

# 국내가계의 자산선택행위에 관한 연구

김 경 아\*

본 연구에서는 한국노동패널조사(KLIPS) 2차~8차 연도의 패널자료를 이용하여 외환위기 이후 국내가계의 예비적 자산선택행위 여부에 대해서 분석하였다. 가계의 소득위험을 추정한 후 이를 토대로 안전금융자산 보유의 결정요인을 분석해 본 결과, 가계의 소득위험, 부동산자산 보유비율, 그리고 가구주의 연령 등이 가계의 안전금융자산보유결정에 중요한 요인으로 작용하는 것을 인할 수 있었다. 특히, 소득위험이 높은 가계일수록 좀 더 안전한 금융자산인 예금이나 보험을 보유하려는 성향이 강한 것으로 나타나, 예비적 자산선택이론이 외환위기 이후 국내가계의 경우에 성립한다는 사실을 확인할 수 있었다.

그러나 외환위기 이전 자료인 한국가계패널조사(KHPS)를 대상으로 한 기존의 분석결과와는 달리, 외환위기 이후에 대한 본 분석결과에서는 거주주택을 보유한 가구들 역시 안전금융자산비율을 높이려는 경향이 강한 것으로 나타났다. 이는 국내가계의 높은 안전금융자산보유의 주목적이 주택마련에서 점차 미래를 대비하기 위한 수단으로 확대되고 있음을 의미하는 것으로 보인다.

## 1. 서론

국가경제에 있어서 가계는 소비와 저축, 투자의 모든 측면에서 중요한 역할을 담당하게 된다. 특히 가계의 저축과 자산구성은 금융시장 및 실물자산시장과 밀접한 연관성을 갖게 된다. 가계로부터 금융 및 실물자산시장으로의 자본유입은 투자와 생산을 위한 재원이 되어 성장의 원동력으로 작용하기 때문이다.

따라서 가계의 자산구성 현황에 대한 거시적 자료는 주요 경제기관들에 의해 정기적으로 수집되고 분석되어져 왔다. 그러나 각 가계의 세부적인 특성을 파악하고 분석하는 작업 역시 중요함에도 불구하고 이에 대한 연구는 상대적으로 미약한 수준에 머무르고 있다. 이에 따라, 가계의 자산구성 패턴과 결정요인을 미시적 자료를 통해 상세히 파악하고 실증적으로 연구하는 작업의 필요성이 최근 들어 강조되고 있다. 특히 1997년 말 외환위기라는 심각한 경제적 충격과 최근의 과도한 가계 부채의 증가 등으로 우리나라 가계의 소비 및 저축, 그리고 자산구성행위는 큰 변화를 겪어왔다.

---

\* 국민연금연구원 부연구위원

(Tel: 017-269-6140, E-mail: wirtschaft@skku.edu)

따라서 이러한 논제들을 논의하고 향후 개선방안을 모색해보기 위해서는 무엇보다 가계의 자산구성과 자산선택결정요인에 대한 미시적 분석이 선행되어야 한다.

보유할 자산의 선택 시 가계가 첫째로 중요하게 고려해야 하는 부분은 해당 자산의 수익률과 위험(risk)이다. 그러나 가계의 자산선택 및 투자행위에 있어서는 무엇보다도 가계의 경제적 여건, 소득위험, 가계의 인적자본, 즉 교육수준, 연령, 성별 등과 같은 인구지리학적(population-geographical) 변수들, 그리고 은퇴대비 자산투자 유인 등과 같은 개별 가계의 특징들이 중요한 영향을 미치게 된다. 가계의 미시적 자료에 대한 최근 국내의 대부분의 연구는 “예비적 저축동기(precautionary saving motive)”에 집중되어 왔다. 그에 반해 가계의 자산선택행위나 “예비적 자산선택이론(precautionary portfolio behavior)”과 관련된 미시적 연구는 소수에 불과하며, 특히 외환위기 이후에 대한 분석은 본격화되지 못하고 있다.

따라서 본 연구의 목적은 첫째, 외환위기 이후 국내가계의 미시적 자료를 대상으로 하여 국내가계의 자산구성 패턴의 변화를 분석하는데 있다. 둘째, 특히 국내 가계의 금융자산선택에 영향을 미치는 주요 요인들을 규명하기 위해, “예비적 자산선택이론”에 대한 성립여부를 검증하는데 있다. 이를 위해, 국내의 대표적 가계패널자료 중 하나인 한국노동패널조사(Korean Labor and Income Panel Study: KLIPS)를 분석대상으로 삼았다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. II장에서는 가계의 저축 및 자산구성과 관련된 기존연구들에 대해서 기술하고, 가계의 금융자산결정모형에 대한 논의를 제시하였다. III장에서는 한국노동패널 및 국내 거시자료를 토대로 외환위기 이후 국내가계의 자산구성의 변화과정에 대해 살펴보고 주요 선진국들의 가계조사 자료와의 비교를 통해 그 특성에 대해 논의하였다. 또한 자산선택의 중요한 요소로 작용할 수 있는 가구주의 연령, 교육 및 소득수준, 그리고 근로유형을 반영하여 분석패널자료의 유형별 자산구성의 특징을 세분화하여 제시하였다. IV장에서는 분석자료 및 분석방법에 대해서 상세히 서술하였고, V장에서는 분석기준에 따라 최종 추출한 패널자료에 대한 실증분석 결과를 정리하여 제시하였다. 그리고 마지막 결론에서는 실증분석 결과를 요약하고 정책적 시사점에 대해서 논의하였다.

## II. 기존연구 및 가계의 자산선택이론

### 1. 기존연구

먼저, 자산선택의 기본적인 두 기준인 자산의 수익률과 위험에 대한 계량적 실증분석은 지금까지 국제경제 및 화폐금융 분야에서 다수 수행된 바 있다. Harvey(1989, 1991)와 Laurent E. Calvet, Adlai J. Fisher, and Samuel B. Thompson(2004)등의 연구가 대표적이다. 이러한 연구들은 모두 분산투자를 통해 제거할 수 있는 분산 가능한 위험(diversifiable risk)에 대한 측정과 연관성분석에 그 초점을 맞추고 있다.<sup>1)</sup>

다음으로 가계의 예비적 자산선택행위나 예비적 저축동기에 대한 이론적 연구들이 다수 있다. 가계의 부의 축적과 관련해서 전통적으로 생애주기모형에서는 분산 불가능한(non-diversifiable) 노동소득의 위험이 가계자산구성의 중요한 변수로 작용한다고 본다. Sandmo(1970)는 소득위험이 가계로 하여금 미래소비를 유지하기 위한 예비적 부의 축적을 발생시키게 된다고 제시하였고, Dreze and Modigliani(1972)는 각 가계의 소득위험이 소비와 자산선택에 영향을 미친다는 이론을 제시한 바 있다. Kimball(1990)은 소득에 대한 위험기피도가 가계의 예비적 저축행위를 설명해주는 중요 변수로 작용한다고 주장하였다. 한편 Skinner(1987)는 소득의 불확실성이 소비에 미치는 영향을 수학적 이론으로 제시하였고, Zeldes(1989)는 개인이 전 생애에 걸쳐 균등한 소비를 한다는 거시경제학적 생애주기 및 항상소득 모형분석이 확실성 가정 하에서는 성립할 수 있지만, 미래소득이 임의적일 경우에는 효용함수가 2차함수의 형태를 보여 소비가 부(-)가 될 수 있음을 제시하였다.

1990년대부터는 예비적 자산선택행위나 예비적 저축동기와 관련된 다수의 실증연구들 역시 본격적으로 수행되게 되었다. 먼저, 미국의 경우 1968년부터 제공되는 “Panel Study of Income Dynamics(PSID)”와 1983년부터 제공되는 FRB의 “Survey of Consumer Finances(SCF)”, 그리고 노동부의 “National Longitudinal Surveys(NLS)”등이 개별 가구 및 개인의 소득과 소비에 대한 상세한 미시적 정보를 제공하고 있다. 이에 따라 다수의 실증연구가 수행된 바 있는데, 대표적 연구인 Hailiassos and Bertaut(1995)는 1983년 SCF 횡단면자료를 대상으로 분산 불가능한 소득위험이 가계의 자산 중 주식보유비율을 낮추는 주요 원인으로 작용한다고 제시하였고, Bertaut and Hailiassos(1996)는 SCF 1992년 횡단면자료를 대상으로 생애주기모형에서의 부의 축적과 포트폴리오 구성에 대한 장기적 예비적 동기에 대해서 분석하였다. 또한 Poterba and Samwick(1997)은 SCF 1983, 1989, 1992의 횡단면자료를 대상으로 가구주의 연령과 자산구조와의 관계를 분석하였고, Bertaut and Starr-McCluer(2002)는 1983년 ~ 1998년의 SCF자료를 대상으로 미국 가계의 포트폴리오 구성에 대한 분석을 수행하였다. Curcuru, Heaton, Lucas and Moore(2004)는 SCF 1989년 ~ 2001년의 자료를 대상으로 횡단면분석을 수행하여, 소득의 불확실성, 나이, 성별, 결혼여부 등과 같은 개별 가구의 특성들이 가계의 자산선택의 차이를 발생시킨다고 제시하였다. 또한 Chakraborty(1999)는 1965년 ~ 1975년의 NLS 패널자료에 대한 분석을 통해, 가계소득의 불확실성이 안정적이면서 유동성이 높은 자산에 대한 투자를 증가시킨다고 주장하였다. 그리고 Carroll and Samick(1997)은 1981년 ~ 1987년의 PSID 패널자료를 대상으로 가계의 예비적 부의 축적에 대한 분석을 수행하였다.

영국의 가계에 대한 미시적 자료로는 British Household Panel Survey(BHPS), Family Expenditure Survey(FES), 그리고 Financial Research Survey(FRS)가 대표적이다. Banks, Blundell and Smith(2001)은 1991년 이후의 BHPS와 미국의 PSID자료를 대상으로 양국의 금융자

---

1) 이러한 위험은 시장전체 상황과는 무관한 위험이라는 의미에서 ‘비체계적 위험(unsystematic risk)’으로도 지칭됨. 그에 반해, 인플레이션, 경기침체, 자본수지 악화등과 같은 시장전체의 대내외적인 영향으로 인해 발생하는 위험을 체계적 위험(systematic risk)이라 부름. 이는 분산투자를 통해서도 제거할 수 없는 위험이라는 의미에서 ‘분산 불가능한 위험(non-diversifiable risk)’이라고 부름.

산의 차이를 분석하였다. 또한 Banks and Tanner(2002)는 1978년~1996년의 FES와 1997년~1998년의 FRS를 대상으로 영국가계의 포트폴리오 구성을 분석하였다.

Alan(2004)은 1999년 Canadian Survey of Financial Security(SFS)와 1996년~2001년의 Canadian Survey of Labour and Income Dynamics(SLID)를 대상으로 캐나다 가계의 자산구성에 대해 분석하여, 예비적 부의 동기가 캐나다 가계의 경우에도 강하게 존재한다는 사실을 제시하였다.

한편, Guiso, Jappelli and Terlizzese(1996)는 1989년의 Survey of Household Income and Wealth(SHIW)에 대한 횡단면분석을 통해 소득위험과 차입제약(Borrowing Constraints)이 이탈리아 가계의 포트폴리오 선택에 중요한 영향을 미쳐 위험자산인 주식보다 안전자산의 보유를 늘리는 유인이 된다고 분석하였다. 또한 Guiso and Jappelli(2002)는 1989년~1995년의 SHIW자료에 대한 횡단면분석 및 패널분석을 통해 이탈리아 가계의 포트폴리오 구성의 변화과정을 제시하였다.

그밖에 Eymann and Börsch-Supan(2002), Alessie, Hochguertel, and Soest(2002), Andersson(2001) 그리고 Iwaisako(2003)는 각각 독일의 Income and Expenditure Survey, 네덜란드의 CentER Savings Survey, 스웨덴의 Household Income Distribution Survey(HINK), 그리고 일본의 Nikkei Radar Data와 같은 미시자료를 대상으로 가계의 자산선택이론에 대한 실증연구를 수행한 바 있다.

또한 최근 몇몇 연구에서는 주택보유 여부가 가계의 금융자산선택의 주요 변수로서 작용하게 된다는 실증적 결과들을 제시하고 있다. 일례로 Cocco(2000), Flavin and Yamashita(2002), 그리고 Kullmann and Siegel(2004)들은 주택을 소유하지 못한 가구의 경우 주식과 같은 위험자산보다는 안전자산에 대한 투자를 더 선호하는 가구 간 차이를 보인다는 사실을 제시하였다.

그에 반해, 지금까지 국내 가계의 미시적 패널자료에 대한 분석은 주로 가계의 소득 불평등의 측정이나 고령화에 따른 사회적 현안을 반영하여 노령자 및 은퇴자의 소비 및 소득에 대한 연구에 집중되어져 왔다.<sup>2)</sup> 또한, 가계의 예비적 저축동기와 관련된 실증연구만이 그 주류를 이루고 있는데, 이민원(1999)은 1993년~1996년 한국가구패널조사(Korea Household Panel Study: KHPS)를 대상으로 가계의 소득불확실성에 따르는 예비적 저축행위를 분석하였다. 이우현(2001.8, 2001.12)는 KHPS를 대상으로 각각 국내 가계의 예비적 저축행위모형 및 소비습관형성모형에 대한 검증을 수행하여, 소비의 습관형성이 성립함을 제시하였다. 또한 신관호·주원(2002)은 KHPS를 대상으로 실증분석을 수행하여 한국가계의 경우 소득불확실성에 기인한 예비적 저축의 동기가 발생함을 보였다.

그러나 국내 가계의 자산구성에 대한 실증연구는 아직까지 본격화되지 못하고 있다. 임경묵(2002)이 한국가구패널조사를 대상으로 횡단면 분석을 수행하여 국내 가계의 경우 자영업자 가구보다 봉급생활자 가구가 상대적으로 더 높은 주식자산을 보유한다는 사실을 제시한바 있다.<sup>3)</sup> 또한

---

2) 최바울, 김성환(2002), 「경제위기와 소득 불평등:1997년 이후를 중심으로」와 안종범, 전승훈(2002), 「은퇴자 가구의 소득과 소비」 등을 참조.

3) 임경묵(2002), 「한국 가계금융자산 구성의 결정요인 분석 : 주식보유를 중심으로」를 참조.

유경원(2004)은 한국가구패널조사를 대상으로 국내 가계에 대한 예비적 자산선택이론의 성립여부를 검증하였다. 그러나 이들 연구는 모두 “한국가구패널조사”에 대한 분석에 국한되어 있어서, 외환위기 이후의 미시적 가계자료에 대한 패널분석이 제외되어 있다. 현재 “한국노동패널조사”가 외환위기 이후의 국내가계에 대한 패널자료를 꾸준히 구축하고 있으므로, 따라서 이에 대한 분석을 통하여 외환위기 이후 국내가계의 자산구성을 분석 작업이 수행되어야 한다고 본다.

## 2. 가계의 자산선택이론 및 발전과정

전통적으로 투자자의 최적자산선택이론(Optimal Asset Allocation)에서는 위험이 크지만 기대수익률 역시 높은 위험자산과 위험이 작지만 기대수익률 역시 낮은 무위험자산 간의 자산선택의 문제에 초점을 맞추어왔다. 특히 초기의 최적 자산선택이론은 다음의 네 가지 가정 하에서 위험자산과 무위험자산 간의 구성 비율이 개인의 생애에 걸쳐서 일정하게 유지되어야 한다는 이론을 제시하였다. 첫째, 개별자산의 수익률이 *iid* 과정을 따라야 한다. 둘째, 투자자의 효용함수는 CRRA (constant relative risk aversion)이고 시간불변이며 시간별로 분리할 수 있어야 한다. 셋째, 투자자는 노동소득과 같이 거래가능하지 않은 자산을 소유하지 않아야 한다. 넷째, 시장이 완전하고 거래비용이나 고정비용과 같은 마찰적 비용이 존재하지 않아야 한다.<sup>4)</sup>

그러나 이러한 가정들 중 일부는 현실과 부합되지 않는다. 첫째, 노동소득의 불확실성은 특히 가계의 자산선택 시 중요한 변수로 작용할 수 있다. 이러한 주장은 이미 앞서 전술한 예비적 저축동기 및 예비적 자산선택이론에 대한 다수의 연구결과에서 검증된 바 있다.<sup>5)</sup> 둘째, 시장은 불확실하고 거래비용 및 고정비용과 같은 마찰적 비용역시 존재한다. 이러한 마찰비용으로 인해 가계의 위험자산투자 참여비율이 낮아질 수 있다.<sup>6)</sup> 마지막으로 무엇보다도 가계의 자산선택 시 중요한 변수는 연령, 학력, 직업, 성별, 자산보유형태등과 같은 가계 및 가구주의 인구학적 특성과 같은 조건들이다. 그래서 ‘예비적 자산선택행위’와 관련되는 연구에서는 이미 이러한 변수들이 일반화되어 사용되고 있다.<sup>7)</sup>

따라서 최근의 자산선택이론은 이러한 현실적 상황을 반영하여 위의 전통적인 네 가지 기본가정 중 일부를 완화시켜 분석하는 방향으로 전환되어져 왔고, 이에 따라 가계의 자산선택이론에 대한 연구역시 이러한 가계의 특성들과 소득의 불확실성 변수들을 고려하여 분석하는 단계까지 진행되고 있다. 이에 따라 본고에서도 이러한 변수들을 고려하여 국내 가계의 미시적 자료를 대상으로

---

4) Samuelson(1969)과 Merton(1969) 등을 참조.

5) Sandmo(1970), Dreze and Modigliani(1972), Kimball(1990), Hailiassos and Bertaut(1995), Bertaut and Hailias- sos(1996), 그리고 Bertaut and Starr-McCluer(2002) 등을 참조.

6) Paiella(2001), Lynch and Tan(2002), 그리고 Curcuru, Stephanie, John Heaton, Deborah Lucas and Damien Moore(2004)등 참조.

7) Poterba and Samwick(1997), Vissing-Jorgensen(2002), Cocco(2000), Flavin and Yamashita(2002), 그리고 Kullmann and Siegel (2004) 등 참조.

분석을 수행하고 그 결과를 비교하였다.

### III. 국내가계의 자산구성 현황 및 특징

앞서 서론에서 제시한 바와 같이 본 연구의 목적은 외환위기 이후 국내가계의 자산선택행위를 분석하는데 있으므로, 본고에서는 1999년~2005년의 7년간의 “한국노동패널조사”를 분석대상 자료로 사용하였다. “한국노동패널조사” 1차 자료에서는 자산항목에 대한 세부적인 자료가 제공되지 않고 있다. 따라서 세부적인 자산항목에 대한 조사와 그 결과를 제공하고 있는 2차~8차년도 자료를 외환위기 이후의 분석대상으로 삼았다.<sup>8)</sup>

그리고 패널자료의 일관성 유지를 위해, 원가구인 동시에 2차~8차에 걸쳐 금융자산항목에 대해 응답한 2,895가구를 최종패널 분석 자료로 사용하였다. 또한 패널분석에 앞서 살펴본 각 연도의 국내가계 자산구성의 특징에 대한 횡단면 자료 분석역시 동일한 2,895가구를 대상으로 하였다.

#### 1. 국내 가계의 경제현황

1999년~2005년까지의 국내 가계의 연도별 경제현황을 살펴보면, 대상 가구의 평균 자녀수는 1.72명~1.77명으로 나타났으며, 가구주의 평균 교육연수는 1999년 10.11년에서 2005년 10.68년인 것으로 나타났다. 가구의 자산 및 부채, 소비에 대한 부분을 살펴보면, 먼저 가구 연평균 총자산의 경우 지속적인 증가추세를 보이고 있으며, 특히 2003년이래로 연평균 총자산이 급속히 증가한 것을 확인 할 수 있다. 이러한 국내가계의 연평균 총자산의 급속한 증가는 각 가계의 거주주택가격이나 전세금 및 월세금의 상승으로부터 기인한 것으로 보인다. 이러한 사실은 다음의 <표 1>의 각 횡단면 자료의 연간 가구의 총자산 평균값과 거주주택을 제외한 연간 가구의 총자산 평균값의 차이로부터 확인할 수 있다.

다음으로, 가계부채의 증가는 외환위기 이후에도 꾸준히 지속되고 있다는 사실을 알 수 있으며, 부채액수 역시 지나치게 높다는 사실을 확인 할 수 있다. 이러한 국내 가계의 과도한 부채증가는 한국은행의 거시적 통계자료를 통해서도 확인할 수 있다. 한국은행의 연도별 가계부채 통계자료에 따르면, 가계신용총계는 1997년 약 211조에서 외환위기 이후 경제적 상황의 악화로 인해 1998년에 약 184조로 하락하였다. 그러나 1999년에는 약 214조, 2000년에는 약 267조, 2001년에는 약 342조, 2002년에는 약 439조, 2003년에 약 448조, 그리고 2004년에는 475조로 급속히 상승하였다.

가계 월평균 저축액은 2002년의 감소를 제외하고는 지속적인 상승세를 보여주고 있다. 그러나

---

8) 외환위기 전과 후를 구분하는 기준은 원칙적으로 1993년~1997년과 1998년~2005년으로 구분하여야 함. 그러나 본고의 목적이 국내가계의 자산구성에 대한 동태적 분석에 있으므로, 일관성 있는 패널자료의 구성이 필수적임. 따라서 1999년~2005년의 한국노동패널조사를 외환위기 이후의 분석대상 패널자료로 사용하였음.

가계의 생활비와 교육 및 양육비 지출역시 지속적으로 상승하고 있어, 국내가계의 지출 부담이 크게 증가하고 있는 것을 분석대상 자료의 각 연도별 추이를 통해 확인할 수 있다.

<표 1> 한국노동패널조사의 연도별 국내가계 현황

(단위 : 세, 년, 명, 만원)

변수 명	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
가구주 평균 연령	48.78	49.56	50.15	51.68	52.46	53.97	54.78
가구주 평균 교육연수	10.11	10.13	10.20	10.36	10.45	10.53	10.68
자녀수	-	1.73	1.72	1.72	1.77	1.76	1.75
가구 연평균 총자산	4,657.85	5,188.93	9,927.26	8,733.04	12,125.78	14,011.33	15,113.15
가구 연평균 총자산 (거주주택가격 제외)	2,991.58	3,655.20	4,333.54	4,321.15	4,523.10	4,572.21	4,698.69
가구 연평균 총부채	3,602.12	3,645.29	3,641.86	4,240.21	5,113.36	5,125.15	5,127.07
가구 월평균 근로소득	147.00	140.19	152.33	180.52	190.53	199.12	208.94
가구 연평균 총소득	1,812.35	1,948.73	2,071.98	2,548.03	2,663.31	2,784.22	2,913.11
가구 월평균 저축액	24.04	28.35	50.5	41.18	61.02	67.15	65.13
가구 월평균 생활비	98.59	106.85	117.24	136.46	151.32	172.05	191.16
가구 월평균 교육 및 양육비	17.43	-	18.72	20.25	26.35	28.77	30.71

주 : 1) 가구평균총자산은 평균 연간금융자산 및 부동산자산의 총합임.

2) 가구평균부채는 금융기관 및 비금융기관의 미납된 부채 잔액수치임.

3) 소득액은 세후소득 기준임.

4) 1999년 자녀수 자료와 2000년의 가구 월평균 교육 및 양육비 자료는 보고되지 않았음.

자료: 한국노동연구원, 한국노동패널 2차~8차년도 자료.

## 2. 국내가계 자산구성의 특징 및 주요국과의 비교

본 절에서는 외환위기 이후 국내가계의 자산구성패턴의 변화과정에 대해서 살펴보고, 주요국의 가계자산 구성자료와 비교하였다. <표 2>는 외환위기 이후 국내가계의 자산구성의 특징을 보여주고 있다. 아래의 표를 통해 확인할 수 있는 바와 같이, 국내가계의 금융자산 보유비중은 부동산자산비중과 비교하여 상당히 낮은 수준을 보이고 있으며, 그 보유비중마저 지속적으로 조금씩 하락하는 추세를 보이고 있다. 예를 들어, 1999년 19.2%이었던 금융자산비율은 2005년에 이르러서는 14.2%로 급격히 하락한 반면, 1999년 80.8%이었던 부동산자산의 비율은 점차 상승하여 2005년 85.8%에 이르고 있어, 극명한 대조를 보이고 있다.

<표 2> 한국노동패널조사의 연도별 국내가계의 자산구성 현황

(단위: 전체 금융자산 대비 %)

자산 항목	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
예금	51.3	64.7	74.2	78.0	79.0	79.3	77.1
주식, 채권 및 신탁	5.0	4.0	5.0	4.1	3.0	3.7	3.4
저축성 보험	38.7	27.0	16.0	12.9	9.2	8.2	8.7
타지 않은 계	1.0	1.3	1.8	2.0	2.0	2.7	2.4
빌려준 돈	3.0	2.0	2.0	2.0	1.9	2.6	2.5
기타금융자산	1.0	1.0	1.0	1.0	4.9	3.5	5.9
전체자산대비 금융 자산	19.2	17.4	16.0	16.0	15.0	14.7	14.2
전체자산대비 부동산 자산	80.8	82.6	84.0	84.0	85.0	85.3	85.8

주: 1) 각 항목별 금융자산 비율은 전체 금융자산대비 각 금융자산의 비율자료임.

2) 기타금융자산에는 보장성 보험만기나 회사에 대한 투자, 퇴직금 및 공적·사적 연금, 주택부금 및 벤처투자소득 등의 항목이 모두 포함됨.

3) 부동산자산은 거주부동산 및 전세금과 거주주택 외 부동산자산의 총합 비율임.

자료: 한국노동연구원, 한국노동패널조사 2차~8차년도 자료

이러한 경향은 다음과 같이 주요국들의 각 가계의 자산보유에 대한 미시자료와의 비교를 통해서도 확인할 수 있다. 특히 미국과 영국가계의 금융자산보유 비중은 각각 42.0%와 55.1%로 상당히 높은 수준을 보이고 있다. 독일과 네덜란드의 경우에도 전체자산대비 금융자산보유 비중이 각각 28.0%와 27.6%로 높은 비중을 차지하고 있다. 즉 주요국들 각 가계의 금융자산보유 비중은 전반적으로 높은 수준을 유지하고 있으며 이들 가계의 자본은 금융시장에서 기관투자자의 자본과 함께 중요한 재원으로 활용되고 있어서, 주요국의 금융시장에 있어서 각 가계자본의 영향력이 확대되고 있다. 그에 반해 국내 가계의 금융자산보유는 가장 최근인 2005년에도 14.2%의 낮은 수준에 머무르고 있어서, 점차적으로 각 가계가 금융자산의 보유를 확대해가고 있는 세계적 추세와 상반되는 현상을 보이고 있다.



<표 3> 한국과 주요국간의 자산구성패턴의 차이비교

(단위: 전체 자산대비 %)

자산 항목	한국 (2005년)	미국 (2001년)	영국 (1995년)	독일 (1998년)	네덜란드 (1998년)	이태리 (1998년)
전체자산대비 금융자산	14.2	42.0	55.1	28.0	27.6	10.9
전체자산대비 부동산자산	85.8	58.0	44.9	72.0	72.4	89.1

주: 1) 각 자료는 각국의 가계패널조사 자료로부터 산정된 것임.

2) 모든 부동산 자산에는 거주주택용 부동산 뿐 아니라, 비 거주용 부동산자산이 모두 포함되어 있음.

자료: 국내자료는 2005년 한국노동패널조사로부터 저자가 추정한 결과이고, 미국자료는 Federal Reserve Bulletin의 2001 Survey of Consumer Finances로부터 추정한 결과이며, 영국자료는 James Banks and Sarah Smith(2000)에서, 네덜란드 자료는 Rob Alessie, Stefan Hochguertel and Arthur van Soest(2000)로부터, 그리고 기타 국가들의 자료는 Guiso et al.(2002)에서 인용하였음.

세계 주요국들의 각 가계가 금융자산보유의 비중을 점차적으로 높여가고 있다는 사실은 주요국의 최근 거시적 통계자료를 통해서도 확인되고 있다. 일례로 IMF의 2005 Global Financial Stability Report의 통계자료에 따르면, 2004년 미국, 영국, 네덜란드, 프랑스, 독일, 그리고 일본 등 주요국 가계의 전체자산대비 금융자산보유비중이 각각 약 62%, 약 56%, 약 51%, 약 43%, 약 41%, 그리고 약 57%로 나타났다.<sup>9)</sup>

국내가계의 금융자산 비중이 낮은 것은 국내의 경우 주택가격이 지속적으로 상승하고 있으며 가격의 상승폭이 상당히 큰 데 그 원인이 있는 것으로 보인다. 즉, 국내가계의 자산투자 대상으로는 금융자산보다는 부동산자산이 더 선호되어 왔기 때문에, 가계의 부동산자산 보유의 비중이 점차적으로 증가되어 온 것으로 보인다. 또한, 국내의 경우 금융자산 보유자체도 예금 및 보험과 같은 안전금융자산의 보유가 대부분을 차지하고 있어, 국내 가계는 금융자산선택 시 안정성을 가장 중시한다는 사실을 확인할 수 있다.

또한 노동패널자료에 대한 산정결과, 국내가계의 전체금융자산대비 주식의 보유비중은 3% ~ 5%의 낮은 수준에 머무르고 있다. 그에 반해, 주요국 가계의 주식보유 비중은 다음과 같이 전반적으로 상당히 높은 수준을 유지하고 있다. 먼저 미국의 2001 SCF 횡단면 자료에 따르면, 가계의 총 금융자산대비 주식보유비중은 21.6%이며, 간접투자 비중까지 고려할 경우에는 총 33.8% 인 것으로 보고되고 있다. 영국도 1998년의 경우 전체금융자산대비 21.3%로 가계가 주식금융자산을 많이 보유하고 있는 것으로 나타났다. 특히, 일본의 경우 가계의 주식보유가 상당히 높은 수준을 보이고 있어 우리나라의 경우와 큰 대조를 이루고 있다.

9) IMF의 Global Financial Stability Report(2005년 4월) Chapter III의 통계자료 참조.

<표 4> 주요국 가계의 전체금융자산 대비 주식보유 현황

(단위: 전체 금융자산대비 %)

연도 국가명	미국	영국	네덜란드	독일	이태리	일본
1983	19.1	8.9	-	9.7	-	15.4
1989	16.8	22.6	-	10.3	4.5	19.2
1992	16.5	-	11.4(1993)	-	-	-
1995	15.6	23.4	11.5	10.5	4.0	19.0
1998	22.7	21.6	15.4	-	7.3	18.8
2001	21.6	-	-	-	-	-

주: 각국의 주식보유 비중은 전체 금융자산대비 주식직접투자 비중만을 산정한 자료임.

자료: 미국의 자료는 1983-2001 Survey of Consumer Finances, 영국자료는 1983-1998 Financial Research Survey, 네덜란드의 자료는 1997 CentER Saving Survey와 Alessie, Hochguertel and Soest(2000)의 <표 3>, 독일자료는 1983 German Income and Expenditure Survey와 Spiegel-Verlag Survey Soll und Haben, 이태리 자료는 1998 Survey of Household Income and Wealth와 Guiso et al.(2001)의 <표 1.4>, 그리고 일본자료는 1998 Survey on the Financial Asset Choice와 Kasuga and Matsuura(2005)의 <표 2>임.

### 3. 연령별·교육수준별·소득수준별 및 근로유형별 국내가계의 자산 구성의 차이비교

연령평균치나 교육평균치, 또는 소득평균치 등이 자산선택에 있어서의 중요한 요소로 작용하는 것은 사실이다. 그러나 연령의 차이나 교육수준의 차이, 그리고 소득수준의 차이에 따라 가계의 자산구성은 상이하게 나타날 수 있다. 또한 임금근로자 가계와 자영업자 가계간의 자산구성 역시 차이를 보일 수 있다. 이러한 다양성은 평균치를 통해서만 정확하게 나타내줄 수 없기 때문에, 본 절에서는 연령별, 교육수준별, 그리고 소득수준별 및 근로유형별 가계그룹의 특성을 고려하여 좀 더 세부적으로 구분하고, 각 그룹의 자산구성의 특징을 파악하는 작업을 추가적으로 수행하였다.

<표 5>에서는 가구주의 연령그룹별 자산구성의 패턴이 제시되어 있다. 먼저 전체자산대비 총 금융자산비율과 전체 금융자산대비 안전금융자산비율은 전반적으로 연령이 높을수록 높은 수치를 보이고 있다. 전체자산대비 총 금융자산비율은 2003년을 기점으로 급격한 하락추세를 보이고 있는 반면, 그에 반해 전체자산대비 총 부동산자산비율은 2003년 이래로 급격한 상승추세를 보이고 있다. 또한 전체 금융자산대비 주식보유비중은 전 연령에 걸쳐서 상당히 낮은 수준을 보이고 있으며, 연령이 높을수록 주식보유비중은 상대적으로 높은 것으로 나타났다. 그리고 전체자산대비 총 부동산자산비율은 40대~50대의 경우가 상대적으로 가장 높은 수준을 보였다.

<표 5> 가구주 연령별 국내가계의 자산구성 현황

(단위 : %)

그룹자산항목		연령	20-29세	30-39세	40-49세	50-59세	60세 이상
총 금융자산 보유 비율 (전체자산 대비 %)	1999	41.15	36.47	39.45	41.45	40.26	
	2000	34.12	35.17	32.18	32.19	33.15	
	2001	27.25	22.16	26.02	14.83	18.35	
	2002	20.37	19.38	13.57	15.68	14.89	
	2003	10.05	15.16	13.15	14.18	15.28	
	2004	10.15	14.55	13.01	14.03	15.11	
	2005	9.89	14.22	12.88	13.75	15.13	
안전금융자산 보유비율 (전체금융자산 대비 %)	1999	87.85	89.14	90.73	90.36	90.85	
	2000	90.27	89.38	89.15	92.13	91.18	
	2001	95.18	84.14	87.03	91.69	89.07	
	2002	96.08	86.78	89.15	89.85	91.23	
	2003	97.19	88.95	87.93	87.13	87.35	
	2004	97.45	89.25	88.05	86.11	87.89	
	2005	98.23	90.34	89.96	86.07	87.02	
주식보유 비율 (전체금융자산 대비 %)	1999	5.35	4.88	5.16	5.58	4.45	
	2000	3.79	6.50	4.79	3.15	4.79	
	2001	1.18	8.63	4.85	3.53	4.92	
	2002	0.48	6.03	4.37	3.89	3.63	
	2003	0.23	3.85	3.43	4.03	3.51	
	2004	0.22	2.97	3.03	4.01	3.59	
	2005	0.20	2.33	3.01	3.99	3.22	
총 부동산자산 보유비율 (전체자산 대비 %)	1999	58.85	63.53	60.55	58.55	59.74	
	2000	65.88	64.83	67.82	67.81	66.85	
	2001	72.75	77.84	83.98	85.17	81.65	
	2002	79.63	80.62	86.43	84.32	85.11	
	2003	89.95	84.84	86.85	85.82	84.72	
	2004	89.85	85.45	86.99	85.97	84.89	
	2005	90.11	85.78	87.12	86.25	84.87	

<표 6>에서는 가구주의 교육수준별 자산구성의 패턴의 차이가 제시되어 있다. 전체자산대비 총 금융자산비율은 전체 학력별 그룹에 있어서 전반적으로 낮은 수준을 보이고 있다. 그에 반해, 전체 자산대비 총 부동산자산비율은 전체적으로 상당히 높은 비율을 나타내고 있다. 그리고 전체 금융 자산대비 안전금융자산비율은 학력이 높을수록 낮아지는 것으로 나타난 반면, 전체 금융자산대비 주식보유비율은 학력이 높을수록 상대적으로 더 높은 것으로 나타났다. 그러나 전체 금융자산대비 안전금융자산비율과 비교하여 전체 금융자산대비 주식보유비율은 상대적으로 낮은 수치를 보이고 있다.

<표 6> 가구주 교육수준별 국내가계의 자산구성 현황

(단위 : %)

자산항목		교육수준 그룹							
		무학	초졸	중졸	고졸	전문대졸	대졸	석사	박사
총 금융 자산 보유비율 (전체 자산 대비 %)	1999	45.81	42.89	37.33	39.48	35.67	39.75	46.45	35.86
	2000	33.47	32.09	31.23	34.25	34.32	34.27	35.57	33.76
	2001	18.15	14.42	15.03	16.17	17.42	18.59	19.65	22.54
	2002	13.12	18.35	14.40	14.33	17.59	14.55	18.03	7.99
	2003	17.09	15.42	13.24	15.54	17.02	14.19	10.85	7.65
	2004	17.35	16.15	15.14	16.93	18.15	14.94	12.28	10.06
	2005	16.88	16.05	14.44	16.78	18.12	15.44	12.29	9.97
안전금융자산 보유비율 (전체 금융 자산대비 %)	1999	94.15	94.56	94.82	91.03	84.77	83.88	81.78	76.41
	2000	91.89	95.86	93.59	91.25	85.13	85.06	84.06	81.18
	2001	95.33	95.03	93.13	87.32	87.04	84.15	76.45	73.33
	2002	96.05	94.75	93.75	89.23	86.57	84.67	82.90	81.50
	2003	96.69	92.53	91.55	90.59	88.05	87.43	81.16	80.57
	2004	96.88	93.15	91.22	90.99	87.78	87.12	85.99	80.56
	2005	97.03	92.99	91.53	90.55	88.77	86.13	85.23	79.15
주식보유 비 율(전체 금융 자산대비 %)	1999	1.17	2.32	2.52	4.27	8.15	9.13	14.51	22.86
	2000	1.55	1.98	1.61	3.48	6.53	10.15	11.98	14.85
	2001	0.03	0.75	1.50	4.52	5.88	11.36	12.14	18.76
	2002	1.16	0.58	1.19	3.55	5.57	10.05	11.03	13.35
	2003	1.99	3.37	3.75	3.93	4.62	4.88	6.43	11.81
	2004	1.78	2.99	3.28	3.85	4.25	5.13	6.45	12.93
	2005	1.72	2.36	2.99	3.17	3.95	6.07	7.75	14.77
총 부동산자산 보유비율 (전체 자산 대비 %)	1999	54.19	57.11	62.67	60.52	64.33	60.25	53.55	64.14
	2000	66.53	67.91	68.77	65.75	65.68	65.73	64.43	66.24
	2001	81.85	85.58	84.87	83.83	82.58	81.41	80.35	77.46
	2002	86.88	81.65	85.60	85.67	82.41	85.45	81.97	92.01
	2003	82.91	84.58	86.76	84.46	82.98	85.81	89.15	92.35
	2004	82.65	83.85	84.86	83.07	81.85	85.06	81.72	89.94
	2005	83.12	83.95	85.56	83.22	81.88	84.56	81.71	90.03

자료 : 한국노동연구원, 한국노동패널 2차~8차년도 자료.

<표 7>에서는 가구주의 소득수준별 자산구성의 패턴의 차이가 제시되어 있다. 먼저 전체자산대비 총 금융자산비율은 소득별 그룹 전체적으로 낮은 수준을 보이고 있는 반면, 전체자산대비 총 부동산자산비율은 전반적으로 상당히 높은 비율을 보이고 있는 것을 확인할 수 있다. 특히 이러한 현상은 2001년을 기점으로 급속히 확대되고 있다. 금융자산 부분을 좀 더 세부적으로 살펴보면, 전체 금융자산대비 안전금융자산비율은 소득이 높을수록 낮아지는 것으로 나타났다. 전체 금융자산 대비 주식보유비율은 소득이 높을수록 높은 것으로 나타났으나, 그러나 전체 금융자산대비 안전금융자산비율에 비해 그 비중은 상대적으로 상당히 낮았다.

<표 7> 가구주 소득수준별 국내가계의 자산구성 현황

소득수준 그룹		자산항목									
		1분위	2분위	3분위	4분위	5분위	6분위	7분위	8분위	9분위	10분위
총 금융 자산 보유비율 (전체 자산 대비 %)	1999	34.23	35.79	36.18	33.37	32.68	32.13	42.57	43.46	47.17	49.85
	2000	35.15	38.11	39.34	32.64	31.17	31.26	41.52	44.39	46.15	51.53
	2001	11.36	11.49	14.87	19.13	17.25	16.36	16.57	20.63	21.17	26.18
	2002	14.93	16.62	18.53	17.16	15.77	14.42	14.58	15.81	16.33	21.72
	2003	14.23	14.18	14.95	14.37	15.98	13.26	12.27	15.04	15.63	16.37
	2004	13.56	14.09	14.35	14.25	14.86	14.12	13.15	15.67	16.16	15.98
	2005	13.15	13.89	13.07	14.03	14.38	14.11	14.01	15.08	16.39	16.28
안전금융자산 보유비율 (전체 금융 자산대비 %)	1999	94.16	94.75	92.07	92.04	88.35	89.19	88.83	86.25	85.19	81.67
	2000	93.28	92.56	92.36	92.15	92.57	89.93	90.02	87.97	85.88	82.25
	2001	93.12	92.11	91.21	90.17	89.54	87.28	85.80	88.05	86.49	80.15
	2002	93.13	94.04	93.89	92.45	88.16	90.19	89.29	86.25	85.99	85.70
	2003	91.24	93.22	89.54	87.58	88.45	85.93	88.15	87.28	86.75	89.55
	2004	90.13	92.25	90.04	89.15	88.25	85.67	85.44	86.17	85.37	87.89
	2005	90.19	91.45	90.05	88.35	88.36	87.13	85.28	86.09	85.15	86.38
주식보유비율 (전체 금융 자산대비 %)	1999	2.24	2.50	3.81	4.55	5.72	7.83	7.72	7.94	8.33	11.15
	2000	1.63	1.98	3.90	4.78	6.10	6.33	7.13	8.55	9.83	12.41
	2001	1.82	1.73	3.52	3.77	4.48	4.01	9.79	8.86	10.77	11.66
	2002	1.54	1.77	1.81	1.80	4.41	4.09	4.05	5.77	6.51	7.49
	2003	3.25	3.32	3.36	3.64	3.56	3.05	3.10	4.32	5.62	6.90
	2004	2.13	2.11	3.15	3.65	4.12	4.03	5.15	6.04	6.87	7.95
	2005	1.93	2.01	2.99	3.88	4.55	5.05	5.57	6.38	6.69	8.86
총부동산자산 보유비율 (전체 자산 대비 %)	1999	65.77	64.21	63.82	66.63	67.32	67.87	57.43	56.54	52.83	50.15
	2000	64.85	61.89	60.66	67.36	68.83	68.74	58.48	55.61	53.85	48.47
	2001	88.64	88.51	85.13	80.87	82.75	83.64	83.43	79.37	79.83	73.82
	2002	85.07	83.38	81.47	82.84	84.23	85.58	85.42	84.19	83.67	78.28
	2003	85.77	85.82	85.05	85.63	84.02	83.74	87.73	84.96	84.37	83.63
	2004	86.44	85.91	85.65	85.75	85.14	85.88	86.85	84.33	83.84	84.02
	2005	86.85	86.11	86.93	85.97	85.62	85.89	85.99	84.92	83.61	83.72

자료 : 한국노동연구원, 한국노동패널 2차~8차년도 자료.

<표 8>에서는 임금근로자와 자영업자간의 그룹별 차이에 따른 자산구성패턴의 차이가 제시되어 있다. 이처럼 직업군을 두 그룹으로 분류한 것은 한국가구패널조사(KHPS)를 대상으로 한 횡단면 분석을 통해 외환위기 이전 국내 가계의 경우 자영업자 가구보다 봉급생활자 가구가 상대적으로 더 높은 주식자산을 보유한 사실을 제시한 임경목(2002)의 결과와의 비교를 위해서이다. 즉 외환위기 이후 국내 가계자료를 대상으로 한 본 분석결과에서도 동일한 결과가 발생하는지 여부를 확인 하였다.

먼저 임금근로자그룹의 전체자산대비 총 금융자산비율은 자영업자그룹의 경우보다 더 높은 것으로 나타났으며, 자영업자그룹의 전체자산대비 부동산자산비율은 임금근로자그룹의 경우보다 더 높은 것으로 나타났다. 양 그룹에 있어서, 안전금융자산의 비율이 높은 것으로 나타났으며, 그에 반해 주식보유비율은 낮았다. 특히, 자영업자 그룹의 안전금융자산보유 비율이 임금근로자그룹보다 약간

높게 나타났다. 그리고 임금근로자그룹의 주식보유비중이 자영업자그룹의 경우보다 상대적으로 높은 것으로 나타나, 외환위기 이후에도 여전히 국내 가계의 경우에는 봉급생활자 가구가 자영업자 가구보다 상대적으로 좀 더 높은 주식자산을 보유한 사실을 확인할 수 있었다.

그러나 두 그룹의 전체금융자산 대비 주식보유비중은 안전금융자산의 보유비중과 비교하여 여전히 낮은 수준을 보이고 있는 동시에 점차적으로 그 비중역시 꾸준히 하락하고 있어, 국내 가계의 위험기피적인 자산선택 행위를 보여주는 사례가 되고 있다.

<표 8> 임금근로자 및 자영업자 국내가계의 자산구성 현황

(단위 : %)

직업 그룹		임금근로자	자영업자
총 금융 자산 보유비율 (전체 자산 대비 %)	1999	68.78	49.88
	2000	69.24	38.35
	2001	82.56	15.01
	2002	83.75	14.87
	2003	85.12	14.58
	2004	85.93	14.18
	2005	86.76	13.97
안 전 금 융 자 산 보유비율 (전체 금융 자산 대비 %)	1999	90.95	91.65
	2000	90.24	91.07
	2001	88.56	90.49
	2002	88.34	91.34
	2003	87.88	88.27
	2004	87.25	88.05
	2005	86.79	87.33
주식보유 비 율(전체 금 융 자산 대비 %)	1999	6.02	3.82
	2000	5.69	2.77
	2001	5.85	3.01
	2002	4.92	2.85
	2003	3.77	2.69
	2004	3.95	2.57
	2005	4.12	2.15
총 부동산 자 산 보유비율 (전체 자산 대비 %)	1999	31.22	50.12
	2000	30.76	61.65
	2001	17.44	84.99
	2002	16.25	85.13
	2003	14.88	85.42
	2004	14.07	85.82
	2005	13.24	86.03

## IV. 패널분석 자료 및 분석방법

### 1. 분석자료

국내의 경우에는 대우경제연구소의 “한국가구패널조사(KHPS)”와 한국노동연구원의 “한국노동패널조사(KLIPS)”가 국내 개별가구의 자산 및 부채, 그리고 소득 및 소비패턴에 관한 미시적 자료를 제공하고 있다. “한국가구패널조사”는 1993년~1998년의 6년간의 패널자료를 제공하고 있고, “한국노동패널조사”는 1998년 이후부터 매년 국내 개별가구에 대한 미시적 자료를 제공해주고 있다. 앞서 3장에서 제시한 바와 같이, 외환위기 이후 국내가계의 자산선택행위를 분석하기 위해 본고에서는 1999년~2005년 “한국노동패널조사”의 7년간의 자료를 패널분석 대상으로 사용하였다.

“한국노동패널조사”는 1998년 이후부터 매년 국내 개별가구의 특징과 소득 및 소비, 그리고 자산 및 부채에 대한 미시적 자료를 제공해주고 있다. 노동패널조사에서 가계소득은 근로소득, 금융소득, 부동산소득, 사회보험소득, 이전소득, 기타소득 등 6개의 영역으로 분류된다. 그리고 이 중 금융소득과 부동산소득, 이전소득 및 기타소득은 다시 세부항목별로 조사되었다. 각 소득의 범위를 살펴보면, 첫째, 근로소득은 가구원이 근로의 대가로 벌어들인 수입의 총액을 의미한다. 둘째, 금융소득에는 예금의 이자소득, 주식 배당금, 사채 또는 채권의 이자, 주식의 매매차익 등이 포함된다. 셋째, 부동산소득에는 집세소득, 토지임대료, 부동산 매매차익 등이 포함된다. 넷째, 사회보험소득에는 국민연금, 특수 직역연금, 산재보험, 보훈연금 및 실업급여 등이 포함된다. 다섯째, 이전소득에는 친척으로부터 받은 지원금 및 정부나 사회단체로부터 받은 보조금이 해당된다. 다음으로 자산은 크게 부동산자산과 금융자산으로 분류된다. 먼저 부동산자산에는 거주주택이외의 주택이나 건물, 임야, 토지 등이 포함된다. 금융자산에는 은행예금, 주식, 채권, 신탁, 보험, 아직 타지 않은 계와 다른 사람에게 빌려준 돈이 포함된다. 마지막으로 부채에는 금융기관이나 비 금융기관으로부터 빌려 쓴 돈, 개인적으로 빌린 돈, 전세금, 임대보증금 받은 것, 그리고 앞으로 부어야 할 갚돈이 포함된다.

각 가계의 예비적 자산선택행위를 측정하기 위해 예금 및 저축성보험자산을 안전금융자산으로 정의하고, 전체금융자산 대비 안전금융자산의 비율을 종속변수로 사용하였다. 그리고 개별가계의 자산선택에 영향을 미치는 변수로는 사전적으로 추정된 가구 노동소득 및 노동소득위험 변수와 가구주의 연령, 가구주 연령자승, 가구주교육연수, 임금근로자 여부에 대한 더미변수, 가구원수, 거주지 더미변수, 주택보유여부 더미변수, 전체자산 대비 부동산자산 보유비율, 그리고 부채액 변수를 사용하였다. 소득 및 부채는 자연대수 값을 사용하였다. 국내외 기존연구 결과에 따르면, 각 가계의 소득 및 소득위험 변수는 안정적인 자산선택을 추구하는 예비적 자산선택 행위에 중요한 변수로 작용하고 있다. 따라서 본고 역시 분석모형에 있어서 이들을 중요변수로 고려하였다. 또한 가계의 자산선택에 있어서는 가계특성과 가구주의 인구지리학적 특성들 역시 중요한 변수로 작용하

로, 이들 변수들 역시 고려하였다. 마지막으로 최근의 Cocco(2000), Flavin and Yamashita(2002), Kullmann and Siegel(2004) 등의 연구결과에서 제시된 바와 같이, 거주주택의 보유여부나 부동산 자산보유 역시 각 가계의 자산선택행위에 있어서 중요한 요소로 작용하게 되므로, 이 변수들을 각각 고려한 모형2 및 모형3에 대한 추정 및 검정을 수행하여 그 결과를 함께 제시하였다.

패널자료의 일관성 유지하고 원가구인 동시에 2차~8차에 걸쳐 금융자산항목에 대해 응답한 최종 가수 수는 각 연도별로 2,895가구로, 최종 패널분석에 사용된 총 자료 수는 20,265개이다.

## 2. 분석모형 및 분석방법

가계의 예비적 자산선택행위를 실증적으로 분석하기 위해서는 먼저, 개별가계의 소득위험에 대한 측정치를 사전적으로 추정하는 작업이 선행되어야 한다. 이는 무엇보다 소득의 위험이 가계자산 선택 시 중요한 변수로 작용할 수 있기 때문이다. 이를 위해 본고에서는 Carroll and Samwick (1997)의 방법론을 토대로 다음과 같은 추정과정을 수행하였다. 먼저, 기본적인 기간 간 소비모형(standard inter-temporal consumption model)을 고려하면 다음과 같다.

$$\max \sum_{t=s}^T \beta^{t-s} u(C_t) \quad (1)$$

$$\text{s.t. } W_t = R[W_{t-1} - C_{t-1}] + Y_t \quad (2)$$

$$Y_t = G_t Y_{t-1} V_t \quad (3)$$

- $\beta$  : 할인율
- $W_t$  :  $t$ 기의 자산
- $Y_t$  :  $t$ 기의 노동소득
- $R$  :  $1 + r$ (단,  $r$ 은 이자율)
- $G_t$  :  $1 + g_t$ (단,  $g_t$ 는  $t$ 기의 성장률)
- $N_t$  : 노동소득에 대한 충격(분산값)

위의 제약조건 중 식(3)에 로그를 취하면,

$$y_t = g_t + y_{t-1} + \eta_t \quad (4)$$

여기에서  $g_t$ 는 나이의 증가에 따른 생애주기와 경제전체의 총생산성의 성장에 따른 예측 가능한



성장부문을 의미한다. 따라서  $g_t$ 는 추정 시 포함되는 가계의 인구학적 특정변수들인 기타 설명변수들을 통해 제거될 수 있다.

따라서 각 가계의 항상소득 및 위험에 대한 최종적인 패널추정모형은 다음과 같다.

$$y_{it} = a_1 + a_2 X_{it} + \eta_{it} \quad (5)$$

분석에서 사용된 회귀식의 설명변수 벡터인  $X_{it}$ 에는 먼저,  $y_t$ 의 시차변수 및 예비적 자산선택행위에 대한 검정을 위한 소득위험 측정치가 포함되었다. 다음으로 가구주 연령, 성별, 학력, 가구원 수 등과 같은 가계의 인구학적 특성 외생변수들이 모두 포함되었다. 이는 가계의 자산구성 결정시 각 가계의 상이한 특성 및 인적자본의 차이가 중요한 영향을 미칠 수 있기 때문이다. 또한 가계의 경제적 여건을 반영하는 변수로 항상소득 및 가구주의 경제활동상태 더미변수(dummy variable)를 사용하였다. 그리고 가계의 지역적인 특성을 나타내는 변수로 거주지역 더미변수를 고려하였다.

본고의 소득위험에 대한 측정방법으로 Carroll and Samwick(1997)의 방법론을 적용하여 소득위험의 대응변수를 측정하였다.<sup>10)</sup> 먼저 추정변수인 가계노동소득 자료의 기초통계량에 따르면, 가계 소득의 왜도는 3.16이며, 첨도는 28.28에 이르고 있어서, 정규분포보다 첨예한 비정규분포 형태를 보이고 있다.<sup>11)</sup> 따라서 이러한 경우 ARCH나 GARCH모형을 쓰는 것이 비즈니스 사이클적으로는 합당하다 할 수 있다.<sup>12)</sup> 그러나 이러한 현상은 상이한 여러 가계의 노동소득에 대한 추정결과로부터 발생하는 미시자료만의 독특한 특성이라고 보이기 때문에, 본고에서는 미국 PSID의 소득위험을 측정하는데 사용한 Carroll and Samwick(1997)의 방법론을 국내자료에 대해서도 동일하게 적용하였다.

다음으로 국내가계의 예비적 자산선택행위에 대한 최종 패널분석방법으로는 Arellano and Bond (1991)의 차분 GMM 동태적 패널추정법을 사용하였다. Arellano and Bond(1991)의 GMM 방법론은 내생성의 문제를 고려하여 과거 시차 변수를 도구변수로 사용하는 추정방법이다. GMM 추정방법에 있어서  $X_{it}$ 가  $f_i$ 와 상관관계를 가지는 경우 도구변수의 최적행렬은  $X_{it}$ 가 predetermined 한지 또는 강외생적인지에 따라 좌우되게 된다. 따라서 만약  $X_{it}$ 가 predetermined한 경우 즉,  $s < t$ 일 때  $E(X_{it}u_{is}) \neq 0$  이라면,  $s$ 기에 대한 차분된 추정식에서 도구변수는  $X_{i1}, \dots, X_{i(s-1)}$ 이 되므로 최적 도구변수집합인  $Z_i$ 는  $Z_i = \text{diag}(Y_{i1} \dots Y_{is} X'_{i1} \dots X'_{i(s+1)})$ , ( $s = 1, \dots, T-2$ )의 형태의  $(T-2) \times (T-2)[(k-1)(T+1) + (T-1)]/2$  행렬이 된다. 그리고 만약  $X_{it}$ 가 강외생적인 경우 즉, 모든  $t$ 기와  $s$ 기에 대해  $E(X_{it}u_{is}) = 0$  이라면,  $X_{i1}, \dots, X_{iT}$ 가 도구변수가 되어

10) 이들은 미국 PSID 가계자료를 대상으로 소득을 최소자승법으로 추정하고, 이를 토대로 오차항의 분산값을 구하여 예비적 자산선택 행위에 대한 최종 분석모형의 설명변수로 사용하였음. 따라서, 오차항 역시 평균이 0이고 분산이  $\sigma_\eta^2$  이라는 *i.i.d*를 가정하고 있음.

11) 이에 대한 기초통계량은 부록의 <부표 1>(p.28)을 참조.

12) Engle(1982)이 제시한 ARCH(P)모형은 추정 시 시차변수(lag)를 크게 설정해야 하는 경향이 있다. 따라서 이에 대한 대안으로서 Bollerslev(1986)는 ARCH모형을 일반화하는 GARCH 추정법을 제시하였음.

$Z_i = \text{diag}(Y_{i1} \cdots Y_{is} \ X'_{i1} \cdots X'_{iT})$ , ( $s = 1, \dots, T-2$ )가 된다.<sup>13)</sup>

종속변수의 내생성의 존재를 조절하기 위해 우리는 종속변수의 시차변수를 추정식에 포함시켰다. 따라서 독립적인 설명변수집합을 포함한 본고의 1차 차분 GMM 동태적 패널 추정식은 다음과 같다.

$$\begin{aligned} S_{it} &= \alpha S_{i(t-1)} + \beta(L)X_{it} + \lambda_t + f_i + \epsilon_{it} \quad (i = 1, \dots, N; t = 1, \dots, T) \\ \epsilon_{it} &= \sigma_{it}(\xi_{it} + \phi\xi_{it-1}), \quad \sigma_{it}^2 = \theta_0 + \theta_1 X_{it}^2 \end{aligned} \quad (6)$$

단,  $f_i \sim \text{i.i.d. } N(0, \sigma_f^2)$ ,  $\xi_{it} \sim \text{i.i.d.}(0, 1)$ , 그리고  $Y_{i0} = 0$  임.

$S_{it}$  :  $t$ 기말  $i$ 가계의 전체금융자산대비 안전금융자산 비율

$X_{it}$  :  $t$ 기말  $i$ 가계의 설명변수들의 집합

$\beta(L)$ : 시차변수를 포함한 다항식 벡터

$\lambda_t$  : 모든 가구에 공통된 시간효과

$f_i$  : 미 관측된 개별효과

$\epsilon_{it}$  : 오차항

설명변수 집합인  $X_{it}$ 에 대해서는 다음과 같은 일반화된 추정과정을 고려한다.

$$X_{it} = \rho X_{i(t-1)} + \nu_{it} \quad (7)$$

단,  $\nu_{it} \sim \text{i.i.d. } N(0, \sigma_v^2)$  이고 모든  $t, s$ 기에 대해  $f_i$ 와  $\epsilon_{is}$ 와는 독립적임.

$X_{it}$ 에는 앞서 식(4)와 식(5)로부터 추정된 각 가계의 노동소득과 노동소득위험, 그리고 부채규모와 가구주 성별, 연령, 학력, 가구규모, 지역, 가구원수, 자녀수, 임금근로자 여부 등과 같은 인구학적 특성의 변수들이 포함되어 있다.

다음으로, 위의 설명변수들과 상관관계를 가지는 미 관측된 개별 특수적 고정효과( $f_i$ )를 제거하기 위해 Anderson and Hsiao(1982), Holtz-Eakin, Newey, and Rosen(1988), 그리고 Arellano and Bond(1991)등이 사용한 방법을 적용하였다. 즉, 다음과 같이 1차 차분식에 사전 정의된 변수들의 시차변수를 도구변수로 사용함으로써 개별효과를 제거한 추정과정을 최종적으로 수행하였다.

---

13) 동태적 패널모형에 대한 GMM 추정 방법론에 대한 좀 더 상세한 설명은 Arellano and Bond(1991)의 p.280을 참조.

$$\Delta S_{it} = \alpha \Delta S_{i(t-1)} + \beta \Delta X_{it} + \Delta \lambda_t + \Delta \epsilon_{it} \quad (8)$$

오차항이 시계열적으로 상관관계를 가지지 않는다고 가정하면, 아래의 모멘트 조건들이 종속변수의 시차변수와  $Y_{it}$ 의 설명변수의 집합인  $X_{it}$ 에 적용될 수 있다.

$$\begin{aligned} E[Y_{i,t-s} \cdot (\epsilon_{i,t} - \epsilon_{i,t-1})] &= 0 \quad \text{for } s \geq 2 \\ E[X_{i,t-s} \cdot (\epsilon_{i,t} - \epsilon_{i,t-1})] &= 0 \quad \text{for } s \geq 2 \end{aligned} \quad (9)$$

그리고 오차항의 이분산성 문제를 조절하기 위해 본고에서는 1단계 GMM추정법을 사용하였다. Arellano and Bond(1991)의 검정결과에 따르면, 1단계 GMM추정과정에서 표준오차의 이질성문제는 항상 조정해주지만, 만약 종속변수가 AR(1)과정을 따르지 않을 경우에는 분산의 이질성 문제를 조정해주지 못하는 것으로 확인되었다. 따라서 저자는 1단계 GMM추정과정의 적정성을 확보하기 위해, 종속변수가 AR(1)과정을 따르는지 여부에 대한 검정을 사전적으로 수행하였다. 이를 위해 자기 상관함수 및 편 자기상관함수에 대한 검정법을 사용하였고, 검정결과 모든 종속변수가 AR(1)과정을 따른다는 사실을 확인하였다. 따라서 본고의 1단계 GMM추정결과는 이분산성 문제에 대한 조정 역시 고려된 결과이다. 이에 대한 결과는 본고 V장의 추정 및 검정결과에 제시하였다. 그리고 GMM추정에 대한 모형설정 및 도구변수선택의 적정성을 검정하기 위해 Arellano and Bond (1991)가 사용한 오차항 검정법인 Sargan test , 그리고 Wald test를 수행하고 그 결과를 제시하였다.<sup>14)</sup>

기존의 전통적인 최소자승법과는 달리, 본 분석에서 적용한 차분 GMM 동태적 패널추정법을 통해 다음과 같이 최소자승법의 기본제약조건들을 완화시킬 수 있다. 첫째, 본 추정식에서는 내생성의 지속성을 허용하여 종속변수의 내생성 문제를 조정해주고 있다. 둘째, 차분을 통해 설명변수들과 상관관계를 가질 수 있는 가구 개별 특수적 효과를 제거하였다. 셋째, 분석대상 자료가 안정적이고 'ergodic'하며 직교조건을 만족시킨다면, 이분산성을 띠고 자기상관이 있는 변수에 대해 일반화적률법을 적용하여 추정을 수행하는 것이 효율적인 추정법이라고 평가되고 있다.<sup>15)16)</sup>

14) 이들은 140개 영국 기업들의 1979년~1984년의 패널자료를 대상으로 GMM동태적 패널추정법을 사용하여 고용추정식을 산정하였음. 이들이 사용한 차분 GMM 동태적 추정식은 이들 논문의 식 (16)(p.288)을 참조. 그리고 추정결과 및 검정결과는 논문 p.290~ p.293을 참조.

15) 'ergodic'하다는 것은 유한한 크기의 실현값을 사용하여 계산한 표본 모멘트는 실현값의 크기가 무한대로 감에 따라 모집단 모멘트 에 점근함을 의미함.

$$\lim_{T \rightarrow \infty} \left( \frac{1}{T} \right) \sum_{t=1}^T x_t = \mu$$

이러한 결과가 성립하기 위한 충분조건은  $k \rightarrow \infty$ 일 때,  $\rho_k \rightarrow 0$ 이 되어  $\lim_{x \rightarrow \infty} \text{Var}(\bar{x}) = 0$  이 성립하는 것임. 즉, 이러한 결과는 만일 충분히 멀리 떨어진 관측치들이 서로 상관관계를 가지지 않는다면, 표본크기가 커짐에 따라 어떤 유한한 새로운 정보가 추가되게 되어 그 결과 이들의 평균이 앙상블 평균에 점근함에 됨을 의미하는 것임.

## V. 국내가계의 예비적 자산선택행위에 대한 분석결과

본장에서는 국내가계의 예비적 자산선택행위에 대한 분석에 앞서 먼저 이를 위해 필요한 중요한 변수 중 하나인 가계의 근로소득 및 소득위험에 대한 추정을 수행하였다. 추정결과, 외환위기 이후 국내가계의 근로소득은 연령에 따른 역 U자 패턴을 보이고 있었다. 또한 가구원 수가 많을수록, 그리고 수도권에 거주하는 가구일수록 가계의 소득 역시 높은 것으로 나타났다. 그리고 가구의 학력이 높을수록 소득수준 역시 높다는 사실 역시 확인할 수 있었다.

<표 9> 외환위기 이후 국내가계 근로소득에 대한 추정결과

변수명	계수값	표준오차
상수항	-0.07	0.15
가구원수	0.26***	0.01
가구주 연령	0.14***	0.01
(가구주 연령) <sup>2</sup>	-0.02***	0.00
가구주 교육연수	0.11***	0.01
임금근로자 가구여부(임금근로자=1)	1.36**	0.03
가구주 연령 * 임금근로자 여부	-0.07***	0.01
(가구주 연령) <sup>2</sup> * 임금근로자 여부	0.03***	0.00
가계 연간 총부채액	-0.15***	0.01
거주지역(서울 및 경기 수도권=1)	0.09**	0.02
Wald test	1,322.19(10)	
P-value	0.00	
Test of autocorrelation of order1	0.57	
Q-statistic(p-value)	5,212(0.00)	

주: 1) \*\*\*, \*\*, \* 은 각각 1%, 5%, 그리고 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미함.

2) Wald test 통계량은  $\chi^2$  분포를 따름. (·)의 값은 자유도(Degrees of freedom)임.

다음의 <표 10>에는 앞서 추정한 국내가계소득 및 소득위험변수, 그리고 기타 가계의 중요한 인 구학적 변수들을 대상으로 분석한 외환위기 이후 국내가계자산구성에 대한 GMM동태적 패널추정 결과가 제시되어 있다.

추정결과를 살펴보면, 외환위기이후의 국내가계의 자산구성패턴은 예비적 자산선택이론에 부합 되는 행태를 보이는 것으로 확인되었다. 즉 최근까지 소득위험이 가계의 안전자산보유비율을 증가 시키는 중요한 요인으로 작용하고 있다. 이러한 결과는 각 가계의 자산선택 시 소득불확실성이 통

16) 좀 더 상세한 설명은 Holtz-Eakin, Newey, and Rosen(1988)과 Ahn and Schmidt(1995)를 참조.

계적이며 양적으로 중요한 영향력을 미치게 된다는 사실을 밝혀낸 Hailiassos and Bertaut(1995, 1996), Guiso, Jappelli and Terlizzese(1996), Carroll and Samick(1997), Alan(2004) 등의 결과와 일치한다. Hailiassos and Bertaut(1995)는 1983년의 SCF 횡단면자료에 대한 추정을 통해 분산 불가능한 소득위험이 가계의 자산 중 주식보유비중을 낮추는 주요 원인으로 작용한다고 제시하였다. 그리고 Hailiassos and Bertaut(1996)는 SCF 1992년 횡단면자료를 대상으로 생애주기모형에서의 부의 축적과 포트폴리오 구성에 대한 장기적 예비적 동기에 대한 실증적 증거를 제시한 바 있다.

<표 10> 외환위기 이후 국내가계의 안전금융자산비율 추정결과

변수명	모형1	모형2	모형3
종속변수의 시차값	0.37*** (0.01)	0.35*** (0.04)	0.36*** (0.02)
소득위험	3.15** (1.03)	3.02** (1.11)	3.05** (1.01)
소득위험*주택보유여부		-0.08* (0.03)	
전체자산 대비 부동산 자산비율			-0.13*** (0.01)
거주주택 보유여부 (보유=1)	0.02 (0.03)	0.13* (0.07)	0.05* (0.02)
항상소득	0.15* (0.08)	0.12* (0.07)	0.12* (0.08)
(항상소득) <sup>2</sup>	-0.07 (0.05)	-0.03 (0.03)	-0.07 (0.05)
가구원수	0.13* (0.06)	0.11* (0.06)	0.12* (0.07)
가구주 연령	-0.07** (0.03)	-0.06* (0.02)	-0.06** (0.01)
(가구주 연령) <sup>2</sup>	0.02* (0.00)	0.00 (0.00)	0.03* (0.00)
가구주 교육연수	0.01 (0.06)	-0.01 (0.01)	-0.01 (0.08)
임금근로자 여부 (임금근로자=1)	0.17* (0.08)	0.12* (0.06)	0.13* (0.08)
연간 총 부채액	-0.07** (0.02)	-0.03* (0.01)	-0.11*** (0.00)
거주지역 (서울 및 경기도=1)	0.02 (0.09)	-0.00 (0.07)	-0.01 (0.06)
총 관측치수	20,265	20,265	20,265
Wald test	193.76(14)	189.53(15)	191.33(15)
P-value	0.00	0.00	0.00
Test of autocorrelation of order2	0.06	0.05	0.08
Sargan Test(over-identification restrictions)	1,119,664.05 (2,847)	1,083,176.13 (2,846)	978,597.54 (2,846)
P-value	(0.00)	(0.00)	(0.00)

주: 1) One-step estimates 결과가 제시되어 있음.

2) 연도더미(Year dummies)가 포함되어 있음.

3) 모형2에서는 소득위험\*주택보유여부를 모형3에서는 전체자산대비 부동산자산비율을 설명변수로 추가하여 추정한 결과임.

4) 추정치 아래의 (·)의 값은 점근적 표준오차(Asymptotic standard errors) 값임(이는 횡단면 및 시계열적 이분산성(heteroskedasticity)에 대해 robust한 값임).

5) \*\*\*, \*\*, \* 은 각각 1%, 5%, 그리고 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미함.

6) Wald test 통계량은  $\chi^2$  분포를 따름. (·)의 값은 자유도(Degrees of freedom)임.

다음으로 Guiso, Jappelli and Terlizzese(1996)는 1989년의 Survey of Household Income and Wealth(SHIW)에 대한 횡단면분석을 통해 소득위험과 차입제약이 이탈리아 가계의 포트폴리오 선택에 중요한 영향을 미친다는 사실을 보였다. Carroll and Samick(1997)은 1981년~1987년의 PSID 패널자료를 대상으로 가계의 예비적 부의 축적에 대한 분석결과를 제시하였으며, Alan(2004)은 1999년의 Canadian Survey of Financial Security(SFS)와 1996년~2001년의 Canadian Survey of Labour and Income Dynamics(SLID)를 대상으로 예비적 부의 동기가 캐나다 가계의 경우에도 강하게 존재한다는 사실을 제시하였다.

다음으로 소득 및 각 가계의 가구원 수는 안전금융자산 보유비율에 대해 유의적인 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 가구주의 연령 및 각 가계의 연간 총부채는 안전금융자산 보유비율에 대해 유의적인 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 각각 한국과 스웨덴의 가구별 미시자료를 사용하여, 연령, 성, 가구규모, 그리고 기타 요소의 개별가구의 특징들이 가계의 자산선택의 차이를 발생시키는 중요한 요인이 된다는 사실을 제시한 신관호·주원(2002), 유경원(2004) 및 Curcuru, Heaton, Lucas and Moore(2004)의 분석결과와 일치하고 있다.

주목할 만한 사실은 거주주택을 보유한 가계의 자산구성패턴이 외환위기 이전의 기존결과와 차이를 보이고 있다는 점이다. 즉, 외환위기 이후부터는 거주주택을 보유한 가구들까지도 안전자산을 보유하려는 성향이 발생하고 있다는 점이다. 이는 점차적으로 사회·경제적 불안정성이 증대됨에 따라 주택보유목적 뿐 아니라 향후 불의의 사고 및 질병위험, 조기은퇴대비, 그리고 노후대비 등을 위한 저축의 증가가 그 원인인 것으로 보인다. 참고로, 유경원(2004), Cocco(2000), Flavin and Yamashita(2002), Kullmann and Siegel(2004), 그리고 기타 여러 학자들의 실증분석 결과에서는 주택을 소유하지 못한 가구의 경우 주식과 같은 위험자산보다는 안전자산에 대한 투자를 더 선호한다는 사실을 제시한 바 있다.

이러한 사실은 앞서 3장의 횡단면 분석에서 사용되었던 한국노동패널조사 4차~8차 각 연도의 가계의 저축목적에 대한 질문의 응답결과를 통해서도 확인할 수 있다. 다음의 <표 11>에서 제시된 바와 같이, 국내가계의 저축 주목적 중 ‘불의의 사고 및 질병에 대비’ 항목과 ‘노후생활 대비’ 항목이 각각 2001년 30.1%와 29.6%, 2002년 31.5%와 29.6%, 2003년 33.5%와 27.2%, 2004년 35.8%와 28.1%, 그리고 2005년에는 42.8%와 24.7%로 상당히 높은 비중을 차지하고 있다. 특히, ‘불의의 사고 및 질병에 대비’를 위해 저축을 한다는 응답은 특히 시간에 걸쳐 지속적으로 증가하고 있는 것을 확인할 수 있다. 즉 불확실성에 대비한 저축의 예비적 동기가 가계 저축의 주요 동기로 작용하고 있음을 이를 통해 간접적으로 확인할 수 있다.

<표 11> 2001년 ~ 2005년 국내가계의 저축 주목적 조사결과

(단위 : %)

저축 주목적	2001	2002	2003	2004	2005
자녀 교육비	18.5	19.1	18.6	16.1	12.8
주택마련	7.9	8.2	8.4	6.8	6.7
자동차/가구/전자제품 등 내구재 구입	0.9	0.7	0.3	0.3	0.2
결혼/상제비	7.5	7.2	7.2	9.9	10.0
불의의 사고 및 질병에 대비	30.1	31.5	33.5	35.8	42.3
노후생활 대비	29.6	29.6	27.2	28.1	24.7
여행 및 여가생활	1.1	1.2	1.7	0.7	0.3
사업자금 마련	1.1	0.6	1.0	0.6	0.7
차입금 상환목적	2.2	1.7	1.5	0.7	1.3
특별한 목적이 없음	-	-	-	0.5	0.4
기타	1.1	0.2	0.6	0.5	0.6

자료: 한국노동연구원, 한국노동패널조사 4차~8차년도 자료

부동산자산비율은 역시 안전자산보유비율을 상대적으로 낮추는 요인으로 작용하고 있으며, 또한 가구주 연령과 가계 안전자산보유비율간의 관계는 역시 U자 형태의 생애주기 패턴을 보이는 것으로 나타났다.

## VI. 요약 및 결론

본고에서는 국내의 대표적 패널자료인 한국노동패널조사를 대상으로 한 GMM동태적 패널추정을 통해 외환위기 이후 국내가계의 예비적 자산선택행위에 대한 성립여부를 분석하였다.

분석결과, 각 가계의 소득위험이 안전금융자산보유비율을 증가시키는 중요한 요인으로 작용하는 것으로 나타났다. 또한 부동산자산 보유비율과 가구주의 연령 등 역시 가계의 안전금융자산 보유 결정에 중요한 요인으로 작용하는 것을 확인할 수 있었다.

특히 외환위기 이후에는 거주주택을 보유한 가계들 역시 안정금융자산의 비율을 더욱 증가시키는 경향을 보였다. 이는 점차적으로 안전금융자산보유의 주목적이 주택마련에서 위험대비나 은퇴 및 노후대비 등과 같은 다양한 형태의 목적으로 확대되고 있는데 기인한 것으로 보인다.

본 연구의 향후과제로는 첫째, 가계자산에 대한 좀 더 세부적인 항목구분과 그에 대한 추가적인 분석을 들 수 있다. 종속변수로 미국의 PSID의 자산항목을 유동성이 높은 자산, 거주주택 외 부동산자산과 비경상부, 그리고 총 순자산 등으로 세분화하여 분석한 Carroll and Samwick(1997)의 연구의 예처럼, 차후 국내 패널자료에 대한 자산항목을 세분화하여 분석하는 작업이 필요하다고 본다. 둘째, 본 패널분석 결과에서는 소득위험이 각 가계의 예비적 자산선택행위의 주요 요인으로 작용하고 있으나, 이를 소득수준별 그룹으로 세분화한다면 소득위험은 고소득층보다는 저소득층에



상대적으로 더 민감한 요인으로 작용할 수 있다. 즉, 소득수준의 차이가 더 중요한 변수로 작용할 수도 있다. 따라서 향후과제로서 해당 자료를 소득수준별로 세분화하여 패널분석을 수행하거나 직업별 또는 교육연수의 차이 등으로 세분화하여 추가 패널분석을 수행한 후 그 결과를 비교하는 작업이 필요하다. 셋째, 본 논문에서는 수준(level) 변수를 대상으로 한 분석결과를 제시하고 있다. 그러나 향후에는 연도 간 difference(차분) 변수를 산정하여 차분변수에 대한 분석을 수행하고, 그 결과를 level변수에 대한 분석결과와 비교하는 작업역시 필요하다고 본다.

## 참고문헌

- 신관호·주원, 「소득불확실성이 부의 축적과 소비에 미치는 효과」, 『경제분석』, 제8권 1호, 한국은행, 2002.
- 유경원, 「우리나라 가계의 예비적 자산선택행태에 관한 연구」, 『경제분석』, 제10권 3호, 한국은행, 2004.
- 이민원, 「한국의 예비적 저축에 관한 패널분석」, 『국제경제연구』, 제5권 제1호, 1999.
- 이우현, 「외환위기와 한국의 가계소비 : 예비적 저축을 중심으로」, 『국제경제연구』, 제7권 제2호, 2001.
- \_\_\_\_\_, 「가계소비와 습관형성」, 『경제학연구』, 제49집 제4호, 2001.
- 임경목, 「한국가계금융자산 구성의 결정요인 분석 : 주식보유를 중심으로」, 한국개발연구원, 2002.
- 안중범·전승훈, 「은퇴자 가구의 소득과 소비」, 제4회 노동패널 학술대회 발표논문, 2002.
- 최바울·김성환, 「경제위기와 소득 불평등;1997년 이후를 중심으로」, 제4회 노동패널 학술대회 발표논문, 2002.
- Abel, Andrew B., “The Effects of Investing Social Security Funds In the Stock Market When Fixed Costs Prevent Some Household from Holding Stocks,” *NBER Working Paper* 7739, 2000.
- Alessie, Rob, Hochguertel, Stefan and Arthur van Soest, “Household Portfolios in the Netherlands,” *Center for Economic Research* no. 2000-55. 2000.
- Ahn, S. and P. Schmidt, “Efficient Estimation of Models for Dynamic Panel Data,” *Journal of Econometrics*, vol.68, p.5 ~ p.27, 1995.
- Anderson, T. W. and Hsiao, “Formulation and Estimation of Dynamic Models using Panel Data,” *Journal of Econometrics*, vol.18, p.47 ~ p.82, 1982.
- Andersson, Björn, “Portfolio Allocation over the Life Cycle; Evidence from Swedish Household Data,” *Department of Economics Working paper* 2001:4, Uppsala University, 2001.
- Alan, Sule, “Precautionary Wealth and Portfolio Allocation; Evidence from Canadian Microdata,” *SEDAP Research Paper*, no.117, 2004.
- Arellano, M. and S. Bond, “Some Tests of Specifications for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations,” *Review of Economic Studies*, vol.58, p.227 ~ p.97, 1991.
- Banks, James, Richard Blundell and James P. Smith, “Financial Wealth Inequality in the United States and Great Britain,” Institute for Fiscal Studies and University College, London, 2001.
- Bertaut, C. Carol and Michael Haliassos, “Precautionary Portfolio Behavior from a Life-Cycle Perspective,” *International Finance Discussion Papers* no.542, Board of Governors, 1996.
- Blundell, R., M. Browning and C. Meghir, “Consumer Demand and the Life cycle allocation of

- Household Expenditures,” *Review of Economic Studies*, vol.61, p.57 ~ p.80, 1994.
- Bollerslev, “Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity,” *Journal of Econometrics*, vol.31, p.307 ~ p.327, 1986.
- Calvet, E. Laurent, Adlai J. Fisher, and Samuel B. Thompson, “Volatility Co-movement: A Multifrequency Approach,” *NBER Technical Working Paper* 300, 2004.
- Campbell, Y. John, “Stock Returns and the Term Structure,” *Journal of Financial Economics*, vol.18, p.373 ~ p.399, 1987.
- Carroll, D. Christopher and Samwick, A. Andrew, “The Nature of Precautionary Wealth,” *Journal of Monetary Economics*, vol.40, p.41 ~ p.71, 1997.
- Chakraborty, Atreya, “Portfolio Allocation of Precautionary Assets ; Panel Evidence for the United States,” The Conference on Household Saving and Portfolios, Cyprus and The Eastern Economic Association, Boston, 1999.
- Cocco, F. Joao, “Portfolio Choice in the Presence of Housing,” *London Business School Working Paper*, 2000.
- Curcuro, Stephanie, John Heaton, Deborah Lucas and Damien Moore, “Heterogeneity and Portfolio Choice: Theory and Evidence,” *Handbook of Financial Econometrics*, University of Chicago, 2004.
- Deaton, A., “Panel Data from Time Series of Cross-sections,” *Journal of Econometrics*, vol.30, p.109 ~ p.126, 1985.
- Flavin, Marjorie and Takashi Yamashita, “Owner-Occupied Housing and the Composition of the Household Portfolio,” *The American Economic Review*, vol.92, no.1, p.345 ~ p.362, 2002.
- Guiso, Luigi, Tullio Jappelli and Daniele Terlizzese, “Income Risk, Borrowing Constraints, and Portfolio Choice,” *The American Economic Review*, vol. 86, no.1, p.158 ~ p.172, 1996.
- Guiso, Luigi, Michael Haliassos, and Tullio Jappelli, *Household Portfolios*, First Edition, The MIT Press, 2002.
- Haliassos, Michael and C. Bertaut, “Why Do So Few Hold Stocks?,” *The Economic Journal*, vol.105, p.1110 ~ p.1129, 1995.
- Harvey, R. Campbell, “Time-varying Conditional Covariances in Tests of Asset Pricing Models,” *Journal of Financial Economics*, vol.24, p.289 ~ p.317, 1989.
- Harvey, R. Campbell, “The World Price of Covariance Risk,” *The Journal of Finance*, vol. No. XLVI, No.1, p.111 ~ p.157, 1991.
- Holtz-Eakin, D., Newey, and Rosen, “Estimating Vector Autoregressions with Panel Data,” *Econometrica*, vol.56, p.1371 ~ p.1395, 1988.
- Hsiao, Cheng, *Analysis of Panel Data*, Cambridge University Press, 1986.
- Heaton, J., and D. Lucas, “Portfolio Choice and Asset Prices: The Importance of Entrepreneurial Risk,” *Journal of Finance*, vol. 55(3), p.1163 ~ p.1198, 2000.

- International Monetary Fund, "Global Financial Stability Report", 2005.
- Iwaisako, Tokuo, "Household Portfolios in Japan," *NBER Working Paper* 9647, 2003.
- James Banks and Sarah Smith, "UK Household Portfolios," The Institute For Fiscal Studies, 2000.
- Kasuga, Norihiro and Matsuura, Katsumi, "Liquidity Constraint and Household Portfolio in Japan," *Economics Working Paper Archive at WUSTL*, 2005.
- Kimball Miles, "Precautionary saving in the small and in der large," *Econometrica*, vol.58, p.53~p.73, 1990.
- Kullmann, Cornelia and Stephan Siegel, "Real Estate and its Role in Household Portfolio Choice," University of British Columbia, 2004.
- Lynch, W. Anthony and Tan, Sinan, "Multiple Risky Assets, Transaction costs and Return Predictability: Implications for Portfolio Choice," *NYU Working Paper Series* No. FIN-02-063, 2002.
- Paiella, Monica, "Limited Financial Market Participation: A Transaction Cost-Based Explanation," *Bank of Italy Working Paper* no.415, 2001.
- Poterba, James and Andrew Samick, "Household Portfolio Allocation over the Life Cycle," *NBER Working Paper* 6185, 1997.
- Merton, C. Robert, "Lifetime Portfolio Selection under Uncertainty: The Continuous-Time Case," *The Review of Economics and Statistics*, vol.51, no.3, p.247~p.257, 1969.
- Rob Alessie, Stefan Hochguertel and Arthur van Soest, "Household Portfolios in the Netherlands," *Center for Economic Research*, 2000.
- Samuelson, "Lifetime Portfolio Selection By Dynamic Stochastic Programming," *The Review of Economics and Statistics*, vol.51, no.3, p.239~p.246, 1969.
- Sandmo, Agnar, "The Effect of Uncertainty on Saving Decisions," *Review of Economic Studies*, vol.37, p.353~p.360, 1970.
- Skinner, Jonathan, "Risky Income, Life Cycle Consumption, and Precautionary Savings," *Journal of Monetary Economics*, vol.22, p.237~p.255, 1988.
- Vissing-Jorgensen, Annette, "Towards an Explanantion of Household Portfolio Choice Heterogeneity: Nonfinancial Income and Participation Cost Structures," *NBER Working Paper* 8884, 2002.
- Zeldes, P. Stephen, "Optimal Consumption with Stochastic Income; Deviations from certainty equivalence", *Quarterly Journal of Economics*, p.275~p.298, 1989.

## 부 록

<부표 1> 한국노동패널조사 패널자료 주요 변수의 기초 통계량

(단위: 만원, 명, 세)

변수명	평균	표준편차	최소값	최대값	왜도	첨도	jarque-Bera	P값
연평균 노동소득	1,895.35	1,788.72	0.00	30,105.01	3.16	28.28	443,152.30	0.00
가구원수	3.51	1.35	0.00	10.00	-0.02	34.85	12.63	0.01
가구주 연령	50.67	13.05	19.00	91.00	0.41	2.44	595.48	0.00
연간 총안전금융자산액	1,252.32	3,967.91	0.00	223,221.00	23.73	854.61	4.41E+ 08	0.00
연간 총금융자산액	1,551.05	4,436.49	0.00	225,212.00	15.64	550.72	1.85E+ 08	0.00
연간 총부동산자산액	5,514.44	15,115.32	0.00	101,000.00	26.45	1,362.56	1.08E+ 09	0.00
연간 총 자산액	7,035.73	16,546.08	0.00	1,001.99	19.92	961.11	4.97E+ 08	0.00
연간 총 부채액	2,087.22	7,928.58	0.00	480,000.00	31.92	1,642.00	1.65E+ 09	0.00

<부표 2> 주요 변수들의 상관관계

변수명	소득 위험	연평균 총소득	연평균 총 노동 소득	연평균 총자산	안전 자산 보유 비율	위험 자산 보유 비율	연평균 총 부채액	가구원 수	가구주 연령	가구주 교육 연수	임금 근로자 가구
소득위험	1										
연평균 총소득	0.28* (0.00)	1									
연평균 총노동소득	0.39* (0.00)	0.71* (0.00)	1								
연평균 총자산	0.04 (0.66)	0.23* (0.00)	0.23* (0.00)	1							
안전자산 보유비율	0.38* (0.00)	0.11* (0.00)	0.16* (0.00)	0.09 (0.12)	1						
위험자산 보유비율	0.05 (0.17)	0.12 (0.34)	0.11 (0.11)	0.12* (0.00)	-0.12* (0.00)	1					
연평균 총부채액	0.25* (0.00)	0.13* (0.00)	0.15* (0.00)	0.14* (0.00)	-0.22* (0.06)	0.29 (0.39)	1				
가구원 수	0.62* (0.00)	0.31* (0.00)	0.40* (0.00)	0.07 (0.19)	0.27* (0.03)	0.04 (0.11)	0.10* (0.00)	1			
가구주 연령	-0.59* (0.00)	-0.17* (0.00)	-0.28* (0.00)	0.01 (0.16)	-0.12* (0.00)	-0.08 (0.24)	-0.03 (0.09)	-0.29* (0.00)	1		
가구주 교육연수	0.31* (0.00)	0.23* (0.00)	0.31* (0.00)	0.10* (0.00)	0.11* (0.00)	0.11* (0.00)	0.07 (0.12)	0.21* (0.00)	-0.46* (0.00)	1	
임금 근로자가구	0.37* (0.00)	0.07 (0.34)	0.16* (0.00)	-0.02 (0.23)	0.18* (0.00)	0.06 (0.39)	-0.07 (0.11)	0.12* (0.00)	-0.39* (0.00)	0.18* (0.00)	1

Note : 1) (·) : Prob > | r | of H0 : Roh=0 test를 의미함.

2) \* : 5% 유의수준.