

한미 명목자산분포 비교 및 시사점*

이 승 철**

논문초록

본고는 한국과 미국 가계의 명목자산포지션(NNP; Net Nominal Position) 분포와 예상치 못한 인플레이션 충격의 영향을 분석한다. 분석 결과, 한국은 다수의 가계가 양(+)의 명목자산포지션을 보유하여 인플레이션 충격 발생 시 손실 가능성이 높은 반면, 미국은 절반가량의 가계가 음(-)의 포지션을 보여 이득을 볼 가능성이 상대적으로 큰 것으로 나타났다. 이러한 차이는 45세 이하 가구에서 더욱 두드러지는데, 한국의 해당 가계는 전월세보증금, 미국의 경우에는 주택담보대출 및 학자금대출 비중이 높은 자산-부채 구조의 차이에 기인한다. 이질적 경제주체 모형을 통해 인플레이션 충격의 영향을 시산한 결과, 가계의 명목자산포지션과 한계소비성향(MPC)의 차이로 인해 피셔 채널(Fisher channel)이 상이하게 작동하면서 한국 가계의 소비는 변동이 거의 없는 반면 미국 가계의 소비는 소폭 증가할 수 있는 것으로 나타났다. 이는 코로나19 이후 미국의 견조한 소비를 설명하는 한 요인이 된다. 따라서, 인플레이션에 취약한 한국 청년 가구를 위해 실물자산에 대한 접근성을 제고하고 금융 및 소득 해지 수단을 확대하는 통합적 정책이 필요하다.

핵심 주제어: 명목자산포지션, 인플레이션, 가계 저축 및 자산분포

경제학문헌목록 주제분류: E21, E31, D14, D31

투고 일자: 2025. 10. 15. 심사 및 수정 일자: 2025. 12. 24. 게재 확정 일자: 2026. 1. 7.

* 본고의 견해는 작성자의 개인 의견이며 한국은행의 공식견해와는 무관함을 밝힙니다.

** 한국은행, 국제협력국 차장, e-mail: seungcheol.lee@bok.or.kr

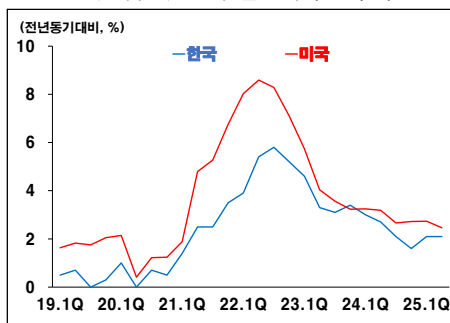
I. 서 론

팬데믹 이후 전 세계를 강타했던 높은 인플레이션 시기는 점차 안정화되고 있지만, 그 과정에서 인플레이션이 가계 자산 가치에 미치는 영향은 다시금 중요한 경제적 관심사로 떠올랐다. 인플레이션 발생 시 실물자산(real asset)은 물가에 연동되어 가치가 변하므로 실물자산만 보유한 가계는 인플레이션 충격에 대한 헤지(hedge)가 용이하다. 반면 명목자산(nominal asset)의 경우 그렇지 않은데, 양(+)의 명목자산포지션(명목자산 > 명목부채) 보유 가계는 인플레이션 발생 시 손실을 입는 반면, 음(-)의 명목자산포지션(명목자산 < 명목부채) 가계는 부채의 실질가치 하락으로 이득을 보게 된다.¹⁾

명목자산포지션은 인플레이션이 가계 자산에 미치는 영향을 보는 데 적절할 뿐만 아니라 가계의 완충능력을 평가하는 데도 중요하다. 명목자산의 경우 실물자산에 비해 보다 유동화가 용이하기 때문에 단기 시계에서는 명목자산포지션을 기준으로 경제충격에 대한 가계의 완충능력(buffer)을 평가하는 것이 전체순자산에 비해 보다 적절할 수 있다.

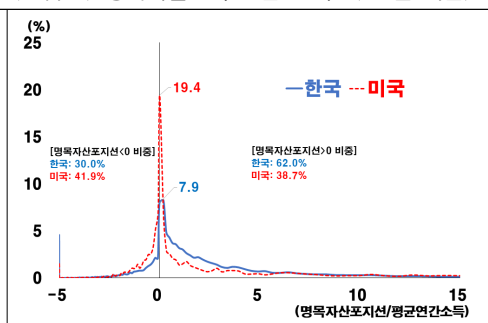
미시데이터를 통해 한국과 미국의 명목자산포지션 분포를 비교해 보면 큰 차이를 확인할 수 있다. 2022년 기준으로, 한국의 가계는 62.0%가 양의 명목자산포지션을 보유한 반면 미국의 가계는 38.7%만이 양의 명목자산포지션을 보인다. 음의 명목자산포지션 가계는 한국이 30.0%이나 미국은 41.9%에 달하고 있다. 이러한 분포의 차이는 인플레이션이 한-미 가계에 차별적인 영향을 미치고 있을 가능성을 시사한다.

〈그림 1〉 한미 인플레이션 추이



출처: KOSIS, FRED

〈그림 2〉 명목자산포지션 분포 비교('22년 기준)



주: 1) 2022년 데이터가 가장 최신인 미국을 중심으로 비교

출처: 가계금융복지조사, Survey of Consumer Finance

1) 명목자산포지션은 쉽게 말해 예금, 보험 등 명목자산에서 대출과 같은 명목부채를 차감한 명목순금융자산을 의미한다고 할 수 있다. 보다 자세한 내용은 〈부록 1〉을 참조 바란다.

II. 관련 선행연구 및 본 연구의 기여 내용

그간 미국, 유로지역, 캐나다를 대상으로 인플레이션 충격 발생 시 가계별 명목자산포지션에 따라 어떻게 자원이 재분배되는지에 대한 연구가 진행되어 왔다.

Doepke and Schneider (2006)는 미국 경제를 대상으로 인플레이션의 재분배 효과를 분석한 대표적인 연구이다. 이들은 1989년 데이터를 기준으로 예상치 못한 5%의 인플레이션이 10년간 지속되는 시나리오를 설정했다. 분석 결과, 인플레이션으로 인해 가장 큰 손실을 보는 집단은 경제 내 주요 채권 보유자인 부유한 노년층 가계로 나타났다. 이들이 겪는 손실 규모는 GDP의 5.7%에서 최대 15.2%에 달할 수 있으며, 손실액의 약 3분의 2가 자산 상위 10% 가계에 집중되었다. 반대로 가장 큰 수혜를 보는 집단은 고정금리 주택담보대출을 보유한 젊은 중산층 가계였다. 부채의 실질 가치가 하락하면서 이들 가계는 평균 순자산의 최대 45%에 달하는 이익을 얻었다. 가계 부문 외에도, 정부는 발행한 국채의 실질 가치가 줄어들면서 GDP의 5.2%에서 13.0%에 달하는 큰 이익을 얻었다. 반면 미국 내 명목자산을 보유한 외국인은 자산의 실질 가치가 하락하며 손실을 보았다.

Meh and Terajima (2011)는 캐나다의 1999년과 2005년 데이터를 사용하여 유사한 분석을 수행했다. 캐나다 역시 젊은 중산층 주택담보대출 보유자가 인플레이션의 주요 수혜자였고, 채권이나 물가에 연동되지 않는 확정급여형(DB) 연금 자산을 많이 보유한 노년층, 부유층, 또는 중년의 중산층이 주요 피해자로 나타났다. 정부 또한 부채 부담 감소로 이익을 얻었다. 이 연구는 캐나다와 미국의 경제 환경이 유사함에도 불구하고 부의 재분배 규모는 상당히 다를 수 있다는 점을 밝혔다. 가장 큰 차이점은 중년 중산층의 자산 구조에 있었다. 미국에서는 이들이 주로 차입자인 반면, 캐나다에서는 저축자의 성향을 보였다. 이러한 포트폴리오 차이로 인해, 10년간 5%의 인플레이션 충격이 발생할 경우 캐나다 가계는 GDP의 최대 16%에 달하는 손실을 볼 수 있지만, 미국 가계의 손실은 1.2%에 그쳤다. 이는 국가별 명목자산 포트폴리오 구조의 차이가 인플레이션의 재분배 효과에 얼마나 큰 영향을 미치는지를 보여준다.

Adam and Zhu (2016)는 2010년 기준으로 디플레이션이 발생하는 경우, 유로 지역의 부의 재분배 패턴이 젊은 세대에서 노년 세대로 이전되는 것으로 나타난다는 사실은 큰 틀에서 미국과 매우 유사하다고 분석했다. 이는 젊은 세대가 주로 명목 부채를 보유한 차입자인 반면, 노년 세대는 명목 자산을 보유한 대여자이기 때문이다. 하지만 손실을 보는 젊은 세대 내 계층을 세부적으로 살펴보면 중요한 차이점이 드러난다.

미국에서는 디플레이션으로 인한 손실이 젊은 중산층과 젊은 빈곤층 모두에게 발생하는 것으로 나타났다. 반면, 유로 지역에서는 그 손실이 전적으로 젊은 중산층에게 집중된다. 이는 유로 지역의 젊은 빈곤층 가계는 순명목자산이나 부채를 거의 보유하고 있지 않아, 인플레이션이나 디플레이션 충격에 거의 영향을 받지 않기 때문이다.

이상의 선행연구에서 보듯, 인플레이션의 부의 재분배 효과는 각국의 가계 자산 및 부채 구조에 따라 상이하게 나타나므로 국가별 분석이 필수적이다. 이에 본고는 해외 선행연구의 분석틀을 바탕으로, 국내 미시데이터인 가계금융복지조사와 거시데이터인 자금순환표를 이용하여 인플레이션 충격 발생 시 한국 가계의 자산 및 부채가 어떻게 재배분될 수 있는지를 분석하고자 한다. 가계의 명목자산포지션 계산 시 예금, 주식 및 펀드, 채권의 경우 Adam and Zhu (2016)의 방법론을 원용하여 자금순환표의 가계 자산 항목 총액(aggregate)을 기준으로 하고 이를 가계금융복지조사 가계별 보유액을 이용하여 비율배분하였다. 가계의 간접명목자산포지션(보유 주식의 지분을 만큼 반영)으로 간주되는 기업 명목자산포지션의 경우 자금순환표를 이용하여 총계를 계산한 후 가계, 정부, 해외부문으로 배분하고 가계로 배분된 기업의 명목순자산을 가계별 주식 보유액으로 비율배분하였다.²⁾

이와 함께 은행을 포함한 이질적 경제주체 모형을 통해 한·미 양국의 한계소비성향 분포를 추정하고 이를 바탕으로 인플레이션 충격 발생 시 한·미 가계의 소비변동이 어떻게 다르게 나타날 수 있는지 등에 대해서도 연구하였다. 본고와 같이 5분위별 분포 혹은 전체 분포를 보지 않고 가계 전체 평균으로만 보면 착시에 빠질 수 있다. 한국의 가계는 평균 3,968만원(2017-22년 평균 기준), 미국은 105,054달러(2016-22년 평균 기준)의 명목자산포지션을 보유하고 있다.³⁾ 이렇게 전체 평균금액으로 보면 인플레이션 충격으로 미국의 가계가 한국보다 더 많은 손해를 입고 소비를 더 크게 축소시킬 것으로 생각할 수 있으나, 본고에서는 가계 전체의 명목자산포지션 및 한계소비성향 분포를 고려할 때 이와 반대의 결과가 나타날 수 있음을 보였다.

2) 대출 등으로 기업이 음의 명목자산포지션을 보유함에 따라 주식 보유에 따른 가계의 간접명목자산포지션도 음의 값을 나타내며 주식 보유액이 높아질수록 가계가 보유하는 음의 간접명목자산포지션 크기도 커진다.

3) 한국의 가계금융복지조사는 2017년 조사부터 2015년 인구주택총조사 결과를 반영(2016년 이전 조사는 2010년 인구주택총조사 결과 반영)하여 모집단 정보를 최신화하고 이를 기반으로 표본을 전면 재설계하였다는 점, 미국의 Survey of Consumer Finance는 3년에 한 번 조사(한국의 가계금융복지조사는 매년 조사)된다는 점을 고려해서 비교시점을 결정하였다.

Ⅲ. 한국과 미국의 명목자산포지션 특징

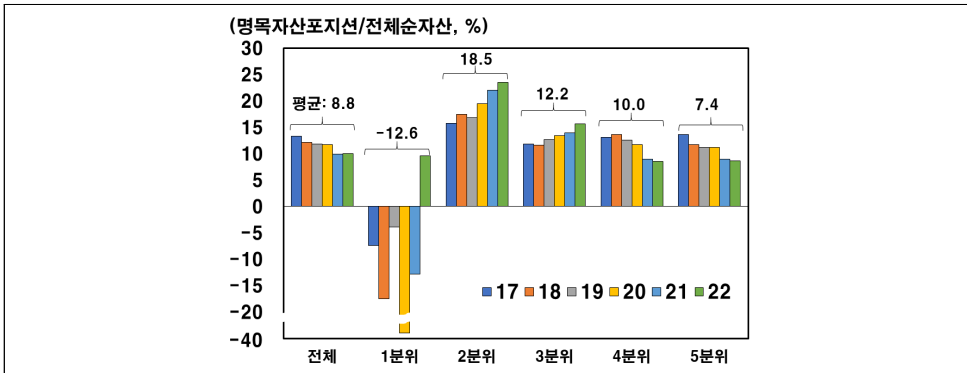
명목자산포지션(NNP; Net Nominal Position)은 ‘주식 및 펀드 이외의 금융자산’에서 ‘금융부채’를 차감한 다음, 가계가 주식을 통해 보유한 기업의 명목자산포지션 가치를 지분율만큼 반영한 것이다. 따라서 주식 및 펀드를 보유하지 않은 가계의 경우 ‘금융순자산’과 같은 개념이다. <부록 1>은 명목자산포지션, 전체순자산, 실물순자산 등의 개념을 도식화하였다.

주식 보유가 가계의 명목자산포지션을 음(-)의 방향으로 움직이게 한다는 점은 주목할 만하다. 이는 가계가 주식을 보유함으로써 해당 기업의 재무구조에 간접적으로 연결되기 때문이다. 대부분의 기업은 설비 투자 등을 위해 금융기관 대출이나 채권 발행을 통해 자금을 조달하므로, 그 자체로 음(-)의 명목자산포지션을 가진다. 따라서 가계가 어떤 기업의 주식을 보유한다는 것은, 그 기업의 순부채를 지분만큼 떠안는 것과 유사한 효과를 낳는다. 결과적으로 주식 보유 비중이 높은 미국 가계는 한국보다 더 큰 음(-)의 간접명목자산포지션을 보유하며, 이는 인플레이션 발생 시 기업 부채의 실질 가치 하락으로 인한 이득을 주주인 가계가 일부 공유하게 됨을 의미한다.

1. 한국

한국 가계의 2017년 이후의 조사 결과를 대상으로 명목자산포지션을 계산한 결과 <그림 3>에서 볼 수 있듯, 전체순자산 1분위 가계의 명목자산포지션은 대체로 음(-)으로, 여타 분위의 명목자산포지션은 양(+)의 값으로 나타났다. 명목자산포지션/전체순자산 비율을 살펴보면 가계 전체로는 8.8%('17~'22년 평균)의 명목순자산을 보유하고 있다. 1분위가 명목순부채를 보유하는 가운데 2~4분위는 평균보다 높은 비율, 5분위는 평균보다 낮은 비율을 나타내고 있다.

<표 1>에서 직접명목자산포지션을 금융상품별로 살펴보면 전체 가계의 자산측면에서는 예금 및 보험, 부채측면에서는 대출이 가장 높은 비중을 차지하는 가운데 분위별로는 자산 및 부채 구성이 다르게 나타나는 모습이다. 자산측면에서 살펴보면 1분위 가계의 경우 전월세보증금이 가장 큰 비중을 차지하고 있으며 2~4분위에서도 예금 및 보험 다음으로 큰 비중을 나타내고 있다. 부채측면에서는 1분위의 대출비중이 가장 높게 나타나는 가운데 분위가 높아질수록 그 비중은 하락하는 반면, 전월세보증금의 경우 2분위 이상에서 그 비중이 상승하는 모습을 보인다.

〈그림 3〉 전체순자산분위별 명목자산포지션/전체순자산 비율¹⁾

주: 1) 분위별 평균명목자산포지션/평균전체순자산 비율(17~22 평균, %)

출처: 가계금융복지조사, 자금순환표, 자체계산

〈표 1〉 분위별 전체순자산 대비 비중¹⁾

(%)	전체	1분위	2분위	3분위	4분위	5분위
금융자산	42.8	176.7	61.3	43.3	37.0	41.9
예금보험	24.2	78.4	33.0	27.5	25.0	22.3
주식·펀드	9.6	2.7	1.9	3.0	4.5	13.0
전월세보증금	6.3	92.0	24.8	11.5	6.3	3.2
금융부채	17.6	184.4	39.4	25.8	19.2	12.5
대출	12.1	144.3	33.2	20.9	13.8	7.3
전월세보증금	4.8	9.4	3.6	3.8	4.7	5.0
직접명목자산포지션 ²⁾	15.5	-10.5	20.0	14.4	13.3	16.4
간접명목자산포지션 ³⁾	-6.7	-2.0	-1.4	-2.2	-3.3	-9.0
명목자산포지션	8.8	-12.6	18.5	12.2	10.0	7.4
전체순자산(만원)	46,458	1,403	11,038	24,867	47,686	147,322

주: 1) 분위별 각 항목 평균/평균전체순자산 비율(17~22 평균, %)

2) (금융자산 - 주식 및 펀드 - 금융부채)/전체순자산

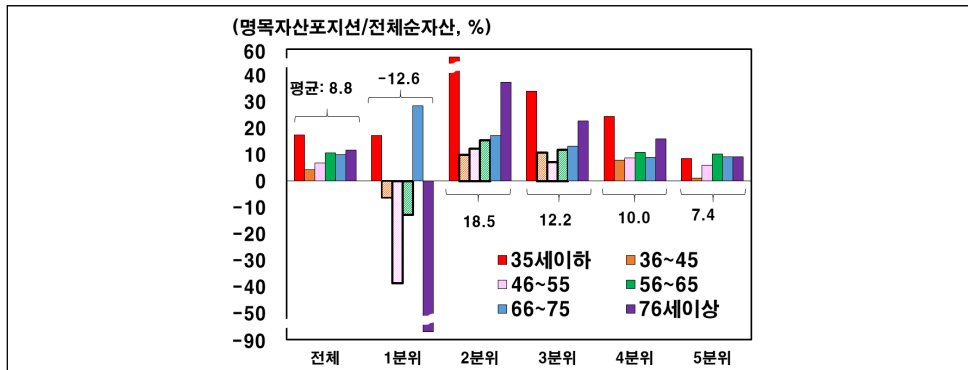
3) 가계가 주식을 통해 간접 보유한 기업의 명목자산포지션. 기업은 통상 대출이 금융자산보다 많아 음(-)의 값을 가짐

출처: 가계금융복지조사, 자금순환표, 자체계산

명목자산포지션을 연령별로 살펴보면, 〈표 2〉에서와 같이 모든 연령에서 양의 값을 보이는 가운데 특히 35세 이하 연령층에서 그 비율(17.5%)이 가장 높게 나타난다. 이는 해당 연령층 자산의 상당 부분(26.2%)이 전월세보증금으로 구성된 데 기인한다. 36~45세의 경우 전월세보증금 비중은 11.6%로 낮아지나, 여전히 전체 가

구 평균(6.3%)을 크게 상회하고 있다. <그림 4>에서 보듯, 1~3분위 36~65세의 명목자산포지션 경우 동 분위 여타 연령층에 비해 대체로 낮은 값을 나타낸다. 이는 동 연령층이 주로 주택구입 등을 위해 담보대출규모가 크며, 신용대출의 상대적 규모도 큰 데 기인한 것으로 판단된다.

〈그림 4〉 연령별 전체순자산분위별 명목자산포지션(NNP) 비율¹⁾



주: 1) 각 그룹별 평균명목자산포지션/평균전체순자산 비율('17~'22 평균, %)

2) 낮은 순자산으로 인해 큰 음의 값이 나타남

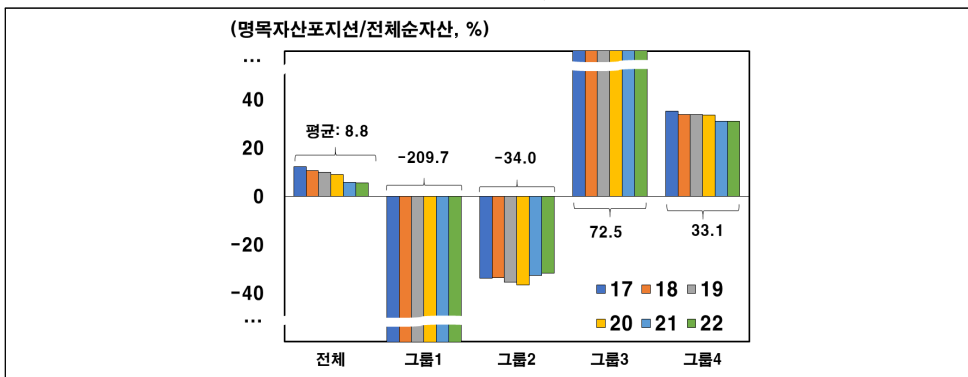
〈표 2〉 연령별 자산·부채 구성: 청년층의 높은 전월세보증금 비중¹⁾

(%)	전체	35 이하	36~45	46~55	56~65	66~75	76 이상
금융자산	42.8	68.7	47.6	46.2	42.0	31.7	31.1
예금보험	24.2	28.5	24.1	25.9	24.4	21.9	20.0
전월세보증금	6.3	26.2	11.6	6.3	3.5	2.1	2.6
금융부채	17.6	31.4	25.9	19.8	14.8	11.3	7.0
대출	12.8	25.8	19.4	14.3	9.5	6.0	3.0
전월세보증금	4.8	4.2	5.5	4.8	4.6	4.9	3.9
직접명목자산포지션	15.5	25.6	11.6	14.9	17.5	14.3	16.6
간접명목자산포지션	-6.7	-8.0	-7.1	-8.0	-6.8	-4.2	-4.7
명목자산포지션	8.8	17.5	4.4	6.9	10.7	10.0	11.9
전체순자산(만원)	46,458	21,561	41,281	51,908	57,236	49,483	34,414

주: 1) 연령별 각 항목 평균/평균전체순자산 비율('17~'22 평균, %)

〈표 3〉과 같이 명목자산포지션 및 실물순자산 부호를 기준으로 4개의 그룹⁴⁾으로 나누어 살펴보면 음의 명목자산포지션을 지닌 가구 중 상당수는 많은 실물순자산⁵⁾을 보유하고 있음을 알 수 있다. 명목자산포지션이 음인 가계(1그룹, 2그룹) 비중(30.3%)에서 실물순자산이 양인 가계(2그룹) 비중(29.1%)이 대부분(96%)이다. 2그룹 가계의 실물자산이 가장 큰 점을 감안할 때, 명목자산포지션이 음으로 나타나는 데는 부동산 등 실물자산을 구입하는 과정에서 확대된 부채 영향이 큰 것으로 보인다.

〈그림 5〉 그룹별 명목자산포지션/전체순자산 비율¹⁾



주: 1) 각 그룹별 평균명목자산포지션/평균전체순자산 비율(%). 분위별 직접·간접순자산으로의 분해는 〈부록 1〉 참조

〈표 3〉 금융상품별 그룹별 전체순자산 대비 비중¹⁾

(%)	전체	1그룹	2그룹	3그룹	4그룹
가계비중	100	1.2	29.1	0.5	69.2
실물자산	74.9	43.8	102.7	17.0	59.5
금융자산	42.8	123.5	33.6	179.6	47.4
금융부채	17.6	203.5	36.7	96.3	6.8
직접명목자산포지션	15.5	-157.1	-21.4	76.7	36.2
간접명목자산포지션	-6.7	-52.5	-12.6	-4.2	-3.1
명목자산포지션	8.8	-209.7	-34.0	72.5	33.1
전체순자산(만원)	46,458	25,332	55,673	4,984	42,886

주: 1) 각 그룹별 평균명목자산포지션/평균전체순자산 비율('17~'22 평균, %)

4) 1그룹: 명목자산포지션(NNP) < 0, 실물순자산(NRP) < 0, 2그룹: NNP < 0, NRP ≥ 0, 3그룹: NNP ≥ 0, NRP < 0, 4그룹: NNP ≥ 0, NRP ≥ 0

5) 부동산 등 실물자산에서 주택담보대출 등을 제외한 순자산을 가리킨다. 보다 자세한 내용은 〈부록 1〉을 참조 바란다.

2. 미국

미국 가계의 명목자산포지션을 살펴보면 한국과 달리 전체순자산 3분위 가계까지 평균적으로 음(-)의 명목자산포지션을 보유하고 있는 것으로 나타났다. 이는 <표 4>에서 보듯, 이들 가계가 담보대출, 할부금융 형태로 많은 금융부채를 지니고 있기 때문이다. 이러한 모습은 하위 1분위 가계만이 음의 명목자산포지션을 보이는 한국과 대조적이다. 이는 한국 가계가 많은 부채를 지니고 있지만 동시에 명목자산도 많이 보유하고 있는 데 기인한다.

직접명목자산포지션을 금융상품별로 살펴보면 전체 가계의 자산측면에서는 주식 및 펀드와 예금, 부채측면에서는 담보대출이 가장 높은 비중을 차지한다. 부채측면에서는 전체가계를 기준으로 담보대출 비중이 가장 높게 나타나는 반면 1분위에서는 할부금융(학자금, 자동차 대출 등)의 비중이 가장 큰 모습을 보인다.

양국의 자산 분위별 부채 구성에서 그 성격의 차이를 발견할 수 있다. <표 4>에서 미국 1분위 가계의 부채는 할부금융(학자금, 자동차 대출 등)이 담보대출보다 큰 비중을 차지하여 소비나 교육 투자와 연관된 성격이 강한 것으로 나타났다. 반면 한국은 <부록 2>에서 보듯, 고소득 분위로 갈수록 소득 대비 부채 비율이 높아지는 경향을 보인다. 이는 한국의 부채가 부동산 등 실물자산 구입 과정에서 확대된 ‘자산 증식형 레버리지’의 성격이 짙다는 점을 시사하며, 이것이 저소득층에서도 명목자산이 부채보다 많은 독특한 구조를 형성하는 한 원인이다.

<표 4> 금융상품별 전체순자산분위별 명목자산포지션 보유 비중¹⁾

(%)	전체	1분위	2분위	3분위	4분위	5분위
금융자산	59.7	37.9	47.5	37.9	44.9	61.5
예금보험	10.0	22.6	24.6	16.5	16.4	9.0
주식·펀드	30.6	1.5	2.2	3.4	5.0	33.9
퇴직연금	3.0	0.2	0.5	0.4	0.6	3.3
금융부채	10.4	254.7	141.6	68.9	28.6	4.9
담보대출	8.2	73.7	100.0	55.1	24.0	4.3
할부금융 등	2.2	181.0	41.6	13.8	4.6	0.6
직접명목자산포지션	18.7	-218.3	-96.3	-34.3	11.2	22.7
간접명목자산포지션	-9.3	-0.5	-0.6	-1.1	-1.5	-10.3
명목자산포지션	9.4	-218.8	-96.9	-35.4	9.7	12.4
전체순자산(만\$)	109.6	-1.4	4.1	15.9	44.1	485.5

주: 1) 평균명목자산포지션/평균전체순자산 비율('17~'22 평균, %)

출처: 가계금융복지조사, 자금순환표, Survey of Consumer Finance, 자체계산

〈표 5〉 한·미 전체순자산분위별 명목자산포지션(NNP) 비교¹⁾

(%)	전체	1분위	2분위	3분위	4분위	5분위
명목자산포지션(미국)	9.4	-218.8	-96.9	-35.4	9.7	12.4
누적 부채 ²⁾	100	9.5	18.8	37.7	58.9	100
명목자산포지션(한국)	8.8	-6.2	18.5	12.2	10.0	7.4
누적 부채 ²⁾	100	5.7	16.6	32.5	54.2	100

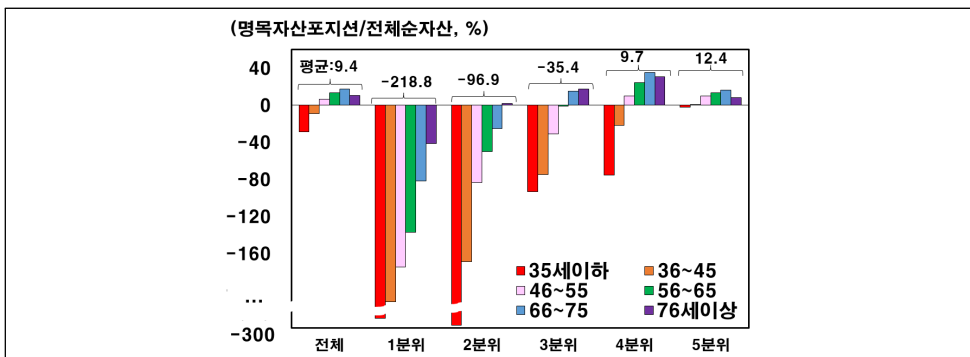
주: 1) 미국은 '16, '19, '22년 평균, 한국은 '17~'22년 평균 기준

2) 전체부채 대비 해당분위까지의 누적부채 비율

출처: 가계금융복지조사, 자금순환표, Survey of Consumer Finance, 자체계산

〈그림 6〉과 〈표 6〉에서 명목자산포지션을 연령별로 살펴보면 45세 이하 가계에서 음의 명목자산포지션을 보이는 가운데 모든 연령층의 1~2분위 명목자산포지션 비율은 대체로 큰 음의 값을 나타낸다. 이는 동 연령층에서 주택구입 등을 위한 대출, 학자금, 자동차 구입을 위한 할부금융이 여타 연령층에 비해 높은 데 주로 기인한다. 반면 〈그림 4〉와 〈표 2〉에서 한국의 45세 이하 가계는 전반적으로 양(+)의 명목자산포지션을 보이며, 이는 미국 동 연령층이 주택담보대출 등으로 인해 음(-)의 포지션을 보이는 것과 대조적이다. 특히 35세 이하의 경우 자산 내 전월세보증금 비중이 26.2%에 달해 가장 높은 양(+)의 포지션을 보인다. 36~45세 계층 역시 전월세보증금 비중(11.6%)이 35세 이하보다는 낮지만 미국과 달리 여전히 명목자산 상위 구조를 보인다는 점에서, 인플레이션 헤지 효과(inflation hedge)를 누리는 미국 동 연령대와 구조적으로 차별화된다.

반면, 미국의 동 연령대 청년층은 주택담보대출 및 학자금대출로 인해 큰 음(-)의 명목자산포지션을 갖는다. 이는 예상치 못한 인플레이션 발생 시 한국과는 반대로 부

〈그림 6〉 연령별 전체순자산분위별 비율¹⁾

주: 1) 각 그룹별 평균명목자산포지션/평균전체순자산 비율('16, '19, '22년 평균, %)

2) 낮은 순자산으로 인해 큰 음의 값이 나타남

채의 실질 가치가 하락하여 오히려 가계에 이득이 되는 인플레이션 헤지 효과를 누리게 되는 상황으로 볼 수 있다.

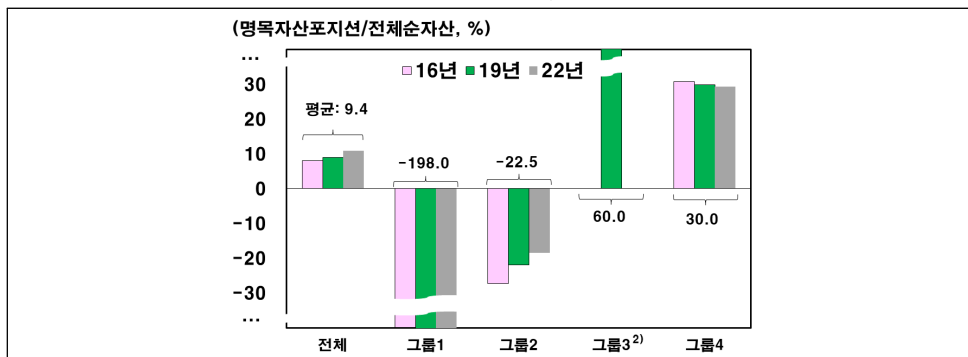
〈표 6〉 미국 연령별 자산·부채 구성: 청년층의 높은 부채와 장년층의 주식자산¹⁾

(%)	전체	35 이하	36~45	46~55	56~65	66~75	76 이상
금융자산	59.7	56.3	51.6	54.2	59.7	62.8	66.0
예금보험	10.0	18.8	11.1	10.1	8.7	10.8	9.2
주식·펀드	30.6	16.4	23.5	25.4	30.4	31.5	40.9
금융부채	10.4	63.5	29.7	14.3	6.7	4.4	2.4
대출	8.2	43.0	24.1	11.7	5.5	3.5	2.0
할부금융 등	2.2	20.4	5.6	2.6	1.2	0.9	0.4
직접명목자산포지션	18.7	-23.5	-1.6	13.4	22.9	28.5	25.8
간접명목자산포지션	-9.3	-5.3	-7.3	-9.2	-10.5	-10.4	-12.6
명목자산포지션	9.4	-28.9	-8.9	4.2	12.4	18.1	13.2
전체순자산(만\$)	109.6	15.0	57.0	112.9	172.7	177.2	179.2

주: 1) 각 그룹별 평균명목자산포지션/평균순자산 비율('16, '19, '22년 평균, %)

다음으로, 〈표 7〉과 같이 명목자산포지션 및 실물순자산 부호를 기준으로 4개의 그룹으로 나누어 살펴보면, 한국과 비슷하게 명목자산포지션이 음인 가계(1그룹, 2그룹) 중 상당수(2그룹)는 양의 실물순자산을 보유하고 있다. 2그룹에서 나타나는 특징 중의 주목할 만한 점은 미국의 경우 명목자산포지션이 음으로 나타나는 원인에 있어 간접명목자산포지션의 비중이 더 크다는 점이다. 이는 실물자산구입을 위한 부채 발생으로 인해 직접명목자산포지션의 음의 값이 높게 나타나는 한국의 2그룹 가계와 달리 미국의 2그룹 가계는 주식 보유로 인해 간접명목자산포지션의 음의 값이 더 크

〈그림 7〉 그룹별 명목자산포지션/전체순자산 비율¹⁾



주: 1) 각 그룹별 평균명목자산포지션/평균전체순자산 비율(%)

2) '16, '22년의 경우 전체순자산이 음으로 나타나 제외

게 나타나고 있다.

〈표 7〉 금융상품별 그룹별 전체순자산 대비 비중¹⁾

(%)	전체	1그룹	2그룹	3그룹	4그룹
가계비중	100	0.4	48.0	0.1	51.0
실물자산	50.7	152.4	57.3	33.4	46.0
금융자산	59.7	109.0	61.4	111.8	58.9
예 금 보 험	10.0	40.2	4.9	6.5	13.4
주식 · 펀드	30.6	49.4	49.7	5.2	17.9
금융부채	10.4	240.3	18.9	45.2	4.8
담 보 대 출	8.2	161.1	14.6	37.2	3.9
할부금융 등	2.2	79.2	4.2	8.1	0.8
직접명목자산포지션	18.7	-180.7	-7.1	61.4	36.3
간접명목자산포지션	-9.3	-17.3	-15.4	-1.4	-5.9
명목자산포지션	9.4	-198.0	-22.5	60.0	30.4
전체순자산(만\$)	109.6	34.0	90.4	40.5	112.5

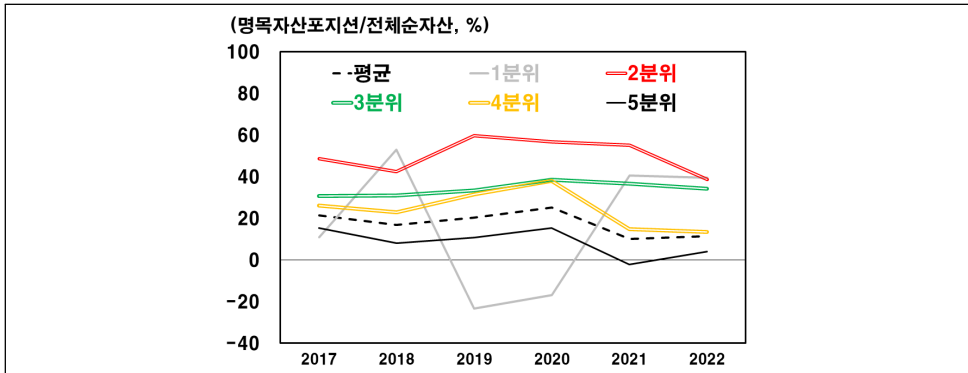
주: 1) 그룹별 각 항목평균/평균전체순자산 비율('16, '19, '22년 평균, %)

IV. 예상치 못한 일회적인 인플레이션 충격에 대한 영향 비교

명목자산포지션/전체순자산 비율을 통해 보유순자산 1단위당 예상치 못한 인플레이션 발생에 대한 노출 정도를 파악할 수 있다. 예를 들어 이 값이 50%인 경우 10%의 인플레이션 충격 발생 시 전체순자산의 5%에 해당하는 손실이 발생할 수 있다.

한국의 경우 10%의 인플레이션 발생 시 전체가계 평균으로 0.88% 손실이 발생할 수 있는 가운데 1분위 가계에서는 전체순자산 1%가량의 이익이 발생하는 반면 여타 가계에서는 1~2% 정도의 손실이 발생하는 것으로 나타났다. 자산 대비 손실률(%) 측면에서 살펴보면, 35세 이하 가구는 인플레이션 충격 시 평균 1.75% 내외의 자산 가치 하락에 노출되어 여타 연령층 대비 상대적으로 높은 손실률을 보인다(2~4분위의 경우 2.44~5.02%). 다만, 이들 계층은 전체순자산의 절대 규모가 작기 때문에 인플레이션으로 인한 부(wealth)의 감소 총액이 거시경제 전체 소비에 미치는 직접적인 영향은 고자산 보유 계층인 고령층에 비해 제한적일 수 있다. 그럼에도 불구하고 자산 형성 초기 단계에서의 높은 손실률은 생애주기 관점에서 부의 축적을 지연시키는 요인이 될 수 있다는 점에서 유의할 필요가 있다.

〈그림 8〉 35세 이하 계층의 분위별·연도별 명목자산포지션 비율



출처: 가계금융복지조사, 자금순환표, 자체계산

〈표 8〉 한국의 연령별 명목자산포지션(NNP) 비율¹⁾

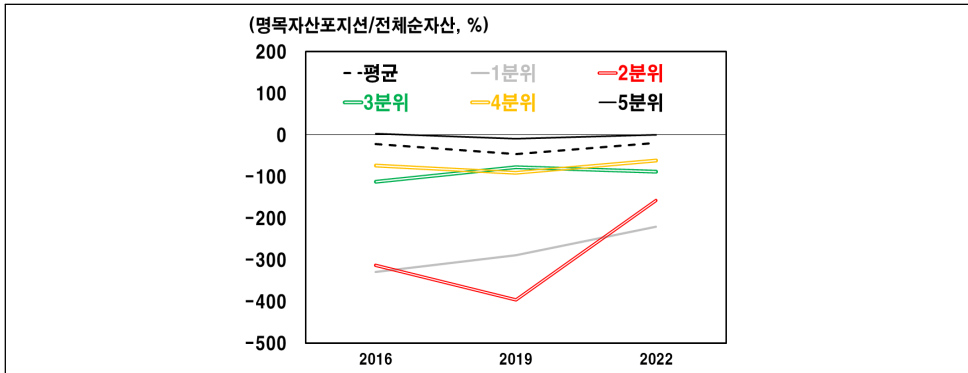
(%)	전체	1분위	2분위	3분위	4분위	5분위
35세 이하	17.5	17.2	50.2	34.1	24.4	8.5
36~45	4.4	-6.2	10.0	10.8	7.9	1.2
46~55	6.9	-38.5	12.4	7.2	8.8	6.1
56~65	10.7	-12.7	15.4	12.0	10.8	10.3
66~75	10.0	28.5	17.2	13.2	9.1	9.2
76세 이상	11.9	-83.7	37.4	22.8	15.9	9.2
평균	8.8	-12.6	18.5	12.2	10.0	7.4

주: 1) 각 그룹별 평균명목자산포지션/평균전체순자산 비율('17~'22 평균, %)

출처: 가계금융복지조사, 자금순환표, 자체계산

미국의 경우에는 동 인플레이션 발생 시 전체 가계 평균으로는 한국보다 높은 수준(0.94%)의 손실이 발생할 수 있는 가운데 1~3분위 가계에서는 평균적으로 3.54~21.88%의 이익이 발생하는 반면 4~5분위의 경우 1% 내외의 손실이 발생하는 것으로 나타났다. 35세 이하의 경우 평균적으로 2.89%가량 이익을 보는데 특히 1~4분위는 이익의 폭이 평균에 비해 크게 높게 나타난다(7.52~27.93%). 이는 동 계층에서 손실폭이 상대적으로 크게 나타나는 한국과 대조를 보이고 있다.

〈그림 9〉 35세 이하 계층의 분위별·연도별 명목자산포지션 비율



출처: Survey of Consumer Finance, Flow of Funds, 자체계산

〈표 9〉 미국의 연령별 명목자산포지션(NNP) 비율¹⁾

(%)	전체	1분위 ²⁾	2분위	3분위	4분위	5분위
35세 이하	-28.9	-279.3	-288.5	-93.1	-75.2	-2.0
36~45	-8.9	-257.3	-168.6	-75.0	-21.9	0.2
46~55	6.6	-174.3	-83.5	-31.2	9.7	9.8
56~65	13.2	-136.8	-49.9	-0.7	24.4	13.5
66~75	17.4	-81.9	-25.0	15.2	35.3	16.4
76세 이상	10.5	-41.2	1.8	17.2	30.5	8.5
평균	9.4	-218.8	-96.9	-35.4	9.7	12.4

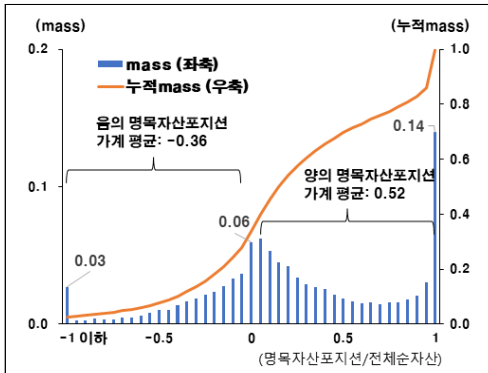
주: 1) 각 그룹별 평균명목자산포지션/평균전체순자산 비율('19~'21 평균, %)

2) 전체순자산 = 전체자산 - 담보대출기준

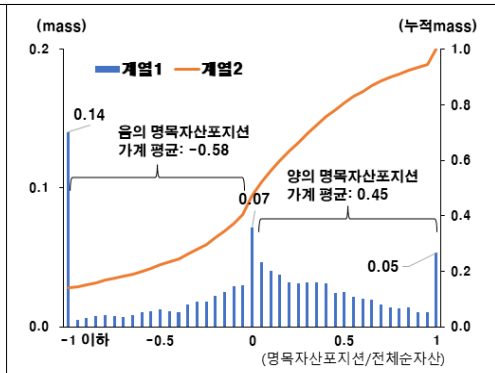
(1분위의 전체순자산 = 전체자산 - 대출의 경우 음의 값을 나타냄)

출처: Survey of Consumer Finance, Flow of Funds, 자체계산

한국과 미국의 명목자산포지션/전체순자산 분포를 통해 보다 자세히 비교해 보면 다음과 같다. 한국과 미국에서 명목자산포지션이 음인 가계의 명목자산포지션/전체순자산 평균값은 각각 -0.36, -0.58로 인플레이션 충격(10%) 시 미국 차입가계에서 더 큰 이익이 발생할 수 있는 반면, 명목자산포지션이 양인 가계 평균값은 각각 0.52, 0.45로 나타나 한국에서 더 큰 손실이 발생할 수 있어, 전체적으로 한국에서 인플레이션 충격에 따른 손실이 더 크게 나타났다. 한편 명목자산포지션/전체순자산의 극단값의 경우 한국에서는 전체순자산이 명목자산포지션으로만 이루어진 가계의 비중이 14%로, 미국에서는 전체순자산보다 큰 음의 명목자산포지션을 보유한 가계의 비중이 14%로 각각 높게 나타났다.⁶⁾

〈그림 10〉 한국¹⁾, 2022년 기준

주: 1) 전체순자산이 0보다 작은 가계는 제외
출처: 가계금융복지조사, 자금순환표, 자체시산

〈그림 11〉 미국¹⁾, 2022년 기준

주: 1) 전체순자산이 0보다 작은 가계는 제외
출처: Survey of Consumer Finance, Flow of Funds, 자체시산

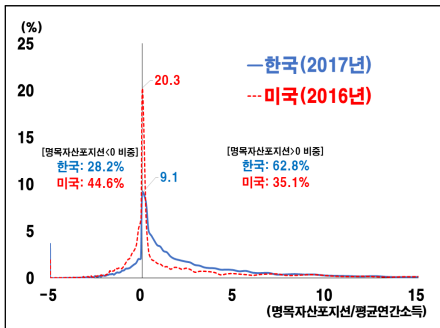
한편, 양국 간 주택담보대출 금리 구조의 차이는 이러한 분석 결과를 더욱 강화하는 요인으로 작용할 수 있다. 본고의 분석은 자산·부채의 스톡(stock) 가치 변화에 초점을 맞춘 부의 재분배 채널(wealth redistribution channel)을 중심으로 수행되었다. 그러나 현실에서는 이자 비용 변화에 따른 현금흐름 채널(cash-flow channel)이 추가적으로 작동한다.

미국은 30년 만기 고정금리 주택담보대출이 일반적이므로, 인플레이션 충격이 발생하더라도 가계의 명목 이자 상환액은 변하지 않는다. 따라서 미국 차입 가계는 부채의 실질 가치 하락에 따른 이익을 온전히 향유하며 소비 여력을 확충할 수 있다. 반면, 한국은 주택담보대출의 상당 부분이 변동금리 대출이므로, 인플레이션에 따른 시장금리 상승이 대출 금리에 빠르게 전가되어 가계의 이자 상환 부담을 가중시킨다. 이는 부채의 실질 가치 감소로 인한 긍정적 부의 효과를 상쇄(offset)하여, 한국 가계의 소비 회복을 더욱 제약하는 요인이 될 수 있다. 즉, 대출 관행의 제도적 차이를 고려할 때, 본고에서 제시한 한·미 간 인플레이션 충격의 비대칭성은 실제 경제에서 더욱 뚜렷하게 나타날 가능성이 크다.

6) 명목자산포지션/전체순자산이 0 부근인 가계의 비중은 한국과 미국에서 각각 6%, 7%로 미국에서 상대적으로 높은 모습이다.

V. 인플레이션 충격에 대한 소비반응 비교

이번 절에서는 예상치 못한 인플레이션 발생 시 한국과 미국의 명목자산포지션 분포의 차이로 인해 총소비가 어떻게 달라질 수 있는지 살펴보고자 한다. 먼저 명목자산포지션 분포 분석은 한국은 2017년, 미국은 2016년을 대상으로 하였다.⁷⁾ 해당 연도의 한국과 미국 명목자산포지션 분포를 각각 살펴보면, 한국의 경우에는 저축가계 및 차입가계의 비중은 각각 62.8%, 28.2%, 명목자산포지션이 0 부근에 있는 가계의 비중이 9.1%로 나타나고 있다. 반면 미국에서는 차입가계의 비중(44.6%)이 저축가계의 비중(35.1%) 보다 높게 나타나는 가운데 0 부근 가계의 비중(20.3%)이 한국의 2배를 상회하고 있다. Lee, Luetticke, and Ravn (2021)에 따르면 이러한 분포의 차이는 대출금리와 저축금리의 차이에서 비롯되었을 가능성이 있다. <부록 4>에서 나타난 메커니즘에서 알 수 있듯이 예대금리차가 클수록 명목순자산 분포에서 0 부근의 가계의 비중이 높아지게 된다. 실제로 한국과 미국의 은행자기자본비율과 예대금리차를 살펴보면 미국의 은행자기자본비율이 한국보다 높고 예대금리차는 2배가량 높게 나타나 이러한 가능성을 뒷받침해 주고 있다.⁸⁾

〈그림 12〉 한미 명목자산포지션분포 비교¹⁾

주: 1) 한국은 2017년, 미국은 2016년 기준

〈표 10〉 한미 은행자기자본비율, 대출·예금금리

(2009~22 평균, %)	한국	미국
은행자기자본비율 ¹⁾	7.1	9.0
대출금리 (A) ²⁾	4.6	5.9
예금금리 (B) ³⁾	2.1	0.5
예대금리차 (A-B, %p)	2.5	5.4

주: 1) Bank capital to assets ratio, World Bank 기준

2) 한국은 은행 일반신용, 주택담보대출 평균.
미국은 은행 개인대출(personal loan, 2년),
주택담보대출 평균

3) 한국은 정기예금 1년, 미국은 CD(12개월)

7) 한국의 가계금융복지조사와 미국의 Survey of Consumer Finance의 조사년도는 각각 매년 3월 부터 4월경, 5월부터 12월경에 조사가 이루어진다. 분석 기간 중 기준금리 변경이 최소화된 시점 중 인접한 연도를 분석 대상으로 선택하였다. (한국은 '17.3~4월 중 변경 없음, 미국은 '16.5~12월 중 1회(12월) 인상)

8) 은행의 자기자본비율이 높을수록 예대금리 차이가 커진다. 자세한 내용은 Lee, Luetticke, and Ravn (2021)을 참고하길 바란다.

이러한 한·미 명목자산분포의 차이가 은행자기자본비율 차이에 따른 대출 및 예금
금리 차이에서 발생했다는 가정하에 이질적 경제주체(HA; Heterogeneous Agent)
모형을 이용하여 한미 명목자산포지션분포 데이터를 모사하였다.⁹⁾ 한국 대비 미국의
높은 대출금리 및 낮은 예금금리를 반영하는 두 경제의 균제상태(steady-state)를 비
교해 본 결과 두 국가에서 차입 및 저축가계, 0 부근의 가계의 비중을 비교적 적절하
게 모사하는 것으로 나타났다.

〈표 11〉 한미 데이터 vs 모형

(%p)	데이터	모형
대출이자율 격차 ¹⁾ (미국-한국)	0.3	0.2
예금이자율 격차 ¹⁾ (미국-한국)	-0.4	-0.4
대출예금금리차 격차 ¹⁾ (미국-한국)	0.7	0.6

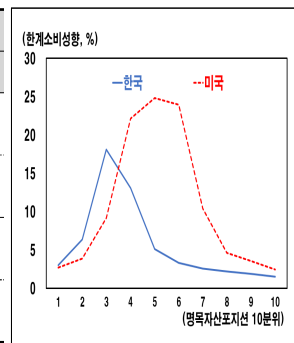
주: 1) 분기이자율 기준
출처: World bank, ECOS,
FRED, 자체계산

〈표 12〉 NNP분포 데이터 vs 모형

비중 (%)		명목자산포지션(NNP)		
		(-)	0	(+)
한국	데이터	28.2	9.1	62.8
	모형	26.2	9.4	64.2
미국	데이터	44.6	20.3	35.1
	모형	43.8	17.3	38.9

출처: 자체시산

〈그림 13〉 한계소비성향 비교



출처: 자체시산

〈그림 12〉는 동 이질적 경제주체 모형의 균제상태(steady-state)에서 도출된 한국
과 미국의 한계소비성향을 명목자산포지션 10분위별로 나타낸 것이다. 양국의 한계
소비성향을 비교해 보면 차입가계 일부(1~3분위)를 제외한 모든 가계에서 미국의
한계소비성향이 높은 모습이다.

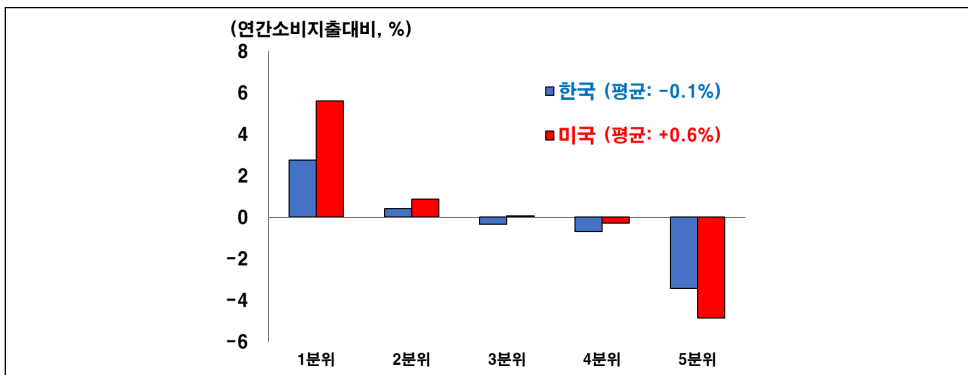
다음으로 이질적 경제주체 모형에서 도출된 한계소비성향과 데이터에서 나타난 명
목자산포지션 값을 이용하여 인플레이션 충격(10%)에 따른 소비반응을 비교하였
다.¹⁰⁾ 그 결과 한국의 경우 소비의 변동이 거의 없는 반면 미국은 소폭 증가하는 것

9) 모형에 대한 자세한 내용은 〈부록 5〉를 참조 바란다.

10) 본 절의 충격 반응 분석에서는 명목 이자율을 고정하는 부분균형(partial equilibrium)적 접근을 취하였다. 즉, 인플레이션 발생 시 중앙은행이 준칙에 따라 금리를 인상하는 일반균형적 파급 경로를 차단함으로써, 금리 변동에 따른 시점 간 대체 효과(intertemporal substitution effect)를 배제하고 순수하게 인플레이션으로 인한 부의 재분배 효과(wealth redistribution effect, Fisher channel)만을 식별하고자 하였다. 한편, 〈부록 5〉에 제시된 통화준칙은 모형의 균제상태(steady-state)를 확정(determinacy)하고 시스템을 종결(close)하기 위한 구조적 전제로 포

으로 나타났다. 인플레이션 충격에 따른 명목자산포지션가치 변동을 일시적인 소득의 변화로 간주하고 이에 앞의 한계소비성향을 적용하여 소비의 변동을 계산해보면 한국의 경우 평균적으로 소비의 변동이 거의 없는 반면 미국에서는 연간소비지출 대비 0.6% (연간소득 대비 0.5%) 증가하는 것으로 나타났다. 이는 미국에서 명목자산포지션 1~2분위의 음의 값이 한국보다 훨씬 크게 나타나고, 3분위의 값도 음으로 나타나는 가운데 한계소비성향도 높게 나타나기 때문인 것으로 판단된다.

〈그림 14〉 인플레이션 충격(10%)에 따른 소비 변동폭^{1), 2)}



주: 1) 가계전체 소비지출 대비 각 분위별 소비 변동폭(%)

2) 분위 구분은 명목자산포지션 기준

출처: 가계금융복지조사, Survey of Consumer Finance, 자체시산

〈표 13〉 분위별¹⁾ 평균 명목자산포지션 및 한계소비성향

	전체	1분위	2분위	3분위	4분위	5분위
명목자산포지션 (한국은 '17년 백만원, 미국은 '16년 천달러 기준)						
한국	48.8	-220.5	-5.4	22.3	74.9	372.9
미국	71.5	-418.0	-41.9	-1.5	33.2	785.6
한계소비성향(%)						
한국	5.7	4.7	15.6	4.2	2.4	1.7
미국	10.8	3.3	15.6	24.4	7.5	3.0

주: 1) 명목자산포지션 기준

출처: 가계금융복지조사, Survey of Consumer Finance, 자체시산

이러한 분석 결과는 Auclert(2019)가 제시한 통화정책의 재분배 채널 중 피셔 경로(Fisher channel)를 통해 보다 명확히 해석될 수 있다. Auclert(2019)는 예상치 못한

함된 것이다.

인플레이션 발생 시, 경제 주체들의 소비 변화가 명목자산 재평가(revaluation)에 의한 재분배 효과(Fisher channel)와 실질임금 및 이자율 변화 등에 의한 일반균형 효과 등으로 분해됨을 보였다. 본 연구는 이 중 한국과 미국 가계의 구조적 차이가 극명하게 드러나는 피셔 채널에 분석을 집중하였다. 아래 식에서 볼 수 있듯이, 피셔 채널에 의한 총소비 변화(dC_{Fisher})는 가계별 한계소비성향(MPC_i)과 명목자산포지션(NNP_i), 그리고 물가상승률($\frac{dP}{P}$)의 곱의 합으로 정의된다.

$$dC_{Fisher} = \sum_i MPC_i \cdot NNP_i \cdot \frac{dP}{P}$$

앞서 제시된 결과는 금리 변화에 따른 시점 간 대체 효과나 소득 이질성 채널 등 여타 일반균형 경로를 배제하고, 오직 가계의 포트폴리오 구성(NNP)과 한계소비성향(MPC)의 결합이 만들어내는 이 피셔 채널의 크기를 국가별로 비교한 것이다. 분석 결과, 한국은 양(+)의 NNP를 보유한 가계의 비중이 높아 피셔 채널이 소비를 제약하는 방향(음의 효과)으로 강하게 작동하는 반면, 미국은 음(-)의 NNP를 보유한 가계가 많아 부채 가치 하락에 따른 양의 효과가 우세하게 나타남을 확인하였다. 이는 통화당국의 금리 대응과 무관하게, 가계의 자산 구조(balance sheet) 자체가 인플레이션 충격에 대해 내재적인(intrinsic) 취약성 혹은 회복력을 결정한다는 점을 시사한다.

VI. 결론

본고는 한국과 미국 가계의 명목자산포지션 분포를 비교하고, 인플레이션 충격이 양국 가계에 미치는 영향이 구조적으로 상이함을 보였다. 분석 결과, 다수의 가계가 양(+)의 명목자산포지션을 보유한 한국은 인플레이션 충격에 따른 자산가치 손실에 광범위하게 노출된 반면, 절반가량의 가계가 음(-)의 포지션을 보유한 미국은 부채의 실질가치 하락으로 인한 이익을 볼 가능성이 큰 것으로 나타났다.

이러한 미시적 대차대조표 구조의 차이는 거시 경제 현상에도 중요한 함의를 가진다. 이질적 경제주체 모형을 통해 인플레이션 충격이 소비에 미칠 영향을 시산한 결과, 명목자산포지션 분포와 한계소비성향의 차이로 인해 한국 가계의 총소비는 변동이 미미한 반면 미국 가계의 소비는 소폭 증가할 수 있는 것으로 나타났다. 이는 팬데

믹 이후 고인플레이션 상황에서도 미국 가계 소비가 견조한 흐름을 보인 원인 중 하나를 설명하며, 가계의 명목자산포지션 분포가 거시경제의 안정성과 통화정책의 파급경로에 중요한 변수로 작용함을 시사한다. 본 연구의 결과는 일차적으로 거시건전성 정책 및 통화정책 수행에 있어 가계 자산 구성(portfolio composition)이 핵심 모니터링 변수가 되어야 함을 의미한다. 한국과 같이 실물자산 확보를 위한 명목자산(전월세보증금) 축적 수요가 높은 경제에서는, 인플레이션이 예상치 못한 부의 재분배를 통해 민간 소비를 제약하는 피서 경로가 강하게 작동할 수 있다. 따라서 물가 안정 목표 달성 과정에서 이러한 재분배 효과가 총수요에 미칠 하방 압력을 면밀히 고려해야 한다.

본 연구의 결과는 다음과 같은 정책적 시사점을 제공한다.

첫째, 인플레이션 대응 및 거시건전성 정책 수립 시 가계의 자산·부채 규모뿐만 아니라 그 구성(composition)에 대한 고려가 필수적이다. 한국과 같이 가계 자산이 전월세보증금 등 명목자산에 편중된 경제 구조에서는 인플레이션이 가계의 실질 부(wealth)를 감소시켜 예상치 못한 소비 위축을 초래할 수 있다. 따라서 물가 안정이 거시경제 활력 유지에 미치는 중요성이 상대적으로 더 크다는 점을 인식하고, 인플레이션 위험을 관리하는 데 있어 가계의 포트폴리오 특성을 반영할 필요가 있다.

둘째, 미시적 관점에서 인플레이션 리스크 취약 계층에 대한 선별적(targeted) 접근이 보완적으로 요구된다. 본고의 분석 모델은 자산 포지션에 따른 소비변동을 설명하는 데 초점을 맞추고 있으나, 현실적으로 이러한 자산 구조의 경직성은 특정 세대, 특히 35세 이하 청년층의 높은 전월세보증금 비중에서 기인하는 바가 크다. 비록 이들의 자산 규모가 전체 경제에서 차지하는 비중은 제한적일 수 있으나, 생애주기 자산 형성 단계에서 겪는 부의 손실은 장기적인 소비 여력 훼손으로 이어질 수 있다는 점에서 정책적 유의성이 존재한다.

따라서 명목자산에 편중된 자산 구조를 다변화하기 위해 지분참여형 주택(equity participation program) 모델 등을 참고하여 실물자산에 대한 접근성을 제고하는 방안을 장기적 과제로 검토해 볼 수 있을 것이다. 아울러 인플레이션 헤지 수단이 부족한 계층을 위해 물가연동형 금융상품의 접근성을 제고하는 등 가계의 대차대조표 건전성을 높이는 미시적 노력이 병행되어야 한다. 이는 단순히 특정 세대에 대한 지원을 넘어, 인플레이션 충격이 가계 부문 전체의 소비 여력을 훼손하는 것을 방지하고 거시경제의 금융 회복력을 높이는 데 기여할 것이다.

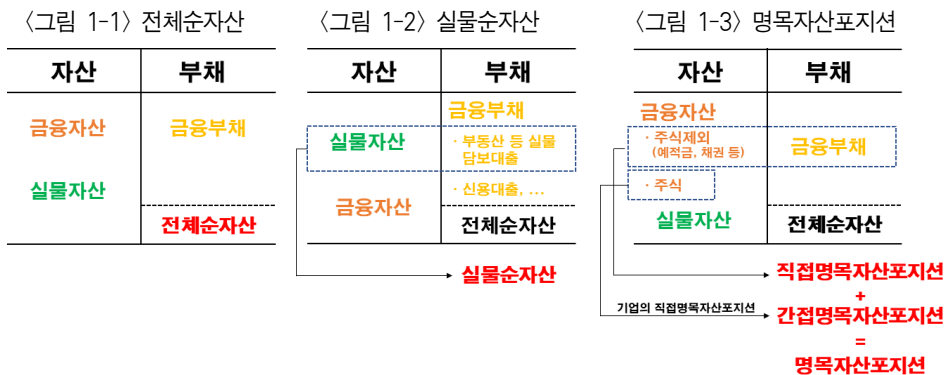
■ 참 고 문 헌

1. 김지혜 등, 『해외 주택금융정책 비교 분석 연구: 주택담보대출을 중심으로』, 기본 21-21, 국토연구원, 2021.
2. Adam, K. and J. Zhu, "Price-level Changes and the Redistribution of Nominal Wealth across the Euro Area," *Journal of the European Economic Association*, Vol. 14, No. 4, 2016, pp. 871-906.
3. Auclert, A., "Monetary Policy and the Redistribution Channel," *American Economic Review*, Vol. 109, No. 6, 2019, pp. 2333-2367.
4. Bayer, C., R. Luetticke, L. Pham-Dao and V. Tjaden, "Precautionary Savings, Illiquid Assets, and the Aggregate Consequences of Shocks to Household Income Risk," *Econometrica*, Vol. 87, No. 1, 2019, pp. 255-290.
5. Chiang, Y.T. and J. LaBelle, "Which Households Are Most Exposed to the Inflation 'Tax'?" Federal Reserve Bank of St. Louis (Blog), 2023.
6. Doepke, M. and M. Schneider, "Inflation and Redistribution of Nominal Wealth," *Journal of Political Economy*, Vol. 114, No. 6, 2006, pp. 1069-1097.
7. Fang, X., Y. Liu and N. Roussanov, "Getting to the Core: Inflation Risks Within and Across Asset Classes," *The Review of Financial Studies*, 2025.
8. Gertler, M. and P. Karadi, "A Model of Unconventional Monetary Policy," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 58, No. 1, 2011, pp. 17-34.
9. Honkkila, J. and I. Kavonius, "Micro and Macro Analysis on Household Income, Wealth and Saving in the Euro Area," ECB Working Paper, No. 1619, 2013.
10. Kaplan, G., G. Violante and J. Weidner, "The Wealthy Hand-to-Mouth," *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring 2014.
11. Lee, S., R. Luetticke and O.M. Ravn, "Financial Frictions: Micro vs Macro Volatility," ECB Working Paper, No. 2622, 2021.
12. Meh, C. and Y. Terajima, "Inflation, Nominal Portfolio, and Wealth Redistribution in Canada," *Canadian Journal of Economics*, Vol. 44, No. 4, 2011.

〈부록 1〉 주요 개념 비교 및 명목자산포지션 계산방법

전체순자산은 전체(금융+실물) 자산과 금융부채의 차이로 계산된다. 실물순자산은 부동산 등 실물자산에서 실물과 연관된 대출(예: 부동산 담보대출 등)을 제외한 금액을 가리킨다.

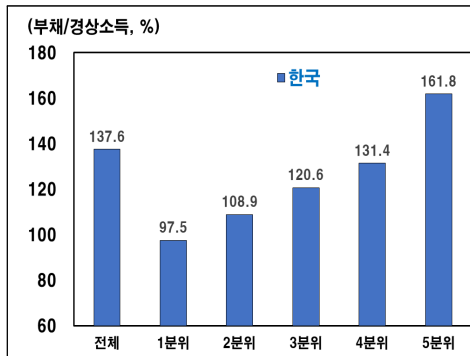
명목자산포지션은 금융자산(주식 제외)에서 금융부채를 제외한 금액인 직접명목자산포지션과 가계가 주식을 통해 간접적으로 보유하게 된 기업의 직접명목자산포지션인 간접명목자산포지션의 합으로 계산된다. 직접명목자산포지션 계산 시 예금, 주식 및 펀드, 채권의 경우 가계금융복지조사, SCF 등 서베이 자료에서 고소득층을 중심으로 과소보고되는 경우가 많다. 이를 보완하기 위하여 Honkkila and Kavonius(2012)의 방법론을 원용하여 동 상품의 경우에는 자금순환표의 전체 합계 금액을 사용한 후 각 가계의 보유비중만큼 비율배분한다. 가계가 보유하는 간접명목자산포지션은 대체로 마이너스 값을 나타내는데 이는 기업이 대출, 채권발행 등에 기인하여 음의 명목자산포지션을 보유하기 때문이다. 따라서 가계는 주식을 더 많이 보유할수록 더 큰 마이너스 간접명목자산포지션을 보유하게 된다. 계산방법을 살펴보면 먼저 전체기업의 직접명목자산포지션을 계산한 이후 전체가계의 주식 보유 금액에 비례하여 이를 배분한다. 다음으로 가계금융복지조사 또는 Survey of Consumer Finance 자료에 나타나는 가계별 주식 보유액을 이용하여 전체 간접명목자산포지션 금액을 가계별로 비율배분한다.



〈부록 2〉 전체순자산분위별 부채/소득 비율 비교

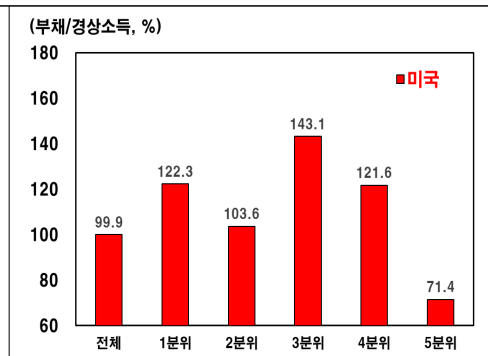
한국과 미국의 경상소득 대비 부채 비율을 살펴보면 전체 가계의 경우 한국에서 미국보다 높게 나타난다. 한국에서는 1분위의 값이 가장 낮게 나타나는 반면 분위가 상승할수록 동 비율이 커진다. 반면 미국에서는 3분위의 값이 가장 높게 나타나고 이어서 1분위의 값이 높게 나타나는 가운데 5분위 값이 가장 낮게 나타나 한국과 큰 대조를 보인다.

〈그림 2-1〉 한국¹⁾의 전체자산분위별
부채/소득 비율



주: 1) 2017~22년 평균
출처: 가계금융복지조사, 자체시산

〈그림 2-2〉 미국¹⁾의 전체자산분위별
부채/소득 비율



주: 1) 2016, 19, 22년 평균
출처: Survey of Consumer Finance, 자체시산

〈부록 3〉 한미 가계의 자산 및 부채 비교 (2022년 기준)

한국 가계의 자산 및 부채를 살펴보면 실물자산 비중이 60%를 상회하는 가운데 금융자산의 경우 예금, 금융부채의 경우 담보대출이 가장 높은 비중을 차지하고 있다. 한편 1분위 가계의 경우 전체가계와는 반대로 금융자산 비중이 60%를 상회하고 있는데 이는 주로 높은 전월세보증금 비중에 기인한다. 1분위 가계 부채의 경우에는 여타 분위와는 달리 그 비중이 금융자산을 넘어서며 순채무를 지고 있는 것으로 나타났다.

미국 가계의 자산 및 부채를 살펴보면 금융자산 비중이 60%에 근접하는 가운데 금융자산의 경우 주식 및 펀드, 금융부채의 경우 담보대출이 가장 높은 비중을 차지하고 있다. 한편 1~4분위 가계의 경우 전체평균과는 반대로 실물자산 비중이 60%를 상회하고 있다. 1~3분위 가계 부채의 경우에는 그 비중이 금융자산을 넘어서며 순채무를 지고 있는 가운데 4분위 가계의 경우에도 한국에 비해 부채 비중이 높게 나타났다.

〈표 3-1〉 한국의 전체자산 대비 비중¹⁾

(%)	전체	1분위	2분위	3분위	4분위	5분위
실물자산	63.4	36.4	57.5	66.6	68.7	62.3
부동산	59.1	26.3	50.3	60.0	63.6	59.0
기타	4.4	10.2	7.1	6.6	5.0	3.3
금융자산	36.6	63.6	42.5	33.4	31.3	37.7
예금	16.2	17.6	14.5	14.2	15.4	16.9
보험	4.9	11.6	8.5	7.7	6.3	3.5
주식	6.8	0.3	0.6	1.1	2.6	10.0
펀드	1.1	0.4	0.3	0.5	0.6	1.4
채권	1.4	0.0	0.0	0.0	0.1	2.3
전월세보증금	5.2	32.5	17.3	8.9	5.4	2.8
금융부채	15.4	64.0	29.3	21.3	16.4	11.5
담보대출	8.9	27.8	20.5	14.6	9.9	6.0
신용대출	1.5	17.3	3.5	2.5	1.5	0.8
카드대출	0.1	4.0	0.5	0.1	0.0	0.0
전월세보증금	4.2	2.1	2.9	3.1	4.4	4.5

주: 1) 미국과의 비교를 위해 1분위 가계의 전체순자산(분모)을 전체자산 - 담보대출로 계산

출처: 가계금융복지조사, 자금순환표, 자체계산

〈표 3-2〉 미국의 전체자산 대비 비중¹⁾

(%)	전체	1분위	2분위	3분위	4분위	5분위
실물자산	43.4	80.0	79.8	78.1	65.4	38.5
부동산	24.1	55.2	60.7	66.5	54.7	18.1
기타	19.2	24.8	19.1	11.6	10.7	20.4
금융자산	56.6	20.0	20.2	21.9	34.6	61.5
예금	7.5	10.6	8.9	8.4	11.1	7.1
보험	1.3	1.3	0.9	1.3	1.8	1.2
주식	22.6	0.6	0.9	1.4	3.5	26.1
펀드	8.3	0.1	0.2	0.4	0.9	9.7
채권	0.7	0.0	0.1	0.1	0.1	0.8
퇴직연금	11.3	6.9	8.4	9.3	15.8	11.0
금융부채	9.4	150.9	59.2	42.3	22.9	4.5
담보	7.5	45.9	41.1	34.6	19.1	4.1
신용	0.1	0.3	0.1	0.1	0.0	0.1
할부금융	1.5	95.2	14.7	6.1	2.9	0.3
카드	0.2	6.3	2.9	1.3	0.8	0.1

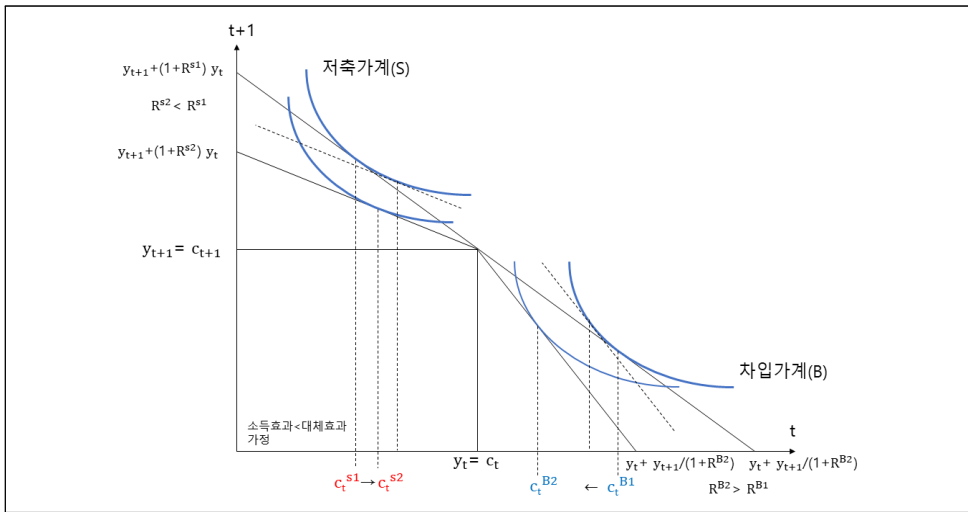
주: 1) 미국 1분위 가계의 전체순자산을 양의 값으로 계산하기 위해 전체순자산(분모)을 전체자산 - 담보대출로 계산

출처: Survey of Consumer Finance, Flow of Funds, 자체계산

〈부록 4〉 예대금리차가 명목자산포지션 분포에 미치는 영향

저축금리가 낮고($R^{S2} < R^{S1}$) 대출금리가 높은($R^{B2} > R^{B1}$) 경제의 경우 저축가계의 소비는 높은(소득효과<대체효과 가정) 반면 차입가계의 소비는 낮다. 은행의 자기자본비율이 상승하는 경우 은행의 차입금리가 하락하고 대출금리는 상승하여, 저축가계의 저축과 차입가계의 차입이 모두 감소하고 명목자산분포의 0에서 비중이 상승하게 된다.

〈그림 4-1〉 저축금리 하락, 대출금리 하락 시 가계별 소비 변화



차입제약에 처한 가계 또는 명목자산포지션 0 부근의 가계의 한계소비성향이 높은 이유는 동가계의 소비가 시점 간 최적소비를 의미하는 오일러방정식 대신 예산제약식에 따라 이루어지기 때문이다. 즉 저축가계 및 차입가계의 경우 각각 아래의 오일러 방정식에 따라 시점 간 최적화를 통해 소비를 하여 반면,

$$u_c(c_{it}) = \begin{cases} \beta E_t u_c(c_{it}) R_{St+1} & \text{if } b_{i,t+1} > 0 \\ \beta E_t u_c(c_{it}) R_{Lt+1} & \text{if } b_{i,t+1} \in (-\underline{b}, 0) \end{cases}$$

차입제약가계나 명목자산포지션이 0 부근에 있는 가계의 경우 아래의 예산제약식에 따라 소비를 하게 되어 시점 간 소비 최적화를 하지 못해 한계소비성향이 높게 나타난다.

$$c_{it} = R(b_{it}, R_{s,t}, R_{L,t})b_{it} + (1-\tau)(w_{it}h_{it}l_{it} + I_{h_{it}=0}F_t)$$

* $R_{S,t}$: 예금금리, $R_{L,t}$: 대출금리, τ : 세율, w_{it} : 임금률, h_{it} : 생산성, l_{it} : 노동공급,
 $I_{h_{it}=0}$: 가계가 기업가인 경우, F_t : 기업의 이윤

〈부록 5〉 은행을 포함한 이질적 경제주체 모형 개요

1. 가계

가계는 무한 시계(infinitely lived)를 가지며 시점 간 분리 가능한(time-separable) 선호체계를 갖는다. 이들은 소비 c_{it} 로부터 효용을, 노동 l_{it} 로부터 비효용을 얻는다. 가계는 무작위로 노동자(worker) 혹은 자산가(rentier) 상태로 전환된다. 노동자는 경쟁적으로 노동을 공급하며 특이적(idiosyncratic) 소득 위험에 노출된다. 자산가는 기업 및 금융 부문에서 발생하는 이윤의 몫을 수취하나 노동 시장에는 참여하지 않는다. 자산가는 기업의 모든 시점 간(intertemporal) 의사결정을 위험 중립적인 경영자에게 위임한다. 우리는 순지대(pure rents)에 대한 청구권은 자산으로서 거래될 수 없다고 가정한다. 선호는 시점 간 분리 가능하며 다음과 같이 주어진다:

$$U_0 = E_0 \sum_{t=0}^{\infty} \beta^t \left[\frac{c_{it}^{1-\mu}}{1-\mu} - \chi \frac{l_{it}^{1+1/\gamma}}{1+1/\gamma} \right]$$

여기서 $E_s x_{it}$ 는 시점 $s \leq t$ 에 가용한 모든 정보에 조건부인 x_{it} 의 기댓값을 나타낸다. β 는 주관적 할인 인자, $\mu \geq 0$ 는 기간 간 대체 탄력성의 역수, $\chi > 0$ 는 상수, 그리고 $\gamma \geq 0$ 는 노동 공급의 프리쉬 탄력성이다.

각 가계는 매기마다 생산성(h_{it}) 충격(ϵ_{it}^h)에 직면하며 이에 따라 소득 및 자산(유동·비유동)에 대한 이질성이 발생한다.

$$h_{it} = \begin{cases} \exp(\rho_h \log h_{it-1} + \epsilon_{it}^h) & \text{with probability } 1-\zeta \text{ if } h_{it-1} \neq 0 \\ 1 & \text{with probability } \iota \text{ if } h_{it-1} = 0 \\ 0 & \text{else} \end{cases}$$

단, $\epsilon_{it}^h \sim N(0, \sigma_{h,t}^2)$ 을 따르고 가계는 ζ 의 확률로 노동자에서 기업가($h=0$)로 전환되고 기업가는 ι 의 확률로 생산성(h)이 1인 노동자로 전환된다. 충격에 대비한 완전한 보험이 미비된 불완전 시장에서 경제주체는 노동공급 및 유동자산(b)에 대한 저축으로 미래의 불확실성에 대비한다. 가계는 다음과 같은 예산제약 아래서 효용을 극대화한다.

$$c_{it} + b_{it+1} = b_{it} \frac{R_t}{\pi_t} + y_{it} + I_{h_{it}=0} \Pi_t^F$$

단, $y_{it} = (1-\tau^L)(w_t h_{it} l_{it})$

* Π_t^F 는 가계가 기업가($h_{it}=0$)일 때 받는 기업이익, c_{it} 는 소비, b_{it} 는 유동자산 보유량, π_t 는 인플레이션, R_t 는 유동자산의 명목금리, τ^L 은 노동소득세율을 의미

2. 기업

최종재 생산자는 중간재 (Y_t)를 구입하여 차별화(y_{jt})한 후 가격을 경직적으로 설정한다. 가격경직성으로부터 뉴케인지언 필립스곡선이 도출되며 이는 기업이 가격을 신축적으로 조정하는 대신 산출량을 함께 조정하는 현실을 반영한다.

$$\log\left(\frac{\pi_t}{\pi}\right) = \beta E_t \log\left(\frac{\pi_{t+1}}{\pi}\right) + \kappa_Y \left(mc_t - \frac{1}{\mu_t^Y} \right)$$

$$* \pi_t = P_t/P_{t-1}, \quad mc_t = MC_t/P_t \quad (\text{실질 한계비용}), \quad \mu_t^Y = \frac{\eta_t}{\eta_t - 1}$$

중간재 생산자는 노동력 (N_t)과 자본 (K_t)을 이용해 중간재 (Y_t)를 생산한다.

$$Y_t = Z_t N_t^\alpha (u_t K_t)^{(1-\alpha)}$$

$$* Z_t : \text{총요소 생산성}, \quad u_t : \text{설비가동률}$$

자본재 생산자는 자본재 가격 q_t 가 주어진 상태에서 다음을 최대화하는 자본재를 생산한다. 자본재 가격 q_t 는 자본재 공급과 자본재 수요량이 일치하는 수준에서 결정된다.

$$\max_{\{I_t\}} E_0 \sum_{t=0}^{\infty} \beta^t \{ I_t q_t - I_t - \text{cost}_{adj} \cdot q_t \}$$

3. 은행

은행 (z)은 저축가계로부터 예금 ($b_{D,t+1}^z$)을 받고 자신의 순자산 (n_t^z)과 예금을 기업 ($b_{F,t}^z$)과 차입가계 ($b_{L,t+1}^z$)에 대여한다. 은행의 대차대조표 (balance sheet)은 아래와 같다.

$$Q_t b_{F,t}^z + b_{L,t+1}^z = n_t^z + b_{D,t+1}^z$$

Gertler and Karadi (2011)를 따라 은행이 자산의 λ 비율만큼을 전용 (divert)할 수 있다고 가정한다. 은행이 자산을 전용하지 않는 상황만을 고려하기 위해 아래의 제약식이 만족된다고 가정한다.

$$V_t^z \geq \lambda (Q_t b_{F,t}^z + b_{L,t+1}^z)$$

여기서 V_t^z 는 은행의 가치 (value)를 의미한다. ($V_t^z = \max E_t \sum_{i=0}^{\infty} (1-\theta)\theta^i n_{t+i}^z$, θ 는 은행 (z) 생존 확률)

4. 중앙은행 및 정부

중앙은행은 경기변동에 대처하기 위해 테일러 준칙에 따라 금리(R^b)를 조정한다.

$$\text{통화준칙: } \frac{R_{t+1}^b}{R^b} = \left(\frac{\pi_t}{\pi} \right)^{\theta_\pi} \epsilon_t^R$$

* $\theta_\pi \geq 0$: 중앙은행의 인플레이션 반응계수, $\overline{R}^b \geq 0$: 균제상태의 명목이자율

정부는 다음과 같은 준칙에 따라 소비한다.

$$\text{정부소비 준칙: } \frac{G_t}{\overline{G}} = \left(\frac{B_t^G}{\overline{B}^G} \right)^{\gamma_{GB}} \epsilon_t^G$$

* ϵ_t^G 는 정부소비충격, B_t^G 는 정부부채, $\overline{G}(\overline{B}^G)$ 는 균제상태에서의 정부소비(정부부채)

정부부채(B_t^G)는 정부예산제약식을 만족하는 수준에서 다음과 같이 결정된다.

$$B_{t+1}^G = T_t - G_t + \frac{R_t^b B_t^G}{\pi_t}$$

〈부록 6〉 모수 설정(calibration)

본 연구는 양국 간의 제도적, 문화적 차이를 모두 반영하기보다, 예대금리차가 가계 자산 분포에 미치는 순수한 효과를 분리해내기 위해, 가계 선호나 생산 기술 등 여타 파라미터는 양국 간 동일하다고 가정(controlled)하였다. 먼저 기간 간 대체 탄력성(intertemporal elasticity of substitution)은 1로 가정되는데, 이는 Attanasio and Weber(1993)와 같은 가계 소비 연구나 Eichenbaum et al. (1988)와 같은 집계(aggregate) 데이터 연구 등에서 제시된 실증 추정치 범위에 부합하는 값이다. 프리쉬 노동공급 탄력성(Frisch elasticity of labor supply)은 1로 설정하였으며, 이는 거시경제학 문헌에서 표준적으로 사용되는 범위 내의 값이다. 노동 비효율에 대한 가중치인 χ 는 노동 공급량이 1/3이 되도록 설정하였다. 기간 간 할인 인자 β 는 연간 자본-산출 비율이 2.5가 되도록 맞추었다. 이는 여타 모수들과 결합하여 0.986으로 도출된다. 특이적 소득 위험(idiosyncratic income risk)의 경우, Bayer et al. (2019)에 따라 $\rho_h=0.98$ 및 $\sigma_h^2=0.06^2$ 로 가정한다. 기업가와 노동자 간의 전직 확률 또한 동 연구를 따랐다. 기업가가 노동자로 전환될 확률(ι)은 평균적인 기업가 존속 기간이 4년(16분기)이 되도록 1/16로 설정하였으며, 노동자가 기업가로 진입할 확률은 해당 연구에서 미국 경제의 부의 집중도를 맞추기 위해 도출된 값을 차용하여 설정하였다.

노동의 산출 탄력성 α 는 67%로 가정한다. 감가상각률은 분기당 2%로 가정하였으며, 자본조정비용 파라미터 ψ_k 는 총요소생산(TFP) 충격에 대해 산출 대비 투자의 변동성이 3이 되도록 설정하였다. 재화 품목 간 대체 탄력성인 ϵ 는 장기 마크업(long-run mark-up)이 5%가 되도록 설정하였다. 가격 경직성 모수는 평균 계약 기간이 4분기라는 점과 부합하도록 그 값을 정하였다.

반면, 앞서 언급한 식별 전략에 따라 은행가 자본 전용 비율(diversion rate, λ)은 한국과 미국의 명목자산포지션 분포를 모형이 적절히 모사할 수 있도록 국가별로 상이하게 설정하였다. 구체적으로 한국은 0.4, 미국은 0.6으로 설정하였는데, 이는 각국의 명목자산포지션 분포 데이터 〈표 12〉를 가장 잘 설명하는 값으로 도출된 것이다. 이러한 캘리브레이션 결과, 〈표 11〉에서 제시된 바와 같이 실제 데이터상 관측되는 양국 간 이자율 격차(예대금리차 등)를 모형이 정합적으로 재현함을 확인하였다. 한편, 신규 진입 은행에 대한 자산 이전(transfer), 은행생존율은 Gertler and Karadi(2011)를 따라 각각 은행 자산의 0.2%, 97.2%에 해당하는 것으로 가정하였다.

테일러 준칙(Taylor rule)의 인플레이션 계수와 정부소비 준칙의 부채반응계수는 각각 1.5, -0.1이며, 이는 문헌에서 표준적으로 사용되는 값이다. 이러한 정책 반응 계수들은 모형의 동태적 균형(dynamic equilibrium)을 특정하기 위한 것으로, 본문의 분석 대상인 균제상태(steady-state)의 한계 소비성향 도출에는 영향을 미치지 않으나 모형의 완결성을 위해 제시하였다. 중앙은행은 물가 안정을 추구한다고 가정하여 $\bar{\pi}=1$ 로 설정한다. 정부 지출이 부채에 음(-)으로 반응하는 것은 재정 건전성(solvency)을 보장하기 위함이다. 노동소득세율(τ^l)은 정부소비가 생산의 20%가 되도록 설정하였다.

〈표 6-1〉 모수 설정(calibration)

모수 (Parameters)	설명 (Description)	값 (Value)	
		한국	미국
가계			
β	할인 인자	0.986	0.986
χ	노동 비효용 가중치	7	7
μ	상대적 위험 회피도	1	1
γ	프리쉬(Frisch) 노동 공급 탄력성	1	1
ρ_h	소득 충격의 지속성	0.98	0.98
σ_h	소득 충격의 표준편차	0.06	0.06
생산			
α	노동 분배율	0.67	0.67
자본			
ψ_k	자본 조정 비용	6.0	6.0
δ	자본 감가상각률	0.02	0.02
최종재			
κ_Y	필립스 곡선 기울기	0.09	0.09
μ_Y	마크업 (Markup)	0.05	0.05
금융 중개			
λ	자본 전용 비율	0.4	0.6
θ	은행 생존율 (Bank survival ratio)	0.972	0.972
ω	신규 진입 은행가에 대한 이전 지출	0.002	0.002
통화 및 재정 준칙			
θ_π	인플레이션 반응 계수	1.5	1.5
γ_{GB}	부채 반응 계수	-0.1	-0.1

A Comparison of Household Net Nominal Position in Korea and the U.S. and Its Implications*

Seungcheol Lee**

Abstract

This paper analyzes the distribution of Net Nominal Positions (NNP) of households in Korea and the United States and the effects of unexpected inflation shocks. The analysis reveals that in Korea, a majority of households hold positive (+) NNPs, making them highly susceptible to losses from an inflation shock, whereas in the U.S., approximately half of households hold negative (-) positions, indicating a relatively higher likelihood of benefiting from such shocks. This divergence is particularly pronounced among young households (under age 45) and is attributable to structural differences in assets and liabilities: a high proportion of rental security deposits (jeonse) among Korean youth versus a significant share of mortgage and student loan debt among U.S. youth. A simulation using a Heterogeneous Agent model demonstrates that, due to differences in NNPs and the Marginal Propensity to Consume (MPC), the Fisher channel operates asymmetrically; consequently, consumption by Korean households shows negligible change, while consumption by U.S. households may increase slightly. This finding serves as one factor explaining the robust consumption observed in the U.S. following the COVID-19 pandemic. Therefore, an integrated policy approach is needed to facilitate the early accumulation of real assets and expand access to financial and income hedging instruments for young Korean households vulnerable to inflation.

Key Words: Net Nominal Position, Inflation, Household Saving, Wealth Distribution

JEL Classification: E21, E31, D14, D31

Received: Oct. 15, 2025. Revised: Dec. 24, 2025. Accepted: Jan. 7, 2026.

* The views in this paper are the personal opinions of the authors and are not the official views of BOK.

** Senior Economist, Bank of Korea, 39 Namdaemun-ro, Jung-gu, Seoul, Republic of Korea, e-mail: seungcheol.lee@bok.or.kr