

# 부채가계의 포트폴리오

최 원호<sup>\*)</sup>

(한국금융투자자보호재단)

## 국문초록

국내가계는 금융자산보다 실물자산을 많이 보유하고 있어 선진국의 자산보유분포와 다르게 나타났다. 게다가, 부채보유여부에 따라 금융자산과 실물자산의 배분이 다르게 나타났다. 본 논문에서는 이러한 국내 가계의 자산구성과 가계특성의 특징을 바탕으로 2011-2013 가계금융 설문조사자료를 이용하여, 부채가계와 부채가 없는 가계의 포트폴리오 구성을 조사하였으며 다음과 같은 결과를 발견하였다. 첫째, 부채가계는 금융자산과 실물자산을 부채가 없는 가계보다 많이 보유하고 있으며, 특히, 금융자산인 주식, 채권, 보험과 수익증권을 부채가 없는 가계보다 상대적으로 많이 보유하고 있었다. 부동산과 자동차를 포함한 실물자산에서도 부채가계가 더 많이 보유하고 있었고 통계적으로도 유의한 차이를 보였다. 이러한 결과는 부채가계가 자산배분에 있어 부채가 없는 가계보다 적극적이며 일부 자산에 대해서는 공격적인 투자를 한다는 암시를 하고 있다.

둘째, 주요관심변수인 가처분소득은, 부채보유여부와 관련없이, 소득수준이 낮으면 금융자산보유를 감소시키고, 높으면 금융자산보유가 증가시켰다. 반면, 순자산은 부채보유여부에 따라 금융자산에 대한 영향이 다르게 나타났다. 셋째, 가계부채는 예상대로 금융자산의 감소를 초래하였으나 실물자산에 대해서는 반대의 효과를 나타내, 가계부채가 국내가계의 실물자산선호를 강화하고 있다는 증거로 보인다. 과대부채가계에서도 부채가 금융자산보다 실물자산보유를 강화시키는 역할을 하였다. 마지막으로, 세대별로 특징을 보면, 부채가 있는 노년세대나 중년세대는 부채가 없는 동일세대보다 주식을 선호하는 현상이 나타났으며, 또한 청년세대보다 주식선호현상이 더 두드러졌다.

핵심 단어 : 가계부채, 금융자산, 실물자산, 종사자 지위, 세대간 자산분배,

---

\* 저자, 책임 연구원 : 서울특별시 영등포구 국제금융로 6길 38 여의도동 한국화재보험협회빌딩 5층.  
email:wonnho@nate.com; Tel:02-761-5163; Fax:02-761-5166.

## I 서론

국내 가계부채는 외환위기전까지는 가계부채가 200조 안팎이었으나 아시아 외환위기이후부터 20 년동안 꾸준히 증가하여 2017년 현재 1400조를 넘어섰다. 세계적으로도 가계부채는 관심의 대상이다. 2006년 OECD는 Economy Outlook에서 주요국의 가계부채가 급증하고 있으며 원인으로 낮은 이자율과 주택가격 상승으로 인한 모기지잔액의 증가를 들고 있다. 가계부채에 관심을 가지는 이유는 가계부채가 거시적인 측면에서도 국내경제에 커다란 영향을 미칠 것으로 예상되지만, 각 가계의 자산구성에서도 밀접한 영향을 미치고 있기 때문이다(Heaton and Lucas, 2000; Flavin and Yamashita, 2002; Cocco, 2005; Yao and Zhang, 2005; Cetty and Szeidl, 2009; Becker and Shanbani, 2010). 가계부채사용은 소비를 시간적으로 배분하는 기능을 가지고 있어 소비 평활화에 기여할 수 있다. 그러나, 위험자산 투자시 얻을 수 있는 기대 초과수익률을 감소시키거나(Becker and Shanbani, 2010), 금융시장제약으로 작용할 수도 있다(Cocco, 2005; Becker and Shanbani, 2010; 유경원·변혜원, 2012). 또한, 주택담보부 부채의 증가는 주택지분의 증가를 초래하나 동시에 유동자산의 지분을 감소시키기도 한다(Cetty and Szeidl, 2009). Yao and Zhang(2005)은 주택이 소비재이자 금융재인 특성을 가지고 있으므로 이를 감안한 가계가 편익의 크기에 따라 투자구성비율( 실물자산 대 금융자산)을 달리한다고 주장하였다. 이처럼 기존연구들을 보면, 부채가 금융자산뿐만 아니라 실물자산에도 영향을 미치고 있다는 논리가 명확하다. 그럼에도 불구하고 금융자산과 실물자산에 부채가 동시에 어떤 영향을 미치고 있는지 실증적으로 분석한 연구가 없다. 특히, 국내가계는 금융자산보다 실물자산보유가 3대 7로 외국 가계의 자산구성비보다 상당히 다르다. 이러한 자산구성의 특성을 고려하면, 다른 국가의 자산구성에 미치는 요인과 영향이 다를 것으로 추측된다. 부채의 증가와 더불어 파생되고 있는 문제는 원금상환과 이자이다. 국내가계의 부채는 달마다 이자만 내고 만기에 원금을 상환하는 만기일시상환구조를 가지고 있어 부채의 역할이 소비와 자산형성에 중요한 영향을 미칠 것으로 예상된다.

국내가계의 자산구성에 미치는 요인을 시기적으로 분석해 보면 어떤 요인이 주요한지를 가늠할 수 있다. 자산변화에 대한 연구는 외환위기전부터 외환위기까지(1993년~1998년), 외환위기이후에서 세계금융위기(2008년까지) 그리고 그 이후로 연구로 구분할 수 있다. 김경아(2007)는 한국 노동패널조사 자료를 이용하여 1999년부터 2005년까지 외환위기이후 국내 가계의 금융자산선택에 미치는 주요요인이 무엇인가를 분석하였다. 가계의 소득위험, 부동산 자산보유비율, 가구주 연령등이 안전금융자산보유에 결정적인 영향을 미친다고 주장하였다. 최지은·정순화·여운경(2005)은 2000년 가계소비실태조사 설문자료를 이용하여 고자산 계층은 위험자산인 유가증권과 저축 및 신탁에 더 비중있는 투자를 하고 저자산 계층은 요구불예금과 저축성보험에 비중을 높게 두고 있다는 결과를 보고 하였다. 외환위기 전에는 이민원(1999), 이 우현(2001a, 2001b), 신관호·주현(2002), 임경복(2002)의 연구가 있다. 이민원은 1993년부터 1996년까지의 한국가구패널조사 자료를 이용하여 가계의 소득불확실성에 따른 예비적 저축행위를 분석했다. 신관원, 주원도 유사한 결과를 제시하였다. 이 우현도 동일한 자료를 이용하여 국내가계의 예비적 저축행위모형 및 소비

습관모형을 검증하였으며 후자를 지지하는 결과를 제시하였다. 임경목은 동일한 패널자료를 이용하여 봉급생활자 가구가 자영업자보다 주식을 더 보유하고 있는 결과를 제시하였다. 세계금융위기 이후로는 최원호(2013)가 소득계층에 따라 부채가 금융자산보유에 미치는 영향이 다르다는 결과를 찾았고, 백은영·성영애(2012)와 김경아(2011)는 소득, 자산, 대출목적이 부채의 결정요인이라고 주장하였다. 또 최원호(2016)는 부채가 금융시장참여를 저해시키는 가장 큰 요인이라고 주장하였으나 소득과 실물자산이 보유가 이러한 저해요인을 충분히 상쇄시키고도 남아 다른 요인을 추가적으로 고려해 봐야 한다고 주장했다.

전통적으로 미래의 소득위험이 가계의 예비적 부의 축적을 발생시킨다고 보는 시각이 강했다.(Kimball, 1990). Guiso, et al.(1996)는 1989년 Survey of Household Income and Wealth 자료를 이용하여 횡단면 분석을 수행했으며 소득위험과 차입계약이 이탈리아 가계의 포트폴리오 구성에 영향을 미친다는 결과를 제시하였다. 즉 이 두 요인이 위험자산인 주식보유보다 안전자산의 보유를 늘리게 하는 요인이라고 주장하였다. Guiso and Jappelli(2002)는 동일한 자료를 이용하여 1989년부터 1995년까지 이탈리아 가계의 포트폴리오가 어떻게 변화하였는가를 보여주었다. 부채이외에도 총자산 또는 순자산의 크기는 증권소유에 영향을 미치고 있다(Campbell,2006; Becker and Shabani,2010; 여윤경·주소연, 2009). Weagley and Gannon(1991)은 자산수준이 증가할수록 위험자산이 증가한다고 보고했다. Becker and Shabani(2010)는 주식과 채권에 순자산이 양의 영향을 미친다는 결과를 발견했고 국내에서도 여윤경·주소연(2009)은 위험자산과 투자 부동산에 유의한 영향을 미쳐 가계의 자산배분에 결정적인 요인임을 밝혔다. Cox et al.(2002)는 부채를 가장 많이 보유한 가계가 소득과 순자산이 높고 또한 주택자산의 보유비중도 크다고 주장하였다. 주택을 소유하지 못한 가구는 주식같은 위험자산보다는 안전자산을 선호하는 현상을 보여 주택보유여부에 따라 자산선택에 차이가 있다는 결과를 제시한다.(Cocco,2005; Flavin and Yamashita, 2002; Kullman and Siegel, 2005). 그러나, 본 연구에서는 오히려 주택을 보유하지 않는 세대주가 위험자산을 선호하는 결과를 보였다. 이는 세계금융위기이후 저금리 기조 속에 투자자의 위험성향이 투자자의 배경위험(background risk)에 따라 변했다는 걸 암시하는 증거이다.

이 논문에서는 증가하고 있는 부채보유여부와 금융자산과 실물자산 간에 초점을 맞추어 분석했다. 특히, 부채가계와 부채가 없는 가계의 포트폴리오 구성과 차이점을 분석하고 소득과 순자산이 외에도 부채와 원금상환 및 이자가 포트폴리오 구성의 차이를 유발하는지 확인하는 데 초점을 맞췄다. 부채가계의 포트폴리오에 관심을 갖는 이유는, 부채가 실물자산과 금융자산의 투자배분에 동시에 영향을 미칠 것으로 판단되기 때문이다(Davis, Kubler and Willen, 2006; Chetty and Szeidl, 2009; Becker and Shabani, 2010). Chetty and Szeidl(2009)은 주택담보부 부채의 증가는 유동자산의 지분을 상당히 감소시키나 주택자산의 증가는 주식소유지분을 증가시킨다고 주장했다. 반면, 주택담보부 부채의 사용은 주식보유와 밀접한 관계를 가지고 있거나(Heaton and Lucas, 2000) 최적 포트폴리오를 증가시킨다고 주장했다(Flaving and Yamashita, 2002). 투자관점에서 보면, 부채가계와 부채가 없는 가계의 재정적 목표가 다를 수 있으므로, 각 가계가 선택하

는 자산의 종류와 투자금액도 달라질 것이다. 투자자의 투자위험성향측면에서 보면, 위험에 대한 가계의 선호는 순자산 수준뿐만 아니라 과거 투자경험, 현재소득수준, 은퇴시기에 따라 다르며, 순자산이 동일하더라도 가계 특성에 따라 차이를 보일 수 있다. 가령, 주택구입을 위해서는 청약 예금의 은행저축을 선택하고, 노후대비를 위해서는 연금형태의 보험을, 자산 증식을 위해서는 부동산, 주식, 채권 등에 투자자산을 선택할 수 있다(정운영, 2008).

부채가계가 부채가 없는 가계에 비하여 갖는 특징은, 부채가계는 부채를 이용시, 부채상환과 이자비용을 고려하여 투자자산의 수익률과 비교해야 하므로, 자산을 선택하거나 배분시 추가적인 제약을 받게 된다. 따라서 부채가 없는 가계에 비하여 구조적으로 의사결정과정수 밖에 없다. 예를 들면, Becker and Shabani (2010)는 가계부채의 높은 이자율은 위험자산 투자에 따른 기대 초과수익률을 감소시키고, 자본시장참가에 따른 이익을 감소시킨다고 보았다. 이론적으로도, 부채는 주택 레버리지 때문에 주택보유에 얽매어 있는 젊은 세대주에게 금융시장참가에 제약으로 작용하게 된다(Cocco, 2005). 하지만, 부채가계가 부채가 없는 가계보다 위험회피정도가 낮다면, 위험자산을 선택하여 포트폴리오의 구성에 변화를 줄 수도 있다. 가령, 담보대출이 금융자산투자 자본으로 이용된다면, 특정자산을 보유하여 높은 기대수익률을 추구할 유인이 존재한다. Yao and Zhang(2005)은 실물자산에서 큰 비중을 차지하는 주택이 서비스 성격인 소비재와 금융적 성격인 투자자산의 특성을 동시에 갖고 있는 것으로 보았다. 가계에게 어느 한쪽의 편익이 크느냐에 따라, 금융자산과 실물자산의 투자구성비율이 다르다는 논리를 시뮬레이션을 통해 보여 주었다. 지금까지의 연구를 보면, 가계부채가 포트폴리오 구성에 어떻게 영향을 미치는가에 초점을 맞추어 왔다. 그러나, 대부분 금융자산으로 구성된 포트폴리오를 대상으로 했을 뿐이고, 실물자산을 포함한 포트폴리오에 대한 분석은 미흡한 실정이다. 국내가계의 포트폴리오에서 부동산이 차지하는 비중을 고려하면, 금융자산만을 대상으로 분석할 경우 상당한 제한적인 결과를 얻을 수 밖에 없고, 따라서, 가계의 포트폴리오 특성을 일반화하기 어렵다는 한계에 직면하게 된다. 이러한 한계점에 착안하여 이 연구는 금융자산뿐만 아니라 실물자산을 포함한 가계의 포트폴리오를 대상으로 분석했으며, 가계부채여부에 따른 포트폴리오 구성비의 차이를 파악하고 포트폴리오 구성의 차이를 유발하는 요인을 밝혀내는데 연구의 목적이 있다.

논문의 구성은 다음과 같다. II에서는 부채가계와 부채가 없는 가계의 여유자금의 운용방법 및 부채가계의 대출방법, 가계부채가 생계비에서 차지하는 비중과 부담정도를 요약·기술하였다. III에서는 부채가계와 부채가 없는 가계의 금융자산과 실물자산의 분포를 세대별, 종사상 지위별로 나타내었다. IV에서는 부채가 없는 가계의 자산선택에 영향을 미치는 요인을 분석하였고, V에서는 부채가계를 대상으로 분석하여 금융자산과 실물자산보유에 가계재무변수가 어떻게 영향을 미치는지 알아보았다. VI에서는 부채가계표본으로부터 과다한 부채가계를 추출하여 동일한 분석을 시행하여 과대부채가계의 특성이 어떻게 나타나는지 부채가계와 비교해 보았다. VII에서는 요약과 시사점을 제시하였다.

## II 금융자산 선택에 관한 부채가계의 선호와 행동

통계청에서는 가계단위의 금융자산조사 자료를 2011년부터 조사하여 매년 마이크로 데이터 서비스 시스템을 통하여 제공하고 있다. 대략 20,000여 가계를 방문, 조사하며 그 중 절반가량의 표본을 제공하고 있다. 가계금융조사 자료는 가계수준의 인구통계학적 변수-가계수, 직업, 실업여부, 결혼여부, 교육수준, 나이-등을 제공하고, 금융자산을 투자하는 이유, 선호하는 자산운영 방법, 고려사항등과 함께 가계대출의 출처 및 금액, 사용목적까지도 알 수 있다. 자산 및 부채의 구성과 운용, 부채에 대한 인식, 가계지출 등을 조사하여 가계의 경제활동 및 투자자산보유 상황을 유추할 있어, 가계의 자산보유와 부채이용에 대한 인식이, 실제 금융자산 투자의사결정과 어떤 관계를 갖는지 분석할 수 있다. 특히, 이 자료는 기존의 총량적인 수준이 아닌 개별가계의 자산과 부채를 나타내는 실질 자료라는 측면에서 그 사용가치가 전혀 다르다. 여기에는 금융자산뿐만 아니라 실물자산도 포함되어 있고 각 자산의 유형이 세부적으로 나누어져 있어 연구자가 미시적 수준에서 분석할 수 있게 되어 있다. 총계자료는 가계수준 자료에 비하여 경제환경변화에 가계가 어떻게 반응하는지를 측정할 수 없고(Leece, 1995), 어떤 자산이나 부채를 가계가 가장 선호하는지 또는 보유하고 있는지를 나타내지 못한다(Cox et al., 2002). 이 자료가 가치 있는 이유 중 하나는 국내 가계의 자산구성이 기존연구에서 공표된 다른 나라의 가계 자산 구성과 다른 특징을 가지고 있기 때문이다. 구체적으로 독일이나 영국, 아메리카 합중국등은 금융자산 대 실물자산이 3 대 7 정도인데 국내가계는 그 반대의 비율로 가계의 자산을 구성하고 있다(최원호, 2013, 2016). 따라서, 가계의 자산구성에 가계의 특성변수가 자산구성에 어떻게 영향을 미치는지 분석하는게 경제적으로 의미가 있고 기존연구결과와 비교함으로써 차이를 일으키는 요인을 찾아내고 그 결과를 도출하여 새로운 정책적 시사점을 얻을 수 있다는 점에서 매우 가치있다고 판단된다.

그림 1은 부채가구가 어떤 목적으로 대출했는지를 나타낸다. 각 막대그래프의 꼭지값은 최대값을 나타내며, 꼬리값은 평균값을 나타낸다. 그림 1을 보면, 부채가계의 담보대출 평균값은 4억 3천 5백 5십만원이다. 최대값은 26억이어서 가계대출금의 평균이 상향화되는데 영향을 미쳤음을 알 수 있다. 그 중 거주주택 위한 대출이 평균 16백 여만원으로 대출용도의 최상위를 차지하고 있고, 부동산을 구입하기 위한 대출금액은 평균 천여만원으로 나타났다. 금융자산투자를 위한 대출은 평균적으로 18만원이나, 최대값은 1억 7 천만원이어서 가계 간에 편차가 크다는 걸 알 수 있다.

<그림 1> 담보대출용도

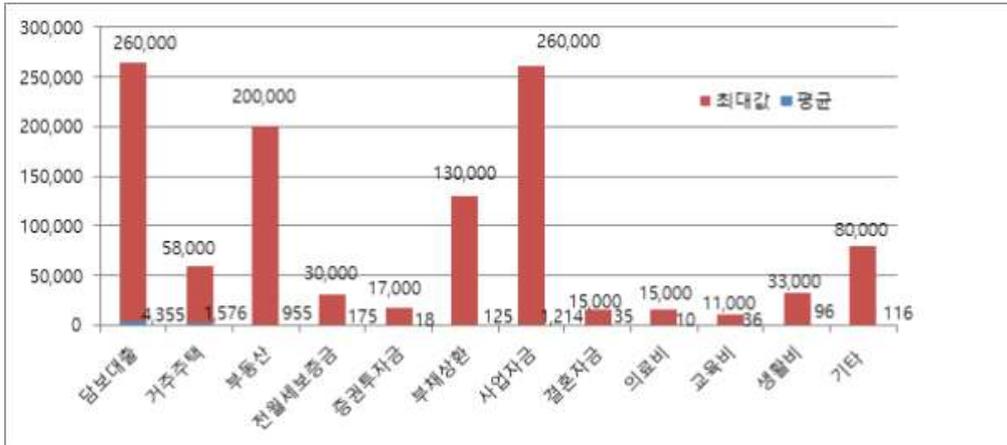
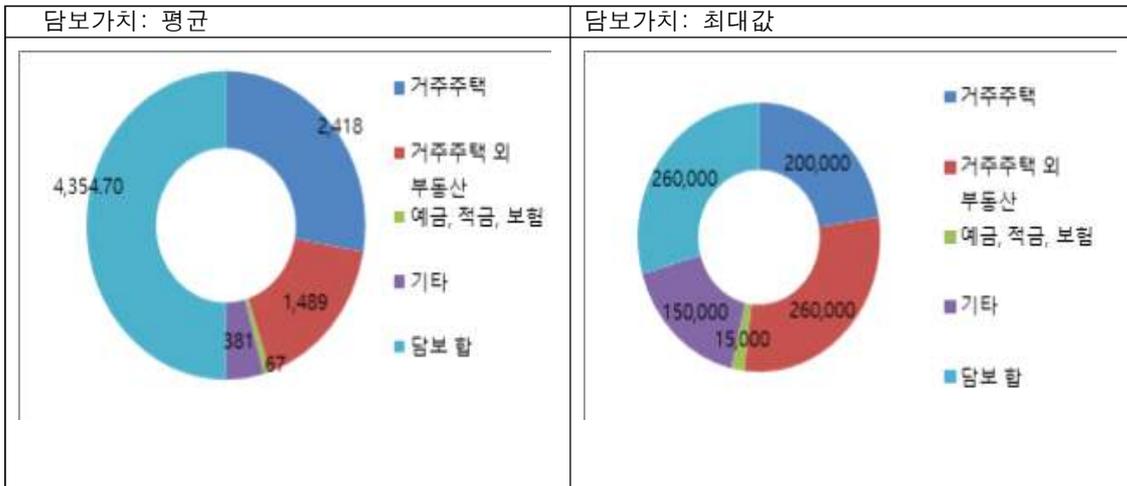


그림 2는 부채가구가 대출을 했을 경우, 담보형태별에 따른 담보물의 가치를 나타낸다. 거주주택과 부동산 담보의 경우가 다른 담보 경우보다 담보가치가 매우 높게 나타난다. 이는 금융자산보다 특정 실물투자자산을 많이 보유하고 있다는 사실을 반영하고 있다. 그림 3은 부채가계의 금융부채별로 나타낸 원금상환액(앞 그래프) 및 지급이자(뒤 그래프)이다. 그림 3에서

<그림 2> 담보형태별 담보가치

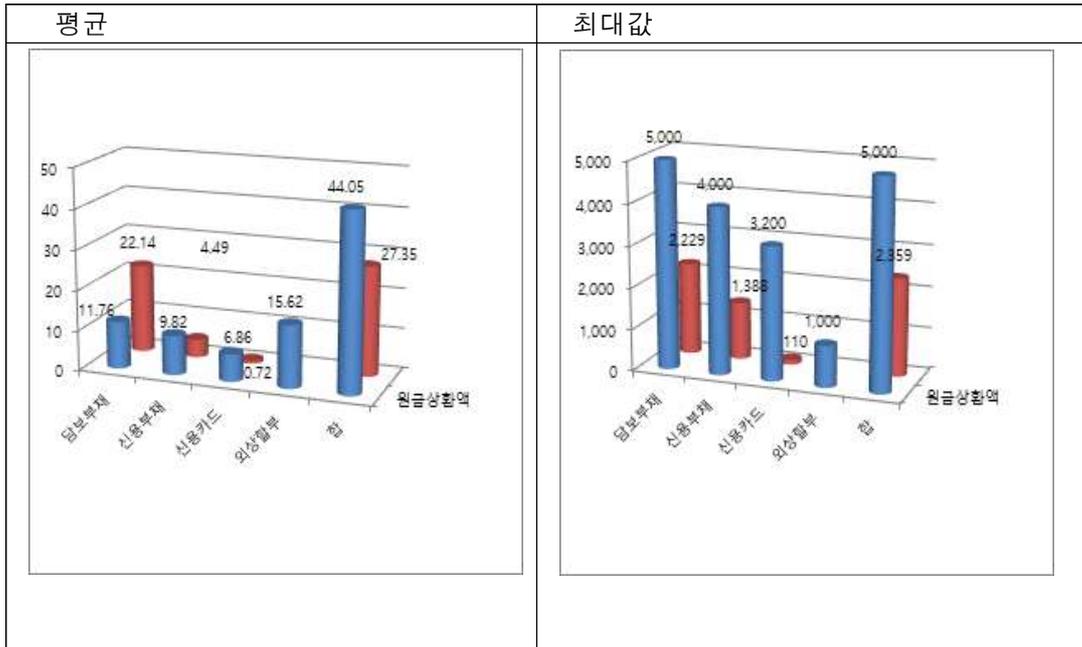
단위: 10,000 원



는 부채가계의 원금상환액 및 지급이자의 극단치와 평균값의 분포를 대출유형별로 표시하고 있다. 왼쪽 그림은 지급이자와 원금상환액의 평균값을 나타내고 오른쪽 그림은 최대값을 나타내고 있다. 왼쪽 그림을 보면, 전체 부채가계의 월평균상환액은 44만원이고 월평균지급이자는 27만원 정도임을 알 수 있다. 특이한 현상은 담보부채의 월평균 원금상환액이 약 12만원인데 담보부채의 지급이자가 월평균 22만원으로 원금상환액보다 더 많다는 점이다. 이는 원리금상환구조에 따른 지급방식때문이다. 담보부채의 지급이자가 2 천만원이 넘는 가계도 존재한다. 원금상환액에서 차지하는 구성요소 중에서 외상할부금액이 35.45%로 가장 높고, 그 다음으로 담보부채가 26.7%를 차지하고 있다. 반면, 지급이자에서는 담보부채의 지급이자가 약 81%로 가장 높게 나타났다. 이

<그림 3> 금융부채의 원금상환액 및 지급이자

단위: 10,000 원



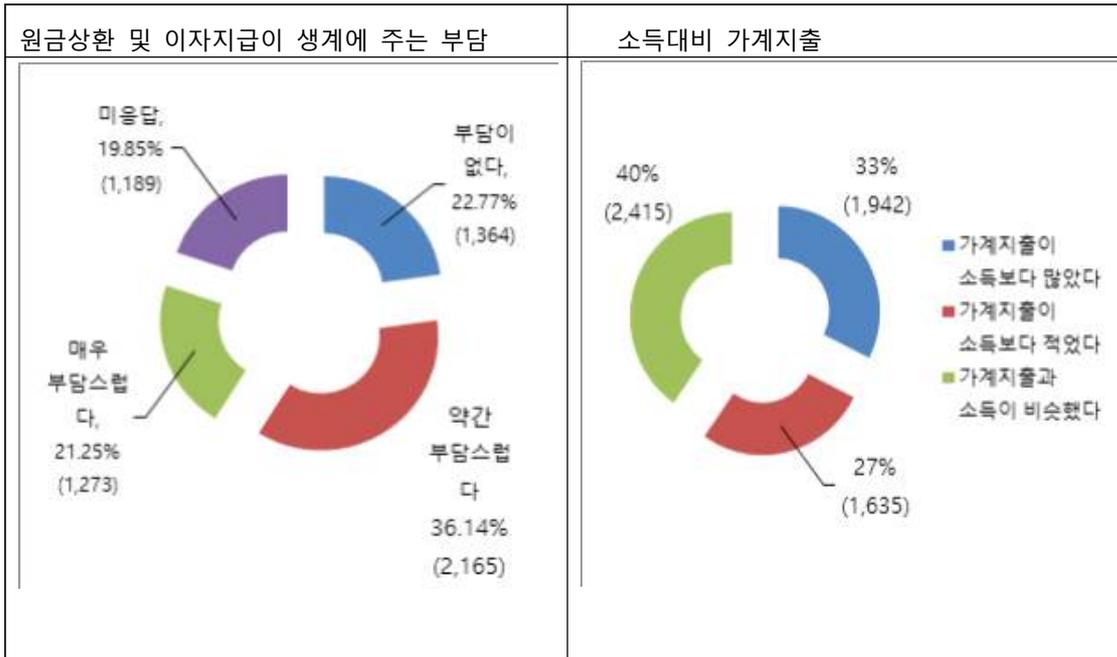
는 앞에서 말한 원리금상환 구조와 연관이 있는 것으로 추정된다. 평균적으로 지급이자가 원금상환에서 차지하는 비중이 60%가 넘어, 과도한 대출금액 또는 고금리 이자를 지급하는 가계가 적지 않은 것으로 판단된다. 지급이자율의 평균은 22.26%이고 중앙값은 20% 이어서, 채권수익률<sup>1)</sup>이나 정기예금금리<sup>2)</sup>를 고려하면 상당히 높은 수치이다. 그림 4는 가계가 부채의 원금상환 및 이자지급이 생계에 얼마나 부담을 주는지를 나타낸다. 왼쪽 파이차트는 부채가구의 원금상환 및 이자지급이 생계에 얼마나 부담을 주는지를 나타내고, 오른쪽 차트는 부채가구의 소득대비 가계지출비중이 어느 정도인지를 나타낸다. 퍼센트 옆에 있는 괄호의 숫자는 응답가구수를 나타낸다. 그림 4에서 보면, 원금상환 및 이자지급이 생계에 부담을 준다고 답한 가계가 3,438가계로 부채가계 중에 57.39%를 차지했다. 일반적으로 자영업자는 임금근로자에 비해 부채규모가 크고 원리금상환부담비율(DSR)이 높으며, 부채를 보유한 중소득 자영업자도 증가 추세를 보이고 있다<sup>3)</sup>. 한편, 가계가 심리적으로 부담을 느끼는 대출이자율을 조사해보니, 5%~50%사이로 응답범위가 넓다. 원금상환 및 이자부담으로 가계지출을 줄이고 있다고 응답한 가계도 2,627가계나 되며, 부채가계에서 43.85%를 차지하고 있다. 또한 이중에서, 부채를 갚을 의지를 표방한 가계가 74.52%나 된다. 그러나, 소득이 증가하거나 부채이자율이 감소하지 않는 상황에서 경기침체나 고용불안정이 계속될 경우를 가정하면, 부채상환이 가계의 의지만큼 실행할 수 있을지는 생각해 봐야 된다.

1) CD 유통수익률: 2.67%(2010); 잔존만기 1년 (평균) 국고채 수익률: 2.95%; 회사채 장외 AA-등급 4.66% ;출처: 통계청 국가통계포털 KOSIS.

2) 2010년 최대 7%. 2%~4%사이의 금리가 74% 차지. 출처: 통계청 국가통계포털 KOSIS.

3) 2013년 한국은행 금융안전보고서에 의하면, 2011년 이후 금융기관의 리스크관리 강화가 중·저신용자에게 집중됨에 따라 중·저신용계층인 자영업자의 채무부담이 증가하고 있다고 보고하고 있다.

<그림 4> 원금상환 및 이자지급이 생계에 주는 부담



### III. 부채가계의 포트폴리오구성과 제약

가계는 자산배분시 가계의 특성을 고려해야 하고 또한 여러 제약하에서 투자목표를 설정해야 한다. 한편, 부채가계는 부채가 없는 가계의 자산선택과는 다른 이유가 있다. 먼저 원금 및 이자상환의 부담이 금융자산 및 실물자산 투자시 수익률 제약으로 작용하기 때문에, 기대되는 투자수익률이 이자상환 또는 지급이자율보다 높아야 한다. 만약 금융시장에서 제공하는 이자율보다 수익률이 높지 않을 것으로 기대한다면 참가할 이유가 없다. 둘째, 부채가계는 이자지급 이후의 기대수익률이 금융시장에서 관찰되는 초과수익률은 넘어야 한다. 특히, 변동금리를 부담하고 있는 부채가계로써는 이자율의 변화에 상당히 민감할 수 밖에 없다. 셋째, 위험자산 투자에 대한 가계의 선호는 총자산 수준뿐만 아니라 과거 투자경험, 현재소득수준, 은퇴시기에 따라 다르며, 총자산이 동일하더라도 가계 특성-실업여부, 연령, 종사상 지위, 부양 가족, 소득수준 등-에 따라 차이를 나타낼 수 있다. 특히, 국내가계는 실물자산에 대한 선호가 다른 국가보다 강해 금융자산보다 보유비중이 높다. 2012년 기준으로 실물자산 대비 금융자산 보유비중이 75.1% 대 24.9%로 다른 나라들의 비중에 비해 상당히 높다<sup>4)</sup>.

4) 다른 나라의 경우 총자산에서 금융자산이 차지하는 비중을 보면, 2001년도에 USA는 42%, 1995년도에 영국은 55.1%, 1998년도에 독일과 네델란드는 각각 28%, 와 27.6%로 이 나라들은 국내보다 2~4배 정도 높은 편이다. 김경아(2007), 표 2 참조. 한국은 2005년 당시 14.2%였으나, 2008년 금융위기 이후부터는, 금융자산 비중을 높여와 2010년에는 21.4%, 2011년에는 23.2%, 2012년도에는 24.9%로 증가하는 추세를 보이고 있다. 2010년, 2011년 가계금융조사 결과 보도자료, 2012 가계금융 복지조사 보고서.

### III.1 세대별 금융자산과 실물자산의 분포

표 1의 패널 A는 2010년도 세대별 금융자산보유현황을 보여주고 있다. 10대에서 30대까지 청년세대이고 노년은 60대 이상에서 90대까지, 중년은 40대에서 60대 미만으로 구분했다. 금융자산은 현금, 수익증권, 주식, 채권, 보험등을 포함하고 있으며, 실물자산은 부동산, 자동차, 기타자산을 포함하고 있다. 중년층(40대~60대)은 금융자산을 평균적으로 7천 8백만원을 보유하고 있으며, 청년층(10대~30대)은 6천 2백만원을 보유하고 있어 중년층과의 차이가 16 백만원이다. 반면, 노년층과 중년층의 금융자산보유의 차이는 3천 5백만원 이상으로 청년층과 중년층의 차이보다 2배 이상으로 높다. 평균적으로 중년층은 주식을 6백만원 정도 보유하고 있고, 노년층은 3백만원, 청년층은 2백 4십만원 가량보유하고 있다. 여기서 나타난 주식보유패턴은 Bodie et al.(1992)와 Bodie and Crane(1997)의 견해와 일관성을 보인다. 수익증권도 중년층이 평균적으로 많이 보유하고 있으며, 상대적으로 청년층이나 노년층은 보유금액이 적다. 그러나, 채권에 대한 수요는 모든 세대에서 낮게 나타났다. 수익증권, 주식, 채권을 보유한 가계가전체표본에서 절반을 넘지 않아, 대부분 가계가 위험한 금융자산에 대한 수요가 생각보다 높지 않다는 사실을 보여주고 있다. 순자산은 총자산에서 총부채를 뺀 값이다. Flavin and Yamashita(2002)의 결과에서는, 청년세대가 9%이고 장년층은 60%가 이 비율을 보이고 있어, U.S.A.의 세대들과 비교해 보면, 상당한 격차를 보이고 있다. Hoden and Van Derhei(2003)가 제시한 노년세대나 낮은 봉급근로자가 보수적인 자산배분을 보인다는 결과를 보더라도 그렇게 크지 않은 비중이다<sup>5)</sup>. 한편, 실물자산의 세대별 분포를 보면 금융자산의 경우보다 두드러진 차이를 나타낸다. 중년세대의 실물자산 중앙값은 1억 6천만원이고 청년세대는 8천 7백만원, 그리고 노년세대는 1억 2천만원으로 그 보유금액 차이가 크다. 중년 또는 노년세대는 청년세대보다 평균적으로도 높은 실물자산을 보유하고 있다. 또한, 중년세대와 노년세대의 부동산의 중앙값인 보유금액을 보면 1억 3천만원과 1억 2백만원으로 청년세대의 0값과 극명한 대조를 보이고 있다. 순자산 대비 주식보유금액을 보면 모든 세대가 2%미만의 낮은 수치를 보이고 있다. 표 1의 패널 A를 보면, 전체가계노년세대의 순자산에서 현금, 주식, 채권이 차지하는 비중은 각각 2.07%, 1.06%, 0.023%로, 전체 표본 수준에서는 상대적으로 적은 비중을 나타낸다. 중년세대에서도 약 2.77%, 2%, 0.07%를 각각 나타내고 있다. 표 1의 패널 B와 C는 부채가계와 부채가 없는 가계의 금융자산과 실물자산의 분포를 나타내고 있다. 두 가계표본의 포트폴리오 구성의 차이를 조사하기 위해 t 검정을 실시했다<sup>6)</sup>. 부채가계의 금융자산은 7 천여만원이고 부채가 없는 가계의 금융자산은 5천 4백만원으로 1% 유의수준에서 통계적으로 두드러진 차이를 보였다. 이 중에서 보험이 금융자산에서 차지하는 비중이 가장크며 부채보유와 관련없이 모든 세대에서도 동일한 현상이 나타나고 있다. 세대별로도 중년세대는 10% 유의수준에서, 노년세대는 1% 유의수준에서 두 가계집단의 차이를 보여, 모든 세대의 부채가계가 더 많은 금융자산보유를 보유하고 있다는 사실을 보여주고 있다.

5) 구체적인 자산배분의 실례로써 EBRI/ICI 402(k) DB의 자산배분을 보면 분석한 연금의 자산배분은 지분펀드가 45%, 채권과 MMF에 23%, 회사주식에 16%로 나타났다.

6) Satterthwaite의 t 값을 나타낸다. 두 가구가 동일한 모집단에서 추출되었다는 가정하에 F 검정을 시행했으나 현금을 제외한 모든 자산에서 1% 유의수준에서 기각되어, 현금은 동분산 가정하에서 나머지 변수는 이분산 가정하에서 t값을 계산하였다.

<표 1> 세대별 실물자산 및 금융자산의 분포

패널 A :전체가계

단위: 가계, 10,000 원

	순자산	총부채	금융자산	현금	수익증권		주식	채권	보험	실물자산	부동산	자동차	기타
					펀드형 적립식	펀드형 예치금							
중양값													
40대 미만(2,482)	8,722	500	3,457	180	0	0	0	0	600	8,722	0	400	0
40대이상~60 대미만(4,689)	16,008	1,270	3,865	230	0	0	0	0	960	16,008	13,000	400	0
60대 이상(2,829)	11,977	0	1,095	150	0	0	0	0	0	11,977	10,200	0	0
전체	12,181	500	2,938.5	200	0	0	0	0	456	10,000	9,500	200	0
평균													
40대 미만	14,941	3,480.23	6,225.65	536.33	168.19	105.18	243.68	1.56	1,146.89	12196.1	11,354.3	680.36	161.44
40대이상~6 0대미만	30,157	6,324.83	7,837.81	834.97	196.89	337.76	599.68	21.09	1,876.46	28644.4	27,510.1	809.67	324.72
60대 이상	29,603	3,472.37	4,272.01	613.03	57.88	268.11	314.35	6.89	506.89	28803.3	28,219.7	319.00	264.54
전체	25,828	4,737.88	6,386.99	690.29	149.69	254.28	421.34	11.72	1,288.96	24,179.2	23,280.9	635.40	262.92

패널 B : 부채가구

단위: 가구, 10,000원

	순자산	총부채	금융자산	현금	수익증권		주식	채권	보험	실물자산	부동산	자동차	기타
					펀드형 적립식	펀드형 예치금							
중양값													
40대 미만 (1,584)	9,716	2,500	3,602	180	0	0	0	0	780	7,186	6,200	500	15
40대 이상~60대 미만 (3,250)	17,532	3,530	3,900	230	0	0	0	0	1,160	17,600	16,900	500	9
60대 이상 (1,157)	20,047	3,000	1,670	200	0	0	0	0	0	21,805	21,300	30	0
전체 (5,991)	14,883	3,000	3,410	200	0	0	0	0	788	15,000	14,000	400	0
평균													
30대이하	16,199	5,425	6,363	506	168	100	260	1.859	1,299	15,261	14,298	78	177
40대 이상~60대 미만	32,677	9,109	8,066	859	215	362	584	19	2,036	33,720	32,448	892	380
60대 이상	43,502	8,490	5,347	667	80	481	431	14	828	46,646	45,708	507	430
전체	29,930	7,908	7,041	718	175	308	459	13	1,586	30,797	29,680	786	330

패널 C : 부채가 없는 가구

단위: 가구, 10,000원

	순자산	금융자산	현금	수익증권		주식	채권	보험	실물자산	부동산	자동차	기타
				펀드형 적립식	펀드형 예치금							
중앙값												
40대미만 (898)	6500	3,150	180	0	0	0	0	288	592	0	150	0
40대 이상~60대미만 (1,439)	12737	3,720	239	0	0	0	0	606	6,531	6,000	200	0
60대 이상 (1,672)	7663	800	120	0	0	0	0	0	5,300	5,100	0	0
전체 (4,009)	8,619	2,200	180	0	15	0	0	15	3,450	3,000	0	0
평균												
30대이하	12,690 [3.74]***	5,978 [1.11]	590 [1.36]	168 [0.16]	114 [0.01]	213 [0.21]	1,017 [0.43]	873 [8.07]***	6,711 [9.85]***	6,085 [9.61]***	493 [8.37]***	132
40대 이상~60대미만	24,434 [5.97]***	7,317 [1.80]*	778 [1.15]	155 [1.35]	281 [0.99]	634 [0.19]	24,520 [0.22]	1,513 [5.32]***	17,116 [12.92]***	16,295 [12.92]***	622 [7.48]***	198
60대 이상	19,984 [7.05]***	3,528 [4.01]***	575 [1.16]	42 [1.38]	120 [1.77]*	233 [1.33]	1,794 [1.30]	284 [7.75]***	16,456 [8.94]***	16,118.1 0 [8.87]***	188 [10.35]***	149
전체	19,698 [9.73]***	5,409 [6.98]***	647 [1.56]	111 [2.94]***	173 [2.54]**	364 [1.27]	9,28 [0.41]	843 [15.71]***	14,289 [15.96]***	13,718 [15.67]***	409 [18.96]***	162

[ ]값은 부채가구와 부채가 없는 가구의 차이를 검정하기 위한 위한 Satterthwaite의 t 값을 나타낸다. 두 가구가 동일한 모집단에서 추출되었다는 가정하에 F 검정을 시행했으나 모두 1% 유의 수준에서 기각되어 이분산 가정하에서 t값을 계산하였다. . \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 통계적 유의수준을 의미한다.

### III.2 종사상 지위별 금융자산과 실물자산의 분포

표 2는 2010년도 종사상 지위에 따른 금융자산과 실물자산의 분포를 나타낸다. 근로자는 상용 임금근로자와 임시,일용임금근로자를 포함하고, 자영업자는 고용원이 있는 자영업자와 고용원이 없는 자영업자를 포함한다. 기타종사자는 보험설계, 대리운전, 택배기사등을 포함한다. 패널 A에서 자영업자와 근로자의 금융자산과 실물자산보유를 비교해 보면, 평균적으로 자영업자가 근로자보다 많이 보유하고 있다. 자영업자는 7천 4백만원의 금융자산을 보유하고 있으나, 근로자는 6천 7백만원을 보유하고 있어 7백만원 정도 차이를 보이고 있다. 부동산의 경우를 보면, 자영업자의 부동산은 평균적으로 3억 6천만원 이상으로 근로자의 보유액보다 2배 이상이다. 그리고, 주요관심변수인 부채를 보면, 자영업자의 부채의 중앙값은 1천 5백만원이고 근로자의 중앙값은 5백만원으로 3배나 높다. 패널 B와 패널 C는 자산분포를 부채보유여부를 구분해서 조사해 보면, 부채가계의 근로자나 자영업자는 부채없는 가계의 같은 종사자보다 순자산, 금융자산, 실물자산을 보다 많이 보유하고 있다는 사실을 알 수 있다. 통계적으로도 1% 유의수준에서 두드러진다. 세대별에서 보험이 금융자산에서 차지하는 비중이 높은 것처럼 종사상 지위별에서도 보험이 금융자산에서 차지하는 비중이 매우 높다. 이 결과가 시사하는 바는 절반이상의 가계가 보장성자산을 주식, 채권, 수익증권과 같은 위험자산보다 선호한다는 의미이다. 다르게 해석하면, 분산투자를 하지만, 미래에 대한 불확실성을 헤지하는데 더 초점을 두어, 포트폴리오를 구성하고 있다고 볼 수 있다. 다른 한편으로는 부동산 투자로 인한 위험을 상쇄하기 위한 수단으로 주식보다는 보험을 선택한 것으로도 해석할 수 있다. 주식보유현황을 보면, 전체가계표본에서 근로자가 평균적으로 약 452만원을 보유하고 있고, 자영업자는 약 441만원 보유하고 있어, 근로자가 자영업자보다 약간 높게 주식을 보유하고 있다. 가계부채 보유여부로 보면, 부채가계의 근로자는 평균적으로 약 431만원을 보유하고 있으나 자영업자는 510만원을 보유하고 있다. 이를 금융자산에서 차지하는 비율로 계산하면 각각 6.59%와 6.42%로, 근소하게 근로자의 보유비중이 높다. 또한, 부채가 없는 가계에서도 근로자가 금융자산에서 차지하는 보유비중도 6.91%로 자영업자의 4.57%보다 2.3%이상 높다. 하지만, 부채가계의 근로자의 주식보유와 부채가 없는 가계의 주식보유에는 통계적으로 유의한 차이를 보이고 있지 않다. 그러나, 자영업자를 기준으로 두 가계집단을 비교했을 경우에는 5%유의수준에서 통계적으로 유의한 차이를 보이고 있다. 실물자산의 경우에도 부채가계의 근로자나 자영업자가 부채가 없는 가계의 근로자나 자영업자보다 평균적으로 높은 금액을 보유하고 있고 통계적으로도 유의한 차이를 보이고 있다. 요약하면 자영업자가 근로자보다 금융자산과 실물자산을 더 많이 보유하고 있으며 부채여부로 구분했을 때에도 동일하게 나타났다. 이는 종사상 지위에 따라 자산배분에 차이가 있다는 의미이고 부채가 자산배분에 영향을 미칠 수 있다고 추측할 수 있는 조건이기도 하다.

<표 2>종사상 지위에 따른 금융자산과 실물자산의 분포

패널A :전체가구

단위: 가구, 10,000원

	순자산	총부채	금융자산	현금	수익증권		주식	채권	보험	실물자산	부동산	자동차	기타
					펀드형 적립식	펀드형 예치금							
중앙값													
근로자 (5,172)	11,163	500	3,546	190	0	0	0	0	707	8,000	7,000	310	0
자영업자 (2,664)	17,223	1,523	3,278	300	0	0	0	0	708	15,920	15,000	350	5
무급가족 종사자 (4)	23,172	10,500	3,867	350	0	0	0	0	550	23,716	21,800	1,510	0
기타종사 자(112)	8,802	960	2,815	150	0	0	0	0	619	6,177	5,100	275	0
미기재 (2,047)	9,040	0	1,015	100	0	0	0	0	0	7,200	7,000	0	0
평균													
근로자	21,477	3,935.3	6,742.7	572.58	165.21	209.67	451.63	15.37	1,416.6	18,669	17,770	667.34	231.77
자영업자	36,906	7,874	7,401	1,028	200	329.24	440.70	8.33	1,686	37,378	36,108	845	424.93
무급가족 종사자	36,026	9,037	4,048	762	0	0	500	0	1,166	41,015	39,362	1,653	0
기타종사 자	15,550	4,004	4,976	709.06	56.74	113.39	140.98	0	1,501	14,578	13,897	579.81	100.97
미기재	22,942	2,714	4,249.3	546.80	50.24	277.64	334.82	7.57	437.40	21,407	20,985	282.12	140.08

패널B :부채가구

단위: 가구, 10,000원

	순자산	총부채	금융자산	현금	수익증권		주식	채권	보험	실물자산	부동산	자동차	기타
					펀드형 적립식	펀드형 예치금							
중앙값													
근로자 (3,258)	13,062	2,713	3,721	182	0	0	0	0	919	11,700	11,000	400	9
자영업자 (1,854)	18,364	4,020	3,587	300	0	0	0	0	996	20,000	19,000	500	27
무급가족 종사자(3)	22,302	13,900	2,124	200	0	0	0	0	848	30,592	27,000	2,990	0
기타종사 자(85)	10,363	2,100	3,456	150	0	0	0	0	840	7,610	7,000	300	0
미기재 (791)	16,100	3,000	1,530	160	0	0	0	0	0	18,250	18,000	0	0
평균													
근로자	23,335	6,247	7,037	558.04	178.25	226.92	463.55	16.96	1,590	22,544	21,498	767.94	278.28
자영업자	40,581	11,318	7,946	1,066	229.32	377.77	510.32	4.96	1,949	43,953	42,482	959.92	510.48
무급가족 종사자	40,021	12,050	2,927	296.67	0	0	666.67	0	1,470	49,144	46,950	2,194	0
기타종사 자	16,754	5,276	5,371	595.29	65.24	149.41	68.12	0	1,803	16,659	15,941	617.68	99.51
미기재	33,507	7,024	5,132	580.85	48.49	500.19	366.33	19.60	698.30	35,399	34,781	468.93	148.94

패널C :부채가 없는 가구

단위: 가구, 10,000원

	순자산	금융자산	현금	수익증권		주식	채권	보험	실물자산	부동산	자동차	기타
				펀드형 적립식	펀드형 예치금							
중앙값												
근로자 (1,914)	8,002	3,227	200	0	0	0	0	362	1,140	0	150	0
자영업자 (811)	14,358	2,511	333	0	0	0	0	104	10,625	10,000	100	0
무급가족 종사자(1)	24,042	7,412	2,160	0	0	0	0	252	16,630	16,600	30	0
기타종사 자(27)	3,676	1,845	200	0	0	0	0	120	340	0	100	0
미기재 (1,256)	5,128	647	92	0	0	0	0	0	2,653	2,500	0	0
평균												
근로자	18314 [3.92]***	6241.25 [2.57]***	597.32 [0.82]	143.007 [1.43]	180.295 [1.13]	431.333 [0.3]	12.6437 [0.25]	1120.8 [8.41]***	12073 [8.52]***	11424 [8.35]***	496 [10.69]***	152
자영업자	28505 [4.68]***	6156.39 [3.56]***	940.6 [1.12]	133.348 [1.71]*	218.289 [1.47]	281.549 [2.11]**	16.0296 [0.84]	1084.71 [6.67]***	22349 [8.42]***	21535 [8.27]***	584.23 [7.04]***	229
무급가족 종사자	24042	7412	2160	0	0	0	0	252	16630	16600	30	0
기타종사 자	11761	3732	1067.22	30	0	370.37	0	551.19	8029.15	7462.96	460.59	105
미기재	16288	3692	525	51.338	137.482	314.973	0	273.1	12595	12296	164	134

[ ]값은 부채가 가구와 부채가 없는 가구의 차이를 검정하기 위한 Satterthwaite의 t 값을 나타낸다. 두 가구가 동일한 모집단에서 추출되었다는 가정하에 F 검정을 시행했으나 모두 1% 유의 수준에서 기각되어 이분산 가정하에서 t값을 계산하였다. . \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 통계적 유의수준을 의미한다.

#### IV. 부채가 없는 가계의 금융자산과 실물자산의 선택

미시적 관점에서 가계의 실물자산과 부채와의 연관성을 고려하면, 가계의 포트폴리오 구성에 있어서 부채의 역할이 얼마나 중요한지 가늠할 수 있다. 가계가 부채를 사용하여 초과수익률의 추구하고 이론적으로는 금융자산매입을 통한 위험분산을 추구해야 하는 상황이라면, 금융당국은 가계의 재무건정성을 유지시키고 금융기관을 감독·통제해야 하는 입장을 생각해 볼 때, 부채가계와 부채가 없는 가계 사이에 어떤 요소가 영향을 미치는지를 알아보는 시도는 가계의 자산구성변화와 정부의 대출규제정책에 시사하는 바가 크다 하겠다.

##### IV.1 부채가 없는 가계의 특성변수가 금융자산에 미치는 영향

기존연구들을 보면 가계특성변수가 가계재무변수와 더불어 금융자산보유에 영향을 미친다고 보고하고 있다. 예를 들어, Love(2009)는 부양가족-배우자나 자녀들-이나 결혼상태-이혼, 미혼, 결혼-여부가 최적 포트폴리오를 결정하는데 지대한 영향을 미친다고 밝혔다. Curcuru et al. (2010)는 소득의 불확실성, 나이, 성별 결혼여부 등과 같은 개별 가계의 이질적 특성들이 가계자산선택의 차이를 발생시킨다고 결론지었다. 이들 특성들은 금융자산뿐만 아니라 실물자산구성에서도 영향을 미칠 것이다. 특히, 금융자산과 실물자산배분을 고려할 때 가계특성변수가 Background risk로 작용하여 영향을 미칠 것이다. 표 3의 패널 A는 2010년부터 2012년까지 부채가 없는 가계를 표본으로 가계특성변수와 가계재무변수가 금융자산에 미치는 결과를 나타내고 있다. 변수들은 자연로그값을 취했으며 토빗 회귀분석을 시행하였다.

$$asset = a + bX + \epsilon$$

$$\begin{cases} asset = asset, & asset \geq 0 \\ asset = 0, & otherwise \end{cases}$$

X는 독립변수를 나타내고 asset는 종속변수를 나타낸다. 잔차항,  $\epsilon$ ,은  $N(0,1)$ 인 분포를 따른다. 독립변수는 가계원수, 가처분소득, 순자산, 세대, 종사상 지위를 포함한다. 연도는 통제변수로 이용하였다. 주요 관심변수인 가처분 소득의 영향을 보면, 금융자산보유에 통계적으로 유의한 음의 값을 보이고 있다. 세부적으로 현금, 예치금 펀드, 보험에서 통계적으로 유의한 음의 값을 나타내고 있다. 반면, 그 제곱변수는 모든 금융자산유형에 양의 영향을 미치고 있다. 채권을 제외하면 모두 통계적으로 유의하다. 이러한 결과는 Hailiassos and Bertaut(1995)와 Guiso et al.(1996)의 발견과 일관성을 갖는다. 즉, 부채가 없는 소득이 낮은 가계는 금융자산을 보유하려고 하지는 않으나 소득이 증가할수록 금융자산을 보유하려는 경향을 보인다. Hailiassos and Bertaut(1995)는 분산 불가능한 소득위험이 가계의 자산 중 주식보유비중을 낮추는 주요원인임을 발견했다. Guiso et al.(1996)도 소득위험과 차입제약이 가계 포트폴리오에 영향을 미쳐 주식 같은 위험자산보다 안전자산 보유를 늘리게 하는 유인이 된다고 보았다. 다음으로 순자산의 영향을 보면, 이 변수

는 주식에는 통계적으로 유의한 음의 영향을 미치고 있으나, 현금, 보험, 적립식 펀드에는 양의 영향을 미치고 있다. 그러나, 순자산의 제공변수는 반대부호를 나타내고 있다. 이를 풀이하면, 순자산이 낮은 가계는 안정성이 높거나 위험이 낮은 자산을 선호하고, 순자산이 높을수록 주식같은 위험자산을 선호한다고 해석된다. 즉, 순자산도 가처분소득처럼 수준에 따라 자산선택에 서로 다른 영향을 미친다는 걸 나타낸다.

<표 3> 부채가 없는 가계의 금융자산 및 실물자산 결정요인

Panel A: 금융자산-부채가 없는 가계

	금융자산	현금	펀드형 적립식 <sup>†</sup>	펀드형 예치금 <sup>††□</sup>	주식 <sup>□</sup>	채권 <sup>□□</sup>	보험
절편	2.9758*** (0.0989)	4.3675*** (0.1514)	3.3142*** (0.7651)	4.7593*** (0.9726)	3.4724*** (0.4562)	6.0865 (3.7747)	3.0164*** (0.1553)
가계원수	-0.004*** (0.0013)	-0.0109*** (0.0019)	-0.0243*** (0.0062)	-0.0015 (0.0088)	-0.0253*** (0.0052)	-0.0249 (0.0506)	0.0109*** (0.0018)
가처분소득	-0.104*** (0.0123)	-0.2633*** (0.0188)	-0.1316 (0.0906)	-0.2383** (0.1092)	-0.083 (0.0533)	-0.5107 (0.4472)	-0.0901*** (0.0189)
가처분소득 제공	0.0037*** (0.0004)	0.0087*** (0.0006)	0.0045* (0.0026)	0.0072** (0.0032)	0.0029* (0.0016)	0.0145 (0.0127)	0.003*** (0.0006)
순자산	0.0996*** (0.0014)	0.039*** (0.0024)	0.0601** (0.0281)	-0.0245 (0.0491)	-0.0581* (0.0308)	0.1965 (0.3849)	0.0678*** (0.0054)
순자산 제공	-0.004*** (0.0001)	-0.0004*** (0.0002)	-0.0017 (0.0014)	0.0029 (0.0024)	0.005*** (0.0015)	-0.0069 (0.0182)	-0.0022*** (0.0003)
노년	-0.027*** (0.0019)	-0.0034 (0.0028)	-0.0021 (0.0149)	0.0229** (0.012)	-0.0021 (0.0101)	0.0582 (0.1191)	-0.0114*** (0.0031)
중년	-0.011*** (0.0015)	-0.0068*** (0.0022)	-0.007 (0.0055)	0.0066 (0.0075)	0.0049 (0.0052)	0.0094 (0.0592)	0.0095*** (0.0018)
근로자	-0.0079*** (0.0016)	-0.0059** (0.0024)	-0.0113 (0.0113)	-0.0358*** (0.0107)	-0.0061 (0.0075)	0.0125 (0.0596)	0.002 (0.0027)
자영업자	-0.0196*** (0.0018)	0.0088 (0.0026)	-0.0068 (0.0121)	-0.0423*** (0.0118)	-0.0226* (0.0081)	-0.0553 (0.0604)	0.0001 (0.0029)
년도	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Log likelihood	13475.71	10104.02	892.75	492.77	1055.44	40.81	7154.52
관측수	11196	11080	804	381	879	32	5566

<sup>†</sup>펀드형적립식와 주식의 회귀분석 결과에서 종사상지위 중 하나인 무급가족종사자 범위변수가관측수의 부족하여 추정이 안됨. 대안으로, 무급가족종사자 관측치를 제거하고 추정했으나 동일한 결과를 얻었다. <sup>††</sup>펀드형 예치금과 채권의 회귀분석 결과에서 종사상지위 중 무급가족종사자이외에도 기타종사자의 계수가 추정이 안됨. \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 통계적 유의수준을 의미한다. 괄호안의 수치는 표준오차를 나타낸다. Log likelihood ratio는 모든 계수가 0이다라는 귀무가설을 기준으로 검증한 값이다.

Campbell(2006)과 Becker and Shabani(2010)의 연구에서 지분에 대한 영향을 보면, 전자는 주식에 대한 순자산과 순자산 제공변수의 영향이 본 연구에서와 동일하게 나타난다는 걸 보였고, 후자는 지분과 채권에 각각 양과 음의 부호를 나타내는 걸 보여 본 연구에서와 대조적 결과를 나타냈다. 세대별 또는 종사상 지위에 따른 자산선호도를 알아보기 위해 청년세대와 지위가 없는 집단을 참조집단으로 삼았으며 종사상지위에서 무급가족종사자와 기타종사자(보험설계, 대리운전, 택배기사등)가 이용될 경우에는 추정계수를 표시하지 않았다. 또 시간에 흐름에 따른 영향을 통제하기 위하여 년도별 가변수를 두었다. 세대별 금융자산에 대한 영향을 보면 노년세대와 중년세대는 음의 계수 값을 보이고 있다. 이는 참조집단인 청년세대에 비해 금융자산에 대한 수요가 낮다는 의미이다. 노년세대는 중년세대보다 금융자산의 계수의 크기가 더 작은 것으로 보아 중년에 비하여 금융자산보유에 선호가 더 낮다고 볼 수 있다.

이 결과는 생애순환주기모형에 따른 세대별 특성과 일치한다(Bodie et al.,1992). 직업에 따라 또는 종사상 지위에 따라 금융자산에 대한 보유가 다르게 나타날 수 있다. 김영아(2010)는 1999년에서 2005년 동안 전체금융자산에서 임금근로자의 주식보유비중이 자영업자의 비중보다 2~3% 정도 높다고 보고했다. David and Willen (2009)는 직업에 따른 수입은 주식수익과 상관성이 적지만 기업크기에 따른 포트폴리오에서는 상관성이 강하게 나타난다고 주장했다. 게다가, 몇몇 직업군에서는 장기채권수익과 상관관계가 있다는 사실을 보였다. 표 3의 패널 A에서 종사상 지위에 따른 금융자산유형의 영향을 보면, 근로자와 자영업자 모두 금융자산에 통계적으로 유의한 음의 값을 보여 참조집단에 비해 금융자산선호도가 낮다는 걸 암시한다. 그러나, 두 지위 변수를 보면 근로자의 회귀계수가 자영업자의 회귀계수보다 작아 김영아(2010)의 결과와 일관성을 보이고 있다.

#### IV.2 부채가 없는 가계의 특성변수가 실물자산에 미치는 영향

표 3의 패널 B는 동일한 가계특성변수를 이용하여 부채가 없는 가계의 실물자산에 대한 각 변수의 영향을 나타낸다. 먼저, 가처분 소득변수의 영향을 보면, 실물자산에는 양의 값을 나타내나, 통계적으로 유의하지 않다. 그러나 구성자산 별로 보면, 부동산과 거주주택이외의 자산에는 통계적으로 유의한 양의 값을 보이고 기타자산에는 음의 값을 보이고 있다. 반면, 제공한 가처분 소득변수는 이와 반대방향의 부호를 나타내고 있다. 실물자산은 부동산유형과 내구재유형으로 구분할 수 있는데, 이를 구분으로 결과를 해석해 보면, 가처분 소득이 낮은 가계는 부동산을 선호하나 가처분소득이 높은 가계는 자동차와 같은 내구재를 보유하려는 경향이 두드러진다고 볼 수 있다. 순자산은 대부분 부동산과 거주주택에 양의 영향을 미치나 제공변수는 음의 영향을 나타내고 있어, 실물자산 중에서도 유의하게 미치는 영향이 서로 다르다는 걸 알 수 있다. 이러한 결과를 패널 A와 결합하여 해석하면, 가처분소득이나 순자산이 낮은 가계는 부동산 또는 거주주택을 선호하나, 두 수준이 높은 가계는 위험자산인 주식을 선호한다고 볼 수 있다. 기존의 연구들은 단순히 금융자산보유에 대한 가계재무변수 또는 가계특성변수의 영향만을 분석하였으나 이 연구에서는 금융자산과 실물자산을 동시에 분석했다는데서 경제적 의미가 있으며, 특히, 국내가계에서의

자산구성이 실물자산에 치우쳐져 있는 표본인 경우에는 금융자산만을 대상으로 조사하기에는 포트폴리오 구성의 영향을 분석하는데 커다란 한계에 놓이게 될 수 밖에 없다는 측면을 고려할 경우, 의미있는 분석이라 하겠다. 실물자산에 대한 중년세대와 노년세대의 영향을 보면, 통계적으로 유의한 양의 값을 보이고 있다. 이는 청년세대에 비하여 두 세대가 실물자산에 대한 선호도가 높다는 사실을 반영한다.

패널 B : 실물자산-부채가 없는 가계

	실물자산	부동산	거주 주택	거주주택 이외	기타자산	자동차	자동차 이외
절편	2.2517*** (0.0834)	2.2167*** (0.0223)	2.2423*** (0.0457)	2.1561*** (0.1129)	3.2151*** (0.1383)	3.2016*** (0.1945)	3.975*** (0.2043)
가족수	0.0045*** (0.0012)	-0.0005 (0.0004)	0.0019** (0.0008)	-0.0079*** (0.0018)	0.0036* (0.002)	-0.0053*** (0.002)	-0.0072** (0.0031)
가처분소득	0.0052 (0.0102)	0.0126*** (0.0028)	0.0058 (0.0057)	0.0321** (0.0143)	-0.0956*** (0.0172)	-0.0907*** (0.0233)	-0.1553*** (0.0253)
가처분소득 제곱	-0.0005 (0.0003)	-0.0005*** (0.0001)	-0.0002 (0.0002)	-0.0012*** (0.0004)	0.0035*** (0.0005)	0.0031*** (0.0007)	0.0052*** (0.0008)
순자산	0.078*** (0.0026)	0.0773*** (0.0016)	0.0847*** (0.0032)	0.0537*** (0.0081)	0.0063 (0.0049)	0.0261*** (0.0064)	-0.0592*** (0.0069)
순자산 제곱	-0.0006*** (0.0002)	-0.0012*** (0.0001)	-0.0018*** (0.0002)	0.0003 (0.0004)	0.0011*** (0.0003)	-0.0004 (0.0003)	0.005*** (0.0004)
노년	0.0244*** (0.0016)	0.002*** (0.0006)	-0.0069*** (0.0012)	0.0014 (0.003)	-0.044*** (0.0029)	-0.0207*** (0.0032)	-0.0319*** (0.0042)
중년	0.0149*** (0.0013)	-0.0002 (0.0005)	-0.0044*** (0.001)	-0.0039 (0.0027)	-0.0189*** (0.0021)	-0.0113*** (0.0019)	-0.0286*** (0.0032)
근로자	-0.001 (0.0014)	-0.0003 (0.0004)	-0.0062*** (0.0009)	0.0061*** (0.0022)	-0.0036 (0.0026)	-0.0037 (0.0027)	-0.0096** (0.0038)
자영업자	0.0022 (0.0014)	-0.0006 (0.0004)	-0.0175*** (0.0009)	0.015*** (0.0018)	0.0179*** (0.0027)	0.0051* (0.0028)	0.0382*** (0.0039)
년도	YES						
Log likelihood	12536.31	17074.93	12328.88	4109.134	7925.006	6675.786	4535.022
관측수	8554	6133	5702	2277	6789	4961	4288

\*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 통계적 유의수준을 의미한다. 괄호안의 수치는 표준오차를 나타낸다. Log likelihood ratio는 모든 계수가 0이다라는 귀무가설을 기준으로 검증한 값이다.

그러나, 두 범위변수의 영향을 살펴보면, 자동차와 같은 내구재에는 음의 계수를 보여 실물자산 유형에서도 서로 다른 선호현상을 보인다는 사실을 발견할 수 있다. 한편, 근로자나 자영업자의 회귀계수는 실물자산 중 거주주택에는 통계적으로 유의한 음의 값을 보이고 거주주택이외의 부동산에는 통계적으로 유의한 양의 값을 보이고 있다. 근로자나 자영업자는 거주주택보다는 거주주택이외의 부동산을 다른 종사자들보다 선호한다고 보인다.

## V. 부채가계의 금융자산과 실물자산의 선택

표 4는 부채가계를 대상으로 회귀분석을 한 결과이다. 부채가계와 부채가 없는 가계의 포트폴리오 구성에 어느 요인이 영향을 미치는가를 알아보기 위하여 부채규모와 원금 및 이자상환변수를 추가하였으며 두 가계집단의 회귀계수에 대한 차이검정을 추가적으로 실시했다<sup>7)</sup>. 표 4의 각 패널의 괄호 밑에 있는 이텔릭 수치는 표 3의 부채가 없는 가구의 회귀계수와 표 4의 부채가구의 회귀계수의 차이를 검정하기 위한 t 값을 나타낸다. 검정량 T는

$$\frac{\beta_{3,i,j} - \beta_{4,i,j}}{\sqrt{s.e.(\beta_{3,i,j}) + s.e.(\beta_{4,i,j})}}$$

이며  $n_{3,j} + n_{4,j} - (v_3 + v_4) - 2$  인 자유도를 갖는다.  $\beta_{3,i,j}$ 는 표 3에서 이용된 i자산의 j변수의 계수이며,  $\beta_{4,i,j}$ 는 표 4에서 이용된 i자산의 j변수의 표본계수를 나타낸다.  $n_{3,j}$ 는 표 3에서 이용된 i 자산의 표본개수이고  $n_{4,j}$ 는 표 4에서 이용된 j자산의 표본개수다.  $v_3$ 는 표 3에서 사용된 설명변수의 개수이고  $v_4$ 는 표 4에서 사용된 설명변수의 개수이다<sup>8)</sup>. 가처분소득과 그 제공변수의 영향을 보면, 먼저, 가처분소득 변수는 대부분 종속변수에 음의 부호를 보이고, 이 변수의 제공은 양의 부호를 나타내, 부채가 없는 가계와 유사한 결과를 보이고 있다. 즉, 가처분소득이 어느 정도 일정수준이상이 되어야 금융자산을 보유할 욕구가 생긴다고 볼 수 있다. 반면, 순자산은 부채가 없는 가계에서와 대조적인 결과를 보이고 있다. 보험과 채권에서는 부채가 없는 가계표본에서와 동일한 부호인 양의 값을 나타내지만 현금, 예치금 형태의 펀드, 주식, 및 금융자산에서는 음의 영향을 미치고 있다. 또, 순자산의 제공변수는 모든 종속변수에 양의 값을 미쳐 부채가 없는 가계에서의 영향과 확연히 다르게 나타났다. 이는 부채가계의 순자산은 정의상 총자산에서 총부채를 차감한 금액이므로 이러한 특성이 반영된 것으로 추측되며, 부채가 없는 가계의 특성과 다르게 작용했기 때문으로 풀이된다. 이는 Heaton and Lucas(2000)과 Flavin and Yamashita(2002)의 주장과는 일치하지 않는 결과이다. 원금과 이자상환은 현금, 적립식 펀드형 수익증권, 보험에 통계적으로 유의한 양의 값을 보여 금융자산 투자에 저해하는 요인으로 작용하지 않는다고 해석된다. 요약하면, 부채규모 자체가 금융자산의 보유를 감소시킬 수 있으나 그 부속물인 원금과 이자상환은 금융자산을 감소시키는 요인으로 작용하지 않는다고 보인다. 부채의 차입은 원금과 이자상환의 부담이 뒤따르는데 서론에서 언급했던 부채가 금융자산투자에는 특별히 부담으로 작용하지 않는다는 뜻으로 부채의 운용이 가계의 주요관

7) 두 표본의 회귀계수에 대한 차이검정은 신동령(2001)이 사용한 방법을 변형하여 응용하였다.

8) 표 5에서도 유사하게 회귀계수의 차이를 검정하였다.

<표 4>부채가구의 금융자산과 실물자산 결정요인

Panel A: 금융자산

	금융자산	현금	펀드형 적립식 <sup>†</sup>	펀드형 예치금 <sup>†</sup>	주식	채권 <sup>††□</sup>	보험
절편	3.3511*** (0.1058)	3.2049*** (0.1639)	3.7396*** (0.5801)	3.6995*** (0.4249)	4.0563*** (0.5035)	7.6632 (5.6084)	3.0878*** (0.1357)
가계원수	0.0034*** (0.0011)	-0.0092*** (0.0017)	-0.0171*** (0.0042)	-0.0236*** (0.007)	-0.0124*** (0.0043)	-0.0174 (0.0559)	0.0139*** (0.0013)
	-4.345**	-0.667	-0.961	1.965*	-1.912	-0.099	-1.351
가처분소득	-0.0825*** (0.0126)	-0.0925*** (0.0195)	-0.1414** (0.0675)	-0.0951** (0.048)	-0.1376** (0.0589)	-0.706 (0.6597)	-0.0661*** (0.0161)
	-1.221	-6.306**	0.087	-1.200	0.687	0.245	-0.967
가처분소득 제공	0.003*** (0.0004)	0.0035*** (0.0006)	0.0048** (0.0019)	0.0028** (0.0014)	0.0043** (0.0017)	0.0203 (0.0189)	0.0023*** (0.0005)
	1.237	6.128**	-0.093	1.260	-0.600	-0.255	0.896
부채규모	-0.0007** (0.0003)	-0.0013*** (0.0004)	-0.0031*** (0.001)	-0.0035*** (0.0013)	-0.001 (0.0009)	0.0157* (0.0088)	0.001*** (0.0003)
원금과 이자상환	-0.0001 (0.0004)	0.0014** (0.0006)	0.0023* (0.0013)	0.0018 (0.0019)	0.0021 (0.0014)	-0.0045 (0.0143)	0.0013*** (0.0004)
순자산	-0.0061** (0.0026)	-0.0166*** (0.0039)	-0.015 (0.0125)	-0.0461* (0.0256)	-0.0697*** (0.0168)	0.1795* (0.1049)	0.0074*** (0.003)
	35.795**	12.142**	2.442*	0.390	0.331	0.043	9.778**
순자산 제공	0.0016*** (0.0001)	0.0026*** (0.0002)	0.0021*** (0.0006)	0.0044*** (0.0013)	0.0052*** (0.0008)	-0.0063 (0.0052)	0.0007*** (0.0002)
	-39.598**	-10.607**	-2.495*	-0.550	-0.118	-0.032	-8.043**
노년	-0.0394*** (0.0021)	-0.0094*** (0.003)	-0.0064 (0.0111)	-0.0047 (0.0126)	0.0195** (0.0089)	-0.0357 (0.0646)	-0.0109*** (0.0026)
	4.379**	1.462	0.231	1.586	-1.605	0.693	-0.124
중년	-0.0124*** (0.001)	-0.0035** (0.0016)	-0.0018 (0.0035)	0.0091 (0.0053)	0.019*** (0.0036)	-0.0374 (0.0354)	0.007*** (0.0011)
	0.777	-1.213	-0.798	-0.272	-2.229*	0.678	1.185
근로자	-0.0008 (0.0019)	-0.0114*** (0.0027)	0.009 (0.0094)	-0.017 (0.0115)	0.0006 (0.0068)	-0.0337 (0.0485)	0.0092*** (0.0022)
	-2.858**	1.523	-1.381	-1.197	-0.662	0.601	-2.067*
자영업자	-0.0028 (0.0019)	0.0081*** (0.0028)	0.0154 (0.0097)	-0.013 (0.0116)	-0.0038 (0.007)	-0.0134 (0.0466)	0.0092*** (0.0022)
	-6.419**	0.183	-1.432	-1.771*	-1.756*	-0.549	-2.50*
년도	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Log likelihood	19719.47	14267.39	2253.15	947.29	2243.23	44.61	16873.1
관측수	15238	14950	2052	769	1998	43	12319

†펀드형 적립식과 펀드형 예치금의 회귀분석 결과에서 position 중 하나인 무급가족종사자 범위변수가 관측수의 부족하여 추정이 안된다. 대안으로, 무급가족종사자 관측치를 제거하고 추정했으나 동일한 결과를 얻었다.

††채권에서는 무급가족종사자 이외에도 기타종사자의 계수가 추정이 안된다.

\*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 통계적 유의수준을 의미한다. 괄호안의 수치는 표준오차를 나타낸다. Log likelihood ratio는 모든 계수가 0이다라는 귀무가설을 기준으로 검증한 값이다.

Panel B : 실물자산

	실물자산	부동산	거주주택	거주주택 이외	기타자산	자동차	자동차 이외
절편	2.577*** (0.0788)	2.791*** (0.0423)	2.7499*** (0.0557)	2.6241*** (0.096)	3.266*** (0.1359)	3.3883*** (0.1404)	3.147*** (0.2414)
가족수	0.0052*** (0.0009)	0.0024*** (0.0005)	0.0035*** (0.0007)	-0.004*** (0.0012)	-0.0008 (0.0014)	-0.0051*** (0.0014)	-0.0037 (0.0026)
	-0.467	-4.529**	-1.505	-1.803	1.802	-0.082	-0.865
가처분소득	-0.0005 (0.0093)	0.0145*** (0.0049)	-0.0023 (0.0067)	0.0405*** (0.0111)	-0.0852*** (0.016)	-0.1026*** (0.0165)	-0.059** (0.0283)
	0.413	-0.337	0.921	-0.464	-0.443	0.417	-2.537*
가처분소득 제공	-0.0001 (0.0003)	-0.0005*** (0.0001)	0.00001† (0.0002)	-0.0013*** (0.0003)	0.003*** (0.0005)	0.0034*** (0.0005)	0.0022*** (0.0008)
	-0.943	0.0001†	-0.742	0.200	0.707	-0.349	2.652*
부채규모	0.0102*** (0.0002)	0.007*** (0.0001)	0.0051*** (0.0001)	0.01*** (0.0003)	0.0015*** (0.0003)	0.0007** (0.0003)	0.0026*** (0.0006)
원금과 이자상환	0.0026*** (0.0003)	0.0031*** (0.0002)	0.0037*** (0.0002)	0.0007** (0.0004)	0.0071*** (0.0005)	0.0061*** (0.0004)	0.005*** (0.0008)
순자산	-0.0083*** (0.002)	-0.0606*** (0.002)	-0.0147*** (0.0025)	-0.0742*** (0.0045)	-0.0263*** (0.0038)	-0.0016 (0.0035)	-0.0707*** (0.0075)
	26.309**	53.841***	24.478**	13.803**	5.257**	3.797**	1.128
순자산 제공	0.0028*** (0.0001)	0.0049*** (0.0001)	0.0024*** (0.0001)	0.0055*** (0.0002)	0.0024*** (0.0002)	0.0007*** (0.0002)	0.0052 (0.0004)
	-15.205**	-43.134**	-18.783**	-11.628**	-3.606**	-3.051**	-0.354
노년	0.0179*** (0.0015)	0.0068*** (0.0009)	-0.0036*** (0.0011)	0.0024 (0.0019)	-0.0262*** (0.0027)	-0.0191*** (0.0028)	-0.0175 (0.0045)
	2.964**	-4.438**	-2.027*	-0.282	-4.492**	-0.376	-2.339*
중년	0.0081*** (0.0008)	0.0026*** (0.0005)	-0.0028*** (0.0006)	-0.0013 (0.0012)	-0.0134*** (0.0013)	-0.0099*** (0.0012)	-0.0163 (0.0022)
	4.455**	-3.960**	-1.372	-0.880	-2.227*	-0.623	-3.167**
근로자	-0.0004 (0.0014)	-0.0014*** (0.0008)	-0.0051*** (0.001)	0.0034* (0.0018)	-0.0021 (0.0024)	-0.0057** (0.0024)	-0.0005 (0.0042)
	-0.303	1.230	-0.818	0.950	-0.424	0.554	-1.607
자영업자	0.0019 (0.0014)	0.0007 (0.0008)	-0.0103*** (0.001)	0.0077 (0.0017)	0.0279*** (0.0024)	0.0058*** (0.0024)	0.0641*** (0.0043)
	0.152	-1.453	-5.352**	2.948**	-2.768**	-0.190	-4.462**
년도	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Log likelihood	22710	27457	20613	10019	16334	15779	792
관측수	14441	11495	9781	5484	13334	11941	8183

† 0에 가까운 계수(수치)임

\*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 통계적 유의수준을 의미한다. 괄호안의 수치는 표준오차를 나타낸다. Log likelihood ratio는 모든 계수가 0이다라는 귀무가설을 기준으로 검증한 값이다.

심사이지 원금과 이자지급은 차후적인 문제로 인식된다고 해석된다. 세대별 특징을 살펴보면, 금융자산의 보유는 생애주기가설처럼 순차적으로 감소를 나타내 부채가 없는 가계에서와 동일한 결과를 보이고 있다. 하지만, 세부항목을 보면 두세 대의 영향이 달라 세대별 자산선호가 다르다는 걸 암시한다. 부채가계의 중년세대는 현금보유에는 통계적으로 유의한 음의 값을 보이고 주식과 보험에는 통계적으로 유의한 양의 값을 보였다. 이는 중년세대가 현금과 금융자산보유에 대한 욕구가 청년세대보다 낮다는 의미이며, 주식과 보험에 대해서는 높다는 의미이다. 그러나, 중년세대가 청년세대보다 현금이나 금융자산을 적게 보유하고 있다는 의미는 아니며, 총자산에서 각 자산이 차지하는 비중에 따라 선호의 강도가 달라진다고 해석해야 한다. 근로자나 자영업자는 부채가 없는 가계의 동일 종사자처럼 음의 계수를 보이거나 통계적으로 유의하지 않다. 추가적으로 부채보유여부에 따른 금융자산보유에 대한 차이를 분석하기 위해 종사상 지위에 따른 계수간 차이를 검정했는데, 금융자산에 대한 두 가계집단의 회귀계수는 각각 -2.858과 -6.419로 1% 유의수준에서 차이를 보이고 있어, 부채여부에 따라 종사자들의 금융자산투자의 민감도가 차이가 난다는 걸 알 수 있다.

부채가계의 실물자산들을 종속변수로 두고 위와 동일한 변수들을 이용하여 회귀분석한 결과가 표 4의 패널 B에 나타나 있다. 부채가계의 가처분 소득 및 가처분소득의 제곱 변수의 영향은 부채가 없는 가계와 질적으로 다르지는 않다. 가처분 소득은 부동산과 거주주택이외의 자산에 통계적으로 유의한 양의 값을 보이고 자동차와 자동차이외의 내구재에는 통계적으로 유의한 음의 값을 보이고 있으나, 가처분 제곱 변수는 이와는 반대의 영향을 나타내고 있어서, 소득수준에 따라 부채가계의 선호자산이 다르게 나타나고 있다는 걸 암시한다. 즉, 가처분 소득이 낮은 가계는 부동산을 선호하지만, 가처분 소득이 높은 가계는 이와는 반대로 자동차와 같은 내구재를 선호하고 있다고 풀이 할 수 있다. 부채규모는 모든 실물자산에 1% 유의수준에서 통계적으로 유의한 양의 값을 보여, 금융자산에서와 극명한 대조를 보이고 있다. 원금과 이자상환 변수도 1% 유의수준에서 통계적으로 유의성을 나타내고 있다. 이는 부채가 실물자산보유에 강하게 영향을 미치고 있다는 사실을 보여 주는 결과이다. 순자산과 순자산 제곱변수의 영향은 부채가 없는 가계에서의 영향과 두드러진 차이를 보이고 있다. 부채가 없는 가계에서와는 다르게 부채가구의 순자산은 모든 금융자산 유형에 음의 값을 나타내고 제곱변수는 양의 값을 나타내고 있다. 이는 부채변수의 영향에 기인한 순자산의 일방향성으로, 부채가 순자산의 영향을 바꾸어 놓았다는 암시이다. 순자산 변수와 순자산 제곱변수의 회귀계수의 차이도 자동차이외의 종속변수를 제외하면, 1% 유의수준에서 통계적으로 유의한 차이를 보여, 두 변수가 두 가계표본의 실물자산선택에서도 차이를 가져오는 요인으로 작용하고 있다고 판단된다. 세대별 또는 종사상 지위에 따른 영향은 부채가 없는 가계에서와 유사하게 나타났다.

## VI. 과다부채가계의 특성

과다부채가계는 적정수준이상의 부채를 보유하고 있는 가구로 그 의도가 적정 부채를 보유하고 있는 가계와 다르다고 볼 수 있다. 즉, 보유자산 대비 적정 수준 이상의 부채를 보유한다는 의미

는 어떤 목적이 있어서 초과부채를 금융자산이나 실물자산의 투자에 사용한다는 추측을 가능케 한다. 만약, 이 가설이 맞다면 과대부채가계의 자산배분은 부채가구와 다른 특성을 나타낼 수 있고, 다른 특성을 나타내게 하는 가계특성변수가 무엇인지 밝혀낼 필요가 있다. 가계부채가 과다한지 여부는 여러 지표로 정의된다. 예를 들면, 최경자와 3인(2003)과 백은영과 성영애(2012)은 총 자산 대비 부채가 70% 이상인 경우나 월평균 소득 대비 월평균 부채상환액이 40% 이상인 가계를 과대부채가계로 제시하고 있다. 정부도 금융기관의 가계대출규제에 대출규제지표인 담보인정비율(loan to value:LTV)이나 총부채상환비율(debt to Income: DTI)을 안내기준으로 제시하여 사용하고 있다. LTV 규제는 2002년 8월에 처음 도입되었다. LTV 규제에도 부동산 열기가 과열되자 정부는 2005년 8월에 일부 대출에 대해서 40%의 DTI 규제를 적용했다<sup>9)</sup>. 또한, 원금상환과 이자를 포함한 원리금을 가치분소득으로 나눈 비율인 원리금상환비율(Debt Service Ratio: DSR)이 대표적으로 과대부채가계를 가르는 지표로 이용된다. 본 연구에서는, 부채가 과다한 가계의 기준을 원리금상환비율이 40%인 가계로 정의했다. 과대부채가계는 전체표본가계의 37.82%를 차지하고 있어 적지 않다. 표 5는 주요관심변수가 과대부채가계의 자산배분에 미치는 영향을 나타내고 있다. 패널 A에서 주요관심변수의 영향을 살펴보면, 가치분 소득 수준변수는 부채가계와 동일하게 금융자산에 음의 영향을 나타내고, 제곱변수는 양의 부호를 보이고 있다. 또한, 현금, 적립식 펀드 보험에 통계적으로 유의한 음의 값을 보이고 있고 가치분 소득의 동일한 부호 방향을 보이고 있다. 그러나 회귀계수에 대한 차이 검정값이 통계적으로 유의하지 않아 소득 변수가 두 가계 그룹간 금융자산선택에 두드러진 차이를 나타내고 있지는 않아 보인다. 순자산도 금융자산에 통계적으로 유의한 음의 영향을 미치고 순자산 제공은 양의 영향을 미쳐 부채가계에서의 순자산의 영향과 유사한 결과를 보이고 있다. 과대부채가계의 부채는 금융자산에 음의 영향을 미치나 통계적으로 유의하지 않고 동시에 회귀계수의 차이검정값도 통계적으로 유의하지 않아 과대부채가 금융자산투자에 차이를 나타낸다고 보이지 않아 보인다.

표 5의 패널 B는 과대부채가 가계표본에서의 실물자산유형에 대한 주요변수의 영향을 나타내고 있다. 가치분소득과 그 제곱변수는 뚜렷이 영향을 나타내고 있지는 않다. 반면, 순자산 변수는 대부분 통계적으로 유의한 값을 보이고 있다. 구체적으로 순자산은 대부분의 실물자산유형에 음의 값을 보이고, 그 제곱변수는 통계적으로 유의한 양의 계수를 보이고 있어 부채가계에서 보았던 유사한 질적 효과를 나타내고 있다. 가장 두드러진 특징은 과대부채도 부채가계에서처럼 통계적으로 유의한 양의 값을 모든 실물자산유형에서 나타나고 있으며, 또한, 계수의 크기가 부채가계 표본에서 보다 크다는 점이다. 두 가계집단간에 부채의 영향이 실물자산투자에 차이를 나타내는 것을 알아보기 위하여 회귀계수의 차이를 t 검정을 하였으며, 그 결과를 보면, 모든 실물자산의 종속변수에 통계적으로 유의한 t 값을 보였다. 이는 과대부채도 실물자산을 보유하고자 하는 욕구를 강화시키는데 이용되고 있다는 사실을 드러낸다. 원금과 이자상환 변수도, 부분적으로 실물자산 종속변수에 통계적으로 유의한 양의 값을 나타내고 있어 금융자산에서 보다 실물자산에서 이 변수의 영향이 크다는 걸 알 수 있다. 이 결과로부터 부채가 두 가계집단의 자산선택에 있어 실질적인 차이를 유발하는 것으로 나타나고 있으며, 또한, 부채가 금융자산보다 실물자산보유에 보

9) 아시아 경제, 2014년 3월6일.

<표 5>과대부채가구의 금융자산 및 실물자산 결정요인

Panel A: 금융자산

	금융자산	현금	펀드형 적립식 <sup>††□</sup>	펀드형 예치금 <sup>††□</sup>	주식	채권 <sup>†††□□</sup>	보험
절편	3.5181*** (0.1984)	3.3355*** (0.2871)	4.2542*** (1.013)	3.0166*** (0.7195)	3.3851*** (0.7683)	11.2961 (7.8747)	3.1404*** (0.2374)
가구원수	0.0089*** (0.0026)	-0.0032 (0.0037)	-0.0101 (0.01)	-0.0307* (0.0159)	-0.0098 (0.0092)	0.091 (0.0696)	0.0118*** (0.0027)
	1.948*	1.474	0.645	-0.409	0.256	1.214	-0.701
가처분소득	-0.1067*** (0.0236)	-0.1116*** (0.0343)	-0.2132* (0.1184)	-0.0949 (0.0757)	-0.0879 (0.089)	-1.0938 (0.9185)	-0.0719** (0.0283)
	-0.905	-0.484	-0.527	0.002	0.466	-0.343	-0.178
가처분소득 채합	0.0036*** (0.0007)	0.004*** (0.0011)	0.0066* (0.0035)	0.0027 (0.0024)	0.0029 (0.0027)	0.0322 (0.0266)	0.0024*** (0.0009)
	0.744	0.399	0.452	-0.036	-0.439	0.365	0.097
부채규모	-0.0006 (0.0007)	0.0021** (0.001)	-0.0052** (0.0025)	-0.0024 (0.0039)	0.0024 (0.0023)	0.0067 (0.0284)	0.001 (0.0008)
	0.131	3.157***	-0.780	0.268	1.377	-0.303	0.0001 <sup>†</sup>
이 차 상 환	0.0071*** (0.0018)	0.0034 (0.0025)	0.0082 (0.0057)	-0.0034 (0.0078)	0.0034 (0.0062)	-0.0224 (0.0281)	0.0049*** (0.0018)
	3.905**	0.778	1.009	-0.648	0.205	-0.568	1.952 <sup>‡</sup>
순자산	-0.0165*** (0.0063)	-0.0221*** (0.0084)	0.0054 (0.0227)	0.0982 (0.0674)	-0.0282 (0.024)	0.1804 (0.1494)	-0.003 (0.006)
	-1.526	-0.594	0.787	2.001**	1.417	0.005	-1.550
순자산 채합	0.0021*** (0.0003)	0.0029*** (0.0005)	0.001 (0.0012)	-0.0021 (0.0032)	0.0029** (0.0012)	-0.0074 (0.0075)	0.0011*** (0.0003)
	1.581	0.557	-0.820	-1.882*	-1.595	-0.121	1.109
노년	-0.0116*** (0.0026)	-0.0104*** (0.0037)	0.0002 (0.0079)	-0.0027 (0.0123)	0.0147* (0.0082)	-0.0558 (0.0466)	-0.0172*** (0.0025)
	8.318**	-0.210	0.484	0.114	-0.397	-0.252	-1.747 <sup>‡</sup>
중년	-0.0464*** (0.0047)	-0.0223*** (0.0065)	0.0354 (0.0287)	-0.0205 (0.0265)	-0.002 (0.0179)	-0.0594 (0.1113)	0.0068*** (0.0025)
	-7.076**	-2.808**	1.287	-1.095	-1.150	-0.188	-0.073
근로자	-0.0064 (0.0042)	-0.016*** (0.0058)	0.0337 (0.0213)	-0.0246 (0.0208)	-0.0148 (0.0133)	-0.1093 (0.0684)	0.0068 (0.0048)
	-1.215	-0.719	1.061	-0.320	-1.031	-0.902	-0.455
자영업자	-0.0032 (0.0042)	0.0019 (0.0058)	0.0408* (0.0211)	-0.0072 (0.0212)	-0.0088 (0.0135)	-0.0187 (0.0565)	0.0087* (0.0047)
	-0.087	-0.963	1.094	0.240	-0.329	-0.072	-0.096
년도	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Log Likelihood	3913	2911	452	195	471	29	3453
관측수	3382	3299	395	156	418	29	2623

† 0에 가까운 계수(수치)임

††펀드형 적립식과 펀드형 예치금의 회귀분석 결과에서 종사상지위 중 하나인 무급가족종사자 범위변수가관측수의 부족하여 추정이 안됨.

†††채권의 회귀분석 결과에서 종사상지위 중 무급가족종사자이외에도 기타종사자의 계수가 추정이 안됨. 대안으로 두 범위변수를 제거하고 추정함.

\*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 통계적 유의수준을 의미한다. 괄호안의 수치는 표준오차를 나타낸다. Log likelihood ratio는 모든 계수가 0이다라는 귀무가설을 기준으로 검증한 값이다.

Panel B: 실물자산

	실물자산	부동산	거주주택	거주주택 이외	기타자산	자동차	자동차 이외
절편	2.502*** (0.1074)	2.713*** (0.0709)	2.4206*** (0.0914)	2.7155*** (0.1687)	2.8292*** (0.2396)	2.9725*** (0.2383)	2.4058*** (0.4032)
가족수	0.004*** (0.0014)	0.0024** (0.001)	0.0041*** (0.0013)	-0.0033 (0.0023)	0.0011 (0.003)	-0.0047 (0.0029)	-0.002 (0.0054)
	-0.721	0.000	0.406	0.270	0.574	0.124	0.284
가처분소득	0.0085 (0.0128)	0.0102 (0.0083)	0.0209* (0.0109)	0.0165 (0.0198)	-0.0308 (0.0281)	-0.0488* (0.028)	0.0063 (0.0468)
	0.569	-0.446	1.813*	-1.057	1.682*	1.655*	1.194
가처분소득 제곱	-0.0003 (0.0004)	-0.0004 (0.0003)	-0.0007** (0.0003)	-0.0006 (0.0006)	0.0012 (0.0009)	0.0017* (0.0009)	0.0001 (0.0014)
	-0.400	0.316	-1.969*	1.043	-1.748*	-1.651*	-1.302
부채규모	0.0143*** (0.0003)	0.011*** (0.0002)	0.009*** (0.0003)	0.0135*** (0.0006)	0.0035*** (0.0008)	0.0023*** (0.0008)	0.0059*** (0.0014)
	11.371***	17.889**	12.333***	5.217**	2.341**	1.873*	2.167*
원금과 이자상환	0.0008 (0.001)	0.0041*** (0.0007)	0.0049*** (0.0008)	0.0021 (0.0015)	0.0093*** (0.0021)	0.007*** (0.002)	0.0085** (0.0037)
	-1.724*	1.374	1.455	0.902	1.019	0.441	0.925
순자산	-0.0109*** (0.0034)	-0.0485*** (0.0033)	0.0036 (0.0047)	-0.0629*** (0.0072)	-0.0271*** (0.0079)	-0.007 (0.0072)	-0.0389** (0.0153)
	-0.659	3.136***	3.438***	1.331	-0.091	-0.675	1.866*
순자산 제곱	0.0024*** (0.0002)	0.004*** (0.0002)	0.0011*** (0.0002)	0.0046*** (0.0004)	0.0022*** (0.0004)	0.0009** (0.0004)	0.0033*** (0.0008)
	-1.789	-4.025***	-5.814***	-2.012*	-0.447	0.447	-2.124**
노년	0.0161*** (0.0025)	0.0084*** (0.0016)	0.0009 (0.0021)	0.008** (0.0038)	-0.0296*** (0.0057)	-0.0225*** (0.0058)	-0.0078 (0.0096)
	-0.617	0.872	1.898*	1.318	-0.539	-0.528	0.915
중년	0.0085*** (0.0014)	0.0049*** (0.001)	-0.001 (0.0013)	0.0027 (0.0027)	-0.011*** (0.003)	-0.0068** (0.0028)	-0.0077 (0.0051)
	0.248	2.057*	1.257	1.354	0.734	1.018	1.548
근로자	-0.0018 (0.0023)	-0.0022 (0.0014)	-0.0048** (0.002)	-0.0004 (0.0034)	-0.0021 (0.005)	-0.0086* (0.005)	0.0071 (0.0088)
	-0.520	-0.496	0.134	-0.988	0.000	-0.523	0.779
자영업자	-0.0009 (0.0022)	-0.0009 (0.0014)	-0.009*** (0.0019)	0.0026 (0.0032)	0.0365*** (0.005)	0.008 (0.0049)	0.0801*** (0.0087)
	-1.074	-0.992	0.605	-1.407	1.551	0.403	1.649*
년도	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Log likelihood	5653	6569	4971	2448	3392	3324	1599
관측수	3263	2753	2349	1357	2935	2621	1756

\*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 통계적 유의수준을 의미한다. 괄호안의 수치는 표준오차를 나타낸다.

Log likelihood ratio는 모든 계수가 0이다라는 귀무가설을 기준으로 검증한 값이다.

다 커다란 역할을 하고 있어, 부채의 역할이 국내가계의 자산배분에서 어떻게 영향을 미치는지 파악할 수 있다.

## VII. 결론

본 논문에서는, 부채가계와 부채가 없는 가계의 포트폴리오 구성의 차이를 조사하고, 주요관심 변수가 어떻게 차이를 나타내는가를 분석하였다. 부채보유여부와 관계없이, 평균가계는 주택과 부동산같은 실물자산을 금융자산보다 더 보유하고 있는 것으로 나타났다. 부채는 금융자산을 감소시키나 실물자산보유를 유인하는 요인으로 작용했으며, 과대부채를 보유한 가계에서도 동일한 영향을 미쳤다. 금융자산 중에서는 수익증권이나 주식보다는 채권과 보험같은 안전자산보유를 선호하는 방향으로 영향을 미쳤다. 반면, 가치분 소득은 그 수준이 높을수록, 부채보유여부와 관계없이 금융자산보유를 증가시키는 요인으로 작용했다. 다시 말하면, 가치분소득이 낮은 가계는 금융자산보유를 꺼려하나 가치분소득이 높은 가계는 금융자산보유를 선호하였다. 그러나, 실물자산에 대한 영향은 구성자산에 따라 서로 다르게 나타났다. 순자산도 실물자산에 대한 영향이 자산유형마다 다르게 나타나 자산선호에 따른 기호가 반영된 것으로 풀이된다. 금융자산에 대해서도 부채 보유여부에 따라 세부적으로 다르게 영향을 미쳐서 가계의 특성을 반영하고 있는 것으로 보인다. 세대별로 금융자산과 실물자산에 대한 수요를 보면, 중년세대와 노년세대에서는 금융자산에 대한 수요는 작으나 실물자산에 대한 수요는 높아 세대에 따른 자산선호가 뚜렷하게 나타났다는 걸 확인할 수 있다. 하지만 이 두 세대가 청년세대에 비해 적은 금액을 보유하고 있다는 의미는 아니며, 총 포트폴리오에서 차지하고 있는 금융자산의 비중이 낮기 때문에 나타나는 현상일 뿐이다. 노년과 중년세대의 실물자산 투자금액이 청년세대의 투자금액보다 두배 이상 많다는 사실이 이러한 추론을 뒷받침한다. 한편, 부채가 있는 중년세대나 노년세대의 가계는, 부채가 없는 동일가계 세대보다, 주식선호가 뚜렷하게 나타났다. 게다가, 청년세대에 비하여 부채가계의 중년과 노년세대는 주식선호 현상을 보이고 있다.

자본화가 발달한 국가의 소득수준과 순자산을 기준으로 비교하면, 국내가계의 주식, 채권과 같은 금융자산보유는 여전히 낮은 수준이다. 주택이나 부동산 같은 실물자산을 선호하는 국내가계의 특성을 고려할 경우, Flavin and Yamashita(2002)의 주장처럼 금융자산보유비중을 늘려 포트폴리오의 위험을 분산시킬 필요성이 제기된다. 이 들 세대가, 장기보유목적이 아니거나 위험분산 효과를 고려하지 않은 포트폴리오를 구성할 경우, 실물자산의 변동성과 상쇄되지 않는 위험에 노출될 수 있고, 그 결과로써, 총위험이 증폭되어 전반적으로 가계의 재무건전성이 악화되어 국가경제의 건전성도 위태롭게 할 수 있다. 2008년 세계금융위기와 2005년 부동산거품위기를 겪었음에도 불구하고 여전히 실물자산선호가 수그러들지 않았다는 점은, 자산 재분배에 대한 인식변화가 필요하다. 실무자나 정책 입안자가 가계의 금융시장참여를 유도할 수 있도록 제도화하여 가계가 위험을 분산시키고, 건전한 재무설계를 계획할 수 있도록 안내할 필요가 있다.

## 참고문헌

김경아, “국내가계의 자산선택행위에 관한 연구”, 제 8회 한국노동패널 학술대회 논문집, 2007, pp.561-590.

김경아, “국내가계의 부채증가 추세 및 요인에 관한 연구 : 미시자료에 대한 분석을 중심으로”, 응용경제, 제13권 제1호(2011), pp. 209-237.

김재철, 가계의 주식보유비중 결정요인에 대한 연구: OECD 국가나 비교를 중심으로, 서울:한국증권연구원, 2005.

백은영·성영애, “부채 취약가계 결정 요인 한국생활과학회지”, 제 21권 2호, 2012, pp.225-240.

신동령, “도산기업의 재무구조 결정요인” 한일경상논집, 제23권, 2001, pp.239-262.

유경원, 변혜원, 가계부채의 확대와 대출제약, 경제분석, 제 18권 제 1호, 2012, pp.61-83.

여윤경·주소연, "가계의 순자산과 자산배분에 관한 연구", 산업경제연구, 제 22권 제 5호, 2009, pp.2109-2129.

정운영, “우리나라 가계의 자산선택 결정요인에 관한 연구”, Financial Planning Review, 제 1권 1호, 2008, pp.81-108.

최원호, “소비습관과 주식수익률 프리미엄 현상: 한국증권시장에서의 검증”, 한국증권학회지 제40권 2호, 2011, pp.261-285.

최원호, “가계부채와 금융자산보유에 관한 연구”, 재무연구, 제26권 제 4호, 2013, pp.527-559.

최현자·이희숙·이희숙·성영애, “재무비율을 이용한 가계재무상태 평가지표개발에 관한 연구”, 소비자연구, 제14권 1호, 2003, pp.99-121.

윤 창 현, 가계부채백서, 한국금융연구원, 2013.

금융안전보고서, 한국은행, 2013

부채경제학과 한국의 가계 및 정부부채, 한국은행, 2012.4.

2010 가계금융조사 결과 보도자료, 통계청, 2010.

2011 가계금융조사 결과 보도자료, 통계청, 2011.

2012 가계금융복지조사 보고서, 통계청, 2013.

Angerer, X. and Lam, P. S., “Income Risk and Portfolio Choice: An Empirical Study”, *Journal of Finance*, Vol. 94, pp.1037–1055.

Becker, T. and Shabani, R., “Outstanding Debt and the Household Portfolio”, *Review of Financial Studies*, Vol. 23, 2010, pp. 2900–2934.

Bodie, Z. and Crane, D., “Personal Investing: Advice, Theory and Evidence”, *Financial Analysts Journal*, Vol.53, No.6, 1997, pp.13–23.

Bodie, Z., Merton, R. and Samuelson, W., “Labor Supply Flexibility and Portfolio Choice in a Life Cycle Model”, *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol. 16, 1992, pp.427–449.

Chetty, R. and Szeidl, A., “The Effect of Housing on Portfolio Choice”, Working Paper, University of California, Berkeley. 2009.

Cocco, J., “Portfolio Choice in the Presence of Housing”, *Review of Financial Studies*, Vol. 18, 2005, pp.536–567.

Cocco, J., Gomes, F. and Maenhout, P., “Consumption and Portfolio Choice over the Life Cycle”, *Review of Financial Studies*, Vol.18, 2005, pp.491–533.

Cox, P., J. Whitley, and P. Brierley, “Financial Pressures in the UK Household Sector: Evidence from the British Household Survey”, *Bank of England Quarterly Bulletin*, Vol. 42(2002), pp. 410–419.

Curcuro, S., Heaton, J., Lucas, D. and Moore, d., “Heterogeneity and Portfolio Choice : Theory and Evidence”, *Handbook of Financial Econometrics: Tools and Techniques*, Vol. 1, 2010, pp.337–382. North Holland.

- Davis, S., Kubler, F. and Willen, P., "Borrowing Costs and the Demand for Equity over the Life Cycle", *Review of Economics and Statistics*, Vol. 88, 2006, pp.348-362.
- Davis, S. and Willen, P., "Occupation-Level Income Shocks and Asset Returns: Their Covariance and Implication for Portfolio Choice", Federal Reserve Bank of Boston, Working Paper. 2013.
- Flavin, M. and Yamashita, T., "Owner-Occupied Housing and the Composition of the Household Portfolio", *American Economic Review*, Vol.98, 2002, pp. 474-497.
- Guiso, L., Jappelli, T. and Terlizzese, D., "Income Risk, Borrowing Constraints and Portfolio Choice", *American Economic Review*, Vol. 86, 1996, pp.158-172.
- Haliassos, M. and Bertaut, C., "Why do so Few Hold Stocks?", *Economic Journal*, Vol. 105,1995, pp.1110-1129.
- Heaton, J. and Lucas, L., "Portfolio Choice and Asset Prices: The Importance of Entrepreneurial Risk", *Journal of Finance*, Vol.55, No.3, 2000, pp.1163-1198.
- Hochguertel, S., Alessie, R. and Soest, A. V., "Saving Accounts versus Stocks and Bonds in Household Portfolio Allocation", *Scandinavian Journal of Economics*, Vol. 99, 1997, pp.81-97.
- Holden, S. and Vanderhei, J., "401(k) Plan Asset Allocation, Account Balances, Loan activity *EBRI issue Brief*, No. 255. 2003.
- Hu, X., "Portfolio Choice for Homeowners", *Journal of Urban Economics*, Vol. 58, 2005, pp.114-136.
- Kullman, Cornelia. and Siegel, S., "Real Estate and its Role in Household Portfolio Choice", Working Paper, 2003.
- Leece, D., "Rationing, Mortgage Demand and the Impact of Financial Deregulation", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Vol. 57, No. 1,1995, pp. 43-66.
- Love, D., "The Effects of Marital Status and Children on Savings and Portfolio Choice", *Review of Financial Studies* , Vol. 23, No 3, 2010, pp.385-432.

Mankiw, G. and Zeldes, S., “The Consumption of Stockholders and Nonstockholders”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 29, 1991, pp.97-112.

Yao, R. and Zhang, H., “Optimal Consumption and Portfolio Choices with Risky Housing and Borrowing Constraints”, *Review of Financial Studies*, Vol. 18, 2005, pp.198-239.

## Portfolio of Household with debts

Abstract

Wonnho, Choi

In this paper, I analyze the household portfolio with and without household debts, each of which is supposedly subject to distinct financial target according to household characteristics and financial status, respectively. Throughout 2011-2013 Household Financial Survey, I found the three following evidence. first, households with debts have more financial as well as real assets than without debts. among financial assets, the former own more stocks, bonds, insurance and mutual funds than the latter. Moreover, households with debts own more real estate and automobile amidst real assets, which is prominent statistically. Secondly, disposable income, one of main interest variables, reduce the shares of financial assets at low level, but, increases at high level irrespective of household debts. Thirdly, household debts, as in previous results, reduce household financial assets, but reinforce the holdings of real assets, which is also prevalent in sample of households having excessive debts. Finally, according to generations, middle and over with household debts prefer stocks without and significantly than young households.

Key words : Household debts, Real assets, Financial Assets, Net worth, Disposable Income