

한국에서의 자산 축적의 요인 분해와 자산 격차에 미치는 영향에 대한 연구*

전 병유**

요약

본 연구에서는 지난 10여년 간 한국에서의 자산축적에의 기여 요인을 분석하고 이것이 자산격차에 미치는 영향을 분석하였다. 통계청의 『가계금융복지조사』를 기본 데이터로 활용하되, 저축과 상속증여는, 『가계동향조사』, 『재정패널조사』를 활용하여 조정하였다. 자산축적회계 방법을 적용하여 자산증감을 저축, 자본이득, 상속증여 등으로 분해한 결과, 2011-2021년간 저축에 기인한 자산증가가 56%, 자본이득에 따른 자산증가가 44%로 나타났다. 특히 주택 중에서도 아파트의 경우 기여도가 23%에 달한다. 젊은 연령층의 저축률과 자본수익률이 낮아도 자산증가율이 높은 것으로 나타났으며, 젊은 연령 코호트층에서 금융부채와 실물자산이 증가한 것으로 나타났다. 부채를 동원해 부동산을 매입한 최근 흐름을 나타내는 것으로 판단된다. 자산계층별로 보면, 고자산층에서 자본이득이, 자산중간층에서는 저축이, 저자산층에서는 전월세임대보증금이 자산증감에 더 큰 기여를 하였다. 이러한 자산증감의 변동 요인이 자산격차에 미치는 영향을 시뮬레이션 해본 결과, 자본이득은 자산격차를 확대하고 저축은 자산격차를 줄이는 것으로 나타났다.

주요어: 자산, 격차, 저축, 자본이득, 상속증여

* 이 논문은 한신대학교 학술연구비 지원에 의하여 연구되었음.

** 한신대학교 사회혁신경영대학원 교수(bycheon@hs.ac.kr)

1. 문제제기

전세계적으로 코로나19로 인한 경기침체에 대응하기 위한 금리인하와 유동성 확대 정책이 금융자산과 실물자산의 가격을 상승시키고 자산축적을 강화하면서, 자산보유 여부와 형태에 따라 자산격차가 확대되고 있다는 보고들이 많이 제출되었다. Credit Suisse Research Institute의 “Global wealth report 2021”에 따르면, 글로벌한 자산축적은 코로나19의 영향을 받지 않고 오히려 강화된 것으로 평가하고 있다. 즉, 코로나19에도 불구하고, 이자율 하락에 따른 부동산 가격 상승, 재정지출 확대에 따른 저축 증가 등으로 자산은 소득이나 고용에 비해 큰 타격을 입지 않았다는 것이다.

한국의 경우에도 코로나19를 전후로 하여 금융자산과 실물자산의 가치 변동이 매우 컸다. 금융시장에서는 사상 초유의 저금리와 주가 상승이 있었고, 2021년 전후로 부동산 가격도 큰 폭으로 상승했다. 또한 종합부동산세가 강화되면서 상속과 증여도 크게 증가하였다. 반면, 2022년에 들어서는 인플레이션을 억제하기 위한 빠른 금리인상으로 자산 시장이 다시 요동치고 있다. 부동산 시장과 금융 시장이 빠르게 경색되면서, 자산축적이 위축될 가능성이 높아지고 있다.

계층 간 자산의 구성과 수준이 다르기 때문에 이러한 자산가격 변동과 자산축적의 동학은 자산격차에 영향을 미치며, 생애주기별로 저축, 자본이득, 상속증여의 패턴이 상이하기 때문에 연령대별 자산 차이에도 영향을 미치게 된다.

자산축적은 기본적으로는 소득에서 발생하는 저축과 상속증여와 같은 자산이전으로 이루어지지만, 부동산 가격의 변동과 금융정책 변화에 따른 금융자산 가치와 금융부채의 변동이 유발하는 자본이득에 의해서도 영향을 받는다.

본 연구는 최근 10여년 간 자산축적 변동 요인을 저축과 자본이득, 그리고 상속증여 등으로 분해하여 파악하여 한국의 자산축적 동학을 분석하고, 이것이 연령대별, 자산계층별로 어떻게 나타나는지를 분석한다. 또한, 이러한 자산축적 요인들이 자산격차에 미치는 효과를 파악하기 위하여 자산축적 요인들의 자산격차 기여도를 분석한다. 2장에서는 자산축적 요인을 분석하는 자산축적회계 방법과 기존 연구를 검토하고, 3장은 사용한 데이터에 대해 설명하며, 4장에서는 자산축적에 기여한 요인 분해 결과, 5장에서는 자산축적 요인별 자산격차 기여도 분석 결과를 제시하고, 6장에서 결과를 요약하고 정책적 함의를 설명한다.

2. 방법론과 기존 연구¹⁾

자산축적은 자산의 투자수익과 자산가치 변동에 따른 자본이득, 그리고 자산이전(상속증여) 요인, 그리고 소득에서 발생하는 저축으로 이루어진다. 이러한 요인들이 자산축적에 미치는 기여도를 분해하는 방법이 자산축적 회계 프레임워크(wealth accumulation accounting framework)이다.

자산축적 회계 방정식의 가장 간단한 모델은 다음과 같다. 시점 t 에서 특정 집단(연령코호트 또는 자산계층) c 의 자산 W_{ct} 는 다음과 같이 정의할 수 있다.

$$W_{ct} = (1 + r_{ct})W_{c,t-1} + s_{ct}Y_{ct} + G_{ct},$$

W = 순자산

r = 자산에 대한 실질 수익률

Y = 가계소득

s = 가계소득 Y 에 대한 저축률

G = 순 상속증여

t 기의 집단 c 의 자산증가는 다음과 같다.

$$\Delta W_{ct} \equiv W_{ct} - W_{c,t-1} = r_{ct}W_{c,t-1} + s_{ct}Y_{ct} + G_{ct},$$

이 프레임워크에서 각 집단(연령코호트 또는 자산계층)의 당해 년도 자산증가는 과거에 축적된 자산을 투자해서 얻은 수익(자본이득), 당해년도 소득에서 지출되고 남은 저축,²⁾ 그리고 상속과 증여에 따른 순자산증가분 등으로 분해할 수 있다. 즉, 가구 수준에서 조사된 자산을 집단별로 집계한 이후 이 방정식에 따라 저축(물량효과)과 자본이득(가격효과), 상속증여(이전효과) 등으로 분해할 수 있다.

전체 수준에서는 상속증여 제공액과 수증액이 합산하면 영(0)이기 때문에 자산축적의 변동

1) 방법론과 기존연구, 데이터 관련 내용은 KDI의 미발간 연구자료인 “자산 축적의 요인과 격차 효과 분석(전병유, 2022)”에서 인용하였다.

2) 당해년도 저축에서 발생하는 이자수익, 주식 배당, 부동산 임대료 등을 재산소득으로 볼지, 아니면 자산이득으로 볼 것인지의 쟁점이 있을 수 있다. Wolff(1999)에서는 재산소득으로 간주했지만, 본 연구에서는 자산증가분으로 간주하고자 한다.

(자산증감)은 저축과 자본이득에 의해서 설명된다. 저축이 주된 자산축적 요인이라면 젊은 시절부터 생애 주기에 걸쳐 저축을 통해 자산을 축적한다는 의미이며, 자본이득이 주된 요인이라면, 상속받은 자산(그리고 상속자산으로부터의 자본이득)이 더 커다란 역할을 하는 것으로 볼 수 있다.

자산축적회계 프레임워크는 자료의 제약으로 인하여 많은 가정들을 전제하며, 그에 따른 한계도 존재한다. 예를 들어, 집단별 자산수익률 r_{ct} 는 t 시점에서 집단 c 에 대하여 개별 자산들에서의 자본이득의 가중평균으로 계산된다. 가중치는 개별자산구성이 순자산에서 차지하는 비중, 즉 자산포트폴리오에서 계산된다. 이는 집단별로 개별 자산에 대해서는 동일한 자본이득을 경험한다고 가정하는 것이다. 즉, 개별 자산에서의 수익률이 집단별로 동일하다는 가정이다. 집단별 수익률의 차이는 자산구성의 차이에 의해서만 발생하는 것으로 보는 것이다.³⁾

또한, 자산축적회계 프레임워크의 또 하나의 한계는 집단의 안정성의 문제이다. 즉, 시간에 따른 변동을 분석할 때, 분석 단위인 가구가 연도별로 상이한 집단으로 파악될 수 있다. 분석 단위가 가구주를 기준으로 하는 가구이기 때문에, 결혼과 이혼, 사망, 분가, 그리고 이민 등으로 가구가 분화될 경우 가구주 연령대별 수치는 오차가 발생할 수 있다.⁴⁾ 이는 자산계층별로 볼 경우에도 문제가 될 수 있다. 예를 들어, 작년 순자산 3분위인 가구가 올해에는 순자산 4분위로 이동할 수 있다. 출생코호트를 집단으로 보고 추적하는 경우에는 동일한 가구가 유지되기 때문에 문제가 되지 않을 수도 있다. 물론 사망으로 인한 가구의 이탈이 있을 수 있지만, 상속까지 고려할 경우 이 문제는 완화될 수 있다. 그러나, 자산계층 집단별로 자산 동학의 추이를 분석할 때에는 가구가 소속된 자산계층이 이동한다는 문제는 여전히 한계일 수 있다.

Wolff(1999)는 이 자산축적회계 방정식을 활용하여 다음 세 가지를 분석하였다. 첫째, 전체 자산 증가의 원천으로서 집계 수준에서, 소득과 자본이득의 상대적 중요성. 둘째, 개별 연령 코호트의 자산축적에서 저축, 자본이득, 상속과 증여 등의 상대적 기여도. 셋째, 전 생애의 자산축적에서, 세대 간 이전과 저축의 역할. Wolff(1999)의 모델은 Greenwood and Wolff(1992)의 시뮬레이션 모델에 기초한다. 이들의 시뮬레이션에서는 1962년의 최초 자산을 매년 미국 소비자금용조사(Consumer Finance Survey, CFS)에서 계산되는 저축률과 자산유형별 자본소득으로 업데이트하고, 세대 간 상속을 측정할 때 연령과 성별 사망률을 도입하는 모델이다. 상속 과정을 모델화할 때, 자산이 먼저 배우자에게 넘겨지고 배우자 사망 이후 자녀에게 상속되는 것

3) 최근 연구(Fagereng et al., 2021)에 따르면, 개별자산에 대한 수익률이 집단별로 크게 다를 수 있다. 집단별 수익률 차이는 자산으로부터 발생하는 소득 플로우(이자, 배당, 임대료 등)의 차이로부터 발생할 수도 있고, 자산 가격 변동으로 발생하는 재평가이익의 차이에서도 발생할 수 있다. 최근 미국 사례 연구(Mian et al., 2021)와 노르웨이 사례 연구(Fagereng et al., 2021)은 소득플로우의 차이에 기인하는 부분이 크다고 한다.

4) Wolff(1999)는 이러한 문제를 다소 완화하기 위해 가구를 독신남성, 독신여성, 결혼가구 등으로 구분해서 분석하기도 한다.

으로 가정하는 등 자산축적의 다양한 경로들을 모델화하였다. 이후 Wolff는 Wolff(2016), Wolff(2018), Wolff(2022) 등에서 이 모델을 업데이트하여 분석하고 있다.

Greenwood and Wolff(1992)는 1962-1983년간 자산증가의 75%가 기존자산에 대한 자본이득에 기인하고 저축은 25%만 설명한다고 분석하였고, Wolff(1999)는 1962-1992년 간 자본이득이 자산변동의 3/4를 설명하지만, 나이 50세 이하의 코호트에서는, 증여(inter vivos transfer)가 자산 변동의 50%를 차지하며, 생애 전체로 놓고 볼 때는, 저축, 상속, 증여가 전 생애 자산축적의 각각 1/3씩 설명하여 세대 간 이전이 2/3를 설명하는 것으로 분석하였다. 반면, Piketty and Zucman(2014)는 자본이득의 기여도 28%, 저축기여도 72%로 분석하였다. 다만, 이들의 연구에서는 가계자산이 아니라 국부(national wealth)를 분석한 것이고, 국부에는 가계 자산보다 훨씬 광범위하여 농지, 기타 국내 자본재 및 순 해외 자산 등이 포함된다. 또한, 저축에서도 기업 이익을 미래에 가구로 귀속될 수 있다고 보고, 기업의 유보이익(retained earnings)을 저축에 포함시켜 분석하였기 때문에 직접 비교하기는 어렵다.

Wolff(1999)의 기본적인 자산축적회계 모델에 Saez and Piketty(2016) 등의 거시 데이터에 기초한 모델을 결합하여 자산축적 동학을 더 세부적이고 구체적으로 모델화하는 방법론들도 개발되어 분석되고 있다. 예를 들어, Bauluz et al.(2022)는 가구 수준에서의 미시적 수준의 분석에 제한하지 않고 거시적 모델로 확장하고 있다. 국민계정 데이터를 기본 데이터 프레임으로 하면서, 가계저축에 한정하지 않고, 기업저축까지도 포함하는 모델을 구축하여 분석하였다. 기업 내부에 축적된 저축을 주식소유자에게 저축으로 할당하는 이러한 모델은 Garbinti et al. (2021), Kuhn et al. (2021), Martinez-Toledano (2021), Piketty and Zucman(2014) 등에서도 자산동학을 연구하기 위해 활용되었다. 본 연구에서는 가계 수준에서의 자산축적의 동학에 제한하여 보기로 한다.

한편, 자산회계모델을 활용하여 특정 자산이 자산축적에 기여하는 정도와 메커니즘에 대한 연구도 있다. 예를 들어, Martínez-Toledano(2021)은 주택 가격 변동이 자산 분포에 미치는 영향을 자산축적회계 모델로 분석하였다. 경기변동에 따른 자산축적과 자산격차의 동학은 자산 가격 변화와 저축 대응 그리고 이 둘의 조합으로 설명될 수 있다고 보고, 스페인을 사례로 하여, 주택 가격의 상승과 하락 boom and burst)이 미치는 영향에 대해서 분석하였다. 분석 결과는, 순자산 상위 10% 계층의 자산점유율이 주택 호황기에 하락하고 불황기에 상승하는 것을 발견하였고 이러한 차이는 자산 계층별 자본이득의 차이에 기인하는 것으로 설명하고 있다. 특히, 불황기에 상승으로의 자산집중도가 높아지는 것은 자산계층별 저축률의 차이와 상위 자산 보유자들 사이의 금융 자산으로의 포트폴리오 재편성에 기인하고, 저축 반응의 차이는 주로 세금 인센티브에 기인하는 것으로 분석하였다.

앞에서 검토한 대로, 자산축적회계 방정식에 자산축적의 다양한 경로와 메커니즘을 더 구체적으로 모델화하여 세부적인 분석을 하는 연구들이 해외에서는 최근 많이 제출되고 있다. 다만, 한국에서는 자산축적회계 프레임워크를 활용하여 자산축적의 요인을 분해한 연구가 아직 제출되지 않았고, 한국에서의 자산 자료의 제약 문제를 고려하여, 본 연구에서는 Wolff(1999, 2016, 2018, 2021)의 방법론으로 연령코호트별과 순자산계층별로 자산축적의 요인을 분해하는 자산축적회계 방정식으로 자산축적 요인을 분해하는 연구를 먼저 시도해보고자 한다. 보다 다양한 메커니즘에 대한 연구는 추후 과제로 남겨두고자 한다.

2. 데이터

1) 자산과 소득

자산축적의 요인을 분해하기 위해서는 자산과 더불어 저축, 자본이득, 상속증여 등의 데이터가 필요하다. 저축에 따른 자산증감은 소득에 저축률을 곱하여 얻은 저축액으로 구했고, 자본이득은 개별 자산항목의 수익률을 추정하여 “자산*수익률=자본이득”으로 계산하였다. 연령대별 상속증여액은 “상속액+수증액-피상속액-증여액” 등으로 구했다. 전체 자산증감액에서 저축액, 자본이득, 순상속증여의 비중이 자산축적에의 각각의 기여도라고 할 수 있다. 자산증감 실측치와 시뮬레이션 수치와의 차이는 잔차로 처리하여 분석하였다.

자산 관련 데이터는 한국에서 가장 대표적인 통계청의 『가계금융복지조사』를 기본으로 활용한다. 다만, 『가계금융복지조사』에서 자산이 과소하게 조사된다는 지적이 있다(김낙년, 2020). 김낙년(2020)은 주택 관련 자산은 과세자료와 비교할 경우 주택은 큰 차이가 없으나 토지의 경우 최상층 일부가 누락되었고, 금융자산의 경우 차이가 매우 큰 것으로 보고하고 있다. 우리나라 가계 부문의 전체 자산 변동의 추이를 보면, 국민계정의 『국민대차대조표』에서는 2021년 현재 총자산이 1경 2509조원이지만, 통계청의 가구조사인 『가계금융복지조사』에서는 1경 310조로 조사되고 있다. 부동산을 중심으로 하는 실물자산은 2021년에는 『국민대차대조표』와 『가계금융복지조사』의 차이가 거의 사라졌다. 반면, 금융자산의 경우 『가계금융복지조사』는 『국민대차대조표』의 50% 수준이다.

이 차이를 보정하기 위해서 『가계금융복지조사』의 연령대별(순자산계층별) 자산 비율을 적용하여 연령대별(순자산계층별)-항목별-연도별 자산 규모를 재조정하는 방법을 활용해보았다. 그러나, 보정하는 방법에 대한 신뢰성 문제들이 제기되어⁵⁾ 본 연구에서는 『가계금융복지조사』

을 기본으로 하여 분석하고, 금융자산에서 차이가 큰 항목이 주식과 채권 부문만 『국민대차대조표』의 자산 규모로 조정하여 분석한 결과는 부록으로 제시했고 필요 시 본문의 분석과 비교하는 방식을 채택하였다.

한편 소득의 경우, 통계청이 행정자료를 활용하여 『가계금융복지조사』의 소득을 보정하기 시작한 2016년(2017년 조사)부터 국민계정의 소득과 『가계금융복지조사』의 차이가 거의 사라졌다.⁶⁾ 2016년 소득에서, 『가계금융복지조사』와 국민계정 가계및비영리부문 국민소득과의 차이는 거의 1% 수준이다. 다만, 2011년의 경우 가계금융복지조사의 소득은 국민계정 가계및비영리부문의 약 86.3%로 소득 추정에서 격차가 있다. 이는 저축률 추정에 영향을 줄 수 있다.

2) 저축

저축에 따른 자산증가는 당해 년도 소득에 저축률을 곱해서 구할 수 있다. 다만, 저축률도 조사에 따라서 다르게 나타나고 있다. 가계 저축률은 가처분소득에서 소비지출을 제외한(경상소득에서 비소비지출과 소비지출을 제외한) 저축의 비율로 계산될 수 있다. 다만, 『가계금융복지조사』의 경우 소비지출에 관한 데이터가 공개되지 않거나 다소 부정확하게 조사되어 있다. 따라서, 저축과 소비에 대한 조사는 『가계동향조사』가 더 정확하여 이 자료를 활용하여 저축률을 계산하였다.

[표 1]에서 연령대별 평균저축률을 보면, 30대 전반까지 상승하다가 40대 후반까지 하락하였다가 다시 상승하여 50대 후반에 가장 높은 수준을 나타내고 있다. 대체로 생애주기패턴을 보여주는 것은 하지만, 40대에 저축률이 낮은 것이 특이한 점으로 보인다.

[표 1] 연령대별 평균 저축률과 전체평균 대비 연령대별 비율(『가계동향조사』)

(단위: %)

	평균저축률		전체 평균 대비 비율	
	2011-2016	2016-2021	2011-2016	2016-2021
전체 평균	22.3	26.2	1.00	1.00

5) 국민계정 데이터로 보정하는 과정에서 고자산층의 과소보고, 과소대표의 문제가 더 심해질 수 있다는 익명의 심사자들의 지적에 따라서, 파레토 보간(pareto interpolation) 방법을 활용하여 자산 데이터의 보정을 시도해보았다. 그러나, 『가계금융복지조사』의 자산 데이터도 이미 파레토 분포이기 때문에 파레토 보간법으로 보정이 거의 이루어지지 않았다. 다양한 패러미터 조정, 가중치만을 보정하는 방법, 일반화된 파레토 보간(generalized pareto interpolation) 등 여러 방법을 시도했지만, 보정이 거의 이루어지지 않았다. 따라서, 본 연구에서는 『가계금융복지조사』를 기본으로 사용하기로 했다.

6) 통계청이 2017년부터 행정자료로 소득을 보정하고 있어서 2016년 통계(그 전년도 소득을 조사하고 있다)부터는 행정자료와의 격차가 거의 1% 수준이다. 다만, 2011년의 경우 가계금융복지조사의 소득은 국민계정 가계및비영리부문의 약 86.3%로 소득 추정에서 격차가 있다. 이는 저축률 추정에 영향을 줄 수 있다.

20 이하	0.5	21.1	0.02	0.80
20-24	13.2	11.1	0.59	0.42
25-29	18.9	23.4	0.85	0.89
30-34	24.8	29.3	1.11	1.12
35-39	22.7	26.0	1.02	0.99
40-44	20.4	23.7	0.92	0.90
45-49	20.4	22.6	0.92	0.86
50-54	24.2	25.2	1.09	0.96
55-59	29.1	33.2	1.31	1.27
60-64	25.8	32.7	1.16	1.25
65-69	19.6	30.6	0.88	1.17
70-74	12.5	21.5	0.56	0.82
75-79	8.8	12.8	0.39	0.49
80-84	-7.5	11.6	-0.34	0.44
85-89	-10.7	16.0	-0.48	0.61
90 이상	1.9	14.3	0.08	0.54

자산계층별 평균저축률은 『가계동향조사』에서 계산할 수 없기 때문에, 『재정패널』에서 구했다. 다만, 『재정패널조사』의 전체 저축률이 『가계동향조사』의 저축률에 비해 다소 과소추정되고 있어서, 『재정패널조사』의 전체 저축률을 『가계동향조사』의 전체 저축률에 맞추어 조정하였고 이에 따라 자산계층별 저축률도 조정하였다. 자산계층별 저축률은 고자산층일 수록 확실하게 높은 수치를 보이고 있다. 상위 20%의 저축률은 전체 평균저축률의 1.2배 정도인 반면, 하위 20%의 경우 0.64-0.70 배 정도인 것으로 나타나고 있다.

[표 2] 자산계층별 평균 저축률과 전체평균 대비 연령대별 비율(『재정패널조사』)

(단위: %)

	평균저축률		전체 평균 대비 비율		조정된 평균저축률	
	2011-2016	2016-2021	2011-2016	2016-2021	2011-2016	2016-2021
전체	20.6	21.0	1.00	1.00	22.3	26.2
상위 1%	27.6	25.4	1.34	1.21	29.9	31.8
상위 5%	26.8	26.5	1.30	1.26	28.9	33.1
상위 10%	25.9	25.7	1.26	1.22	28.0	32.1
상위 20%	24.8	24.8	1.20	1.18	26.7	31.0
60-80%	21.1	21.7	1.02	1.03	22.8	27.1
40-60%	19.3	19.8	0.93	0.95	20.8	24.8
20-40%	18.6	18.5	0.90	0.88	20.1	23.1
하위 20%	13.2	14.8	0.64	0.70	14.3	18.5

자료: 한국조세재정연구원, 『재정패널조사』.

3) 자본이득

자본이득은 자산에서 발생하는 소득 흐름(이자, 배당, 임대료 등)과 자산 가치의 재평가에 따라 발생하는 자산재평가이익으로 발생한다. 자산에서 발생하는 소득을 재산소득으로 볼 것인지, 자본이득으로 볼 것인지는 논쟁적이다. 재산소득은 자산으로 재투자될 수도 있고, 소비나 저축으로 갈 수도 있다. “자산가치의 상승분 + 자산에서 발생하는 이득” 중에서 예금에 대한 이자만 자산 증가로 보고, 주식 배당이나 임대료 등은 재산소득으로 간주하여 자산증감에 포함시키지 않았다.

자본이득을 계산하기 위해서 자산유형별 수익률을 추정하였다(표 5). 요구불예금과 저축성예금의 경우 연평균 수신 이자율을 적용하였다. 보험의 경우 보험사에서 적용하는 표준이율⁷⁾을 적용하였다. 『가계금융복지조사』에서 자산 조사 기준이 해당 연도의 3월 31일이기 때문에 주가수익률도 코스피와 코스닥의 3월 31일 기준으로 하여 시가총액을 가중치로 하여 주가 상승률을 계산하였다. 시가총액에는 개인이 아닌 기업이나 외국인이 가지는 주식도 포함되어 있고 이들의 수익률은 개인의 수익률과 다를 수 있지만, 평균수익률을 개인의 수익률로 간주하였다. 채권수익률은 채권경상수익률(지표금리)과 자본이득수익률(채권가격 변동에 따른 수익)의 합계로 계산할 수 있다. 채권경상수익률은 국고채3년과 회사채3년의 민평금리⁸⁾ 평균으로 계산하였으며, 자본이득수익률은 채권시가총액수익률⁹⁾의 변동률로 계산하였다. 국고채와 회사채의 금리는 e-나라지표에서 구했고 채권시가평가수익률은 금융투자협회(<https://www.kofiabond.or.kr/>)에서 구했다.

기타저축 수익률은 제2금융권의 1년 만기 정기예금 이자율을 적용하였다. 자료는 저축은행 소비자 포털(https://www.fsb.or.kr/ratintedein_0100.act)에서 구했다. 담보대출과 신용대출은 각각 담보대출과 신용대출의 여신이자율을 적용하였다. 부동산 자산 가격 상승률은 주택가

7) 표준이율이란 보험회사가 최소한 적립해야 할 보험료적립금의 계산 등을 위해 시장금리를 고려하여 감독원장이 정하는 이율로, 보험계약의 체결시점의 표준이율을 보험기간 동안 적용하는 이자율이다. 이 이자율은 체결시점부터 적용하는 이율이기 때문에 과거에 체결된 보험계약에 적용하는 이율을 반영하지 못하는 한계가 있다. 따라서, 보험자산가치의 저평가 가능성이 있다. 또한, 배당을 주는 보험을 반영하지 않았기 때문에 이 부분도 보험자산가치를 저평가할 수 있다.

8) 민평금리란 KIS채권평가, 한국자산평가, 나이스피앤아이, 에프앤자산평가 국내 4대 채권평가기관에서 해당 채권에 대해 매긴 가격의 평균을 뜻한다(<https://www.kofiabond.or.kr/>).

9) 채권시가평가수익률이란 펀드에 편입된 채권을 시장가격으로 평가함으로써 금리변동 및 신용등급변동 등의 영향이 펀드가치에 즉시 반영되도록 하는 제도를 말한다. 2000년 7월 1일 이후 신탁상품은 시가평가방식의 상품으로만 신규가 가능하게 되었다. 시가평가 대상 자산은 국채, 지방채, 회사채, 특수채(한전채,토지채), 통화안정증권, 금융채 등이다. 배당률방식인 장부가평가상품의 경우 채권매입 후 시장금리가 변동되더라도 채권의 매입금리로 배당률이 산출되어 배당률에 즉각적인 영향이 없으나, 시가평가상품은 채권시가평가제를 적용하여 시장금리 변동에 따라 보유채권의 가격 및 펀드수익률이 변동하게 된다.

격지수와 지가지수의 상승률로 계산하였다. 이 지수 통계는 한국부동산원의 부동산통계지표가 연말 기준 자료만 제공하고 있어서, 월별 자료를 제공하고 현장 시세를 반영하는 KB은행의 부동산 통계 정보(<https://data.kbland.kr/>) 자료를 활용하였다. 부동산의 경우에도 3월 기준으로 계산하였다. 예를 들어, 2020년의 부동산 수익률은 2020년 3월 부동산 가격에서 2021년 3월까지 부동산 가격의 증가율로 계산된다.

예금 이자율은 2011-2021년간 추세적으로 하락하였다. 채권수익률도 2017년까지 지속적으로 하락하다가 2017년부터 다소 증가하였으나 2019년 크게 하락, 2021년 증가한 것으로 나타났다. 주식은 수익률 변동성이 매우 크다는 것을 알 수 있다. 코로나로 인하여 2020년 3월 말 기준으로 19.6%나 감소하였지만, 2021년 3월까지 73.3%나 상승하였다.

부동산의 경우, 단독주택이나 연립다세대에 비해 아파트의 경우 상승률이 높지만 변동성도 큰 것으로 보인다. 아파트는 2020년 3월에서 2021년 3월까지 14.1%나 큰 폭으로 상승하였다. 건물과 토지는 추세적으로 가치상승률이 높아지고 있는 것으로 보인다. 대출 이자율은 추세적으로 하락하는 것으로 나타났다.

[표 3] 자산유형별 연도별 수익률 추이

(단위: %)

	요구불 예금	저축성 예금	보험	채권	주식	기타 저축	단독 주택	아파트	연립다 세대	기타 (토지, 건물 등)	담보 대출	신용 대출	기타 대출
2011	0.36	3.95	4.00	3.508	-3.86	4.26	2.65	6.29	1.84	1.17	5.20	7.93	17.93
2012	0.36	3.51	3.75	2.949	-0.66	4.53	1.16	-1.05	-0.59	0.96	4.60	7.12	17.12
2013	0.33	2.88	3.50	2.759	-2.23	3.48	1.88	1.42	0.24	1.14	4.04	6.33	16.33
2014	0.32	2.51	3.50	2.326	0.86	2.82	2.94	3.04	1.16	1.96	3.63	5.55	15.55
2015	0.35	1.85	3.25	1.651	-1.39	2.67	0.65	4.04	2.40	2.40	3.08	4.64	14.64
2016	0.32	1.59	3.50	1.468	5.95	2.20	1.11	1.37	0.82	2.70	2.93	4.37	14.37
2017	0.27	1.67	3.00	1.842	14.93	2.08	2.79	2.00	1.31	3.88	3.05	4.30	14.30
2018	0.27	1.99	2.50	1.935	-12.40	2.44	1.35	1.69	2.19	4.58	3.25	4.46	14.46
2019	0.23	1.78	2.50	1.4	-19.61	2.62	4.50	1.91	1.45	3.92	3.03	4.01	14.01
2020	0.23	1.14	2.50	2.228	73.34	2.12	2.31	14.13	7.92	3.68	2.67	3.20	13.20

주: 채권, 주식과 부동산 지표는 3월 31일 기준으로 계산하였다. 2020년의 경우 2020년 3월에서 2021년 3월까지의 증가율로 계산된다.

이러한 자산유형별 수익률을 연령대별 자산포트 구성에 적용하면 연령대별 자산수익률을 구할 수 있다. 앞에서 언급한 대로 모든 연령 집단별로 동일 자산에 대해서는 동일 수익률을 적용하였다.¹⁰⁾ 즉, 자산포트 구성에 따른 수익률 차이를 의미한다. [표 4]에서 보면, 2011-2021년

10) 개별 자산에 대한 수익률이 집단별로 차이가 있을 수 있다. 그러나 차이가 크지 않다는 연구도 있다. Saez

간 순자산 대비 누적 수익률은 총자산 기준으로 31.6%, 순자산 기준으로 38.3% 증가하였다. 총 자산 기준으로 볼 때, 2011-2016년 간(전반기)은 8.0%, 2016-2021년간(후반기)은 17.8%로 후반기에 자산의 누적수익률이 크게 높았다.

연령대별로 보면, 연령이 증가할수록 수익률이 높아지는 것으로 나타나고 있다. 2011-2021년 간 전체로 볼 때, 순자산 대비 수익률이 가장 높은 연령계층은 60-64세로 45.8%에 달하고, 50대 후반과 60대 후반의 자산수익률도 40%를 넘고 있다. 이는 Wolff(1999)가 미국을 대상으로 분석한 결과와는 대조적이다. 미국의 경우 순자산대비 수익률이 저연령층에서 더 높은 것으로 나타나고 있다. 이는 연령대별 자산구성을 보여주는 뒤의 [표 10]에서 보듯이, 저연령층의 경우 자산구성에서 수익이 발생하지 않는 전월세보증금과 이자상환부담이 있는 부채의 비중이 크기 때문에 수익률이 낮은 것으로 판단된다. 앞에서 저축률의 경우에도 55-64세 계층에서 가장 높은 것으로 나타났기 때문에, 한국의 경우 지난 10년간 50-60대에서 저축률과 자산수익률이 가장 높은 계층이었다고 볼 수 있다.

[표 4] 연령대별 누적 수익률(명목수익률) 추이

(단위: %)

	총자산 대비			순자산 대비		
	2011-2016	2016-2021	2011-2021	2011-2016	2016-2021	2011-2021
전체	8.0	17.8	31.6	9.6	21.8	38.3
20-24	3.7	3.3	5.6	3.9	3.8	6.0
25-29	2.7	9.2	7.5	3.3	11.5	8.9
30-34	5.3	9.5	15.9	7.1	12.0	21.2
35-39	6.5	15.6	24.6	8.3	20.5	31.1
40-44	7.3	15.3	27.0	9.3	19.9	34.4
45-49	7.2	17.8	30.9	9.1	22.5	38.8
50-54	8.0	17.3	28.9	9.7	21.6	35.3
55-59	9.5	16.8	36.9	11.5	20.5	44.4
60-64	9.4	21.1	40.0	10.8	25.2	45.8
65-69	9.0	18.8	37.6	10.4	21.8	43.3
70-74	7.3	23.2	29.2	8.5	26.5	34.0
75-79	9.0	20.8	40.8	10.0	23.1	45.4
80-84	12.1	26.2	70.3	13.1	28.3	75.9
85-89	13.6	28.8	96.0	14.2	29.9	99.8
89 이상	14.3	29.7	73.6	14.3	30.1	73.6

[표 5]에서 자산계층별 수익률을 보면, 자산증가율이 상대적으로 낮았던 전반기의 경우 저자산층의 수익률이 높았던 반면, 자산증가율이 높았던 후반기의 경우 고자산층의 수익률이 높은

and Zucman(2016)은 자산수익률이 자산그룹별로 큰 차이가 없다고 분석하였다. 반면, Fagereng et. al. (2016)와 Bricker et. al. (2016)는 자산이나 소득 수준별로 수익률이 차이가 있다고 보고하고 있다.

것으로 나타났다. 하위 20%의 경우 순자산이 마이너스(-)의 값을 가지기 때문에 자산수익률의 값이 그대로 해석하기는 어렵기 때문에, 자산가격이 상승할 때 상층의 자산수익률이 더 높아진 것으로 볼 수 있다.

[표 5] 자산계층별 누적 수익률(명목수익률) 추이

(단위: %)

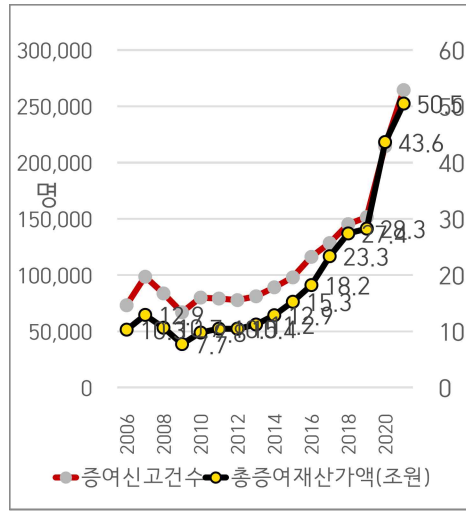
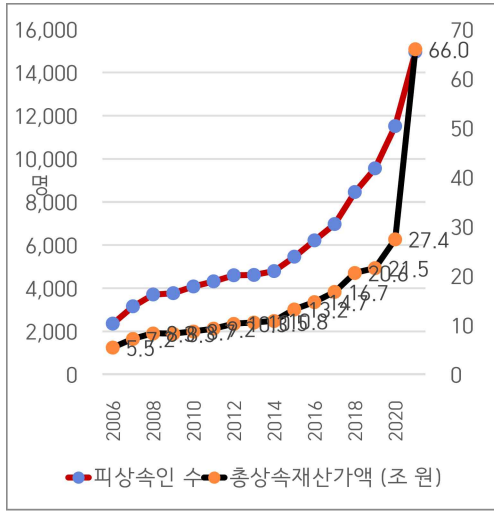
	총자산 대비			순자산 대비		
	2011-2016	2016-2021	2011-2021	2011-2016	2016-2021	2011-2021
전체	8.0	17.8	31.6	9.7	21.8	38.3
상위 1%	5.6	19.9	28.1	6.4	23.0	32.2
상위 5%	6.5	19.3	29.1	7.4	22.3	33.6
상위 10%	6.9	19.2	30.0	8.0	22.3	34.9
상위 20%	7.4	18.6	30.7	8.6	21.9	35.7
60-80%	8.6	17.6	33.5	10.3	21.5	39.9
40-60%	9.0	16.0	33.1	11.3	20.7	41.6
20-40%	9.9	15.6	33.9	13.7	21.6	46.7
하위 20%	8.0	14.1	26.8	-123.9	50.4	-417.1

4) 상속증여

상속과 증여도 연령코호트별로 자산축적에 차이를 유발하는 중요한 요인이라고 할 수 있다. 코로나 19를 전후로 하여 부동산 가격의 급등으로 종부세 등이 강화되면서 상속과 증여가 큰 폭으로 증가하고 있다. 이는 [그림 1]에서 확인할 수 있다.

[그림 1] 국세청에 신고된 상속과 증여 건수와 상속(증여) 재산가액

(단위: 명, 조원)



자료: 통계청, KOSIS.

국세청에 신고된 상속과 증여만을 보더라도, 연 상속액은 2016년까지는 10조원대 수준이었지만, 2021년에 27.4조원으로 늘었고, 2021년에는 66조까지 증가하였다. 증여의 경우에도 거의 마찬가지로 패턴을 보여주고 있고, 2021년에 급격히 증가하여 43.6조, 2021년에는 50조를 넘어섰다. 2021년의 경우 가계가처분소득이 1,000조원 정도이니까 상속증여액의 비중이 국민소득 대비 7% 정도로 추정된다. 상속세와 증여 후 상속액과 증여액은 2021년에 61조원, 41조원으로 실효 상속세율은 7.6%, 실효증여세율은 18.0% 정도이다.

다만, 국세청에서 신고되는 상속과 증여가 전체 상속증여를 모두 파악하는 것은 아니다. 또한 설문조사에서도 상속과 증여는 파악하기가 쉽지 않다. 그럼에도 일단 두 자료를 가지고 추정해본 상속증여액은 [표 6]에 제시되어 있다. 국세청은 피상속인(상속을 하는 사람)의 신고가액만 공개되어 있고 증여도 증여자의 증여액만 공개되고 수증자의 증여받은 액수는 공개되지 않고 있다. 한국조세재정연구원의 『재정패널조사』에서 상속과 증여에 대해서 조사하고 있는데, 여기에는 상속액, 피상속액, 증여액, 수증액(증여를 받은 액수) 등이 조사되어 있다. 원칙적으로는 자산의 국내외 이전이 없다는 가정 하에서는 상속액과 피상속액, 증여액과 수증액이 동일해야 한다. 다만 설문조사에서 가구주의 사망 등으로 표본이 변경됨에 따라 상속액과 피상속액 등이 달라질 수 있고, 증여의 경우에도 표본 이외의 가구로부터의 증여가 이루어질 경우 표본 통계에서는 수증액과 증여액이 차이가 난다.

[표 6] 국세청 과세자료와 『재정패널조사』에 따른 상속액과 증여액

(단위: 명, 조 원)

		2011-2021	2011-2016	2016-2021	2011	2012	2013	2014	2016	2016	2017	2018	2019	2021	2021
과세자료	상속가액(피상속액)	155	54	101	9	10	11	11	13	15	17	21	22	27	66
	증여가액	201	60	141	10	10	11	13	15	18	23	27	28	44	50
	납세 후														
	상속	132	46	87	8	9	9	9	11	12	14	18	19	23	61
	증여	159	43	116	7	7	7	9	12	15	19	22	23	38	41
재정패널	세후상속가액(국세청)	46	87	132	23	14	6	11	14	15	27	24	15	29	
	세후수증가액(국세청)	43	116	159	0	5	1	1	8	4	14	5	1	5	
	상속액(재정패널)	60	98	159	5	4	5	6	12	8	10	9	3	9	
	피상속액(재정패널)	14	28	43	3	10	9	13	13	12	20	16	22	32	

자료: 통계청, KOSIS; 한국조세재정연구원, 『재정패널조사』.

이러한 사정을 유의해서 보면, 『재정패널조사』의 피상속액이 과세자료의 상속가액보다 더 큰 것으로 나타나고 있고, 증여의 경우, 과세자료의 증여가액이 『재정패널조사』의 수증액보다 큰 것으로 나타나고 있다. 따라서, 본 연구에서는 상속증여가 과세자료나 설문조사나 모두 파

악하기 어렵다는 점을 고려하여 두 자료에서 큰 수치를 기준으로 하여 연령대별 상속증여액을 추정해보기로 했다. 즉, 전체 상속증여액은 두 자료에서 큰 수치를 가져오고, 이를 『재정패널조사』의 연령대별 상속증여 비중에 적용하여 연령대별 상속증여액을 추정하였다.

[표 7]에서 추정 결과를 보면, 50대 이후 상속이 이루어지고 상속증여를 받는 계층은 30대의 비중이 큰 것으로 나타나고 있다. 2016-2021년간의 경우, 상속증여하는 연령대가 50대 초반으로 더 낮아지고 30대에 상속증여받는 액수도 크게 증가한 것으로 나타나고 있다.

[표 7] 조정된 연령대별 상속증여액

(단위: 조 원)

	순상속증여액		상속증여받은액	상속증여제공액	상속증여받은액	상속증여제공액
	2011-2016	2016-2021	2011-2016	2011-2016	2016-2021	2016-2021
전체	0	0	127	127	250	250
20-24	0.0	9.5	0.0	0.0	9.6	0.2
25-29	8.7	7.4	9.0	0.4	12.8	5.4
30-34	15.3	22.4	18.4	3.1	25.9	3.5
35-39	12.4	72.4	12.4	0.0	72.9	0.5
40-44	8.9	13.4	29.5	20.6	21.1	7.7
45-49	15.3	32.9	20.0	4.7	36.3	3.4
50-54	-0.3	-18.4	8.1	8.4	29.0	47.4
55-59	-2.1	-28.5	14.5	16.6	9.3	37.8
60-64	-3.6	-23.4	5.7	9.2	14.3	37.8
65-69	-14.7	-36.0	7.7	22.3	10.0	46.0
70-74	-19.0	-19.0	1.9	20.9	5.3	24.3
75-79	-11.0	-20.6	0.0	11.1	0.7	21.3
80-84	-3.2	-3.7	0.3	3.5	2.7	6.4
85-89	-6.6	-7.5	0.0	6.6	0.0	7.5
89 이상	0.0	-0.9	0.0	0.0	0.0	0.9

자료: 한국조세재정연구원, 『재정패널조사』 자료에서 재구성

5. 자산축적 요인 분해

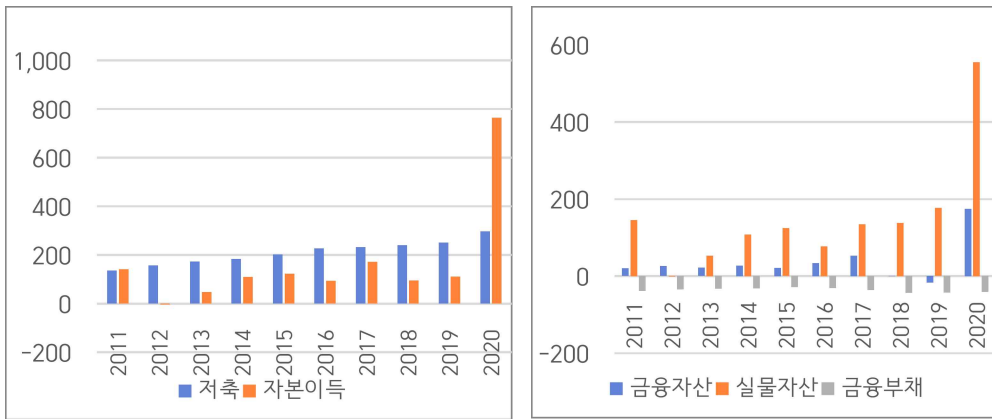
1) 전체적인 자산축적 요인 분해

자산항목별 자산증감 기여액을 연도별로 본 것이 [그림 2]이다. 이 그림에서 연도 기준은 예를 들어, 2011년은 2011년 3월부터 2012년 3월까지의 기간을 대상으로 한다. 자본이득의 경우

추세별로 변동성이 크고, 저축을 통한 자산증가도 절대액에서는 추세적으로 증가하고 있다. 특히, 2020년 3월에서 2021년 3월까지의 기간에 자본이득에 의한 자산증가가 뚜렷하게 나타나고 있다. 이 기간 중에 아파트와 주식 가격이 크게 상승한 것에 기인한다. 또한 실물자산과 금융자산, 금융부채로 구분해서 볼 경우, 금융부채는 일정한 액수를 유지하고 있는 반면, 금융자산과 실물자산의 기여액 변동이 큰 것으로 나타나고 있으며, 금융자산과 실물자산이 같이 움직이는 것으로 보이지는 않는다.

[그림 2] 자산증감의 요인별 기여액의 연도별 추이(명목가치 기준)

(단위: 조원)



앞에서 검토한 자산축적회계 방정식과 저축, 자본이득, 상속증여 등의 데이터를 활용하여 전체적인 자산축적의 요인을 분해한 것이 [표 8]이다. 전체로 볼 때, 상속과 증여는 제공한 액수와 받은 액수가 합산하여 0이 되기 때문에 전체 자산 증감 요인으로 작용하지는 않는다.

실제 자산증감과 시뮬레이션에 따른 자산증감에는 차이가 존재한다. 일반적으로 잔차는 자산유형별 수익률과 저축률 등에 대한 추정이 완벽하지 않기 때문에 발생할 수 있으나, 상속-증여가 정확하게 반영되지 못했을 수 있고, 해외로부터의 자산이전이나 가계부문으로부터 정부로의 이전(재산세, 상속인이 없는 사망), 비영리 부분으로의 이전(기부) 등이 시뮬레이션에는 반영되지 않았기 때문일 수도 있다. 또한, 2020년 3월과 2021년 3월 아파트와 부동산 가격의 등락폭이 매우 컸기 때문에, 『가계금융복지조사』의 응답자들이 3월 31일 기준으로 응답하게 되어 있기는 하나, 이를 정확하게 반영하지 않았을 수도 있다.

전반부 2011-2016년간의 경우 시뮬레이션한 자산증감과 실제자산증감의 차이 41조 원, 3.0% 정도로 크지 않았다. 2011년 순자산에 2011-2016년간 시뮬레이션한 저축과 자본이득의 증가분을 더하면, 2016년 순자산 규모와 거의 비슷해진다는 것이다. 반면, 후반부 2016-2021

년간의 경우 시물레이션한 자산 증감과 실제자산 증감의 차이 292조원, 10.2%로 전반부에 비해 큰 규모로 나타났다. 후반부의 자산 증감은 저축과 자본이득 시물레이션으로 충분히 설명되지 않는 부분의 비중이 크다는 것이다. 후반기에는 자산이 더 큰 폭으로 증가하면서, 부동산이나 주식 가격 지표가 실제 응답자들이 체감하는 자산 증가를 충분히 반영하지 못했거나, 상속·증여가 충분히 반영되지 못했기 때문일 수도 있다. 예를 들어, 부동산의 경우 수도권으로 큰 폭으로 증가했지만, 본 연구에서는 이를 지역별로 구분해서 증가율을 적용할 수 없었기 때문에 시물레이션이 실제 응답자들이 응답한 부동산 가격 상승을 반영하지 못했을 수도 있다.

〈부표 1〉은 가계금융복지조사와 국민계정의 수치 차이가 가장 큰 주식과 채권 자산 가치를 국민계정의 수치로 보정하여 시물레이션한 결과이다. 즉, 주식과 채권의 전체 가치를 국민계정의 수치로 바꾸고 이것을 연령별로 할당하는 방법으로 보정한 것이다. 이 경우 잔차의 규모는 전반기뿐만 아니라 후반기에도 약 5% 수준으로 줄어든다. 특히 후반기에는 부호가 바뀌었다. 즉, 주식 자산 가치가 크게 상승한 후반기에는 시물레이션한 결과가 더 크게 나타났고 그 차이도 크지 않은 것으로 나타났다. 잔차는 주로 변동성이 큰 자산의 가격을 정확하게 반영하기 어려운 문제에 기인하는 것으로 보인다.

아래 [표 8]에서는 이러한 잔차를 제외하고 저축에 따른 자산증가와 자본이득에 따른 자산증가를 자산 증감으로 보고 각 요인별 기여도를 전반기와 후반기로 구분하여 보았다. 지난 10여년 간 순자산의 증가액은 3,740조원이고 이 중에서 저축이 기여한 부분은 2,094조원으로 기여도는 56.0%이고, 자본이득이 기여한 부분은 1,646조원으로 44.0%를 기여한 것으로 나타났다. 전반기(2011-2016년간)와 후반기(2016-2021년간)를 나누어서 볼 때, 자본이득의 기여도가 후반기에 크게 증가하여 32.8%에서 44.8%로 증가하였다. 여기에는 주식과 아파트, 토지 가격 상승의 기여분의 증가와 대출에 따른 이자상환부담 감소에 기인한다. 주식의 기여도가 -0.9%에서 3.0%로 증가하였다. 반면 저축성예금의 기여도는 전반부에 3.7%에 달하였지만, 후반부에는 2.3%로 줄어들었다. 부동산과 주식 시장의 상승에 저축성예금에서 주식과 부동산 자산으로의 이동, 그리고 예금금리의 인하 등이 결합되면서 이러한 현상이 나타난 것으로 판단된다.

[표 8] 자산증감에의 자산유형별 기여도 시물레이션 결과

(단위: 조 원, %)

	2011-2016	(기여도)	2016-2021	(기여도)	2011-2021	(기여도)
자산증감	1,264	(100.0)	2,476	(100.0)	3,740	(100.0)
저축	849	(67.2)	1,245	(50.3)	2,094	(56.0)
자본이득	415	(32.8)	1,232	(49.7)	1,646	(44.0)
요구불예금	3	(0.2)	3	(0.1)	5	(0.1)
저축성예금	47	(3.7)	40	(1.6)	87	(2.3)
보험	59	(4.6)	66	(2.7)	125	(3.3)
채권	1	(0.1)	1	(0.0)	2	(0.1)
주식	-11	-0.9	124	(5.0)	113	(3.0)
기타저축	17	(1.3)	10	(0.4)	27	(0.7)
저축에 따른 수익	37	(3.0)	103	(4.1)	140	(3.7)
담보대출	-117	(-9.2)	-127	(-5.1)	-244	(-6.5)
신용대출	-35	(-2.8)	-30	(-1.2)	-66	(-1.8)
기타대출	-15	(-1.2)	-38	(-1.5)	-53	(-1.4)
임대보증금증감	38	(3.0)	106	(4.3)	144	(3.9)
단독주택	71	(5.6)	147	(6.0)	218	(5.8)
아파트	256	(20.2)	605	(24.4)	861	(23.0)
연립다세대	16	(1.2)	63	(2.6)	79	(2.1)
기타(토지, 건물 등)	87	(6.8)	265	(10.7)	352	(9.4)

2) 연령대별 자산축적 요인 분해

시간의 흐름에 따른 자산축적 패턴에 영향을 미치는 세 가지 요인은 연령, 코호트, 그리고 시기이다. 경제이론은 연령의 중요성을 강조하고, 시기와 코호트별로 나누어 보더라도, 연령 효과는 안정적인 것으로 평가하고 있다. Modigliani and Brumberg(1954)는 자산축적에서 연령의 효과를 강조한다. 즉, 젊은 시절에는 주택과 인적자본 투자, 그리고 내구재 소비 등을 위해 부채를 내고(dissave), 중년 이후 부채를 상환하고 자산을 축적하며, 은퇴 이후 자산을 인출하는 생애주기패턴을 보인다는 것이다. 생애주기패턴을 보면, 연령대별 자산축적은 역 U자형을 나타내게 된다.

[표 9]에서 연령대별 순자산 커브는 55-59세에 평균순자산이 정점에 달하는 생애주기패턴이 나타나고 있다. 시기별로도 크게 변화하지는 않고 있다. 다만, 단면의 연령-자산 프로파일만으로는 생애주기가설을 확인하기 어렵다. 생산성 수준이 증가하는 경제에서는, 최근 코호트일수록 소득(자산)이 증가하기 때문에, 고령층의 낮은 자산이 생애주기효과라기보다 코호트 효과일 수 있기 때문이다. 그래서, 출생코호트별 자산증가율을 보았다.

코호트별로 볼 경우, 젊은 코호트의 자산증가율이 현저하게 높은 것을 확인할 수 있다. 즉, 출생코호트별 자산증가율은 대체로 생애주기패턴을 확인해주는 것으로 판단된다. 20대와 30대 코호트의 자산증가율이 매우 높았고, 50대 후반 이후에는 자산증가율이 감소한다. 가장 높은 증가율을 보인 코호트는 2016년에 가구주 나이가 20-24세인 가구의 경우 2021년까지 순자산이 연평균 32.2%(0.32→1.30)나 증가했다. 2011년-2021년 기준으로 보면, 2011년 가구주 나이가 20-24세인 가구의 경우 2021년까지 순자산이 연평균 26.9%(0.43→3.02)나 증가했다. 이들 젊은 가구주의 경우 순자산규모가 0.43억 정도로 작은 규모에서 시작했기 때문에 증가율이 높았다고 볼 수도 있다. 그럼에도 앞에서 보았듯이, 젊은 연령층의 저축률과 자본수익률이 낮은데도 20-30대 연령 코호트의 자산증가율이 높고 50대 이후의 연령코호트의 자산증가율이 낮은 것으로 나타났다.

[표 9] 연령대별 평균자산의 전체평균자산 대비 연령대별 평균자산 비율과 연령대별 자산 증가율, 출생코호트별 증가율 (2002년 기준 실질가치)

(단위: 억 원, %)

	평균순자산			전체 평균 대비 비중			평균증가율			코호트별 연평균 증가율		
	2011년	2016년	2021년	2011년	2016년	2021년	2011-2016	2016-2021	2011-2021	2011-2016	2016-2021	2011-2021
전체	3.45	3.86	5.03	1.0	1.0	1.0	2.3	5.4	0.0			
20-24	0.43	0.32	0.62	0.1	0.1	0.1	-5.8	14.0	-0.2	19.6	32.2	21.4
25-29	1.06	1.06	1.30	0.3	0.3	0.3	0.0	4.1	-1.7	16.8	23.3	15.4
30-34	2.00	2.30	3.02	0.6	0.6	0.6	2.9	5.5	0.3	8.7	14.1	10.1
35-39	2.68	3.04	4.46	0.8	0.8	0.9	2.5	8.0	1.3	7.1	11.6	8.0
40-44	3.26	3.78	5.25	0.9	1.0	1.0	3.0	6.8	1.0	4.5	8.8	5.4
45-49	3.92	4.06	5.77	1.1	1.1	1.1	0.7	7.3	0.1	2.5	6.4	4.1
50-54	4.39	4.42	5.53	1.3	1.1	1.1	0.1	4.6	-1.5	2.4	5.7	2.5
55-59	4.83	4.95	5.83	1.4	1.3	1.2	0.5	3.3	-1.9	0.0	2.6	1.3
60-64	4.63	4.83	5.64	1.3	1.2	1.1	0.8	3.1	-1.8	1.1	2.5	0.8
65-69	3.81	4.88	5.47	1.1	1.3	1.1	5.1	2.3	-0.1	-2.2	0.6	0.4
70-74	3.83	3.41	5.02	1.1	0.9	1.0	-2.3	8.1	-1.1	-4.3	3.1	-0.3
75-79	2.61	3.08	3.97	0.8	0.8	0.8	3.4	5.2	0.4	-4.8	3.9	0.2
80-84	1.41	2.04	3.74	0.4	0.5	0.7	7.7	12.9	6.2	6.7	5.4	5.9
85-89	1.00	1.94	2.66	0.3	0.5	0.5	14.1	6.5	6.1	4.3	5.2	
89 이상	1.23	1.24	2.51	0.4	0.3	0.5	0.2	15.1	3.4			

[표 10]은 연령대별 자산포트 구성을 순자산 대비하여 보여주고 있다. 금융자산에서는 전월 세보증금도 포함되며, 부채에는 임대보증금도 포함된다. 이 표를 통해 자산축적의 연령효과,

코호트효과, 시기효과를 볼 수 있다. 먼저, 연령별 자산포트구성은 한국의 독특한 생애주기패턴을 보여주는 것으로 보인다. 외국 사례에서는 연령이 증가함에 따라서, 실물자산은 감소하고, 금융자산은 증가하며, 부채는 감소하는 추세를 나타낸다. 한국의 경우 연령이 증가함에 따라 실물자산은 증가하고 금융자산은 감소하며, 부채는 감소하는 추세를 나타내고 있다.

그러나, 코호트 효과를 보면, 20-30대의 경우 2011-2016년간에는 실물자산 비중이 감소하다가 2016-2021년간에는 크게 증가하는 것으로 나타나고 있다. 2016년에 25-29세의 경우 실물자산 비중이 51%였으나, 이 코호트가 2021년에는 86%로 35%p 증가하였다. 2016년에 30-34세의 경우에도 실물자산 비중이 72%였으나, 2021년에는 97%로 증가하였다. 반면, 전월세보증금의 경우 25-29세의 경우 46%에서 40%로, 30-34세의 경우 30%에서 19%로 감소한 것으로 나타났다. 이는 2016년 전월세 형태에서 2021년 자가 형태로 전환하였음을 시사한다. 동시에 금융자산의 경우에도 크게 감소하고 있다. 이는 금융부채의 증가에 기인하는 것으로 판단된다. 2016년 25-29세의 부채는 25%에서 2021년 30-34세의 52%로 크게 증가했다. 즉, 금융부채를 동원하여 실물자산을 축적하는 경향이 20-30세대를 중심으로 2016-2021년 간에 강하게 나타난 것으로 보인다. 생애주기패턴에 더 근접해가는 것으로 볼 수도 있지만, 최근 이른바 ‘영끌’을 통한 부동산 매입이라는 일시적 현상을 반영한 것일 수도 있다.

[표 10] 연령대별 자산 포트폴리오

(단위: %)

	금융자산			실물자산			부채			전월세보증금			임대보증금		
	2011	2016	2021	2011	2016	2021	2011	2016	2021	2011	2016	2021	2011	2016	2021
전체 연령	28	31	27	93	91	94	21	22	21	8	8	8	7	9	6
20-24	61	95	100	45	18	57	6	13	57	35	63	61	0	0	0
25-29	55	74	82	64	51	59	19	25	40	33	46	53	2	1	2
30-34	51	54	65	82	72	86	33	26	52	25	30	40	7	5	6
35-39	42	44	38	85	87	97	26	31	35	18	19	19	7	6	6
40-44	36	40	30	91	90	101	27	30	32	12	14	11	7	9	8
45-49	35	37	31	91	89	95	26	26	26	9	10	10	8	9	6
50-54	28	32	30	94	93	93	22	25	23	5	7	7	6	8	5
55-59	22	28	28	98	93	93	20	22	20	3	4	6	8	11	5
60-64	19	26	24	95	94	93	14	20	17	2	3	5	5	11	5
65-69	17	20	19	99	96	94	15	16	14	2	2	3	8	11	4
70-74	16	16	20	100	98	91	16	14	11	2	2	3	5	6	5
75-79	15	15	15	96	96	94	11	11	8	3	4	3	5	9	5
80-84	13	18	16	95	90	93	8	8	10	5	6	3	5	13	5
85-89	22	15	17	82	89	87	4	4	5	4	5	4	3	7	3
89 이상	34	10	9	66	92	94	0	2	3	16	1	3	0	1	1

[표 11]은 연령코호트별 자산축적의 원천에 대한 시뮬레이션 결과를 보여준 것이다. 잔차가 상대적으로 크지 않았던 2011-2016년 간의 경우에도 연령대별 잔차는 차이가 있다. 54세 이하에서는 잔차가 마이너스로 나타나고 있고, 55세 이상에서는 잔차가 플러스로 나타나고 있다. 이 패턴은 2016-2021년 간에도 유사하게 나타나고 있다. 저연령층은 응답한 자산 증가에 비해 시뮬레이션한 자산 증가가 더 컸다는 것이고, 고령층의 경우 응답 자산 증가가 시뮬레이션 자산 증가보다 작았다는 것이다. 시뮬레이션이 맞다면 저연령층은 자산증가를 과소보고한 것이고 고령층은 과다보고한 것이다. [표 13]에서 자산계층별로 볼 경우에도, 자산상위층의 경우 잔차가 플러스로 나타나는 반면, 자산하위층은 마이너스로 나타나고 있다.

다만, <부표 1>에서 볼 때, 과소보고 가능성이 있는 주식과 채권을 국민계정으로 보정할 경우 이 추세는 반대로 나타난다. 저연령층은 잔차가 플러스이고 고령층은 마이너스로 나타난다. 이러한 잔차 구조는 주로 주식과 채권 등 자산에서의 커다란 변동성과 연령별, 자산계층별 차이를 반영하는 것으로 보인다. 최근 증가하고 있는 젊은 층의 해외자산투자가 자산증감 시뮬레이션에 반영되지 않았을 수도 있고, 개별 자산에 대한 수익률이 연령집단별로 차이가 없다고 가정할 시뮬레이션의 한계일 수도 있다. 또 하나의 변수는 가구 구성의 변화이다. 이것은 젊은 층의 자산증감을 과소평가할 수 있다. 시뮬레이션이 가구주 연령을 기초로 하고 있기 때문에 젊은 층이 부모 가구로부터 분가하여 새로운 가구로 편입된다면, 젊은 층의 자산증가는 과소평가될 수 있다. 지난 10여년간 25-34세 청년의 1인 가구 비중은 2010년 38.9%에서 2021년 59.9%로 큰 폭으로 증가했다. 반면, 미국을 대상으로 연구한 Wolff(1999)는 이러한 잔차의 주된 요인으로 상속-증여 요인을 들고 있다.

여러 요인들에 의해 설명될 수 있는 잔차를 제외하고, 자산증감 요인의 비중을 보면, 저연령층의 경우 순전월세보증금의 비중이 매우 커서, 상대적으로 저축의 비중이 낮은 것으로 나타나고 있다. 저축과 자본이득만을 비교해볼 경우 저연령층에서는 저축의 비중이 큰 것으로 나타나고 있고, 고연령층에서는 자본이득의 비중이 큰 것으로 나타나고 있다. 상속증여는 당연히 저연령층에서 높은 비중을 나타내고 있고 60세 후반 이후에는 상속증여에 의한 자산감소도 상당히 큰 것으로 나타나고 있다.

[표 11] 연령코호트별 자산축적의 원천에 대한 시뮬레이션 결과

2011~2016년간

(단위: 조원, %)

	순자산(조원)				원천					원천비중(%)			
	2011	2016	자산 증감	증가율 (%)	저축	자본 이득	순 상속증여	순전월세 보증금	잔차	저축	자본 이득	순 상속증여	순전월세 보증금
전체	4,298	5,651	1,353	31.5	849	415	0	48	41	64.8	31.6	0.0	3.6
20-24	4	2	-2	-45.6	1	0	0	2	-5	45.5	5.4	0.1	49.0
25-29	56	27	-29	-51.2	15	2	9	17	-72	35.6	4.2	20.1	40.0
30-34	177	209	32	18.0	72	13	15	32	-99	54.5	9.5	11.6	24.4
35-39	359	399	40	11.3	100	30	12	42	-144	54.4	16.1	6.7	22.7
40-44	502	632	130	25.9	118	47	9	25	-69	59.3	23.6	4.5	12.5
45-49	566	749	183	32.4	123	51	15	6	-12	62.9	26.2	7.8	3.1
50-54	678	803	125	18.4	150	66	0	-2	-88	70.5	30.8	-0.1	-1.1
55-59	577	925	349	60.5	147	66	-2	-25	163	79.0	35.6	-1.1	-13.6
60-64	485	674	189	39.1	74	52	-4	-15	82	68.6	48.7	-3.3	-14.0
65-69	358	543	184	51.3	34	37	-15	-20	148	93.6	102.7	-40.5	-55.8
70-74	319	307	-12	-3.8	13	27	-19	-10	-23	117.1	246.8	-171.8	-92.1
75-79	158	242	84	53.3	5	16	-11	-3	78	74.0	250.8	-174.8	-50.0
80-84	44	98	54	122.0	-1	6	-3	0	53	-119.7	530.0	-297.6	-12.6
85-89	12	34	22	186.7	-1	2	-7	0	28	13.4	-29.3	117.1	-1.1
90 이상	3	5	3	96.9	0	0	0	0	2	-5.0	50.1	0.0	54.9

2016~2021년간

	순자산(조원)				원천					원천비중(%)			
	2011	2016	자산 증감	증가율 (%)	저축	자본 이득	순 상속증여	순전월세 보증금	잔차	저축	자본이득	순 상속증여	순전월세 보증금
전체	5,651	8,505	2,854	50.5	1245	1232	0	86	292	48.6	48.1	0.0	3.4
20-24	2	2	0	-8.5	1	0	9	1	-12	6.8	0.7	80.0	12.4
25-29	27	39	11	42.0	14	3	7	12	-25	37.7	8.6	20.4	33.3
30-34	209	161	-48	-23.1	61	25	22	53	-209	37.7	15.6	13.9	32.8
35-39	399	572	173	43.4	116	82	72	54	-151	35.9	25.2	22.3	16.6
40-44	632	799	167	26.4	139	126	13	42	-154	43.4	39.3	4.2	13.1
45-49	749	1,117	368	49.1	168	168	33	20	-22	43.2	43.2	8.4	5.2
50-54	803	1,174	370	46.1	189	173	-18	0	27	54.9	50.5	-5.3	-0.1
55-59	925	1,149	224	24.2	242	190	-28	-22	-157	63.6	49.8	-7.5	-5.9
60-64	674	1,193	519	77.0	166	170	-23	-29	235	58.6	59.8	-8.3	-10.1
65-69	543	860	318	58.5	87	118	-36	-28	176	61.5	83.4	-25.4	-19.5
70-74	307	631	323	105.1	38	81	-19	-13	236	43.4	93.6	-21.9	-15.1
75-79	242	408	165	68.2	13	56	-21	-5	122	30.2	128.6	-47.2	-11.5
80-84	98	279	181	184.9	7	28	-4	0	150	22.5	90.3	-12.0	-0.8
85-89	34	96	62	184.3	2	10	-7	1	56	41.3	168.8	-125.4	15.3
90 이상	5	25	20	391.5	1	2	-1	0	19	52.7	105.4	-61.8	3.7

3) 자산계층별 자산축적 요인 분해

[표 12]는 자산계층별 평균자산과 자산증가율을 보여주고 있다. 2021년 기준 실질가치로, 2021년의 가계평균순자산은 5.0억 원이고, 상위 1%의 순자산은 49.82억 원이다. 하위 20%의 순자산은 0.4억 원이다. 상위 1%는 전체 평균 대비 약 10배의 자산을 가지고 있고, 상위 20%는 전체 평균 대비 약 3배 정도이다. 지난 10년 간 자산계층별 자산증가율은 하위 20-40% 계층에서 가장 높았던 것으로 나타났고, 하위 20%와 상위 20%의 자산증가율은 상대적으로 낮았다. 다만, 전반기와 후반기를 구분해서 볼 경우, 자산증가율이 높았던 후반기에는 상위 20%의 자산증가율이 높았다. 2011-2016년간 자산증가율이 30% 정도만 증가했던 전반기에는 상위 20%의 연평균 자산증가율은 1.1%였으나, 2016-2021년간 자산증가가 50%를 넘었던 후반기에는 상위 20%의 연평균 자산증가율은 5.9%에 달한다. 부동산이나 주식 등의 가치가 크게 상승하는 기간에는 자산 상승의 자산증가율이 높게 나타나는 것으로 볼 수 있다.

[표 12] 자산계층별 평균자산, 전체평균자산 대비 비율, 자산계층별 증가율(2021년 기준 실질가치) (단위: 억 원, %)

	평균순자산			전체 평균 대비 비중			평균증가율		
	2011	2016	2021	2011	2016	2021	2011-2016	2016-2021	2011-2021
전체	3.4	3.9	5.0	1.0	1.0	1.0	2.3	5.4	3.8
상위 1%	43.0	41.3	49.8	12.5	10.7	9.9	-0.8	3.8	1.5
상위 5%	21.2	21.0	27.8	6.2	5.4	5.5	-0.2	5.7	2.7
상위 10%	15.2	15.5	20.6	4.4	4.0	4.1	0.4	5.8	3.1
상위 20%	10.6	11.2	14.9	3.1	2.9	3.0	1.1	5.9	3.4
60-80%	3.5	4.2	5.5	1.0	1.1	1.1	3.5	5.5	4.5
40-60%	1.9	2.4	2.9	0.6	0.6	0.6	4.9	3.8	4.3
20-40%	0.9	1.2	1.4	0.3	0.3	0.3	5.3	4.0	4.7
하위 20%	0.3	0.3	0.4	0.1	0.1	0.1	2.5	5.1	3.8

[표 13]은 자산계층별 순자산 증감의 원천 요인 분해 시뮬레이션 결과이다. 잔차를 제외한 저축과 자본이득만을 고려한 비중을 보면, 고자산층의 자산증감에는 저축보다는 자산이득이 더 큰 기여를 하는 것으로, 자산하위층의 경우에는 자본이득보다는 저축이 자산증감에 더 큰 기여를 하는 것으로 볼 수 있다. 한편, 전월세보증금에서 임대보증금을 제외한 순임대자산증감을 보면, 저자산층에서 자산증감에 기여하는 비중이 크고, 고자산층에서 자산증감에 기여하는 비중이 낮은 것으로 나타났다. 저자산층의 자산증감은 주로 전월세보증금으로 이루어지는 것으로 판단된다. 전반기와 후반기를 비교해보면, 자산상층에서의 자본이득의 비중이 후반기에 훨씬

썬 더 큰 것을 알 수 있다. 상위 20%에서 자본이득의 비중은 59.9%에 달하여 전반기의 40.2%에 비해서 크게 증가한 것을 알 수 있다. 당연한 사실이지만, 자산가치가 상승하는 국면에서는 자산상충에서 자본이득에 의한 자산증가가 커지는 것은 확인할 수 있다.

[표 13] 자산계층별 순자산 증감의 원천 시뮬레이션 결과

2011-2016년

(단위: 조 원, %)

	순자산(조원)				원천				원천비중(%)				저축과 자본이득만 고려한 원천비중(%)	
	2011	2016	자산 증감	증가율 (%)	저축	자본 이득	임대	잔차	저축	자본 이득	임대	잔차	저축	자본 이득
전체	4,298	5,651	1,353	31	849	415	48	41	62.8	30.7	3.5	3.0	67.2	32.8
상위 1%	584	655	71	12	38	37	-27	23	53.9	52.4	-37.9	31.6	50.7	49.3
상위 5%	1,396	1,633	237	17	129	104	-63	67	54.3	43.8	-26.4	28.3	55.3	44.7
상위 10%	1,981	2,382	401	20	215	158	-81	109	53.6	39.4	-20.2	27.2	57.6	42.4
상위 20%	2,746	3,403	657	24	353	237	-91	158	53.7	36.1	-13.9	24.1	59.8	40.2
60-80%	897	1,238	341	38	203	92	16	29	59.6	27.1	4.7	8.6	68.8	31.2
40-60%	462	676	213	46	143	52	51	-32	66.9	24.4	23.7	-15.1	73.2	26.8
20-40%	198	303	104	53	106	27	54	-82	101.3	26.0	51.6	-78.9	79.6	20.4
하위 20%	-5	31	37	-682	50	7	18	-38	135.8	18.2	49.7	-103.7	88.2	11.8

2016-2021년

	순자산(조원)				원천				원천비중(%)				저축과 자본이득만 고려한 원천비중(%)	
	2011	2016	자산 증감	증가율 (%)	저축	자본 이득	임대	잔차	저축	자본 이득	임대	잔차	저축	자본 이득
전체	5,651	8,505	2,854	51	1245	1232	86	292	43.6	43.2	3.0	10.2	50.3	49.7
상위 1%	655	937	281	43	48	151	-26	108	17.1	53.6	-9.2	38.5	24.2	75.8
상위 5%	1,633	2,508	875	54	174	365	-53	389	19.9	41.7	-6.0	44.5	32.3	67.7
상위 10%	2,382	3,685	1,302	55	295	532	-80	555	22.7	40.9	-6.1	42.6	35.7	64.3
상위 20%	3,403	5,274	1,870	55	497	744	-107	736	26.6	39.8	-5.7	39.3	40.1	59.9
60-80%	1,238	1,844	606	49	302	266	34	5	49.8	43.8	5.6	0.8	53.2	46.8
40-60%	676	939	263	39	213	140	54	-145	81.0	53.3	20.6	-55.0	60.3	39.7
20-40%	303	406	104	34	151	65	74	-187	146.0	63.2	71.9	-181.1	69.8	30.2
하위 20%	31	42	11	33	83	16	30	-119	789.9	150.7	288.6	-1129.2	84.0	16.0

주: 임대= 전월세보증금-임대보증금

6. 자본이득과 저축이 자산격차에 미치는 영향

자본이득과 저축이 자산격차에 미치는 정도를 추정해보기 위해, 자본이득과 저축이 없었을 경우 자산격차 관련 지수가 어떻게 변동하는지를 시뮬레이션해보았다(counterfactual simulation). 자산격차 변수로는 ‘순자산 중위층(40-60%) 대비 상위1% 및 상위 10%의 순자산평균값의 비율’과 ‘하위 2분위(하위 20-40%) 순자산평균값 대비 상위5분위(상위 20%) 순자산평균값의 비율’을 사용하였다. 자산 값은 가구당 평균값으로 계산한 것이다.

[표 14]는 시뮬레이션 결과이다. 지난 10여년 간 자산격차는 지표상으로 완화된 것으로 나타나고 있다. 다만 전반기와 후반기를 구분해서 볼 경우, 전반기에는 자산격차가 완화되다가 후반기에는 자산격차가 증가하는 것으로 나타나고 있다. 하위 2분위 대비 상위 5분위의 순자산평균값의 배율은 2011년 13.9배에서 2016년 11.2배로 감소하였다가 2021년 13.0배로 증가하였다.

[표 14]에서, ‘자본이득이 없었을 경우’는 자본이득이 당해 기간에 발생하지 않았다고 가정 한 경우의 자산격차 지수 수치이다. 예를 들어, 2011년 중위 대비 상위 1%의 비율은 24.5였고, 2016년에 이 비율은 18.8로 감소하였는데, 만일 자본이득이 없었을 경우 이 비율은 19.2로 증가한다. 즉, 자본이득이 없었을 경우 자산격차의 감소폭이 줄어든다. 그런데, 저축이 없었을 경우 이 비율은 22.5로 자산격차의 감소폭은 훨씬 더 크다. 즉, 자본이득에 비해 저축이 자산격차의 감소에 더 크게 기여한다고 볼 수 있다. 특히, 하위2분위 대비 상위 5분위의 경우 2011년 13.9에서 2016년 11.2로 감소하였는데, 저축이 없을 경우 15.5로 오히려 격차가 더 증가한다. 저축이 자산격차 감소에 크게 기여한다고 볼 수 있다.

한편, 자산격차가 증가하는 기간이었던 2016-2021년 간을 보면, 중위 대비 상위 1%의 배율은 18.8에서 19.5로 0.7만큼 증가했다. 만일 자본이득이 없었을 경우 이 비율은 19.2로 자산격차 증가를 다소 줄인다. 특히, 저축의 경우 저축이 없었을 경우 이 배율은 23.9까지 증가한다. 즉, 저축이 없었다면, 자산격차는 더 크게 증가한다. 이는 하위 2분위 대비 상위 5분위의 비율에서 더욱 뚜렷하다. 자본이득이 없을 경우 자산격차를 완화하는데, 저축이 없을 경우 자산격차를 확대한다. 즉, 자본이득의 경우 자산격차를 분명히 확대하고 저축은 자산격차를 줄이는 것을 확인할 수 있다. 특히, 상위 1%나 10%로의 자산집중도보다는 상위 20%로의 집중도에서 자본과 저축의 자산격차 효과가 큰 것으로 판단된다.

[표 14] 자본이득의 자산격차 기여도 시뮬레이션

		배율			변동		변동
		2011	2016	2021	2011-2016	2016-2021	2011-2021
실제 수치	중위대비 상위 1%	24.5	18.8	19.5	-5.7	0.7	-5.0
	중위대비 상위 10%	8.6	7.0	7.8	-1.5	0.8	-0.7
	하위 2분위 대비 상위 5분위	13.9	11.2	13.0	-2.6	1.8	-0.9
자본이득이 없었을 경우	중위대비 상위 1%		19.2	19.2	-5.3	0.4	-5.3
	중위대비 상위 10%		7.1	7.9	-1.4	0.8	-0.7
	하위 2분위 대비 상위 5분위		11.5	13.3	-2.4	2.1	-0.6
저축이 없었을 경우	중위대비 상위 1%		22.5	23.9	-2.1	4.7	-0.6
	중위대비 상위 10%		8.1	9.3	-0.4	2.2	0.8
	하위 2분위 대비 상위 5분위		15.5	18.7	1.6	7.3	4.9

주: 순자산 중위값 대비 상위1%(상위 10%)의 순자산평균값의 비율
하위 2분위(하위 20-40%) 순자산평균값 대비 상위5분위(상위 20%) 순자산평균값의 비율

7. 요약 및 결론

본 연구는 지난 10여년 간 한국에서의 자산축적 요인과 요인들의 자산격차 기여도를 분석해 보았다. 자산과 소득은 통계청의 『가계금융복지조사』를 기본 데이터로 사용하여 추정하였고, 저축은 『가계동향조사』를 사용하였으며, 상속증여는 한국조세재정연구원의 『재정패널조사』 자료를 활용하여 추정하였다. 자본이득은 자산별로 공개된 공식 데이터들을 활용하여 추정하였다.

이렇게 추정된 데이터를 바탕으로 자산증감을 저축, 자본이득, 상속증여 등으로 분해하는 자산축적회계 방법론을 적용하여 2011-2021년간 자산증감의 요인을 분석한 결과, 2011-2021년 간 저축에 따른 자산증가가 56%, 자본이득에 따른 자산증가가 44%로 나타났으며, 자본이득의 기여도는 2011-2016년간 32.8%에서 주식과 부동산이 상승한 2016-2021년간 49.7%로 증가했다. 주식의 기여도가 0.9%에서 5.0%로 증가한 반면, 저축성예금의 기여도는 전반기 3.7%에서 후반부에는 1.6%로 줄어들었다. 아파트가격 상승의 기여도도 20.2%에서 24.4%로 크게 증가하였다. 자산증감에 가장 크게 기여하는 요인은 주택 중에서도 아파트였다.

다음으로, 연령별, 출생코호트별 자산증감의 요인을 분석하였다. 연령대별 저축률과 자본수익률을 보면, 한국의 경우 나이가 들수록 저축률도 높고 자산수익률도 높은 것으로 나타났다. 한국의 경우 지난 10년간 50-60대(이들이 대부분 고자산층)에서 저축률과 자산수익률이 가장

높았다. 이는 해외 사례와는 다른 한국의 특수한 현상이다. 따라서, 젊은 연령층의 저축률과 자본수익률이 모두 낮은데도 20-30대 연령코호트의 자산증가율이 높고 50대 이후의 연령코호트의 자산증가율이 낮은 것은 일종의 퍼즐이라고 할 수 있다. 이는 금융부채를 동원한 주택 구입, 순임대보증금의 증가, 상속증여 등의 요인이 작용한 것으로 보인다.

연령별 자산포트구성에서도, 한국의 독특한 생애주기패턴이 나타났다. 외국 사례에서는 연령이 증가함에 따라서, 실물자산은 감소하고, 금융자산은 증가하며, 부채는 감소하는 추세를 나타낸다. 한국의 경우 연령이 증가함에 따라 실물자산은 증가하고 금융자산은 감소하며, 부채는 감소하는 추세를 나타내고 있다. 그러나 코호트별로 볼 경우, 최근 들어, 젊은 코호트에서 부채를 동원하여 즉, 금융부채를 동원하여 실물자산을 축적하는 경향이 20-30세대를 중심으로 2016-2021년 간에 강하게 나타난 것으로 보인다. 생애주기패턴에 더 근접해가는 것으로 볼 수도 있지만, 최근 이른바 ‘영끌’을 통한 부동산 매입이라는 일시적 현상을 반영한 것일 수도 있다. 즉, 금융부채를 동원하여 실물자산을 축적하는 경향이 20-30세대를 중심으로 2016-2021년 간에 강하게 나타난 것으로 보인다.

자산계층별 자산의 동학을 보면, 고자산층의 경우 금융자산의 점유율이 외국에 비해 상대적으로 낮고 실물자산비중이 높은 특징을 보여주고 있다. 이는 전월세보증금의 점유율이 고자산층에서 낮기 때문이기도 하지만, 여전히 고자산층의 금융자산이 충분히 파악되지 못하기 때문인 것으로 보인다. 부채도 고자산층일수록 점유율이 높다. 상층으로 갈수록 레버리지를 더욱 적극적으로 활용하거나, 임대보증금이 큰 비중을 차지하기 때문이다.

자산계층별 자산증가의 요인을 분석해보면, 자산 상층일수록 자본이득의 기여도가 크고, 자산 하층일수록 저축의 기여도가 큰 것으로 나타났다. 세부적으로 보면, 고자산층에서는 자본이득이, 자산중간층에서는 저축이, 저자산층에서는 순전월세임대보증금이 자산증가에 더 큰 기여를 하는 것으로 볼 수 있다.

이러한 자산증가의 변동 요인이 자산격차에 미치는 영향을 시뮬레이션 해본 결과, 자본이득은 자산격차를 확대하고 저축은 자산격차를 줄이는 것으로 나타났다.

자산가격의 변동성이 커지거나 자산가격이 크게 오를수록 자산축적에서 저축보다 자본이득의 기여도가 커지고 이것이 자산격차를 심화하는 요인으로 작용하고 있기 때문에 저소득층의 저축을 지원하는 정책들이 자산격차를 완화하는 데 기여할 수 있을 것으로 보인다. 또한 자료의 한계는 있지만, 최근 젊은 층을 중심으로 상속증여에 의한 자산축적 기여도가 높아지고 있고 자산격차에도 영향을 미치고 있는 것으로 판단된다. 상속증여 세율 자체는 낮은 수준은 아니기 때문에 젊은 층에 대한 사회적 상속 관련 정책은 좀 더 강화할 필요가 있을 것으로 판단된다. 한국이 개발연대를 지났지만 여전히 부채와 상속증여를 통한 실물자산의 축적 메커니즘이

작동하고 있는 것으로 보인다. 금리와 금융정책이 자산시장에 미치는 영향도 지속적으로 추적될 필요가 있다. 또한, 부동산과 주식 등 자산유형별 변동성이 높아지는 것은 자산축적과 자산격차에 여러가지 불확실성을 높이고 불공정한 기회를 초래할 가능성이 있다. 자산시장의 안정성을 높이는 정책적 노력은 무엇보다 중요한 것으로 보인다.

본 연구는 자료와 방법론에서 아직 적지 않은 한계를 가지고 있다. 자료의 제약으로 변수들이 현실을 정확하게 반영하지 못하는 문제뿐만 아니라 가구구성과 가구의 변동을 정확하게 반영하는 것, 수익률에 대해서 더 정확하게 추정하는 것, 상속증여의 실태를 더 정확하게 파악하고 상속증여의 다양한 메커니즘을 더 구체적으로 반영하는 것도 추후의 연구 과제이다. 자산축적회계 모델에 자산축적의 다양한 경로와 메커니즘을 더 구체적으로 모델화하고 세부적인 자료를 보강하여, 한국의 자산축적의 동학과 그 효과를 더 구체적이고 세밀하게 분석할 경우 정책적 시사점도 더 구체적으로 도출할 수 있을 것이다.

■ 참고문헌 ■

- 김낙년. (2020). 가계조사의 행정자료에 의한 보정: 2016 년 가계금융복지조사를 중심으로. 한국사회정책. 27(1), 39-61.
- Bauluz, Luis and Meyer, Timothy. (2022). The Wealth of Generations. SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3834260>
- Bricker, Jesse, Jacob Krimmel, Alice Henriques, and John Sabelhaus. (2016). Measuring Income and Wealth at the Top Using Administrative and Survey Data. Brookings Papers on Economic Activity. Spring, 261-312.
- Fagereng, Andreas, Luigi Guiso, Davide Malacrino, and Luigi Pistaferri. (2016). Heterogeneity in Returns to Wealth and the Measurement of Wealth Inequality. American Economic Review. 106, 651-655.
- Garbinti, Bertrand, Jonathan Goupille-Lebret, and Thomas Piketty. (2021). Accounting for Wealth Inequality Dynamics: Methods, Estimates, and Simulations for France. Journal of the European Economic Association. 19 (1), 620-663.
- Kennickell, Arthur B., and R. Louise Woodburn. (1999). Consistent Weight Design for the 1989, 1992, and 1995 SCFs, and the Distribution of Wealth. Review of Income and Wealth Series. No. 2. 193-216.
- Kuhn, Moritz, Moritz Schularick, and Ulrike I Steins. (2021). Income and wealth inequality in America, 1949-2016. Journal of Political Economy. 128 (9), 3469-3519.
- Martínez-Toledano, C. (2021). House price cycles, wealth inequality and portfolio reshuffling. WID. World Working Paper, 2, 8.
- Modigliani, Franco, and Richard Blumberg. (1954). Utility Analysis and the Consumption Function: An Interpretation of Cross-Section Data, in Kenneth K. Kurihara.(ed.). Post Keynesian Economics: Rutgers University Press, 388-436.
- Mian, A. R., Straub, L., & Sufi, A. (2021). The saving glut of the rich. NBER wp- 26941.
- Piketty, Thomas and Gabriel Zucman. (2014). Capital is Back: Wealth-Income Ratios in Rich Countries, 1700-2011. The Quarterly Journal of Economics. 129(3), 1255-1310.
- Saez, Emmanuel and Gabriel Zucman. (2016). Wealth Inequality in the United States since 1913: Evidence from Capitalized Income Tax Data. Quarterly Journal of Economics. 131(2), 519-578.
- Wolfson, M.C. (1980). The Bequest Process and the Causes of Inequality in the Distribution of Wealth, in Smith, J.D. (ed.). Modelling the Distribution and Intergenerational Transmission of Wealth, Studies in Income and Wealth. University of Chicago Press, 187-222.
- Wolff, E. N. (1999). Wealth accumulation by age cohort in the US, 1962-1992: the role of savings, capital gains and intergenerational transfers. The Geneva Papers on Risk and Insurance-Issues and Practice. 24(1), 27-49.
- Wolff, E. N. (2016). Deconstructing Household Wealth Trends in the United States. 1983-2013. NBER wp-22704.
- Wolff, E. N. (2017). Household wealth trends in the United States, 1962 to 2016: has middle class

wealth recovered?. NBER wp-24085.

Wolff, E. N. (2021). Household wealth trends in the United States, 1962 to 2019: Median wealth rebounds... but not enough, NBER wp-28383.

〈부표 1〉 연령코호트별 자산축적의 원천에 대한 시뮬레이션 결과(채권과 주식 데이터 보정)

2011~2016년간

(단위: 조원, %)

	순자산(조원)				원천					원천비중(%)			
	2011	2016	자산 증감	증가율 (%)	저축	자본 이득	순 상속증여	순전월 세보증금	잔차	저축	자본 이득	순 상속증여	순전월 세보증금
전체	4,298	5,651	1,353	-31.5	849	399	0	48	56	41.0	56.2	0.0	2.8
20-24	4	2	-2	45.6	1	0	0	2	-5	45.9	4.6	0.1	49.4
25-29	56	27	-29	51.2	15	2	9	17	-71	35.8	3.6	20.3	40.3
30-34	177	209	32	-18.0	72	11	15	32	-98	55.3	8.2	11.8	24.7
35-39	359	399	40	-11.3	100	27	12	42	-141	55.1	15.1	6.8	23.0
40-44	502	632	130	-25.9	118	43	9	25	-64	60.6	22.0	4.6	12.8
45-49	566	749	183	-32.4	123	45	15	6	-6	64.9	23.9	8.1	3.1
50-54	678	803	125	-18.4	150	67	0	-2	-89	70.1	31.2	-0.1	-1.1
55-59	577	925	349	-60.5	147	65	-2	-25	164	79.5	35.3	-1.1	-13.6
60-64	485	674	189	-39.1	74	52	-4	-15	83	69.1	48.3	-3.4	-14.1
65-69	358	543	184	-51.3	34	37	-15	-20	148	95.1	102.8	-41.2	-56.7
70-74	319	307	-12	3.8	13	28	-19	-10	-24	108.2	235.6	-158.7	-85.1
75-79	158	242	84	-53.3	5	15	-11	-3	78	80.8	264.6	-190.9	-54.5
80-84	44	98	54	-122.0	-1	6	-3	0	53	-115.2	513.5	-286.2	-12.1
85-89	12	34	22	-186.7	-1	2	-7	0	28	13.5	-29.9	117.6	-1.2
90 이상	3	5	3	-96.9	0	0	0	0	2	-5.0	49.7	0.0	55.3

2016~2021년간

	순자산(조원)				원천					원천비중(%)			
	2011	2016	자산 증감	증가율 (%)	저축	자본 이득	순 상속증여	순전월 세보증금	잔차	저축	자본 이득	순 상속증여	순전월 세보증금
전체	5,651	8,505	2,854	-50.5	1245	1707	0	86	-183	41.0	56.2	0.0	2.8
20-24	2	2	0	8.5	1	0	9	1	-12	6.8	1.4	79.5	12.4
25-29	27	39	11	-42.0	14	6	7	12	-28	35.3	14.5	19.0	31.1
30-34	209	161	-48	23.1	61	39	22	53	-223	34.6	22.4	12.8	30.2
35-39	399	572	173	-43.4	116	114	72	54	-183	32.7	32.0	20.3	15.1
40-44	632	799	167	-26.4	139	168	13	42	-196	38.3	46.4	3.7	11.6
45-49	749	1,117	368	-49.1	168	229	33	20	-82	37.4	50.8	7.3	4.5
50-54	803	1,174	370	-46.1	189	234	-18	0	-34	46.7	57.9	-4.5	-0.1
55-59	925	1,149	224	-24.2	242	272	-28	-22	-239	52.2	58.8	-6.1	-4.8
60-64	674	1,193	519	-77.0	166	226	-23	-29	178	48.9	66.5	-6.9	-8.5
65-69	543	860	318	-58.5	87	156	-36	-28	138	48.5	86.9	-20.0	-15.4
70-74	307	631	323	-105.1	38	99	-19	-13	219	36.2	94.7	-18.3	-12.6
75-79	242	408	165	-68.2	13	65	-21	-5	112	24.8	123.5	-38.8	-9.5
80-84	98	279	181	-184.9	7	29	-4	0	149	21.3	90.8	-11.3	-0.7
85-89	34	96	62	-184.3	2	10	-7	1	56	39.9	166.5	-121.2	14.8
90 이상	5	25	20	-391.5	1	2	-1	0	19	54.4	105.5	-63.7	3.8

◀ Abstract ▶

Determinants of Wealth Accumulation in South Korea and its Effects on Wealth Inequality

Byung You Cheon*

This study analyzes the contributing factors to wealth accumulation in Korea over the past decade and its impact on the wealth gap. Statistics Korea's Household Financial Welfare Survey was used as the primary data, while savings and inheritance gifts were adjusted using the Household Trends Survey and the Financial Panel Survey. Applying the asset accumulation accounting method to decompose asset growth into savings, capital gains, and inheritance, we found that 56% of asset growth from 2011-2021 was attributable to savings and 44% to capital gains. Among housing, apartments contributed 23%. The high rate of wealth growth in the younger age cohort, despite the low savings rate and return on capital, was driven by an increase in financial liabilities and real assets. This is likely a reflection of the recent trend of using debt to purchase real estate. By wealth class, capital gains contributed more to wealth growth in the high wealth class, savings in the middle wealth class, and rent deposits in the low wealth class. When we simulated the impact of these variables on the wealth gap, we found that capital gains widened the wealth gap and savings narrowed it.

Keywords: wealth, disparities, savings, capital gains, inheritances

◆ 2023. 10. 15. 접수 / 2023. 12. 10. 1차수정 / 2023. 12. 18. 게재확정

* Professor, School of Social Innovation and Business, Hanshin University(bycheon@hs.ac.kr)