

주택에 의한 자산효과(Wealth Effects)가 가구소비에 미치는 영향

강민규*·김준형**

우리나라는 가구 전체자산 중 주택자산이 차지하는 비중이 매우 높다. 따라서 가구의 자산효과는 부동산 자산효과, 나아가 주택에 의한 자산효과가 될 가능성이 높다. 본 연구에서는 주택가격 변화가 자산효과를 통해 실질적인 가구소비 변화로 이어지는지를 다양한 조건 하에서 검토하였으며, 특히 기존 연구의 한계로 지적되었던 자가와 차가가구 구분을 통해 엄밀한 자산효과를 추정하였다. 그 결과 자가 가구의 거주주택 가격변화가 자산효과를 통해 가구소비 지출변화로 이어짐을 확인하였고, 기존 연구의 가정과는 달리 비내구재가 특별히 자산효과에 더 민감하게 반응하는 것은 아니라는 점을 밝혀냈다. 또한 주택에 의한 자산효과가 주택가격 상승과 하락시 비대칭적으로 나타난다는 점을 밝혀내었고, 가구부채 유무에 따라 주택의 자산효과가 달리 나타날 수 있음을 확인하였다. 이러한 연구의 결과는 주택정책의 실효성과 관련하여 많은 시사점을 던져준다. 특히 유동적인 자산효과와 존재는 주택정책 수립시 세밀한 정책설계가 필요함을 말해준다.

I. 서론

1. 연구의 배경 및 목적

소비이론에 의하면 자산 가격 상승은 자산효과를 통해 소비를 증가시킨다. 국내의 경우 가구 전체 자산 중 주식, 채권과 같은 금융자산의 비중은 상대적으로 적은 반면, 주택을 비롯한 부동산 자산의 비중은 매우 높다. 실제로 2006년 통계청에서 발표한 ‘가계자산조사’에 따르면, 우리나라 가구의 평균자산은 2억 8,112만원인 것으로 집계되었고, 이 중 부동산자산은 전체의 77%를 차지하는 것으로 나타났다. 이는 미국(25%)이나 영국(35%)보다 훨씬 높은 수준으로 우리나라 가구자산의 부동산 편중이 심각한 상황임을 보여준다.

* 서울대학교 환경대학원 도시및지역계획학 석사과정

** 서울대학교 환경대학원 도시및지역계획학 박사졸업

특히 부동산자산 중에서도 주택은 그 비중이 가장 높은 자산이라 할 수 있다. 이러한 상황은 우리나라 가구의 자산효과가 부동산 자산효과, 나아가 주택에 의한 자산효과가 될 가능성이 높다는 것을 시사해준다. 그러나 주택이 부(富)의 세대 간 이전을 위한 주요 통로로 사용되고 있는 상황 속에서, 주택의 자산가치가 상승하더라도 오히려 다음 세대를 위해 가계소비를 줄일 가능성 또한 무시하기 어렵다. 여기에 주택자산가치의 상승과 하락에 따라 자산효과가 달리 나타날 가능성도 있으며, 가구의 부채수준에 따라 주택 자산효과가 생각보다 크게 나타나지 않을 수도 있다. 따라서 주택에 의한 자산효과를 실증적으로 검토할 필요성은 충분하다고 하겠다.

주택 자산 가치의 상승은 민간소비 증가로 이어져 실물경제를 활성화시키고, 가계 소득을 증대시키는 등 중요한 거시 경제적 함의를 갖는다. 반면 최근 서브프라임 모기지 사태에서 볼 수 있는 것처럼, 자산 디플레이션은 소비 위축, 금융기관 부실화, 가계 파산 등 심각한 경제 문제로 이어지기도 한다. 이처럼 주택에 의한 자산효과가 정책적으로 중요한 의미를 갖고 있음에도 불구하고, 이에 대한 엄밀한 증거들은 아직까지 확보되지 않고 있다.

이러한 문제는 특히 자가와 차가가구를 구분하지 못한 집계자료(aggreated data)의 한계로부터 발생하는 경우가 많다. 본 연구의 목적은 비집계자료(disaggregated data)인 한국노동패널(Korean Labor and Income Panel Study, 이하 KLIPS)을 통해 주택에 의한 자산효과를 실증적으로 규명하는데 있다. 또한 주택 자산효과를 다각도로 검토하여 다양한 변수에 따른 자산효과 변화여부를 살피고자 한다. 이러한 분석을 통해 주택정책 수립의 시사점을 도출하는 것 역시 본 연구의 주요한 목적이다.

2. 연구의 구성 및 방법

본 연구는 다음과 같이 구성된다. 우선 II장에서는 주택에 의한 자산효과 정의의 살피고, 주택 가격의 변화가 실질적인 가구소비 변화로 이어지는 다양한 경로를 고찰한다. 이와 함께 관련 이론들을 검토함으로써 주택자산과 소비의 관계를 논하게 될 것이다. 또한 주택 자산효과와 관련된 국내외의 선행연구들을 비판적으로 검토하여, 이를 본격적인 연구진행의 출발점으로 삼고자 한다.

이러한 논의를 바탕으로 III장과 IV장에서는 한국노동패널(KLIPS)에서 추출된 표본을 대상으로 한 분석이 진행된다. 먼저 III장에서는 표본선정 과정을 밝힌 후, 각 변수들을 소개하고 그 선정 근거를 제시할 것이다. 이후 실증분석을 위한 구체적인 모형을 제시한다. 본 연구에서는 주택자산가치 변동과 소득변동, 기타 가구특성변수들이 가구의 소비수준 변화에 미치는 영향을 검토할 것이므로 다중회귀방법을 사용하게 된다.

이어지는 IV장에서는 주택가격 변동을 비롯한 각 독립변수가 가구소비에 미치는 영향을 실증적으로 분석하게 된다. 분석은 간단한 기초통계에서 시작하여 크게 세 부분으로 이어지는데, 첫 번째 분석은 주택가격 변화에 따른 가구소비지출 변화를 다룬다. 두 번째 부분은 주택가격 상승과 하락에 따른 자산효과 비대칭성을 검토한다. 세 번째 부분은 가구부채 유무에 따른 자산효과 차이를 비교 분석한다. 마지막 V장에서는 위의 분석 결과들을 요약하면서 그 함의를 살펴볼 것이다.

II. 이론 및 선행연구 고찰

1. 이론적 배경

가. 자산효과의 정의

소비의 자산효과(Wealth Effects)란 자산가치의 변화에 따라 가구의 일반적인 소비 수준이 증가하거나 감소하는 것을 의미한다. 일반적으로 사람들은 불균등한 소득의 흐름과 무관하게 소비를 평준화하여 다 기간에 걸친 효용을 극대화한다. 이처럼 한 개인이 전 생애에 걸쳐 소비의 흐름을 안정적으로 유지하려는 경향을 가리켜 '소비의 평활화(Intertemporal consumption Smoothing)'라 일컫는다. 이 때 보유하고 있는 자산의 가치가 상승하게 되면, 개인은 미래에 그 자산을 현금화하여 소비여력을 확대할 수 있을 것이라 기대하게 된다. 결국 당장 보유하고 있는 자산을 현금화 하지 않더라도 현재 소비를 늘리는 현상이 발생할 수 있는데, 이를 가리켜 소비의 자산효과라 일컫는다.

이러한 자산효과는 M. Friedman(1957)의 항상 소득가설(Permanent Income Hypothesis), Ando · Modigliani(1963)의 생애 주기가설(Life-Cycle Hypothesis)과 같은 소비이론들에 의해 뒷받침되고 있다. 이에 따르면 자산을 보유하는 제약 조건은 소득이 아니라 부(wealth)이며, 자산이 증가하면 자산효과를 통하여 소비가 증가하게 된다. 국내의 경우 전체 자산 중 부동산 자산, 특히 주택자산이 큰 비중을 차지하고 있으므로 주택에 의한 자산효과가 갖는 의미는 더 크다고 할 수 있다.

자산효과를 실증적으로 규명하기 위한 국내외의 연구들은 다음과 같은 기본적인 소비함수 설정을 통해 자산규모와 소비수준 간의 관계를 밝혀왔다.

$$(1) \quad C = f(Y^p, W)$$

C는 소비, Y^p 는 항상소득, W는 전체 자산규모

특히 선행연구들은 자산(W)을 금융 자산과 부동산 자산으로 세분화하여 각 종류별 자산이 소비 수준에 미치는 영향을 검증하기도 하였다. 본 연구에서는 이러한 소비함수를 토대로 자산효과의 실재여부를 규명할 수 있을 것이며, 아울러 부채비율, 가계 유동성과 같은 가구별 조건에 따른 소비 수준 변화도 살필 수 있을 것이다.

나. 주택자산의 가격변화가 소비변화로 이어지는 경로

주택자산의 가격변동은 다음과 같은 몇 가지 경로를 통해 실질적인 가구 소비의 변화로 이어지게 된다. 그 첫 번째는 '자본이득(Capital Gain)'을 통해 직접적으로 소득이 증가하는 경우이다. 주

택 보유자는 주택 가격 상승 시 이를 매각하여 현금을 확보 할 수 있고, 소비를 증가시키게 된다. 이는 특히 주택을 자산증식의 목적으로 활용하고 있는 다주택 보유자에게서 잘 나타난다.

두 번째는 주택가격의 상승이 담보가치 상승으로 이어져 대출여력이 늘어나는 경우이다. 이는 특히 부동산과 같은 실물자산과 밀접한 관계를 갖는 경로이며, 흔히 '레버리지 효과(Leverage Effect)'로 불리기도 한다. 주택 보유자는 주택을 담보로 하여 보다 많은 대출금을 확보할 수 있고, 이는 곧 원활한 현금흐름으로 이어져 가계의 소비에 영향을 미치게 되는 것이다.¹⁾

주택자산의 가격변동과 소비변화를 설명하는 세 번째 경로는 바로 '자산효과(Welath Effect)'이다. 이는 앞서 자산효과에 대한 정의에서도 밝힌 바와 같이, 소득이 일정하더라도 가구가 보유하고 있는 주택가격의 상승이 자산 가치 증대로 인식되어 소비가 늘어나게 되는 '부(富)의 효과'를 말한다. 또한 이는 자산가격 변화의 다양한 파급경로 중에서도 본 연구가 실증적으로 규명하고자 하는 부분이기도 하다.

이처럼 주택가격 상승은 다양한 경로를 통해 가구소비 증대로 이어지게 된다. 그러나 다음과 같이 주택가격 상승이 가구소비의 위축으로 이어지는 반대의 경우도 존재한다. 예컨대 분가(分家)를 준비하는 자녀가 있는 경우, 부모는 자녀들의 주택마련을 위해 현재소비를 줄이고 저축을 늘리게 된다. 결국 주택가격 상승이 자녀들을 위한 주택구입 부담으로 이어져 가구소비가 오히려 위축되는 것이다. Skinner(1989)는 이러한 '유증동기(bequest motive)'를 가구소비 위축의 주요한 원인으로 지적하고 있으며, 이에 따른 자산효과의 상쇄 가능성을 밝히고 있다.²⁾ 이외에도 부채비율이 높은 자가 가구나, 향후 더 큰 주택으로의 진입을 준비하는 가구의 경우 주택가격 상승이 소비보다는 저축의 증대로 이어져 자산효과가 상쇄될 가능성이 있다.

종합하자면 주택가격 변화는 이처럼 다양한 경로를 통해 가구소비에 영향을 미치지만, 그 결론은 명확하지 않다. 위에서 살펴본 바와 같이 주택가격 상승은 자본이득, 레버리지효과, 자산효과 등을 통해 가구소비의 증대로 이어지게 된다. 그러나 유증동기, 부채비율, 주거이동 욕구와 같은 가구의 특성은 정반대의 결과를 낳기도 한다. 결국, 이러한 이유들 때문에 주택가격 상승이 가구소비의 증가로 이어질지 여부는 이론적으로 명쾌하게 단언할 수 없다.

다. 모형설정의 이론적 토대

한 시점에서 개별 소비자의 예산제약은 다음과 같이 간단하게 나타낼 수 있다.

1) 이처럼 자산 가격 상승이 보유자산의 담보가치를 높여 대출여력이 확대되고, 이에 따라 가구소비가 증가하는 경우를 가리켜 '대차대조표 경로(Balance Sheet Channel)'라 부르기도 한다(송태정, 2007).

2) Skinner(1989)는 유증동기에 의해 자산효과가 상쇄되는 상황을 가리켜 리카르도 대등정리(Ricardian Equivalent Theorem, RET)라 표현하고 있다. 본래 RET는 공공 재무관리의 무용성을 설명하는 이론으로, 정부지출의 재원조달 방법 변화가 민간부문의 경제활동에 아무런 영향을 주지 못한다는 것을 말한다. 예컨대 정부지출이 일정하게 주어질 때, 조세를 공채로 대체하는 정책(감세정책)은 무력하다는 것이다. Skinner는 주택에 의한 자산효과가 유증동기에 의해 상쇄되어 나타나지 않는 상황을 이러한 RET에 비유하고 있다.

$$(1) \quad W_{t+1} = (1 + R_{w,t+1})(W_t - C_t)$$

식(1)에서 C_t 는 t 기의 소비를, W_t 는 t 기 초에 소비자가 보유하고 있는 부(wealth)를 의미한다. 이때 부는 소비자가 보유하고 있는 실물 및 금융자산(asset wealth, A_t)뿐만 아니라 소비자의 인적자본(H_t)까지 포함하는 개념이다. $R_{w,t+1}$ 은 t 기에 부를 투자하여 $t+1$ 기에 얻을 수 있는 수익률이다. 식(1)의 양변을 W_t 로 나누면 식(2)를 구할 수 있다.

$$(2) \quad \frac{W_{t+1}}{W_t} = (1 + R_{w,t+1})\left(1 - \frac{C_t}{W_t}\right)$$

Campbell and Mankiw(1989)에서 사용한 방식대로 식(2)의 양변에 로그를 취한 후 균제상태(steady state)를 중심으로 선형화하면 식(3)을 얻을 수 있다.

$$(3) \quad \Delta w_{t+1} = k + r_{w,t+1} + (1 - 1/\rho)(c_t - w_t)$$

식(3)에서 소문자로 표시된 변수는 로그 변환된 값을 의미하며 $k = \log \rho + (1 - 1/\rho)(\overline{c - w})$ 및 $\rho = 1 - \exp(\overline{c - w})$ 이다.³⁾ 이제 식(3)을 미래에 대하여 풀어서 정리하면 소비자의 로그 선형화된 기간 간 예산제약을 나타내는 식(4)가 도출된다.

$$(4) \quad c_t - w_t = \frac{\rho}{1 - \rho} k + E_t \sum_{i=1}^{\infty} \rho^i (r_{w,t+i} - \Delta c_{t+i})$$

식(4)가 의미하는 바는 현재시점에서의 ‘소비-부의 비율’이 미래의 부의 수익률과 소비증가율에 의해 결정된다는 것이다. 즉, 소비자가 미래의 수익률이 높을 것으로 예상하거나 또는 미래의 소비증가율이 낮을 것으로 예상하는 경우 현재의 ‘소비-부의 비율’이 높게 나타난다.

한편 소비자의 로그 변환된 부 w 는 식(5)와 같이 인적자본 h 와 실물 및 금융자산 a 의 가중평균으로 나타낼 수 있고, 수익률 r_w 은 식(6)과 같이 인적자본에 대한 수익률 r_h 와 실물 및 금융자산에 대한 수익률 r_a 의 가중평균으로 나타낼 수 있다. 이 때 $\beta = (\overline{H/W})$ 및 $1 - \beta = (\overline{A/W})$ 이다.

$$(5) \quad w_t = \beta h_t + (1 - \beta) a_t$$

$$(6) \quad r_{w,t} = \beta r_{h,t} + (1 - \beta) r_{a,t}$$

3) $(\overline{c - w})$ 는 $c - w$ 의 균제상태에서의 값을 의미한다.

식(5)와 (6)을 이용하여 식(4)를 다시 정리하면 식(7)이 된다.

$$(7) \quad c_t = \beta h_t + (1 - \beta)a_t + \frac{\rho}{1 - \rho}k + E_t \sum_{i=1}^{\infty} \rho^i (\beta r_{h,t+1} + (1 - \beta)r_{a,t+1} - \Delta c_{t+1})$$

그런데 소비자의 인적자본은 직접 관찰할 수 있는 변수가 아니므로 실증 분석을 위해서는 인적자본을 관찰 가능한 변수로 나타낼 필요가 있다. 노동소득 Y_t 를 인적자본 H_t 에 대한 수익이라고 하면 $Y_t = R_{h,t}H_t$ 가 되고 이로부터 로그선형화를 통해 다음과 같은 결과를 얻을 수 있다.⁴⁾

$$(8) \quad h_t = \rho_y k_y + y_t - \rho_y r_{h,t+1} = \rho_y k_y + y_t - z_t$$

식(8)을 이용하여 식(7)을 다시 정리하면 다음과 같다.

$$(9) \quad c_t - \beta y_t + (1 - \beta)a_t = \frac{\rho}{1 - \rho}k + E_t \sum_{i=1}^{\infty} \rho^i (\beta r_{h,t+1} + (1 - \beta)r_{a,t+1} - \Delta c_{t+1}) + \beta z_t$$

식(9)는 부와 소비, 소득이라는 세 변수 간 관계를 나타내며, 실증분석모형의 이론적 토대를 제공한다. 소비를 소득 및 주택자산에 대하여 회귀시키면 그 추정계수는 각각 소득, 주택자산에 대한 소비탄력성이 되는 것이다.

2. 선행연구 고찰

가. 선행연구 검토

자산효과에 관한 연구들은 해외를 중심으로 활발하게 진행되어 왔다. 이러한 연구들은 단순한 자산효과와 실재여부 뿐만 아니라 자산의 종류, 유증 동기, 유동성 제약과 같은 다양한 조건들 속에서 자산효과가 어떻게 달라지는지를 밝히고 있다.

Case et al.(2001)은 이와 관련한 대표적인 연구로 2000년대 초반, ‘닷컴 버블’이라 불리는 전반적인 경기침체 상황 속에서도 견고하게 유지된 가구소비의 원인을 당시 꾸준히 증가하였던 주택가격에서 찾았다. 특히 이 연구에서는 주식자산과 부동산자산을 비교하여, 부동산자산이 갖는 자산효과가 더 크다는 결론을 도출하고 있다. 그런가하면 Skinner(1989)는 주택자산이 가구의 저축활동에 미치는 영향을 검토하고, 유증동기에 의한 자산효과와 상쇄여부를 살피고 있다. 또한 Engelhardt(1996)는 자산효과가 주택가격 상승과 하락 시에 비대칭적으로 나타날 수 있다는 점을

4) 단, $p_y = (1 + \exp(\overline{y-h}))/\exp(\overline{y-h})$ 및 $k_y = \log(1 + \exp(\overline{y-h})) - p_y(\overline{y-h})$ 이다.

밝히고 있다. 그 결과 주택의 가격 하락은 자산효과를 통해 소비의 감소로 이어졌지만, 가격의 상승은 소비의 증가로 이어지지 않았다. 이외에도 Bostic et al.(2008)은 기존 연구와는 달리 CEX(Consumer Expenditure Survey)와 같은 미시 자료를 토대로 주택에 의한 자산효과를 밝히고 있으며, Campbell et al.(2007) 역시 영국의 BHPS(British Household Panel Survey), FES(Family Expenditure Survey)와 같은 미시 자료를 통해 지역별, 연령별 자산효과를 밝히고 있다.

이러한 많은 연구들은 정도의 차이가 있을 뿐 자산효과와 실재여부에 관한 일관된 결론에 도달하고 있다. 그러나 이에 대한 반론도 만만치 않다. 몇몇 연구들은 이러한 선행연구들의 한계를 지적하며 자산효과가 존재하지 않는다는 결론을 도출하고 있다. 특히 가구소비의 증가는 주택 가격 상승에 따른 가구의 차입제한조건(borrowing constraints) 완화 때문이지 자산효과가 그 원인은 아니라는 연구가 있으며(Ortalo-Magne & Rady, 2006), 유사한 맥락에서 금융시장의 발달에 따른 차입제한의 완화가 소비를 촉발시켰다는 결론을 도출한 연구도 있다(Attanasio & Weber, 1994; Muellbauer & Murphy, 1997). 이처럼 해외에서 이루어진 많은 연구들은 그 양적, 질적 다양성에도 불구하고 명확한 결론을 도출하고 있지는 못하다.

국내에서도 자산효과와 실재여부를 규명하기 위한 시도가 존재하여 왔다. 국내 연구들은 대부분 주택매매가격지수, 종합주가지수, 민간소비 변화와 같은 집계자료(aggregated data)를 토대로 시계열을 분석한 것이다. 우선 김경환(2003)은 서울지역의 아파트 시가 총액을 주택자산의 대용변수로 사용하여 자산효과를 검증하고 있으며, 그 결과 주택자산에 대한 소비의 장기 탄력성을 0.23으로 추정하고 있다. 또한 이항용(2004)에 따르면 주택자산의 가치가 1% 증가할 때 비내구재 소비는 0.05% 증가하는 것으로 나타났다. 이외에도 심성훈(2006)의 연구 역시 자산 가격과 가계 소비활동 사이에 안정적인 관계가 형성되어 있음을 밝히고 있다.

이처럼 대부분의 국내연구들은 주택에 의한 소비의 자산효과가 안정적으로 나타난다는 점을 밝히고 있다. 그러나 몇몇 연구들은 이러한 결론에 의문을 제기한다. 이지훈(2005)은 외환위기 이후 주식에 의한 소비의 자산효과는 분명하게 관찰되지만, 주택에 의한 소비의 자산효과는 통계적인 유의성이 없다고 결론짓고 있다.⁵⁾ 그런가하면 송태정(2007)은 외환위기 이후 주택에 의한 자산효과가 안정적으로 나타나고 있지만, 그 정도는 갈수록 약해지고 있으므로, 주택가격 상승에 따른 민간 소비의 진작은 이루어지기 어렵다는 결론을 도출하고 있다.⁶⁾ 이처럼 국내 연구들 역시 유사한 자료와 방법론을 사용하고 있음에도 불구하고 각기 다른 결론을 도출하고 있다.

5) 이지훈(2005)의 연구에 따르면 실질 주식가격이 1% 오르는 경우 민간소비는 0.06% 증가하는 것으로 나타났다. 반면에 실질 주택가격이 1% 상승하는 경우 민간소비는 0.1% 증가하는 것으로 추정되었다. 그러나 주택에 의한 민간소비의 변화는 통계적 유의성이 없는 것으로 나타나 주택에 의한 자산효과가 없다는 결론에 이르고 있다. 이는 금융자산과 부동산자산의 자산효과를 비교한 Case et al.(2001)의 결과와는 상반되는 것이다.

6) 주택에 의한 자산효과는 2000년을 기점으로 꾸준히 감소하고 있다. 주택가격이 1% 상승할 때 2001년에는 소비가 0.18% 증가하는 것으로 추정되었으나, 2005년에는 0.11%로 나타났다. 송태정(2007)은 이러한 자산효과 감소 원인을 외환위기 이후 급증한 가계부채와 구조적 가계부실에서 찾고 있다.

나. 선행연구의 한계

앞서 살핀 선행연구들은 다양한 관점에서 주택에 의한 자산효과의 실재여부를 밝히고 있다. 특히 기존의 연구들은 집계 자료(aggreated data)에 기초하여 시계열을 분석하고, 이에 따른 거시경제적 함의를 밝힌 경우가 많았다. 그러나 주택에 의한 자산효과는 자가 가구에 의해서만 나타나는 것이므로, 차가가구를 포함하여 분석한 기존의 연구들은 한계를 가질 수밖에 없다. 실제로 주택 매매가격지수나 민간소비와 같은 거시경제적 자료를 기초로 한 분석에는 자산효과와는 무관한 차가가구가 45%가량 포함되어 있어 정밀한 자산효과의 추정이 이루어지지 않고 있다.⁷⁾

또한 가구주의 연령이나 자녀의 수와 같은 가구 특성을 고려하고 있지 않으므로 Skinner(1989)가 지적하였던 유증동기(bequest motive)가 통제되지 않고 있다는 한계도 가지고 있다. 여기에 Ortalo-Magne & Rady(2006)에서 지적한 가구의 차입제약 역시 국내 연구에서는 고려되고 있지 않으므로, 이 역시 연구의 한계로 남는다고 하겠다. 이외에도 가구의 부채비율을 비롯한 개별 가구의 경제적 여건 역시 분석에서는 고려되고 있지 않으므로, 자산효과의 엄밀한 추정이 이루어졌다고 보기 어렵다. 결국 이러한 선행연구들의 한계는 집계자료를 사용함으로써 나타난 것이라 볼 수 있다. 따라서 보다 정확하게 자산효과를 파악하기 위해서는 비집계 자료(disaggregated data)를 사용하는 것이 바람직하다.

앞서 살핀 이항용(2004)의 연구는 국내 연구 중 거의 유일하게 비집계 자료를 사용하고 있으나, 단순한 횡단면 분석만을 다루고 있다. 자산효과의 논의에 있어서 자산가치의 변동은 한 가구 자산의 시간에 따른 변동을 의미하는 것임에도 불구하고, 이 연구에서는 주택자산의 가구별 차이만을 분석하고 있는 것이다. 따라서 이 연구 역시 분석의 한계를 가지고 있다고 할 수 있다.

III. 분석의 틀

본 분석에 들어가기에 앞서, 본 연구에서 사용하고 있는 표본의 추출과정과 변수를 설명하고, 분석모형을 간략하게 소개하기로 한다.

1. 자료와 표본의 선정

주택가격의 변화에 따른 가구소비 변화를 살피기 위해서는 동일한 표본에 대한 정기적인 반복조사가 이루어지는 패널자료를 활용하는 것이 적당하다. 주택에 의한 자산효과를 살핀 해외의 많은 연구들에서 PSID(Panel Study of Income Dynamics), BHPS(British Household Panel Survey) 등

7) 2005년 실시된 전국의 인구조사통계에 따르면 전국 주택 가운데 자가주택의 비율은 56%이고, 전세는 21%, 월세 19.2%, 무상임대 3.8%인 것으로 집계되었다. 특히 서울의 경우 자가주택 비율이 44.9%로 나타나 전국평균인 56%에도 미치지 못하는 것으로 나타났다(국가통계포털, <http://www.kosis.kr/>).

과 같은 패널자료를 사용하고 있는 것도 이러한 이유 때문이다. 본 연구에서는 국내 패널자료 중 하나인 한국노동패널(KLIPS)을 활용할 것이다. 이를 통해 국내 선행연구들이 집계자료를 사용함으로써 노정했던 한계를 극복할 수 있을 것이다.

본 연구에서 사용될 표본은 KLIPS 8~10차년도 응답가구 중 점유형태가 자가인 가구이며, 구체적으로는 이들 가구 중 분석기간 동안 이사를 하지 않은 가구이다. 이사를 한 가구의 경우 거주주택의 자산 가치 변화가 시장가격의 변화에 따른 것이 아니라 가구의 추가적 투자에 따른 것일 수 있기 때문이다.

이렇게 추출된 표본 가운데 거주주택 이외의 부동산을 소유하고 있는 가구는 제외된다. 물론 거주주택 외에 가구가 소유하고 있는 부동산 가격변화는 가구소비수준에 영향을 미칠 수 있다. 그러나 현재의 설문 형태로는 거주주택 외의 부동산 가격 총액 변화가 시장가격 변화에 따른 것인지, 가구의 추가적인 투자 변화에 따른 것인지 확인하기 어렵다.⁸⁾ 따라서 거주주택 외의 부동산을 소유하고 있는 가구는 제외하게 될 것이다.

마지막으로 금융자산과 관련하여, 금융자산이 전체 자산에서 차지하는 비중이 30%이상인 가구는 제외하기로 한다. 금융자산 가치변화는 가구의 소비변화를 야기하는 항목 중 하나이다. 그러나 KLIPS는 부동산자산에 대한 설문과 마찬가지로 금융자산의 경우에도 자산의 총액과 종류별 소유 여부만을 묻고 있어, 금융자산의 총액 변화가 시장가치 변화에 따른 것인지, 추가적인 매매에 따른 것인지 확인하기 어렵다. 따라서 자산효과의 규명 과정에서 생길 수 있는 문제를 차단하기 위해 금융자산의 비중이 30%이상인 가구는 분석에서 제외하게 될 것이다.⁹⁾

2. 변수선정

가. 종속변수

본 연구는 주택에 의한 자산효과가 가구의 일반적인 소비수준에 어떠한 영향을 미치는지 실증적으로 규명하는데 그 목적이 있다. 따라서 종속변수로는 KLIPS 내 가구설문 중 소비관련 문항을 활용하게 될 것이다. KLIPS는 작년 한 해 동안 가구가 식비, 교육비, 의료비 등으로 지출한 항목에 대해 세세한 정보를 담고 있다. 본 연구에서는 9차년도와 10차년도 가구소비 지출액의 차분된 값을 종속변수로 삼을 것이다. 특히 가구의 총소비지출액 변화뿐 아니라 선행 연구에서 자산효과에 민감하게 반응할 것으로 예상한 비내구재 소비지출액 변화도 별도로 분석하게 될 것이다.

이항용(2004)은 내구재의 소비(consumption)가 내구재 소비지출(consumption expenditure)과 구

8) KLIPS의 가구설문은 거주주택 외의 부동산자산에 대한 내용을 담고 있다. 하지만 부동산자산의 시가 총액과 그 종류만을 묻고 있어, 그 총액의 변화가 시장가격 변화에 따른 것인지, 추가적인 매매에 따른 것인지 확인하기 어렵다. 이는 금융자산의 경우도 마찬가지이다.

9) 앞서 기술한 바와 같이 우리나라 가구의 자산 중 부동산이 차지하는 비중은 77%에 이른다. 따라서 표본가구가 보유하고 있는 금융자산 비중을 30%로 설정한 것은 적절하고 할 수 있다.

별된다고 밝히고 있다. 비내구재의 경우 구입시점에서 소비가 즉각적으로 이루어지는 반면, 내구재는 구입한 이후 일정기간에 걸쳐 서서히 소비가 일어나기 때문이다. 또한 내구재의 경우 고가(高價)인 경우가 많아 할부 구입 시 정확한 소비액을 파악하기 어렵다. 따라서 본 연구에서는 가구의 소비지출 총액 뿐 아니라 비내구재 소비규모를 별도로 살펴보고자 한다.

나. 독립변수

1) 주택가격 변화분

KLIPS 가구설문은 현재 거주하고 있는 주택의 시세에 대한 정보를 담고 있다. 자산효과가 주택의 가치 변화에 대한 주관적 판단에 영향을 받는다는 것을 고려한다면, 정부의 공시가격보다 KLIPS의 현재시세 정보가 본 연구에 더 적합한 정보라 할 수 있다. 위에서 살핀 소비항목이 작년 한 해 동안의 가구소비에 대한 정보를 담고 있는 반면, 주택가격은 조사시점 현재의 정보를 담고 있다. 따라서 9~10차 년도의 가구소비 변화를 살피기 위해서는 8~9차 년도의 주택가격 변화를 독립변수로 사용할 것이다.

2) 소득 변화분

일반적으로 소득은 소비에 영향을 미치는 가장 중요한 변수로 알려져 있다. KLIPS는 작년 한 해 동안 한 가구가 세금을 제외하고 얻은 소득에 대한 정보를 담고 있다. 구체적으로는 근로소득, 금융소득, 보험소득, 이전소득 등이 해당된다. 본 연구에서는 이러한 가구소득의 합계를 산정한 후 그 차분된 값을 구해 독립변수로 사용할 것이다. 소득의 경우 작년 한 해 동안의 정보를 담고 있으므로 9차~10차 년도의 가구소득 변화를 활용하도록 한다.

3) 가구특성변수① - 가구원 수, 가구원수 변화분

앞서 밝힌 바와 같이 분가(分家)를 준비하는 자녀가 있는 경우, 부모는 거주하고 있는 주택가격이 상승해도 자녀들의 주택마련을 위해 소비를 줄이고 저축을 늘릴 가능성이 있다. 따라서 이를 통제하지 않으면 주택가격 변화에 따른 자산효과가 상쇄될 수 있다. Skinner(1989)가 유증동기 (bequest motive)라 지칭한 이러한 효과는 엄밀한 자산효과 추정엔 있어 반드시 고려해야 할 변수이다. 본 연구에서는 이러한 유증동기의 통제를 위해 가구원 수와 그 변화분을 독립변수로 사용할 것이다.

4) 가구특성변수② - 가구주 연령(age, age²)

전술한 유증동기는 자녀들의 독립을 앞둔 장년층에게서 나타날 가능성이 높다. 따라서 이를 통제하기 위해 가구주의 연령 역시 가구특성변수의 하나로 활용하고자 한다.

다. 주요변수의 시차문제에 대한 정리

본 연구에서 활용하고자 하는 KLIPS 내의 주요 변수들에 대한 정보는 각각 그 시차를 달리하고 있다. 예컨대 가구소비와 소득은 조사시점 이전 한 해 동안의 정보를 담고 있는 반면, 주택가격은 조사시점 현재의 시세 정보이다. 따라서 전술한 바를 간단하게 정리하면 다음의 <표1>과 같다.

<표 1> 주요 변수에 대한 시차정보

구분	소비(C)	소득(Y)	주택가격(P)
8차 년도 KLIPS (2005년 조사)	2004년 한해소비	2004년 한해소득	2005년 주택가격
9차 년도 KLIPS (2006년 조사)	2005년 한해소비	2005년 한해소득	2006년 주택가격
10차 년도 KLIPS (2007년 조사)	2006년 한해소비	2006년 한해소득	2007년 주택가격

* 음영 처리된 부분이 본 연구에서 사용하게 될 자료이다.

3. 추정모형

가구소비의 증가는 소득증가, 주택가격 상승에 따른 자산효과, 기타 가구특성 변수들에 의해 영향 받는다. 이를 실증분석하기 위한 추정모형은 다음의 식(10)과 같다.

$$(10) \quad \Delta C_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 \Delta I_{t+1} + \beta_2 \Delta P_{t+1} + \beta_4 Z_{t+1} + E_{t+1}$$

이 때 각 변수를 차분한 값인 ΔX_{t+1} 는 $\ln(X_{t+1}) - \ln(X_t)$ 을 의미한다. 예컨대 본 연구의 종속변수인 가구소비(ΔC_{t+1})는 각 해당년도의 가구소비에 자연로그를 취한 값을 차분한 것이다. 이는 소득(ΔI_{t+1})과 주택가격(ΔP_{t+1})모두 마찬가지로이다. 가구특성변수인 Z_{t+1} 는 가구원 수(family size), 가구원 수의 변화분(Δ family size), 가구주 연령(age, age²)을 의미한다.

본 연구에서는 이러한 모형을 토대로 다중회귀(multiple regression)를 통해 분석을 진행하게 될 것이다. 주택에 의한 자산효과는 가구의 총소비지출액 변화로 나타나게 된다. 특히 이러한 자산효과는 가격 상승과 하락시 다르게 나타날 수 있으므로, 이를 별도로 검증하고자 한다. 또한 주택가격이 상승하는 경우라도 가구부채가 있는 경우 상황에 대한 부담으로 인해 자산효과가 상쇄될 가능성이 있으므로 가구의 부채유무에 따른 소비지출액 변화 역시 별도의 분석을 통해 검증하게 될 것이다.¹⁰⁾

10) KLIPS는 가구부채 유무와 그 수준에 대한 정보를 담고 있다.

IV. 실증분석 및 결과해석

1. 기초통계분석

엄밀한 분석에 앞서 표본으로 선정된 가구의 전반적인 정보를 확인하기 위한 기초통계분석을 시행하였다. 본 연구에서 사용하고 있는 표본은 KLIPS 8~10차년도 응답가구 중 점유형태가 자가이며, 분석기간 동안 주거이동을 하지 않은 가구이다. 표본의 규모는 1263개이며, 이들을 가구주 연령, 가구규모, 주택자산 규모 및 그 변화에 따라 분석하였다.

가. 가구주의 연령 및 가구규모

가구주 연령과 가구규모는 유증동기(bequest motive)를 살피기 위한 변수들이다. <표2>에서 확인할 수 있듯이 표본은 각 연령대(10년 단위)에서 200개~350개 정도로 고르게 분포하였고, 가구주 연령평균은 54.1세로 나타났으며 중위 값은 53세였다. 가구규모의 경우 4인가구가 37.2%로 가장 많은 분포를 보이고 있었으며, 3인가구와 2인가구가 차지하는 비중은 20%정도로 비슷하였다.

<표2> 가구주의 연령 및 가구규모에 따른 표본분포

가구주 연령	빈도	백분율	가구규모	빈도	백분율
30대이하	200	15.8	1인	118	9.3
40대	301	23.8	2인	240	19.0
50대	346	27.4	3인	265	21.0
60대	225	17.8	4인	470	37.2
70대이상	191	15.1	5인이상	170	13.5
합 계	1,263	100.0	합 계	1,263	100.0
평균	54.1		평균	3.31	
중위값	53		중위값	4	

나. 주택자산의 규모 및 그 변화

가구의 주택자산 규모는 주택에 의한 자산효과를 실증적으로 규명하기 위한 변수이다. 주택자산 규모에 따른 표본의 분포를 살펴본 결과는 <표3>과 같다. 표본가구의 주택자산은 1~2억에 해당하는 경우가 32.9%로 가장 많았으며, 5천만 원~1억 원인 경우가 29.0%로 그 뒤를 이었다. 거주하고 있는 주택의 시가는 9차 년도를 기준으로 평균 1억 5천만 원, 중위값은 1억 원으로 나타났다.

〈표3〉 주택자산 규모에 따른 표본분포

비중(%)	5천만 원 미만	5천만~1억	1~2억 원	2~4억 원	4억 원 이상	합계
빈도	194	366	415	202	86	1,263
백분율	15.4	29.0	32.9	16.0	6.8	100.0

주택자산 가치의 증감에 따라 자산효과가 달리 나타날 수 있으므로, 이를 분석하기 위한 기초통계분석도 실시하였다. <표4>에 나타난 바와 같이 해당기간 동안 주택가격이 증가한 경우는 41.5%로 감소한 가구인 34.9%보다 그 비중이 약간 높았다. 전체 표본 중 주택자산의 증감 폭이 전년 대비 ±30%이내인 가구는 전체의 73.2%였으며, 표본 가구의 주택시가는 평균적으로 11.8% 증가하였다.

〈표4〉 주택자산가치의 증감에 따른 표본의 분포

구 분	-30%초과	-30~0%	불변	0~30%	30~60%	60%이상	합계
빈 도	133	301	293	316	115	86	1,244
백분율	10.7	24.2	23.6	25.4	9.2	6.9	100.0

2. 주택가격 변화와 가구소비의 관계

가. 주택가격 변화에 따른 가구 소비지출 변화

소득을 비롯한 기타 변수들이 통제된 상태에서 주택가격의 변화에 따른 가구소비의 변화를 살펴 고, 이를 통해 주택 자산효과와 실재여부를 규명할 수 있다. 종속변수인 가구소비는 소비지출총액과 비내구재에 대한 지출로 나누어 분석하였다.

1) 가구의 소비지출총액 변화

<표5>는 앞의 분석모형 식(10)을 통해 추정된 결과를 나타낸 것이다. 분석결과 주택가격 변화는 가구 소비지출총액에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 즉, 자가 가구의 주택가격변화는 자산효과를 통해 실질적인 가구 총소비 변화로 이어진다. 주택가격이 1% 변화할 때 가구 총소비지출은 0.038%정도 변화하는 것으로 나타났는데, 이는 송태정(2007)이 차가가구를 포함하여 추정한 수치인 0.11보다는 낮은 수치이다. 그러나 Engelhardt(1996)와 Bhatia(1987)에서 각각 추정된 값인 0.03과 0.032와는 비슷한 값이다. 이를 통해 그 동안 국내 연구에서는 확인할 수 없었던 자가 주택에 의한 자산효과를 실증적으로 확인할 수 있었다.

주택가격 변화 이외에 가구원수, 가구원수 변화, 소득변화가 통계적으로 유의한 변수인 것으로 확인되었다. 이들 가운데 소비지출총액에 가장 많은 영향을 미치는 변수는 역시 소득변화인 것으

로 나타났다. 소득은 모든 변수들 가운데 통계적으로 가장 유의한 것으로 나타났으며, 소득변화에 대한 한계소비성향(MPC)은 0.196정도로 추정되었다. 또한 가구원수와 가구원수의 변화 역시 가구의 소비지출총액에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 확인되었다.

〈표5〉 분석모형(I) 주택가격 변화에 따른 총소비 변화

변수	추정계수	비표준화	표준오차	t-value	p-value
연령	-0.0026	-0.1073	0.0048	-0.54	0.5889
연령제곱	0.0194	0.0906	0.0429	0.45	0.6507
가구원수	0.0230	0.0915	0.0076	3.01	0.0026
가구원수변화	0.0971	0.0982	0.0275	3.54	0.0004
소득변화	0.1962	0.3048	0.0172	11.44	<.0001
주택가격변화	0.0383	0.0508	0.0201	1.90	0.0571
(상수항)	0.0638	0.0000	0.1308	0.49	0.6261

* Obs=1,263, R-square=0.1134

2) 가구의 비내구재 소비 변화

앞서 비내구재 소비는 자산효과에 좀 더 탄력적으로 반응할 것이라 예상하였다. 그러나 분석결과 총소비에 비해 비내구재 소비가 특별히 더 탄력적인 반응을 보이지는 않았으며, 추정계수와 유의성 모두 총소비에 비해 소폭 떨어지는 것으로 나타났다. 분석을 통해 추정된 값인 0.037은 이항용(2004)이 차가가구를 포함하여 추정한 수치인 0.03~0.05와 유사한 수준인 것으로 확인되었다.

〈표6〉 분석모형(II) 주택가격 변화에 따른 비내구재 소비변화

변수	추정계수	비표준화	표준오차	t-value	p-value
연령	-0.0025	-0.1062	0.0047	-0.53	0.5928
연령제곱	0.0170	0.0804	0.0424	0.40	0.6878
가구원수	0.0216	0.0870	0.0075	2.87	0.0042
가구원수변화	0.0985	0.1008	0.0271	3.63	0.0003
소득변화	0.1926	0.3026	0.0170	11.36	<.0001
주택가격변화	0.0368	0.0493	0.0199	1.85	0.0650
(상수항)	0.0744	0.0000	0.1293	0.57	0.5654

* Obs=1,263, R-square=0.1131

나. 주택가격 상승과 하락에 따른 자산효과 비교

앞의 분석모형(I)에서 주택가격 변화에 따른 가구의 일반적 소비지출 변화를 살펴보았다. 그러나 자산효과는 주택가격 상승과 하락시 달리 나타날 수 있으므로, 이를 검토할 필요가 있다. 실증 분석 결과 주택가격 상승시 총소비지출 변화는 나타나지 않았다. 구체적으로 그 추정계수는 0.043으로 나타났으나, 통계적 유의성을 확보하지 못했다. 따라서 주택가격 상승이 자산효과를 통해 가구소비 증대로 이어진다는 주장은 받아들이기 어렵다. 반면 주택가격 하락시 총소비지출 변화는 통계적으로 유의한 것으로 나타났으며, 추정계수도 0.086에 이르렀다. 이는 분석모형(I)을 통해 살핀 일반적 주택가격변화에 대한 추정값(0.038) 보다 2배 이상 큰 수치이다.

이처럼 주택에 의한 자산효과는 가격 상승과 하락시 비대칭적으로 나타나고 있으며 이는 Engelhardt(1996)의 분석결과와도 일치하는 것이다. 이러한 결과는 주택 자산가치 하락이 가구의 소비위축으로 이어질 수 있으며, 자산가치가 회복된 이후에도 소비가 크게 늘어나지 않을 수 있음을 시사한다.

<표7> 주택가격 상승과 하락에 따른 가구 총소비지출 변화

변수	주택가격 상승시		주택가격 하락시	
	추정계수	t-value	추정계수	t-value
연령	-0.0076	-0.98	0.0031	0.37
연령제곱	0.0566	0.82	-0.0201	-0.27
가구원수	0.0268	2.38**	0.0214	1.46
가구원수변화	0.1341	3.38***	0.1703	2.33**
소득변화	0.2240	7.98***	0.1220	4.46***
주택가격변화	0.0428	1.06	0.0861	2.20**
(상수항)	0.1943	0.94	-0.0830	-0.36
	* Obs=536, R-square=0.1474		* Obs=434, R-square=0.0697	

주: *는 p=0.1, **는 p=0.05, ***는 p=0.01 수준에서 유의

다. 가구부채 유무에 따른 자산효과 비교

주택가격이 상승하는 경우라라도 가구부채가 있으면 상환에 대한 부담으로 인해 양의 자산효과가 상쇄될 가능성이 있다. 반면 주택가격이 하락하는 경우라도 가구부채가 없다면 음의 자산효과가 덜 나타날 수도 있을 것이다. <표8>은 이러한 가구 부채유무에 따른 자산효과를 비교 정리한 것이다. 분석결과 가구부채가 있는 경우 주택에 의한 자산효과는 나타나지 않았다. 반면 가구부채가 없는 경우 주택에 의한 자산효과 추정계수는 0.066인 것으로 나타났다. 이는 분석모형(I)을 통해 살핀 자산효과 추정계수(0.038)보다 더 큰 값이다. 결국 가구 부채는 주택 자산효과에 영향을

미치는 중요한 변수임이 확인되었다.

〈표8〉 가구부채 유무에 따른 가구 총소비지출 변화

변수	부채가 있는 경우		부채가 없는 경우	
	추정계수	t-value	추정계수	t-value
연령	-0.0046	-0.68	0.0027	0.38
연령제곱	0.0288	0.47	-0.0224	-0.36
가구원수	0.0277	2.68***	0.0185	1.62
가구원수변화	0.1110	3.11***	0.0735	1.72*
소득변화	0.1702	7.67***	0.2280	8.42***
주택가격변화	0.0020	0.07	0.0663	2.29**
(상수항)	0.1229	0.68	-0.0743	-0.38
	* Obs=684, R-square=0.1128		* Obs=579, R-square=0.1265	

V. 결론

본 연구에서는 한국노동패널(KLIPS)에서 추출된 주거이동 없는 자가 가구를 표본으로 하여 주택에 의한 자산효과(Wealth Effect)가 가구소비에 어떠한 영향을 미치는지 분석하였다. 그리고 그 양상이 주택가격의 증감, 가구부채의 유무에 따라 어떻게 달라지는지 살펴보았다. 실증분석을 통해 확인된 연구의 주요 결과들은 다음과 같이 정리할 수 있다.

첫째, 자가 가구의 거주주택 가격변화는 가구 소비지출총액에 긍정적인 영향을 미친다. 즉, 자가 가구의 주택가격변화는 자산효과를 통해 실질적인 가구 총소비 변화로 이어진다. 또한 가구원수, 가구원수의 변화, 소득변화 역시 가구소비에 영향을 미치는 중요한 변수임이 확인되었다. 이러한 일련의 결과들은 주택에 의한 자산효과가 소비수준에 미치는 영향을 검토한 국내외의 연구 결과와도 일치하는 것이다. 다만 기존의 연구들이 차가가구를 포함한 표본을 기초로 자산효과를 추정하는데 비해, 본 연구에서는 표본을 자가 가구에 한정함으로써 보다 엄밀한 자산효과 추정이 이루어졌다고 할 수 있다.

둘째, 선행연구에서 자산효과에 보다 탄력적인 반응을 보일 것으로 예상하였던 비내구재 소비는 전체소비를 종속변수로 삼았을 때의 결과와 크게 다르지 않았다. 이는 이항용(2004)을 비롯한 기존의 연구에서 예상한 것과는 다른 결과라 할 수 있다. 기존 연구에서는 비내구재의 소비시점과 소비지출시점이 내구재보다 좀 더 근접하여 있다는 가정에 근거하여, 비내구재를 자산효과 추정을 위한 종속변수로 삼았다. 그러나 비내구재와 총소비지출을 모두 분석해 본 결과 비내구재가 자산효과에 더 탄력적으로 반응할 것이라는 주장은 설득력이 없는 것으로 나타났다.

셋째, 주택에 의한 자산효과는 주택가격 상승과 하락시 비대칭적으로 나타난다. 주택가격이 상승

할 경우 일반적인 가구소비는 증가하지 않았다. 그러나 주택가격이 하락할 경우 가구소비의 감소는 보다 큰 폭으로 나타났다. 이는 Engelhardt(1996)의 결과와 일치하는 것으로, 우리나라에서도 주택가격 하락이 자산효과 경로를 통해 소비위축으로 이어질 수 있음을 보여주며, 가격 증감에 따른 자산효과의 비대칭성이 실증적으로 규명된 것이라 할 수 있다.

넷째, 가구의 부채유무는 주택 자산효과에 영향을 미치는 중요한 요소임이 확인되었다. 가구의 부채 상환 부담은 양의 자산효과를 상쇄시켜, 만일 주택가격이 상승하더라도 자산효과가 크게 나타나지 않을 수 있다. 반면 부채가 없는 가구는 주택가격이 하락하는 경우에도 음의 자산효과에 의한 가구소비 위축의 영향을 적게 받을 수 있다.

이상의 분석결과들은 다음과 같은 시사점을 제공한다. 먼저, 본 연구의 결과 확인할 수 있었던 자산효과는 주택가격 변동이 민간소비 변화로 이어질 수 있음을 보여준다. 우리나라 민간소비의 경제성장 기여도는 전체의 70%에 육박하며, 투자나 수출보다 부가가치창출력과 고용유발효과가 더 크다. 또한 민간소비는 국내경제에 대한 대외부문 충격을 완충시켜주는 중요한 역할을 담당하고 있다. 따라서 주택에 의한 자산효과는 경제성장을 도모함에 있어 반드시 고려해야 할 중요한 요소임을 알 수 있다.

특히 주택에 의한 자산효과가 가격 상승과 하락시 비대칭적으로 나타난다는 사실은 중요한 정책적 함의를 갖는다. 예컨대 경기 침체로 인한 부동산가격의 하락은 자산효과 경로를 통해 소비위축으로 이어지게 되고, 이는 경기침체를 더욱 악화시키는 결과를 초래할 수 있다. 그러나 본 연구의 분석결과 주택가격 상승시에는 자산효과가 나타나지 않았으므로, 부동산관련 규제를 풀어 주택가격이 상승하더라도 이것이 민간소비 증대로 이어질 것이라는 보장은 없게 된다. 결국 자산효과의 비대칭성은 주택정책의 실효성에 있어서도 비대칭적인 논리를 제공한다. 즉, 주택가격 하락에 따른 소비위축을 선제적으로 막기 위한 규제완화는 실효를 거둘 수 있지만, 이미 떨어진 주택자산의 가치를 높여 민간소비를 진작시키려는 정책은 그 실효성을 담보할 수 없다는 것이다.

마지막으로 부채유무에 따라 자산효과가 달리 나타난다는 결과 역시 주택정책 수립에 있어 반드시 고려해야 할 부분이다. 만약 국내 가구의 부채비율이 높은 수준이라면 주택관련 규제를 풀어 가격이 상승하더라도 이것이 민간소비 증대로 이어지지 않을 수 있다. 반면 국내 가구의 전반적인 부채수준이 낮다면 자산효과를 매개로 한 경기변동관리 정책이 실효를 거둘 가능성은 높아질 것이다.

결론적으로 본 연구의 분석대상인 주택 자산효과는 다양한 조건에 따라 다른 결과로 이어질 수 있다. 이처럼 유동적인 자산효과의 존재는 주택관련 정책 수립 시 세밀한 조건과 상황을 고려해야 한다는 것을 의미한다. 그러나 본 연구의 결과와 시사점은 다음과 같은 한계를 갖고 있다. 우선, 설문문의 한계로 인하여 거주주택 외의 부동산자산을 소유한 가구에 대해서는 분석을 진행하지 못하였다. 또한 마찬가지로 이유로 가구가 보유하고 있는 금융자산에 대한 분석 역시 이루어지지 않았다. 이러한 연구의 한계는 가구보유 자산에 대한 좀 더 미시적인 설문을 통해 극복될 수 있을 것이다. 아울러 후속 연구를 통해 부채수준에 대한 정밀한 모형설계가 이루어진다면, 가구부채 수준과 자산효과의 관계를 보다 명확히 밝힐 수 있을 것이다.

참 고 문 헌

[국 내 문 헌]

- 김경환(2003), “부동산 가격과 거시경제간의 상호관계”, 한국은행 조사국 학술회의 보고서.
- 송태정(2007), 「자산가격 상승이 소비에 미치는 영향」, LGERI 리포트, LG 경제연구소.
- 심성훈(2006), 「주택자산가치 변동과 부의 효과 - ADRL·한계검정법을 이용하여」, 주택연구 제 14권 제3호, pp.133-158.
- 이지훈(2005), 「주택가격과 소비」, SERI 경제포커스 제67호, 삼성경제연구소.
- 이항용(2004), 「주택가격 변동과 부의 효과」, 금융경제연구, 한국은행.

[해 외 문 헌]

- Ando, A., Modigliani, F.(1963), "The Life Cycle Hypothesis of Saving: Aggregate Implication and Tests", *American Economic Review*, Vol. 53.
- Attanasio, O.P., Weber, G.(1995), "Is consumption growth consistent with intertemporal optimization? evidence from the consumer expenditure survey", *Journal of Political Economy*, Vol. 103, pp. 1121-1157.
- Bhatia, Kul B.(1987), "Real estate assets and consumer spending", *The quarterly journal of economics*, May, pp. 437-444.
- Bostic, R., Gabriel, S. & Painter, G.(2008), "Housing wealth, financial wealth, and consumption: New evidence from micro data", *Regional Science and Urban Economics*, unpublished paper.
- Campbell, John Y., Cocco, Joao F.(2007), "How do house prices affect consumption? Evidence from micro data", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 54, pp. 591-621.
- Campbell, John Y., Mankiw G.(1989), "Consumption, Income, and Interest Rates: Reinterpreting the Time Series Evidence", in Blanchard and Fischer ed. *NBER Macroeconomics Annual*, Cambridge, MA. MIT Press.
- Case, Karl E., Quigley, John M. & Shiller, Robert J.(2001), "Comparing wealth effects: The stock market versus the housing market", *NBER Working paper* NO. 8606.
- Engelhardt, Gary V.(1996), "House prices and home owner saving behavior", *Regional science and Urban Economics*, Vol. 26, pp.313-336.

- Friedman, M.(1957), *A Theory of the Consumption Function*, Princeton University Press, Princeton.
- Muellbauer, J., Murphy, A.(1997), "Booms and busts in the UK housing market", *Economic Journal*, Vol. 107. pp. 1701-1727.
- Ortalo-Magne, F., Rady, S.(2006), "Housing market dynamics: on the contribution of income shocks and credit constraints", *Review of Economic studies*, Vol. 73, pp. 459-485.
- Skinner, J.(1989), "Housing wealth and aggregate saving", *Regional Science and Urban Economics*, Vol. 19, pp.305-324.

[기 타 자 료]

국가통계포털 인구총조사, <http://www.kosis.kr/>