

BOK 이슈노트

우리나라 주식 자산효과에 대한 평가



김민수

한국은행 조사국 거시분석팀 차장
Tel. 02-759-5263
bokmskim@bok.or.kr

추성윤

한국은행 조사국 거시분석팀 조사역
Tel. 02-759-4211
sychoo@bok.or.kr

곽법준

한국은행 조사국 거시분석팀 팀장
Tel. 02-759-5261
totns@bok.or.kr

2026년 5월 7일

- 1 최근 국내 주식시장 호조로 가계의 주식시장 참여가 확대되면서 주식 자본이득이 경제에 미치는 영향에 대한 관심이 증대되고 있다. 본고는 미시·거시데이터를 종합적으로 활용하여 우리 경제의 주식 자산효과를 측정하고, 자본이득 발생에 따른 가계의 자산배분 행태를 살펴보았다.
- 2 먼저 가계금융복지조사 가구패널*을 이용하여 우리나라의 주식 자산효과^{wealth effect}를 추정한 결과, 주가 1만원 상승시 130원^{자본이득의 1.3%} 가량이 소비재원으로 활용되는 것으로 나타났다. 유럽, 미국 등 여타 선진국들의 경우 주가 상승시 자본이득의 3~4% 정도가 소비 증가로 나타난다는 점을 감안하면 우리나라는 주식 자산효과가 상대적으로 작았던 것으로 평가된다.
* 2012~25년 발표자료(1년 전 소비자료 수록)에 포함된 2012~24년 소비 및 주식자산 데이터를 활용하여 분석
- 3 이렇게 국내 가계의 주식 자산효과가 작게 나타난 데는 ①가계의 주식자산 투자 저변이 협소하여 주가상승의 체감 영향이 제한적이라는 점이 구조적 요인으로 자리 잡고 있다. 가처분소득 대비 주식자산 규모^{77%}, 2024년 기준 가 미국^{256%}이나 유럽 주요국^{184%}을 크게 하회하는 데다 주식자산의 분포도 주로 소비의 주가반응이 작은 고소득·고자산층에 집중되기 때문이다.
- 4 ②이율러 국내 주식의 경우 그간 수익률이 낮고 변동성은 높아 가계가 자본이득을 영구적 소득이 아닌 되돌려질 수 있는 일시적 현상으로 인식하는 경향이 있는 점도 소비증가 효과를 약화시켰던 것으로 평가된다. 미국과 비교하면, 2011~24년 중 우리 주식시장의 월평균 기대수익률은 1/6에 불과하고 예상치 못한 변동성은 10% 더 높은 데다 수익의 지속기간도 짧았던 것으로 나타난다.

- 본 자료의 내용은 한국은행의 공식견해가 아니라 집필자 개인의 견해라는 점을 밝힙니다.
따라서 본 자료의 내용을 보도하거나 인용할 경우에는 집필자명을 반드시 명시하여 주시기 바랍니다.
- 논고 작성에 많은 도움을 주신 이지호 조사국장님, 김민식 거시전망부장님, 이지은 경기동향팀장님, 조사총괄팀 이재호 차장님, 경기동향팀 양준빈 과장님, 거시분석팀 김민정 조사역님께 감사드립니다.
본문에 남아있는 오류는 저자의 책임임을 밝힙니다.



한국은행

- [5] ③가계의 투자 행태 측면에서 보면, 동 기간중 주식시장에서 실현된 이익이 부동산에 우선적으로 투자되면서 추가적인 소비 여력 확보를 제한하였던 것으로 판단된다. 무주택 가계의 경우 주식 자본이득의 70%는 부동산으로 이동하는 것으로 추정되었다. 실제로 최근 서울 주택 매매의 자금출처조사에서도 주식매각대금 비중이 크게 늘어난 것으로 나타났다. 이처럼 자본이득이 부동산으로 먼저 흘러가는 것은 과거^{2011~24년} 우리 부동산 시장의 변동성이 낮고^{주식의 1/8} 수익률은 높아^{주식의 2배} 소비에 따른 기회비용이 컸던 데 기인한다.
- [6] 최근 들어 이처럼 자산효과가 제약되던 여건에 변화의 조짐이 나타나고 있다. 글로벌 시수요 확대로 주가가 빠르게 상승하면서 가계의 주식 보유가 대폭 늘고 참여계층이 다양화되는 가운데, 기대 이익도 크게 확대되고 있기 때문이다. 2025년중 가계의 주식 자본이득은 과거 평균^{2011~24년}의 22배에 달하는 429조원에 이르렀다. 더욱이 최근 주식시장에 새롭게 유입되고 있는 청년층^{2019년 대비 2025년 비중 변화 +5.5%p} 및 중·저소득층^{+2.2%p}은 자산효과가 상대적으로 크게 나타난다는 점에서 앞으로 우리 경제 전체의 자산효과를 확대시킬 가능성이 있는 것으로 판단된다. 반면에 최근과 같이 주식투자가 크게 늘어난 상황에서 국내외 여건 변화로 주가가 크게 조정받을 경우 주가 하락시 **반면에 최근과 같이 주식투자가 크게 늘어난 상황에서 국내외 여건 변화로 주가가 크게 조정받을 경우 주가 하락시** **자산효과가 더 큰 경향과 맞물려 부정적 영향이 확대될 우려도 있다.** 특히 최근 들어 신용융자 등 레버리지 투자도 늘어나고 있어 자산가격 하락과 채무부담 확대가 동시에 경기 하방압력을 증폭시킬 가능성도 염두에 두어야겠다.
- [7] **나아가 중장기적으로는 주식시장이 가계 전반의 자산 형성 기반으로 기능할 수 있도록 안정적 투자환경을 조성하는 것이 중요하다.** 이를 위해서는 부동산 가격을 안정시켜 주식 자본이득의 부동산 쏠림을 막고 가계의 주식 장기보유 유인을 제고할 필요가 있다. 이를 통해 우리 기업들의 경제적 성과가 가계의 자산 축적과 소비여력 확대로 이어질 수 있도록 하는 것이 바람직하겠다.

I. 검토배경

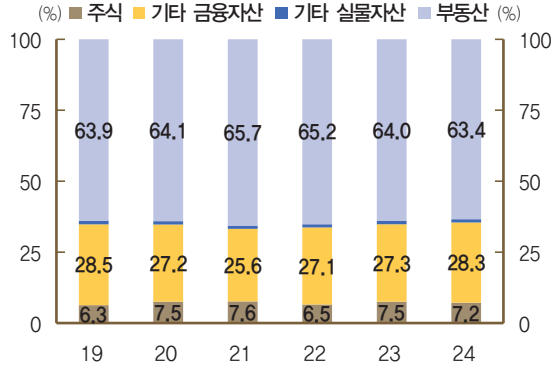
1. 최근 주식시장 호조로 가계의 주식시장 참여가 확대되면서 주식 자본이득¹⁾이 경제에 미치는 영향에 대한 관심이 증대되고 있다. 주가 변동은 여러 경로를 통해 소비와 투자 등 내수에 영향을 미치게 되는데, 부동산에 편중된 우리 가계의 자산구조상 그간 주식시장의 소비 영향에 대한 분석은 상대적으로 미진하였다. 나아가, 주식 자본이득 발생시 가계가 어떤 행태를 나타내는지에 대한 종합적인 분석도 이루어지지 않은 상황이다.
2. 이에 본고는 미시·거시데이터를 종합적으로 활용하여 우리 경제의 주식 자산효과를 추정하고, 자본이득 발생에 따른 가계의 자산배분 행태를 살펴본 후, 최근 주식시장 상황에서의 시사점을 도출하였다. Ⅱ장에서는 최근 가계의 주식시장 참여 현황을 점검하고, Ⅲ장에서는 가구패널 미시데이터를 활용하여 주가 상승이 소비에 미치는 영향을 추정하였다. Ⅳ장에서는 자산효과가 작게 나타나는 세 가지 제약요인을 살펴보았으며, Ⅴ장에서 종합평가와 시사점을 제시하였다.

II. 최근 가계의 주식시장 참여 현황

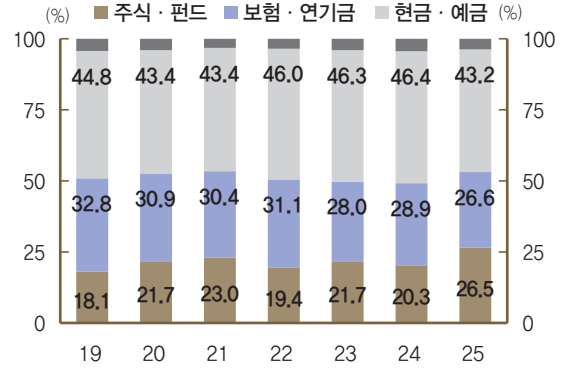
A. 가계의 주식보유 현황

3. 우선, 국내 가계의 주식보유 상황을 살펴보았다. 2024년 기준 가계는 전체 자산의 7%만을 주식으로 보유하고 있다. 전체 자산 중 금융자산이 35% 정도인데, 이 중 예금과 보험 등 여타 금융자산이 80%를 차지하고 주식자산은 20% 수준으로 아직 가계 자산보유 형태로서의 중요도는 낮다고 할 수 있다. <그림 1> <그림 2> 이는 부동산이 전체 금융자산의 2배, 주식자산의 9배로 압도적인 비중을 차지하는 것과 대조를 이룬다.

1) 주가상승에 따른 평가이익을 의미하며, 실현이익과 미실현이익을 모두 포함한다.

〈그림 1〉가계¹⁾ 자산 구성

주: 1) 가계에 봉사하는 비영리단체 포함
자료: ECOS(국민대차대조표)

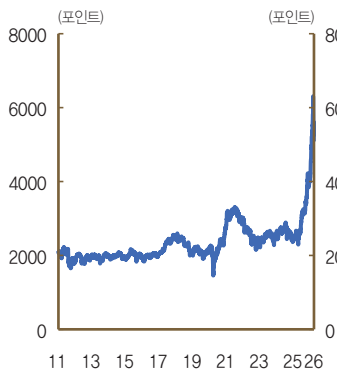
〈그림 2〉가계¹⁾ 금융자산 구성

주: 1) 가계에 봉사하는 비영리단체 포함
자료: ECOS(자금순환표)

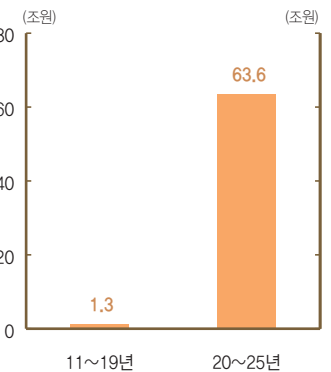
B. 최근 가계의 주식시장 참여 및 자본이득 추이

4. 팬데믹 이전과 비교해 보면 가계의 주식시장 참여가 확대되고 있다. 팬데믹 이전^{2011~19년} 가계의 연평균 주식 순매입액은 1.3조원이었으나, 이후^{2020~25년} 50배 수준인 64조원으로 늘어났다. 〈그림 4〉 특히 지난해 글로벌 AI수요 확대로 주가가 급등하며 가계의 주식 매입 규모는 더욱 커졌으며, 자본이득도 크게 확대되었다. 〈그림 3〉 2024년까지 연평균 20조원 수준이던 주식 자본이득이 지난해에는 과거 평균의 22배에 달하는 429조원에 이르렀다. 〈그림 5〉

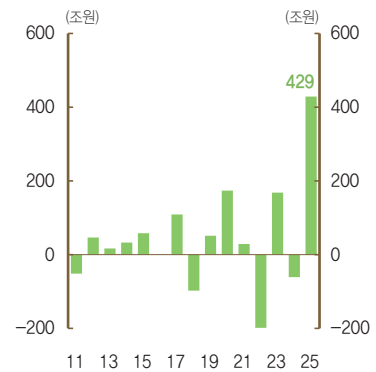
〈그림 3〉 KOSPI 지수



자료: 한국거래소

〈그림 4〉가계¹⁾의 주식 순매입액²⁾

주: 1) 가계에 봉사하는 비영리단체 포함
2) 펀드 포함
자료: ECOS(자금순환표)

〈그림 5〉가계¹⁾의 주식 자본이득²⁾

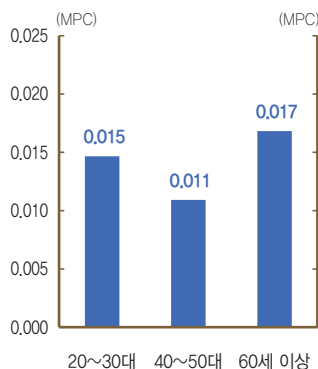
주: 1) 가계에 봉사하는 비영리단체 포함
2) '자본이득 = 주식자산변동액 - 순매입액'으로 추정. 펀드포함
자료: ECOS(자금순환표)

Ⅲ. 주가 상승이 소비에 미치는 영향

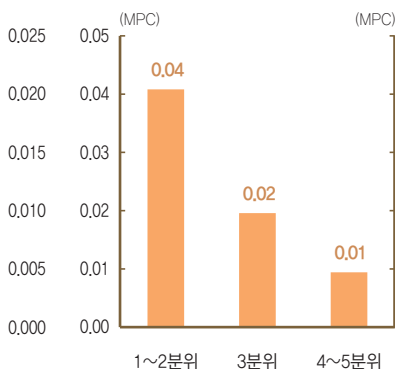
5. 본 장에서는 이러한 자본이득 발생이 가계 소비에 어떤 영향^{자산효과, Wealth MPC}을 미치는지 살펴보았다.

가계금융복지조사 가구패널을 활용하여 분석한 결과, 가계는 주가 1만원 상승시 130원 정도를 소비에 활용하는 것으로 나타났다.²⁾ 연령계층별로 살펴보면 청년층과 고령층에서, 소득계층별로는 중·저소득층에서, 자산계층별로는 순자산 규모가 작은 계층에서 자산효과가 상대적으로 크게 나타났다.^{〈그림 6〉〈그림 7〉〈그림 8〉} 이는 저소득층과 청년·고령층³⁾의 경우 현금흐름이 제한적이고 차입제약에 직면한 가구가 많아 자본이득이 발생하면 상대적으로 많은 부분을 억눌려 있던 소비를 늘리는 데 사용하기 때문으로 판단된다.⁴⁾ 자산효과는 그룹 특성 외에도 거시경제적 상황에 따라서도 크기가 달라질 수 있는데, 주가 상승·하락 국면별로 살펴보면 상승기_{0.012}의 소비증대 효과보다 하락기_{0.015}의 소비감소 효과가 더 큰 것으로 나타났다. 이러한 경향은 개별 가구의 행태가 아닌 전체 경제의 거시데이터에서 더 뚜렷하게 확인되는데, 상태의존 국소투영^{State-dependent Local Projection} 모형 분석에서 주가 상승기에는 소비증대 효과가 단기적으로 소폭에 그치지만 하락기에는 영향의 크기와 지속성이 크게 확대되는 것으로 나타나 확연한 비대칭성을 보이고 있다.^{5) 〈그림 9〉}

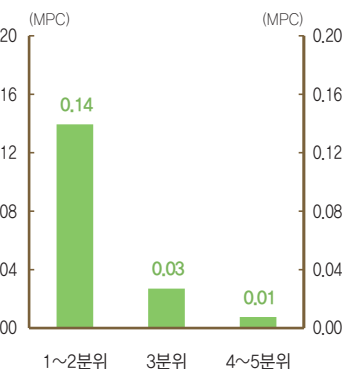
〈그림 6〉 연령계층별 자산효과¹⁾



〈그림 7〉 소득계층별 자산효과¹⁾



〈그림 8〉 자산계층별 자산효과¹⁾



주: 1) 주식자산 1원 증가당 소비효과
자료: 가계금융복지조사, 저자계산

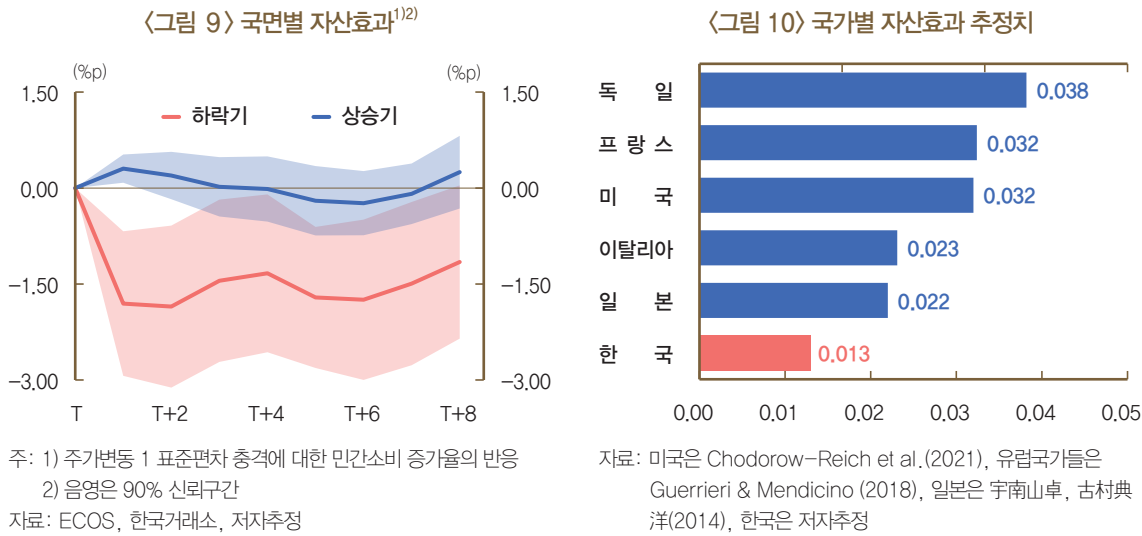
2) 가계금융복지조사의 가구패널 데이터를 활용하여 추정하였으며, 주식자산 변동에 따른 탄력성에 '소비/주식자산'을 곱하는 간접법을 적용하였다. 자세한 내용은 〈참고 1〉「주식의 자산효과 추정」을 참고하기 바란다.

3) 이재호(2026)는 구직 난이도의 증가와 주거비 부담 확대가 복합적으로 작용하여 청년들의 재무건전성이 악화되고 소비여력이 축소되는 것으로 분석하였고, 이승희(2023)는 고령층의 낮은 소득수준뿐만 아니라 유동자산 부족이 고령층 소비를 제약하는 것으로 평가하였다.

4) Christelis et al.(2021), Kaplan et al.(2014) 등은 현금흐름이 부족하고 차입제약이 큰 가구일수록 자산충격에 소비가 더 민감하게 반응하는 것으로 분석하였다.

5) 상태의존 국소투영(State-dependent Local Projection) 모형을 활용한 분석방법에 대한 자세한 내용은 〈참고 4〉「주가충격의 국면별 소비 영향」을 참고하기 바란다.

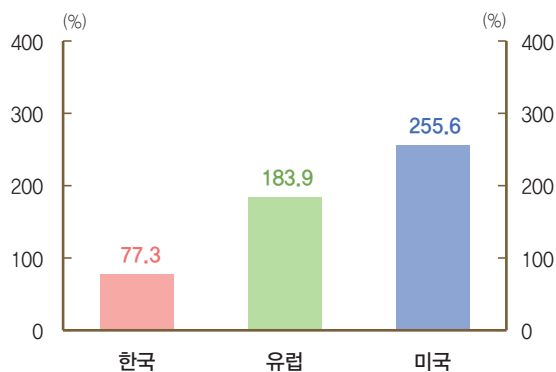
6. 우리나라의 이러한 주식 자산효과는 다른 국가들과 비교해 크게 낮은 수준이다. 이전 연구자료들을 종합해 보면 유럽, 미국 등 여타 선진국들은 주식 자산효과가 0.03~0.04 정도로 우리나라의 2~3배에 이르는 것으로 나타난다. 선진국 중 비교적 낮은 편인 일본도 0.022로 우리나라를 크게 상회한다. <그림 10>



IV. 우리 경제의 주식 자산효과가 작게 나타나는 원인

A. 가계의 주식투자 저변이 협소

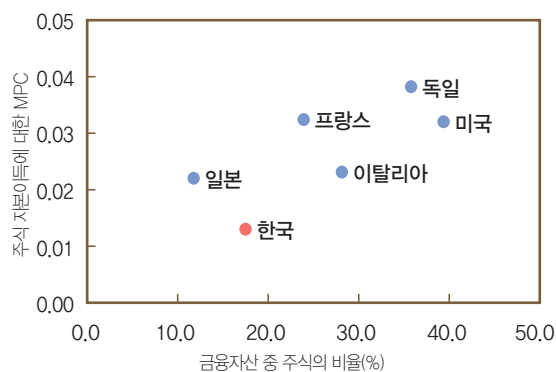
7. 이처럼 우리 경제의 주식 자산효과가 작게 나타나는 구조적인 원인은 가계의 주식자산 투자 저변이 좁고 주식자산 규모도 작아 주가상승의 체감 영향이 제한적이라는 데 있다. 국내 개인이 보유한 전체 주식자산 규모는 2024년 기준 가처분소득 대비 77%로 미국^{256%}이나 유럽 주요국^{184%}을 크게 하회하는 것으로 나타난다. <그림 11> 주식 자본이득이 가계의 소비를 위한 소득원천으로 기능하기에는 부족한 수준이라 하겠다. 주요국의 주식 자산비중과 자산효과 크기를 함께 살펴보면 전체 금융자산 중 주식 비중이 높을수록 자산효과가 확대되는 경향이 뚜렷하게 나타나는데, 의미 있는 자산효과가 나타나기 위해서는 주식자산이 전체 자산에서 일정 수준 이상의 중요도를 가져야 함을 시사한다. <그림 12>

〈그림 11〉 가처분소득¹⁾ 대비 주식자산²⁾

주: 1) 개인 총처분가능소득

2) 2024년 기준. 유럽은 10개국 평균(오스트리아, 벨기에, 덴마크, 핀란드, 프랑스, 독일, 이탈리아, 네덜란드, 스페인, 스웨덴)

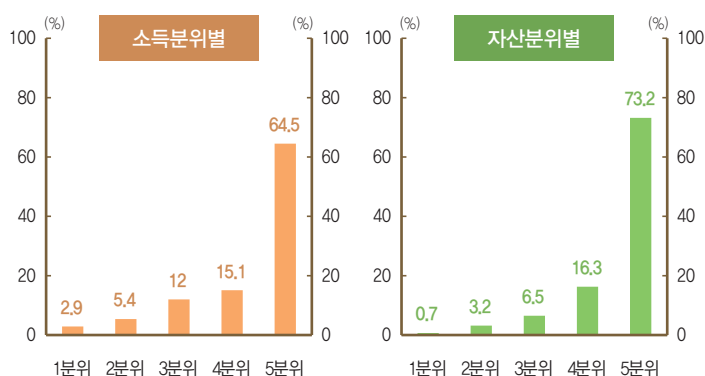
자료: 한국은 ECOS(국민계정통계), 미국은 주식자산은 연준 Z.1 금융계정, 소득은 FRED, 유럽은 OECD DB&Eurostat

〈그림 12〉 주식자산 비중¹⁾과 자산효과

주: 1) 금융자산 중 주식자산 비중

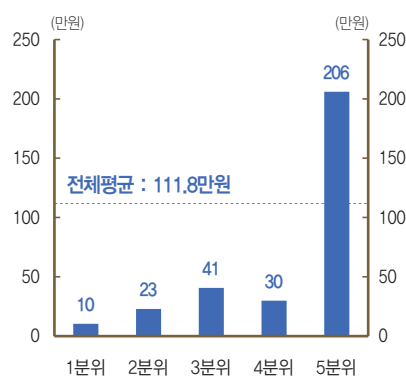
자료: 미국은 Chodorow-Reich et al.(2021), 유럽국가들은 Guerrieri & Mendicino(2018), 일본은 宇南山卓, 古村典洋(2014), 한국은 저자계산, OECD 자금순환통계

8. 게다가 주식자산이 주로 자산효과가 작은 고소득·고자산층에 집중되어 있는 점도 주가상승시 실물 경제에 미치는 파급력을 제약했던 요인이다. 실제로 2020~24년중 가구별 연평균 자본이득을 보면 순자산 5분위의 자본이득은 206만원 정도인 반면, 4분위 이하 가구는 10~41만원에 불과한 것으로 추정된다.〈그림 14〉 이는 전체 주식자산의 73.2%가 고자산층인 5분위에 집중되어 있는 데 따른 것이다.〈그림 13〉 그 결과, 대부분의 가계에서 ‘푼돈’에 불과한 주식 자본이득을 소비를 늘리는 데 활용하기에는 한계가 있었을 것으로 판단된다.

〈그림 13〉 소득·자산분위별 주식보유 비중¹⁾

주: 1) 전체 주식자산중 각 계층이 보유한 주식자산 비중

자료: 가계금융복지조사, 저자계산

〈그림 14〉 자산수준별 가계의 자본이득¹⁾

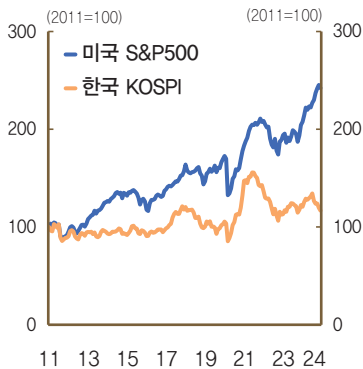
주: 1) 2020~2024년 연평균 자본이득 추정치

자료: 가계금융복지조사, 저자추정

B. 자본이득의 지속성에 대한 불신

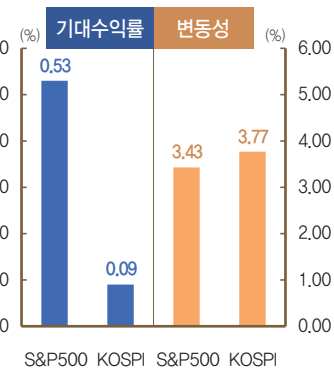
9. 가계의 투자행태 측면에서 보면, 우리나라 주식시장의 경우 기대수익이 낮고 변동성은 높아 가계가 주가 상승에 따른 평가이익을 영구적 소득 증가로 인식하지 못하는 점이 소비를 충분히 늘리지 못하게 했던 요인으로 작용한다. <그림 15> 주가의 기대수익을 랜덤워크 모형(Randomwalk with drift)으로 추정⁶⁾해 보면, 2011~24년중 우리나라의 주식 기대수익률은 월평균 0.09%로 미국주식 0.53%의 1/6에 그치는 것으로 나타났다. <그림 16> 반면, 예측에서 벗어난 주가 변동성은 미국에 비해 10% 더 높은 것으로 나타났는데, 이렇게 기대수익은 낮은 상황에서 변동성이 높다는 것은 주가 상승의 이익이 구조적 자산 증가가 아닌 언제든 되돌려질 수 있는 일시적 현상으로 인식⁷⁾될 가능성이 높음을 보여준다. 여타 주요국과 비교할 때에도 우리나라는 기대수익률/변동성(Signal-to-noise) 비율이 가장 낮은 편으로 나타났다. <그림 17>

<그림 15> 우리나라와 미국 주가지수¹⁾



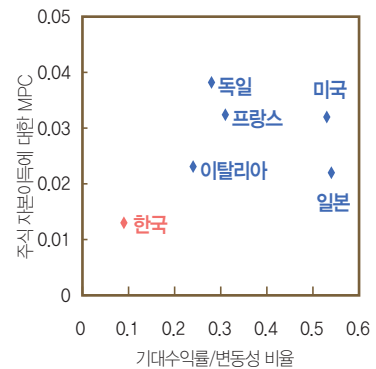
주: 1) 2011년 1월 지수를 100으로 하여 표준화
자료: 한국거래소, OECD

<그림 16> 주식 기대수익률 및 변동성¹⁾



주: 1) Randomwalk with drift 모형을 가정하여 2011~24년 월 주가 데이터로 추정된 월간 기대수익률과 잔차의 표준편차
자료: 한국거래소, OECD, 저자추정

<그림 17> 변동성 대비 수익률¹⁾



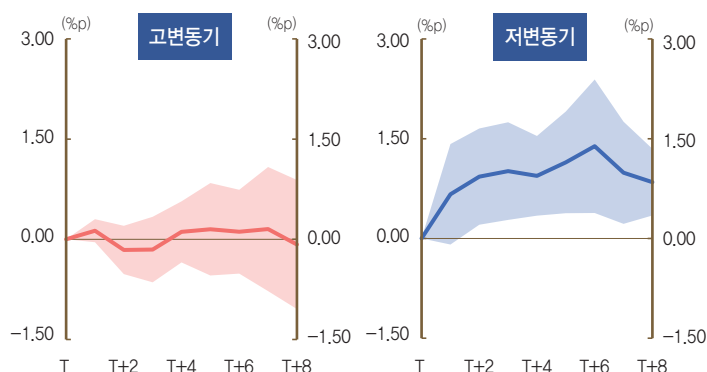
주: 1) Randomwalk with drift 모형을 가정하여 2011~24년 월 주가 데이터로 추정된 기대수익률과 잔차의 표준편차. 연수익률 기준
자료: OECD Database, 저자추정

실제 국내 데이터를 활용한 분석에서 주가 변동성이 높은 국면에서는 변동성이 낮은 국면보다 주가상승이 소비에 미치는 영향이 약화되는 것으로 나타나는데, 이는 안정적 주가 수익에 대한

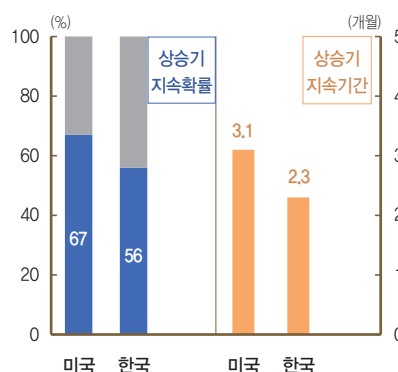
6) Campbell et al.(1997) 등을 참고하여 주가가 상승(drift)을 가진 랜덤워크(randomwalk) 과정(또는 기하 브라운운동 모형, Geometry Brownian Motion)을 따른다고 가정하고 $\ln(P_t) = \ln(P_{t-1}) + \mu + e_t$ 식을 추정하였다. 이때 기대수익률은 $\ln(P_t) - \ln(P_{t-1}) = \mu$, 예상치 못한 주가 변동성은 $SD(e_t)$ 를 의미한다.

7) Andersen et al.(2024)은 가계가 주가 상승에 따른 이익을 전부 소비하지 않고 그 성격과 지속성을 따져 반응하는 것으로 나타나 항상소득가 설에 부합한다고 분석하였다.

기대 정도가 소비에 영향을 준다는 사실을 뒷받침한다.⁸⁾〈그림 18〉 주가상승의 지속성 측면에서도 우리나라 주가의 경우 상승국면 지속확률^{56%}, 지속기간 2.3개월이 미국^{67%, 3.1개월}보다 낮은 것으로 추정되는데, 이는 국내 주식시장 참여자들이 주가상승 이후 자본이득의 지속성에 대한 신뢰가 높지 않을 수 있음을 시사한다 하겠다.⁹⁾〈그림 19〉

〈그림 18〉 변동성 수준에 따른 자산효과¹⁾²⁾³⁾

주: 1) 주가변동 1 표준편차 충격에 대한 민간소비 증가율의 반응
2) 음영은 90% 신뢰구간
3) 1995.1/4분기~2025.4/4분기중 고변동기는 분기내 일평균 변동성이 상위 25%였던 1998~2002년, 2008~2009년, 2022~2025년으로 정의
자료: ECOS, 한국거래소, 저자추정

〈그림 19〉 주가상승의 지속성¹⁾

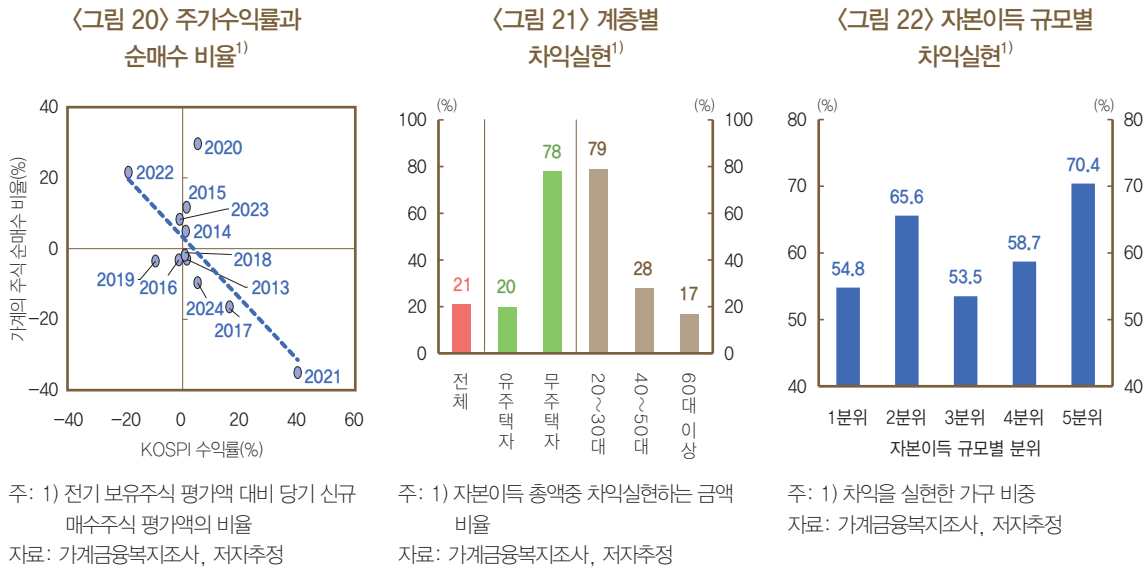
주: 1) 2011~24년 기준
자료: 한국거래소, OECD, 저자추정

10. 주가에 대한 이러한 기대로 가계는 주식을 장기 보유하지 않고 주가상승시 차익을 실현하는 등 투자행태를 단기화하는 경향을 보였다. 이는 결국 주식시장을 통한 추가적인 자산확대 기회 소실로 이어졌을 것으로 판단된다. Brunnermeier & Nagel(2008)을 원용한 가계의 자산 리밸런싱 행태 분석¹⁰⁾에서 우리나라 가계는 주가상승으로 부가 증가하였을 때 주식자산의 비중을 오히려 줄이는 것^{보유관성 -0.2}으로 나타나 주식을 장기보유하는 미국^{0.74~1}과 가계의 주식보유 특성에서 큰 차이를 보였다.〈그림 20〉 이는 기존 연구들과도 일맥상통하는데 김민기·김준석(2022)에 따르면, 이익종목의 매도확률이 우리나라에서는 손실종목보다 2배 이상 높은 것으로 조사되어 미국의 1.5배^{Odean(1998)}를 상회하는 것으로 나타났다. 이는 우리나라의 경우 주식 처분효과^{disposition effect}가 커 이익이 난 주식을 팔고 손실이 난 주식을 보유하려는 경향이 강하다는 점을 보여준다 하겠다. 특히 이런 차익실현 경향은 자본이득 규모가 클수록, 젊은 연령층과 무주택자일수록 뚜렷한 것으로 나타났다.〈그림 21〉〈그림 22〉

8) 주가충격의 국면별 소비영향을 상태의존 국소투영 모형을 활용하여 추정하였다. 자세한 내용은 〈참고 4〉「주가충격의 국면별 소비 영향」을 참고하기 바란다.

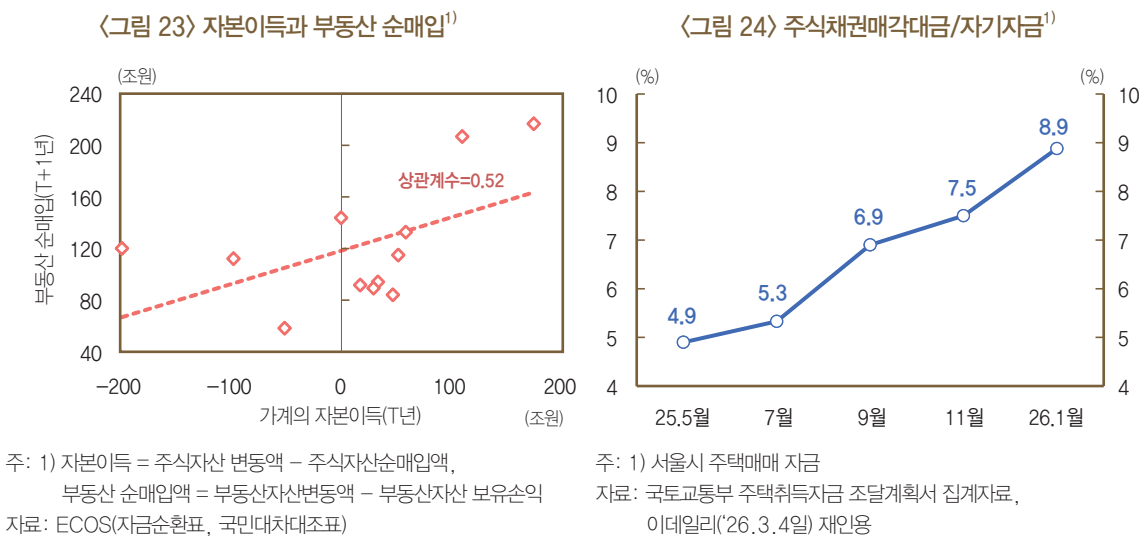
9) $z_t = I(r_t > 0)$ 이고 r_t 는 주가수익률일 때, 상승기 지속확률은 $p_{11} = P(z_t = 1 | z_{t-1} = 1)$, 기대 지속기간은 $E(D) = 1/(1 - p_{11})$ 로 계산하였다.

10) 가계가 정해진 포트폴리오 비중을 유지하고자 하는 관성(inertia)의 정도를 추정하였다. 자세한 분석방법은 〈참고 2〉「주가변동시 가계의 주식비중 변화」를 참고하기 바란다.



C. 실현이익을 부동산 구입에 우선 활용

11. 이렇게 차익실현한 자금은 부동산 등 여타 자산으로 재투자되는 것으로 나타났는데, 이 역시 추가적인 소비여력 확보를 제한하였던 주요 요인이라 하겠다. 과거 주가와 부동산 순매입 움직임을 함께 살펴보면 가계의 주식 자본이득이 확대된 이후 $시차_{+1년}$ 를 두고 부동산 순매입이 증가하는 경향이 관찰된다. 이는 주택매매 자금출처 자료에서도 확인할 수 있는데, 주가가 가파르게 상승한 지난해 하반기 이후 서울시 주택매입 자금 중 주식채권 매각대금 비중이 크게 상승한 것으로 나타났다. 〈그림 23〉 〈그림 24〉



가계금융복지조사를 활용한 가구패널분석에서도 주식 자본이득이 부동산 자산으로 이동하는 경향이 뚜렷이 확인되는데,¹¹⁾ <표 1>의 분석결과를 보면, 무주택자의 경우 자본이득 1원 발생시 부동산 자산이 0.7원 증가하는 것으로 나타났다. 특이한 점은 자본이득과 함께 금융부채가 늘어난 것인데, 이는 부동산 자산 구입을 위한 추가적인 자금조달 필요가 동시에 발생하였기 때문으로 추정된다. 가계금융복지조사 가구데이터로 추정한 무주택자들의 유주택 전환 확률도 주식 수익이 많을수록 높아져, 주식 자본이득이 부동산으로 이동하고 있음을 강하게 시사하고 있다. <그림 25>

<표 1> 주식 자본이득에 따른 자산 리밸런싱¹⁾

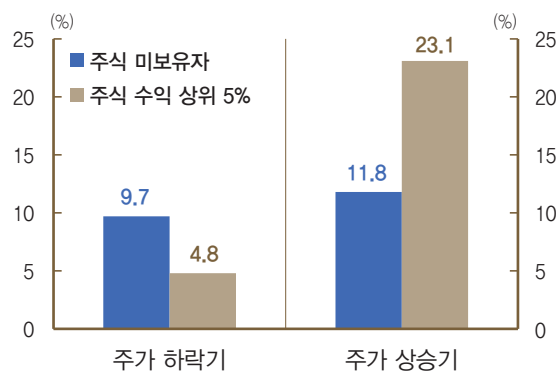
	차익 실현	부동산	예금	부채
전체	-0.21***	-0.07	0.06*	0.10
무주택	-0.78***	0.70***	-0.28	0.23**
유주택	-0.20***	-0.08	0.07*	0.10

주: 1) 자본이득 1원 변동시 영향에 대한 효과

2) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10%에서 통계적으로 유의함을 의미

자료: 가계금융복지조사, 저자추정

<그림 25> 주택 보유자 전환 확률¹⁾

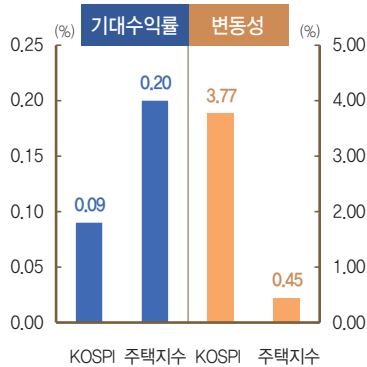


주: 1) t기 무주택이었으나 t+1기 유주택으로 전환된 비율

자료: 가계금융복지조사, 저자계산

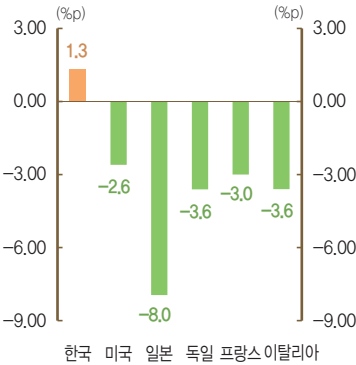
12. 이렇게 자본이득이 부동산으로 먼저 흘러가는 것은 부동산 자산이 주식 대비 변동성이 낮고 수익률이 높아 소비지출이나 여타 자산 보유에 따른 기회비용이 컸던 데 기인한다. 2011~24년중 주택의 기대수익은 주식의 두 배 월별 0.2% 수준인 반면, 변동성은 주식의 1/8 수준에 불과한데, <그림 26> 이러한 특성이 부동산 자산에 대한 가계의 선호를 형성하는 데 기여하였다. 주요국들과의 비교에서도 우리나라만 부동산 가격 상승률이 주가 상승률을 상회하고 있어 부동산 시장으로의 자금 이전 유인이 강한 이유를 확인할 수 있다. <그림 27> 이렇게 특정 자산 수익률이 높을 경우 소비를 늘리기보다는 투자 등 저축을 확대하는 대체효과가 강화되는데, 특히 덩치 큰 lumpy 자산인 부동산 구입을 위해서는 목표수준까지 강제저축 forced savings 이 발생하기 때문에 이러한 경향이 더 커질 수 있다 하겠다. 실제로 과거 1980~90년대 대만의 사례에서도 자산가격 급등기에 자산효과를 넘어서 저축률 상승이 관찰된 바 있다(Liu & Woo 1994, Lin & Lai 2003). <그림 28>

11) 주식 자본이득 발생에 따른 자산별 영향을 추정하였으며, 이때 주식 자본이득은 데이터 가용성을 감안하여 가계의 전기말 주식잔액에 해당 기간중 전체 주식의 수익률을 곱하여 도출하였다. 보다 자세한 분석방법은 <참고 3> 「주식 자본이득 발생시 가계의 자산배분 행태」를 참고하기 바란다.

〈그림 26〉 주택가격과 주가지수
수익률 및 변동성 비교¹⁾

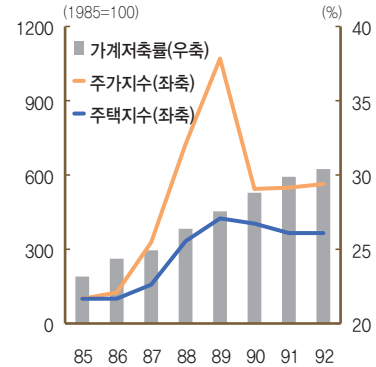
주: 1) Randomwalk with drift 모형을 가정하여 2011~24년 수익률 데이터로 추정된 월간 기대수익률과 잔차의 표준편차

자료: 한국거래소, 한국부동산원, 저자추정

〈그림 27〉 부동산의 주식 대비
상대적 수익률¹⁾

주: 1) 부동산 가격 상승률 - 주가 상승률, 2011~24년중 연수익률 기준

자료: 한국부동산원, BIS, OECD

〈그림 28〉 대만 자산가격
상승시기의 가계 저축률

자료: 대만 통계청, Bloomberg, Chen(2001)

V. 종합평가 및 시사점

13. 우리나라 주식의 자산효과를 추정해 본 결과, 국내 가계의 주식투자 저변이 협소하고, 가계의 자본이득 지속성에 대한 기대가 낮은 데다, 부동산에 집중하는 투자 경향으로 인해 그간 주식 자본이득 발생에도 소비에 미치는 영향이 상대적으로 미약하였던 것으로 평가된다. 주요국들과 비교^{〈표 2〉}할 때 이러한 특징은 우리나라에서 두드러지게 나타난다.

〈표 2〉 주요국의 주식자산 규모 및 수익성¹⁾

	한국	미국	일본	독일	프랑스	이탈리아
주식자산/ 가처분소득(%) ¹⁾	77.3	255.6	115.4	111.9	111.2	182.7
기대수익률/ 변동성(%) ²⁾³⁾	0.09	0.53	0.54	0.28	0.31	0.24
부동산수익률- 주식수익률(%) ²⁾³⁾	1.32	-2.60	-7.95	-3.61	-3.00	-3.60

주: 1) 2024년 기준

2) 2011~2024년중, 연수익률 기준

3) Randomwalk with drift 모형을 가정하여 2011~24년 수익률 데이터로 추정된 기대수익률과 잔차의 표준편차로 계산

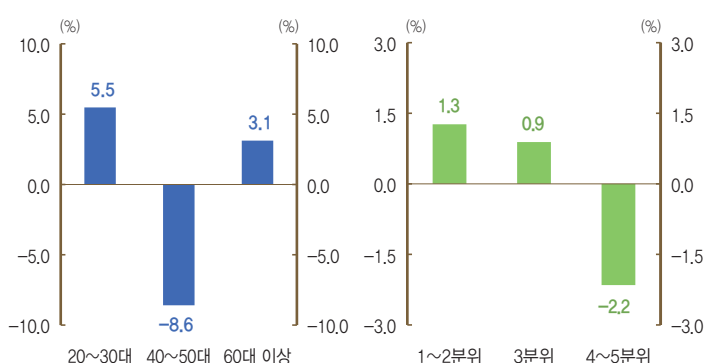
자료: 1행은 〈그림 11〉 출처 참고, 내각부, BOJ, 2행은 〈그림 17〉 출처 참고, 3행은 한국거래소, BIS, OECD, 저자추정.

14. 그러나 최근 들어 이러한 자산효과 제약요인에 변화의 조짐이 나타나고 있다. 가계의 주식 보유가 대폭 늘어나고 참여계층²⁰·30대 및 60대 이상, 중·저소득층이 다양화되는 가운데 기대 이익도 크게 확대되고 있기 때문이다. 이를 고려할 때 앞으로는 주가변동이 실물경제에 미치는 영향이 점차 확대될 가능성이 높다. 팬데믹 이후 주식시장 개인 투자자수가 두 배 이상 증가¹²⁾하였는데, 글로벌 AI수요 확대의 수혜와 코리아 디스카운트 해소에 대한 기대감 등으로 이러한 추세는 당분간 지속될 것으로 예상된다. 특히 최근 주식시장에 새롭게 유입되고 있는 청년층 및 중·저소득층은 앞서 살펴본 바와 같이 자산효과가 상대적으로 크게 나타난다는 점에서 앞으로 우리 경제 전체의 자산효과를 확대시킬 가능성이 있는 것으로 판단된다. <그림 29>

15. 한편으로는 이러한 상황에서 국내외 여건 변화로 주가가 크게 조정받을 경우 주가하락시 **逆** 자산효과가 더 큰 경향과 맞물려 부정적 영향이 확대될 우려도 있다. 특히 최근 들어 신용융자 등 레버리지 투자도 늘어나고 있어 자산가격 하락과 채무부담 확대가 동시에 경기 하방압력을 증폭시킬 가능성도 염두에 두어야겠다. <그림 30> 주식시장과 실물부문의 연계성이 높아지고 있는 만큼, 이러한 잠재리스크에 대한 충분한 대비가 필요한 시점이다.

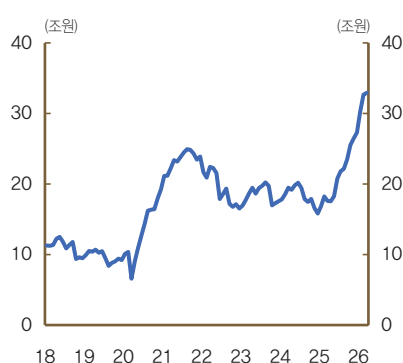
16. 더 나아가 중장기적으로는 주식시장이 가계 전반의 자산 형성 기반으로 기능할 수 있도록 안정적 투자환경을 조성하는 것이 중요하다. 이를 위해서는 부동산 가격을 안정시켜 주식 자본이득의 부동산 쏠림을 막고 가계의 주식 장기보유 유인을 제고할 필요가 있다. 이를 통해 최근 반도체 등 IT부문을 중심으로 한 우리 기업들의 경제적 성과가 가계의 자산 축적과 소비여력 확대로 이어질 수 있도록 하는 것이 바람직하겠다.

<그림 29> 국내 주식자산의 연령·소득계층별 비중 변화¹⁾



주: 1) 전계층의 합=100, 2019년 대비 2025년 변화
자료: 가계금융복지조사, 저자계산

<그림 30> 신용거래용자¹⁾ 잔액



주: 1) 매수주식을 담보로 매수대금을 융자하는 신용공여 방법
자료: 금융투자협회

12) 주식 보유 개인(만명, 한국예탁결제원): '19년말 612 → '21년말 1,374 → '25년말 1,442

〈참고 1〉

주식의 자산효과 추정

□ 주식자산 변동이 소비에 미치는 영향을 살펴보기 위해 2012~2025년 가계금융복지조사 미시데이터를 이용하여 가계의 소비결정식을 추정

① **(탄력성 추정)** 주식자산 1% 상승시 소비증가 효과를 패널분석의 고정효과 모형으로 추정

$$\ln C_{it} = \beta \ln Y_{it} + \gamma \ln W_{it} + \delta \ln RW_{it} + \theta X_{it} + \alpha_i + \tau_t + \epsilon_{it}$$

■ C_{it} : 소비, Y_{it} : 가처분소득, W_{it} : 주식자산, RW_{it} : 여타자산,
 X_{it} : 통제변수(연령, 교육수준, 가구원수 등), α_i , τ_t 는 각각 개체 및 시간 고정효과를 의미

■ 주식자산은 가계금융복지조사 항목 중 주식·채권·펀드 자산금액을 적용

② **(국면별·계층별 탄력성 추정)** 주식자산과 더미와의 교차변수를 통해 국면 및 계층별 영향을 추정

$$\ln C_{it} = \beta \ln Y_{it} + \sum_{k=1}^N \gamma_k \mathbf{1}\{v_{it} \in S_k\} \ln W_{it} + \delta \ln RW_{it} + \theta X_{it} + \alpha_i + \tau_t + \epsilon_{it}$$

■ v_{it} : 국면 구분변수(주식자산 수익률) 및 계층 구분변수(연령·소득·자산),
 S_k : 국면 또는 계층 구분(주식 상승·하락 국면, 연령·소득·자산분위), N : 국면 및 계층 수

③ **(자산효과 추정)** 앞서 추정한 탄력성에 ‘소비/주식자산’을 곱하여 도출

■ 주식자산효과: $\frac{dC_{it}}{dW_{it}} = \frac{dC_{it}}{dW_{it}} \frac{W_{it}}{C_{it}} \frac{C_{it}}{W_{it}} = \frac{d \ln C_{it}}{d \ln W_{it}} \frac{C_{it}}{W_{it}}$

주식의 자산효과 추정 결과(주식자산 1원 증가시)

전체	국면별	연령별	소득분위별	자산분위별
0.013***	상승기: 0.012*** 하락기: 0.015***	20~30대: 0.015 40~50대: 0.011** 60세 이상: 0.017***	1~2분위: 0.042* 3분위: 0.021 4~5분위: 0.010***	1~2분위: 0.144** 3분위: 0.025 4~5분위: 0.007***

주: 1) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미

〈참고 2〉

주가 변동시 가계의 주식비중 변화

□ Brunnermeier & Nagel(2008, AER)의 자산배분 분석 방법론을 한국 가계 자료에 적용하여, 실제 가계가 주식자산을 일정하게 유지하는지 적극적으로 리밸런싱하는지를 분석

○ 분석 기간 중 주식 순매매가 전혀 없었다고 가정할 때의 주식자산 비중 변화를 나타내는 관성 변수($Inert_t$)를 생성하고, 동 변수가 실제 주식자산 비중(α_t) 변화에 미치는 영향을 추정함으로써 관성의 정도를 측정

$$\Delta_k \alpha_t = \omega \Delta_k Inert_t + \gamma \Delta_k w_t + \beta q_{t-k} + \gamma \Delta_k h_t + \epsilon_t$$

■ Δ_k : 차분 연산자, α_t : 실제 주식자산 비중, $Inert_t$: 관성 비중, w_t : 전체 부, q_t, h_t : 통제변수, $k=1$

- 추정 계수 $\omega = 0$: 완전 리밸런싱 (주식자산 비중을 항상 목표 비중으로 되돌림)
- 추정 계수 $\omega = 1$: 완전 관성 (포트폴리오를 전혀 조정하지 않음)

■ ' $Inert_t = [\text{전기주식자산} \times (1 + \text{주가상승률}/100)] / \text{당기 자산}$ '으로 추정하며, 주식매입/매도가 없을 경우의 가상적인(counterfactual) 주식자산 비중을 의미

○ 표준오차는 가구 ID 기준으로 군집화하였으며, 추정 결과의 식별력은 Kleibergen-Paap 검정 및 Hansen J 검정으로 확인

〈참고 3〉

주식 자본이득 발생시 가계의 자산배분 행태

□ 주식자산의 변동이 가계의 행태에 미치는 영향을 살펴보기 위해 2012~2025년 가계금융복지조사 미시 데이터를 이용한 패널분석을 실시

○ 자본이득 1원 발생시 가계의 자산배분 행태에 미치는 영향을 패널분석의 고정효과 모형으로 추정

$$A_{it} = \beta CG_{it} + \gamma \ln Y_{it} + \delta \ln W_{it} + \rho \ln RW_{it} + \theta X_{it} + \alpha_i + \tau_t + \epsilon_{it}$$

- A_{it} : 가계자산 배분 행태(차익실현, 부동산 매입, 예금, 부채), CG_{it} : 자본이득, Y_{it} : 가처분소득
 W_{it} : 주식자산, RW_{it} : 여타자산, X_{it} : 통제변수(연령, 교육수준, 가구원수 등)
 α_i, τ_t 는 각각 개체 및 시간 고정효과를 의미

○ 주택보유자와 미보유자간 행태 차이를 비교하기 위해 CG_{it} 와 주택보유별 더미변수의 교차항을 추정

$$A_{it} = \beta_1 \mathbf{1}\{h_{it} > 0\} CG_{it} + \beta_2 \mathbf{1}\{h_{it} = 0\} CG_{it} + \gamma \ln Y_{it} + \delta \ln W_{it} + \rho \ln RW_{it} + \theta X_{it} + \alpha_i + \tau_t + \epsilon_{it}$$

- 이때 주택자산(h_{it})이 0보다 큰 경우 유주택자로, 0인 경우 무주택자로 설정

○ 각 가구의 자본이득 및 차익실현은 아래의 방법으로 추정하였으며, 주택자산은 당해년도 가격상승분을 제외한 순매입에 따른 변동만을 반영

- 자본이득 = 전기 주식 · 채권 · 펀드 자산 × 연간 주식 상승률*

* KOSPI 상승률과 S&P500 상승률을 자금순환표상 가계의 국내와 해외 주식 자산 비중으로 가중평균

- 차익실현 = 당기자산 - 전기자산 - 자본이득

- 주택자산은 매입에 의한 증가액만을 분석하기 위해 실질주택가격상승률(주택가격상승률 - CPI상승률)을 이용해 가격상승에 따른 자산증가분을 조정

〈참고 4〉

주가충격의 국면별 소비 영향

□ 본고에서는 주가충격의 소비 영향이 상승·하락기와 고·저 변동기에 어떻게 달라지는지 살펴보기 위해 상태의존^{state-dependent} 국소투영^{국소투영 Local Projection, LP} 모형을 추정

- **(주가충격 식별)** 실질GDP 증가율, 소비 증가율, 소비자물가 상승률, 정책금리, 주가지수(KOSPI) 상승률, 주택가격지수 상승률로 구성된 6변수 VAR 모형을 추정한 후, 동 변수 순서에 기반한 Cholesky 분해를 통해 주가지수 구조충격을 식별
- **(국면별 충격반응)** 식별된 충격과 주가 하락기·고변동기를 나타내는 기간더미의 교차항을 통해 국면별로 상이한 충격반응함수를 아래 식과 같은 상태의존 국소투영법으로 추정

$$\Delta \ln C_{t+h} = \alpha_h + \beta_h^L \mathbf{1}\{v_t \leq cr\} \epsilon_t + \beta_h^H \mathbf{1}\{v_t > cr\} \epsilon_t + \Gamma_h' X_{t-1} + u_{t+h}$$

■ C_t : 소비, ϵ_t : 구조충격, X_{t-1} : 통제변수, v_t : 국면구분 변수, cr : 국면변화 임계치

- 이때 국면구분 변수인 v_t 는 각각 주가상승률과 주가변동성이며, 국면변화 임계치(cr)의 경우 주가상승률은 0으로, 주가변동성은 일평균 수익률 변동성이 상위 25%에 속하는 1998~2002년, 2008~2009년, 2022~2025년을 고변동기로 설정

〈참고문헌〉

- 김민기, 김준석. (2022). 국내 개인투자자의 행태적 편익과 거래행태 (연구보고서 22-01). 자본시장연구원.
- 이승희. (2023). 소득과 자산으로 진단한 노인빈곤과 정책 방향. KDI FOCUS, 126.
- 이재호. (2026). 청년세대 노동시장 진입 지연과 주거비 부담의 생애영향 평가. BOK 이슈노트, 제 2026-2호. 한국은행.
- Andersen, A. L., Johannesen, N., & Sheridan, A. (2024). Dynamic spending responses to wealth shocks: Evidence from quasi lotteries on the stock market. *American Economic Review: Insights*, 6(3), 434–452.
- Brunnermeier, M. K., & Nagel, S. (2008). Do wealth fluctuations generate time-varying risk aversion? Micro-evidence on individuals' asset allocation. *American Economic Review*, 98(3), 713–736.
- Campbell, J. Y., Lo, A. W., & MacKinlay, A. C. (1997). *The Econometrics of Financial Markets*. Princeton University Press.
- Chen, N. K. (2001). Asset price fluctuations in Taiwan: Evidence from stock and real estate prices 1973 to 1992. *Journal of Asian Economics*, 12(2), 215–232.
- Chodorow-Reich, G., Nenov, P. T., & Simsek, A. (2021). Stock market wealth and the real economy: A local labor market approach. *American Economic Review*, 111(5), 1613–1657.
- Christelis, D., Georgarakos, D., Jappelli, T., Pistaferri, L., & Van Rooij, M. (2021). Heterogeneous wealth effects. *European Economic Review*, 137, 103805.
- Guerrieri, C., & Mendicino, C. (2018). Wealth effects in the euro area (Working Paper No. 2157). European Central Bank.
- Kaplan, G., Violante, G. L., & Weidner, J. (2014). The wealthy hand-to-mouth (Working Paper No. 20073). National Bureau of Economic Research.
- Lin, C. C., & Lai, Y. F. (2003). Housing prices, mortgage payments and savings behavior in Taiwan: A time series analysis. *Asian Economic Journal*, 17(4), 407–425.
- Liu, L. Y., & Woo, W. T. (1994). Saving behaviour under imperfect financial markets and the current account consequences. *The Economic Journal*, 104(424), 512–527.
- Odean, T. (1998). Are investors reluctant to realize their losses? *The Journal of Finance*, 53(5), 1775–1798.
- 宇南山卓, 古村典洋. (2014). 株価が消費に与える影響：アベノミクス期を用いた資産効果の計測 (PRI Discussion Paper Series No. 14A-09). 財務省財務総合政策研究所.

Copyright © BANK OF KOREA. All Rights Reserved

- 본 자료의 내용을 인용하실 때에는 반드시 “BOK 이슈노트 No. 2026-10에서 인용”하였다고 표시하여 주시기 바랍니다.
- 자료 내용에 대하여 질문 또는 의견이 있는 분은 커뮤니케이션국 커뮤니케이션기획팀(02-759-4759)으로 연락하여 주시기 바랍니다.
- 본 자료는 한국은행 홈페이지(<http://www.bok.or.kr>)에서 무료로 다운로드 받으실 수 있습니다.