
1000~2000이하(475)	733.6	424.0	557.5	769.6	372.6	19.3
2000~3000이하(566)	1047.8	382.7	767.4	814.7	939.2	109.2
3000~4000이하(357)	1511.4	533.3	1182.0	830.4	1580.3	368.3
4000~8000이하(407)	1788.1	838.8	1154.8	950.3	1443.3	217.1
8000만원이상(131)	3092.0	1869.9	1343.2	2286.4	2805.9	271.4
연령별						
35세 미만(383)	1015.0	388.1	767.9	593.3	683.9	254.0
35~45세(816)	1427.4	644.7	871.0	1060.9	1654.4	176.7
45~55세(408)	1554.5	899.0	1086.9	895.3	1557.6	294.1
55~65세(344)	1314.0	587.6	1122.0	1118.8	2012.5	62.5
65세이상(303)	1484.4	536.6	1853.0	1005.1	180.0	29.0
소득원별						
봉급생활(1248)	1303.7	460.5	919.8	958.5	1304.4	233.4
자영/자유(619)	1545.2	916.9	1036.1	969.2	2185.7	108.8
기타(387)	1208.9	784.1	1224.1	942.0	676.0	270.5
학력별						
국 졸(489)	961.2	382.1	1091.0	844.1	636.6	41.0
중 졸(327)	954.0	503.6	769.1	692.4	297.9	41.2
고 졸(859)	1368.3	658.4	895.4	1022.2	2025.2	300.0
전문대졸(195)	1549.7	505.7	1161.4	1038.6	959.4	37.5
대졸이상(384)	1816.1	827.7	1052.3	1117.7	1264.7	244.0
거주형태별						
자 가(1383)	1534.2	732.6	1136.9	1035.7	1534.4	177.5
전 세(623)	1150.6	488.2	784.6	849.8	1219.9	437.6
월 세(171)	746.0	276.0	605.5	553.3	2535.0	5.0
기 타(77)	1330.4	807.6	605.3	1143.7	635.7	-

주: 괄호 안은 가구수임.

<부표 II-11> 1998년 각종 금융자산 소유가구의 비중

(단위:%)

	저 축	요구불 예 금	저축 예금	기타 예금	주 식	채 권	보 험
전 체	68.2	38.0	34.2	23.2	8.3	1.8	63.9
소득별							
1천만원이하(378)	41.7	23.5	8.4	14.5	1.5	0.2	28.0
1000~2000이하(501)	61.2	32.9	29.3	17.9	4.5	1.1	62.8
2000~3000이하(450)	77.1	43.3	42.0	26.8	7.5	1.5	73.5
3000~4000이하(232)	79.7	46.5	46.9	24.5	12.5	1.7	78.0
4000~8000이하(287)	87.1	46.6	52.2	32.7	16.7	5.2	82.9
8000만원이상(67)	89.5	55.2	43.2	41.7	29.8	4.4	79.1
연령별							
35세 미만(286)	76.5	40.9	47.2	19.9	9.7	1.0	75.1
35~45세(685)	73.1	43.3	37.8	22.9	11.3	2.7	78.6
45~55세(401)	67.8	36.6	34.4	26.4	8.2	2.9	66.5
55~65세(308)	61.6	31.4	29.8	22.7	4.8	0.3	47.7
65세이상(235)	53.1	29.7	13.6	23.4	2.5	0.4	23.8
소득원별							
봉급생활(970)	78.6	42.0	45.4	26.1	12.1	2.3	73.8
자영/자유(547)	65.8	40.5	31.2	22.6	5.4	1.8	71.2
기타(398)	46.2	24.6	11.0	16.8	3.0	0.7	29.6
학력별							
국 졸(327)	52.5	27.2	15.9	25.3	2.4	0.6	37.0
중 졸(311)	54.9	31.8	23.1	19.9	1.6	0.3	53.6
고 졸(774)	71.5	39.0	37.0	22.8	7.6	2.0	71.0
전문대졸(163)	82.8	52.1	50.9	26.3	10.4	3.0	84.0
대졸이상(340)	80.8	45.0	47.6	23.5	20.8	3.5	73.2
거주형태별							
자 가(1236)	69.2	38.5	32.2	27.8	9.1	1.9	61.8
전 세(518)	71.4	40.7	40.7	16.0	7.3	1.9	90.6
월 세(105)	42.8	20.9	26.6	10.4	1.9	-	57.1
기 타(56)	64.2	33.9	32.1	12.5	12.5	3.5	58.9

주: 괄호 안은 가구수임.

<부표 II-12> 1998년 평균 금융자산 보유액

(단위: %)

	저 축	요구불 예 금	저축예금	기타예금	주 식	채 권
전 체	1820.0	524.8	1351.2	1319.0	840.6	2234.6
소득별						
1천만원이하(378)	982.7	463.5	1280.9	787.3	423.6	30.0
1000~2000이하(501)	1031.2	315.5	698.8	763.5	654.4	5095.0
2000~3000이하(450)	1353.0	365.8	939.3	1056.5	787.3	578.5
3000~4000이하(232)	1635.4	512.1	1090.8	1220.1	894.3	168.2
4000~8000이하(287)	3449.7	1003.0	2491.9	1839.8	1000.5	2701.6
8000만원이상(67)	4540.4	748.7	2499.5	3737.1	805.5	1533.3
연령별						
35세 미만(286)	1445.4	757.7	867.9	570.0	715.8	8513.3
35~45세(685)	1524.3	421.1	1193.0	1054.4	890.1	824.2
45~55세(401)	2419.3	646.0	1325.1	1595.0	726.9	3186.4
55~65세(308)	2415.9	469.9	2365.0	2031.4	753.6	1000.0
65세이상(235)	1451.5	396.9	1868.7	1412.4	1551.6	10.0
소득원별						
봉급생활(970)	2076.1	378.5	1166.1	1341.1	803.5	1039.2
자영/자유(547)	1946.1	487.0	1703.7	1200.9	1026.8	3149.0
기타(398)	1698.8	1219.8	1837.0	1454.0	746.8	8351.6
학력별						
국 졸(327)	1193.7	420.4	1209.1	1082.8	218.5	55.0
중 졸(311)	1517.7	335.7	1086.2	1517.4	840.0	7000.0
고 졸(774)	1699.9	475.3	1243.6	1250.4	767.9	2165.0
전문대졸(163)	1571.4	323.5	988.8	1193.1	455.8	334.0
대졸이상(340)	2763.7	917.4	1890.9	1629.9	1072.1	3085.6
거주형태별						
자 가(1236)	1810.6	465.6	1232.7	1405.9	813.3	1681.1
전 세(518)	1765.6	430.6	1619.5	925.1	962.7	3460.0
월 세(105)	1028.8	137.9	1141.6	368.1	300.0	-
기 타(56)	3590.8	3503.4	1160.0	3216.5	758.5	2750.0

주: 괄호 안은 가구수임.

<국문요약>

가계의 자산구성 변화와 조세정책에 대한 함의

김진영 · 박창균

본 연구는 바람직한 재산관련 세제의 모색을 위한 기본 연구 차원에서 가계의 자산구성의 변화에 대해 살펴본다. 재산관련 세제는 세수 자체는 크지 않지만 경제 전반에 미치는 영향은 매우 크다고 볼 수 있다. 재산에 대한 조세는 저축과 직접적인 관련을 갖게 되며 저축을 통한 투자와 자본의 축적이 경제성장의 원동력이라고 한다면 재산에 대한 과세는 결과적으로 경제성장에까지 영향을 미치게 될 것이다. 다른 한편으로 재산에 대한 과세는 과세대상 자산의 세후수익률에 변화를 줌으로써 저축의 총량뿐 아니라 경제주체들의 자산 선택에도 영향을 미치게 된다. 결국 가계의 자산구성 및 자산 선택 패턴에 대한 분석은 재산관련 세제 모색의 필수적인 전제조건이라 할 수 있다. 본 보고서의 가계 자산구성의 변화에 대한 고찰은 거시적 분석과 미시적 분석을 병행한다.

우선 총량자료를 이용하여 가계부문의 금융자산 구성을 분석함에 있어서는 1980년부터 2000년까지의 20년 동안 가계가 소유한 금융자산 및 그 세후수익률이 상호간에 미치는 영향에 대하여 벡터자기회귀(Vector Autoregression: VAR) 모델을 통해 살펴본다. 한국은행의 자금순환표와 각종 금융자산의 세후수익률의 정보를 결합한 분석에서는 각종 금융자산 및 그 수익률과 관련하여 다음과 같은 사실들을 확인할 수 있다.

첫째, 소득의 외생적 증대는 모든 금융자산의 보유를 증대시킴과 동시에 수익률 또한 상승시키며 그 효과는 2분기가 경과할 때까지 대부분 실현된다.

둘째, 현금 및 요구불예금 보유 동기의 상승은 생명보험을 제외한 다른 모든 자산 보유의 대폭적 감소를 유발한다. 시간이 2분기 정도 경과한 후에는 현금 및 요구불예금으로 집중되었던 자산이 다시 현금 및 요구불예금 이외의 다른 자산, 특히 주식과 저축성 예금으로 분산되는 양상을 보인다.

셋째, 저축성 예금의 보유 증대는 초기에 현금 및 요구불예금을 제외한 다른 모든 금융자산의 보유를 감소시키며 모든 금융자산의 수익률을 단기적 그리고 장기적으로 떨어뜨리는 결과를 가져온다.

넷째, 채권의 보유 증대는 모든 자산의 수익률을 상승시키는 반면, 주식의 보유 증대는 모든 자산의 수익률을 감소시키는 역할을 한다.

다섯째, 모든 충격에 대응하여 저축성 예금과 생명보험의 수익률은 같은 방향으로 매우 밀접한 관계를 유지하면서 변하는 것을 토대로 두 자산 사이의 동질성이 매우 높음을 추론할 수 있다.

여섯째, 채권 수익률과 주식 수익률은 반대의 방향으로 움직이는 경향을 보이는데 이는 채권과 주식간의 높은 대체도를 반영하는 것으로 보인다.

한편 미시 패널 자료인 대우패널 데이터를 이용하여 1993년에서 1998년까지 가계의 금융자산 및 부동산 소유 실태를 분석함으로써 다음과 같은 사실들을 발견할 수 있다.

첫째, 분석대상 기간인 1990년대에 우리나라 가계의 대표적인 금융자산은 은행권 및 비은행권의 저축성 예금이다. 이는 보험가입 가구 비중이 꾸준히 증가하는 것과 함께 가계의 금융자산 소유 형태는 안전성을 지향함을 보여준다.

둘째 금융자산은 주로 낮은 연령대에서 보유하고 있으며, 그리고 일반적으로는 봉급생활자의 가구가 금융자산을 소유할 확률이 높고, 전세가구가 안전한 자산 위주로 높은 저축성향을 보이며 학력이 높을수록 금융자산 보유의 확률이 높아진다.

셋째 부채까지 고려한 순금융자산의 보유를 살펴보면 적어도 평

균적으로는 순금융자산 보유액이 1995년까지는 음의 값을 가지고 있다가 1996년 이후에는 그 값이 양으로 돌아서면서 순금융자산 보유액이 평균적으로 가구 총소득의 10% 가량에 이르게 된다.

넷째 부동산자산까지 고려할 경우 경제위기로 소득이 대폭 감소한 1998년을 논외로 할 때 1997년까지는 금융자산의 확대와 부동산 평가금액의 하락이 동시에 진행되었음을 추론할 수 있다. 한편 지니계수와 로렌츠 곡선 등을 토대로 살펴본 금융자산과 부동산자산의 불평등도는 소득불평등도보다 훨씬 큰 것으로 나타나고 있다.

다섯째 금융자산 보유 총액과 금융자산의 증가 사이에서는 유의한 음의 상관관계가 관찰되고 있는데 이는 우리나라 가계가 금융자산을 비교적 빠른 속도로 처분하는 경향이 있음을 암시한다. 특히 금융자산이 일정 정도 축적된 다음에는 부동산의 형태로 전환되는 상황이 비교적 자주 발생하는 것으로 판단된다.

이상의 우리나라 가계의 자산 선택 행위에 대한 미시 및 거시적 고찰을 통해 내릴 수 있는 결론은 전반적으로 우리나라 가구들은 안정성을 중시하는 자산 선택 행위를 하고 있으며 아직까지도 우리나라 가계의 자산 선택은 부동산, 특히 거주주택을 중심으로 이루어지고 있다는 것이다. 이로부터 안전자산에 이자 및 배당소득세 등의 형태로 과세되며 위험자산에 대해서는 주식 양도차익의 비과세에서 보는 바와 같이 비교적 관대한 현재의 세제는 세수 확보 측면이나 저축 유인을 유지시키는 측면에서는 일단 커다란 문제점이 없다고 추론할 수 있다.

한편 부동산 세제를 중심으로 운용되는 현재의 재산관련 세제는 상당한 타당성을 갖고 있기는 하지만 금융시장을 선진화하고 주식이나 채권 등의 소유를 늘리기 위해서는 실질적인 부동산관련 조세라고 할 수 있는 부동산의 보유과세가 강화되는 것이 바람직하다고 판단된다.

<Abstract>

Changes in Household Portfolio Composition and its implication on Taxation

Jin-Yeong Kim, Changkyun Park

This study addresses the issue of household portfolio composition – the changing patterns of household portfolio composition and their implication for the property taxation. In general, the taxation on property has a direct effect on the saving decision and through the changes in the after-tax returns of assets it makes effects on portfolio composition. Hence, the taxation on property could make large effects on economic growth and the composition of national assets, though tax revenue itself is not so large. To provide comprehensive empirical facts, this study combines the macro and the micro data analyses.

In the macro side, we analyze the inter-relationship between the quantities and after-tax returns of different kinds of financial assets using quarterly “flow funds” data set from Bank of Korea. The main findings are; (1) An exogenous increase in income causes the increase in the demand for all kind of financial assets and returns from them, mostly within two quarters. (2) The increase in the demand of cash and deposit account causes an instant effect of large decreases in the demands for all kinds of assets, except for the insurance.

But after two quarters, demands for other assets like the stock and the saving account increase. (3) The increase in the demand for the saving account causes the decrease in the demand for other assets, and also causes the decline in the short term and long term returns from those assets. (4) The increase in the demand for bonds increases the returns from all the assets, whereas the increase in the demand for stock makes the opposite effect. (5) Reacting to all kinds of shocks, the returns to the savings account and insurance moves at the same direction, which implies the similarity of these two assets from the standpoint of investors. (6) The returns to the bond and the stock tend to move to the opposite directions, reflecting high substitutive nature of these two assets.

In the micro side we show the changing patterns of household portfolio composition from 1993 to 1998, using the Daewoo Panel data set. The main findings are: (1) Throughout the period considered, the saving account is the major financial asset for the Korean households. Along with the growing portion of household that has insurance, this strongly suggest that Korean households have strong preferences for the safe assets. (2) Socio-demographic factors like household head's age, housing tenure, educational level have strong effects on the composition of financial assets (3) The average value of the net financial asset holding was below zero up to 1995. On average the net financial asset is about 10% of household income. (4) There has been increase in the ratio of financial assets to the value of real estate. The degree of inequality in asset holding is much greater than

that of income, whether we take account of only financial assets or the real estate in addition. (5) There is a negative and significant relationship between total value of asset holdings and the increase in the value of financial assets. The panel data suggests that the changes in asset composition, notably from financial assets to the real estate occur quite frequently in many households.

The micro and macro data analyses lead to the general conclusion that Korean households are very risk averse, and the main form of household's asset is the real estate, mostly related to the housing. As well-known the main tax bases are real estate and safe assets among financial assets in Korea. In terms of tax revenue and maintaining the saving incentive, the current system does not seem to have much problem. But considering the fact that the financial market is not yet much developed and we need to increase the portion of financial assets like stock and bonds, we need to strengthen the taxation on real estate holding, as opposed to the current system which heavily depends on taxation on the transaction of the real estate.

<著者略歴>

金 珍 永

서울大學校 經濟學科 卒業
美國 Rochester大 經濟學 博士
現, 韓國租稅研究院 專門研究委員

朴 倉 均

서울大學校 經濟學科 卒業
美國 Cornell大 經濟學 博士
韓國租稅研究院 招請研究委員
現, 韓國開發研究院 副研究委員

研究報告書 01-08

가계의 자산구성 변화와 조세정책에 대한 합의

2001年 12月 28日 印刷
2001年 12月 31日 發行

著 者 金珍永·朴倉均
發行人 宋 大 熙
發行處 韓國租稅研究院

☐1318-7774 서울特別市 松坡區 可樂洞 79-6番地
電話: 2186-2114(代), 팩시밀리: 2186-2179

登 錄 1993年 7月 15日 第21-466號
組版 및 一 志 社
印 刷

©韓國租稅研究院 2001

ISBN 89-8191-198-3

* 잘못 만들어진 책은 바꾸어 드립니다.

값 6,000원