
K D I 政 策 研 究

제 19 권 제 4 호

1997. IV

- 우리나라貯蓄率의 決定要因 洪基錫... 3
金俊經
- 論 評 : 朴大權/辛仁錫
- 失業長期化의 效果分析 金大逸... 47
- 論 評 : 崔慶洙/李周浩
- 環境規制와 國際競爭力 金東石... 97
- 論 評 : 郭承俊/韓震熙
- 電氣料金體系의 問題點 및
中短期 改善方向 具本天...159
- 論 評 : 孫良薰/金仁奎
-

==== 編 輯 陣 ====

委員長 薛光彥
幹事 黃晟鉉
委員 金大逸 金東石
金承墳 羅東敏
朴進 林暎宰
洪基錫

編輯 中東祚

編輯問議 : 編輯委員會(958-4095)

購讀問議 : 發刊資料相談室(958-4326~8)

KDI 政策研究

『KDI 政策研究』는 우리나라 經濟·社會의 發展과 관련되어 제기되는 政策的·理論的 問題에 대한 研究결과를 논문형태로 수록하여 年 4回 發刊됩니다. 本誌의 發刊 目的是 大學 및 研究機關의 專門家들은 물론 政府정책담당자들이나 일반 독자들에게 本 研究院의 研究結果를 널리 紹介하는 데에 있습니다.

本誌에 실리는 論文 중 「政策研究」는 주로 懸案政策課題에 대한 分析과 政策代案을 제시하기 위한 研究로서 2人 이상의 院內外 專門家の 指名論評과 함께 게재되고 있습니다. 한편 「研究論文」은 本院의 政策研究過程에서 생산되는 새로운 지식과 정보를 체계적으로 소개하거나 또는 政策研究를 위한 새로운 해석과 접근방법을 모색하기 위한 研究로서 2人 이상의 院內外 專門家の 논평을 거쳐 수록되고 있습니다.

그러나 諸般 政策建議를 포함하여 이들 論文에 報告되는 一切의 內容은 執筆者 個人的 意見이며, 本院이나 編輯委員會의 公式意見과 갈지 않을 수도 있습니다. 本誌의 內容은 出處 및 執筆者를 明示하는 한 自由로 引用할 수 있습니다.

本誌는 발표되는 論文에 대한 讀者들의 솔직하고 생산적인 論評을 환영합니다.

우리나라 貯蓄率의 決定要因

洪 基 錫 (本院 專門研究員)

金 俊 經 (本院 研究委員)

* 洪性喆 연구원의 많은 도움에 감사드린다.

◇ 要 約 ◇

본 논문은 우리나라 貯蓄率의 결정요인을 실증적으로 분석하는데 목적을 두고 있다. 특히 본 논문은 生涯週期假說/恒常所得假說에 바탕을 두고 巨視시계열자료와 微視횡단면자료를 모두 분석함으로써 개별경제주체의 저축행위와 경제전체의 저축간의 일관된 관계를 밝히려고 하였다.

표준적인 생애주기가설/항상소득가설에 의하면, 저축은 所得의 일시적 변동으로부터 消費를 독립시키려는 개별소비자의 합리적 선택의 결과이다. 따라서 개별소비자의 저축은 단기적으로는 소득이 일시적으로 높은 해(年)에, 그리고 보다 장기적으로는 일생동안 가장 높은 수준의 소득을 벌게 되는 장년기간중에 가장 크게 된다. 본 논문의 실증결과는 이러한 생애주기가설/항상소득가설의 예측이 실제자료와 대체로 일치함을 보여준다. 거시자료 분석결과에 의하면 우리나라 저축률의 연간변동은 所得成長率과 人口年齡構造의 변동에 의해서 잘 설명되는 것으로 나타난다. 또한 미시자료 분석결과를 보더라도 소득이 일시적으로 높은 가계나 경제활동연령인구의 비중이 높은 가계일수록 더 많은 저축을 하는 것으로 나타난다. 따라서 생애주기가설/항상소득가설은 우리나라 저축률의 결정을 설명하는 데 매우 유용하다고 판단된다.

본 논문은 또한 소득성장률이나 연령구조 외에 이자율, 유동성 제약, 그리고 예비적 저축동기 등이 저축에 미치는 영향에 대해서도 살펴보았다. 실증결과에 의하면 실질이자율은 저축률을 다소 증대시키는 효과가 있으나, 기타 요인들의 효과는 유의하지 않은 것으로 나타났다.

I. 序

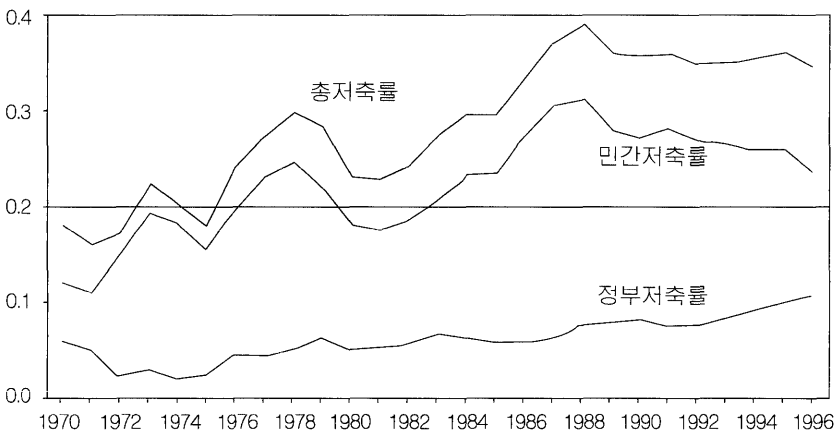
한 경제의 貯蓄率은 현재의 소비와 미래의 소비에 대한 개인들의 선택을 반영하는 것으로서 그 경제의 長期的인 成長에 중요한 역할을 한다. 저축을 늘리는 것은 現在의 소비를 줄이는 대신 未來의 소비를 늘리겠다는 소비자의 의지를 나타내므로 높은 저축률을 보이는 경제가 높은 성장률을 기록하는 것은 자연스러운 현상이라고 볼 수 있는 것이다. 또한 단기적으로 저축의 변동은 총지출의 가장 큰 부분을 차지하는 消費의 변동과 직접적으로 연결된다. 따라서 한 경제의 저축률의 움직임과 그 결정요인을 이해하는 것은 그 경제의 장기적 成長과 단기적 安定을 위해서 매우 중요하다고 할 수 있다.

이러한 저축률의 중요성 때문에 그동안 경제학에서는 저축률에 관하여 많은 논의가 이루어져 왔는데, 저축률의 결정에 대한 대표적인 이론으로는 生涯週期假說/恒常所得假說을 들 수 있다 (생애주기가설과 항상소득가설은 기본적으로 동일한 사고에 기초하고 있으므로 이하에서는 두 가지 가설을 특별히 구분할 필요가 있을 경우를 제외하고는 생애주기가설/항상소득가설을 항상소득가설로 약칭하겠다). 항상소득가설의 기본 주장은 소비자들이 현재의 소비와 미래의 소비를 동시에 합리적으로 계획하고 실행한다는 것이다. 따라서 항상소득가설은 대부분의 경우 消費者의 效用極大化라는 기본모형에 명시적으로 기초하고 있다. 이러한 항상소득가설은 경우에 따라 無限期間模型(infinite horizon model)이나 重複世代模型(overlapping generations model)의 형

태를 취하면서 소비와 저축의 결정에 대한 대표적 이론으로 자리잡게 되었으며, 지금까지 향상소득가설의 체계하에서 이루어진 많은 연구들의 결과 成長率, 人口構造, 社會保障制度 등의 변수들이 저축률의 결정과 관련있는 것으로 밝혀지게 되었다.

우리나라의 경우도 예외는 아니어서 그동안 우리나라의 저축률에 관하여 많은 논의들이 있어 왔다. 특히 우리나라의 總計저축률(aggregate saving rate)은 지난 몇 십년 동안 지속적인 상승추세를 유지하여 현재에는 세계적으로 높은 수준을 보이게 되었는데, 바로 이러한 특징 때문에 우리나라의 저축률은 더욱 많은 관심의 대상이 되어왔다. [그림 1]은 1970년 이후 우리나라 저축률¹⁾의 추이를 보여주고 있는데, 총저축률(national saving rate)의 경우 1970년의 18%에서 1996년에는 35%로 급속히 증가하였음을 알 수 있다. 민간저축률(private saving rate) 또한 80년대말 이후에는 다소 하락하는 추세를 나타내고 있지만 그 이

[그림 1] 우리나라의 저축률 추이



자료 : 韓國銀行, 『국민계정』, 각년도.

1) 총저축률, 민간저축률, 그리고 정부저축률은 모두 GNP 베이스이다.

전까지는 지속적으로 증가하는 추세를 보여왔다.

우리나라 저축률의 이러한 장기적 증가추세와 높은 수준을 설명하기 위하여 지금까지 많은 연구들이 이루어져 왔다.²⁾ 그러나 우리나라의 저축률이 어떻게 것처럼 빨리 증가할 수 있었으며, 왜 (다른 동아시아국들과 더불어) 세계적으로 높은 수준을 유지하고 있는가에 대해서는 아직까지 확실한 설명이 제시되지 못한 상태인데, 이는 아래에서 보다 자세히 설명되듯이 시계열자료를 이용하여 저축률의 시간추세를 설명하거나 국가간 횡단면 분석을 통하여 저축률의 수준을 설명하려는 시도에는 본질적으로 한계가 있기 때문이다. 한편 비교적 용이하게 분석될 수 있는 저축률의 단기적 변동의 경우에도, 기존의 연구들을 보면 저축의 長期的 결정요인과 短期的 결정요인을 구분하지 않음으로써 그릇된 실증결과를 보고하거나 실증결과에 대하여 잘못된 해석을 내리는 경우가 종종 있다. 본 논문의 목적 중의 하나는 항상소득가설에 입각하여 우리나라 총계저축률의 장기적 결정과 단기적 결정을 명시적으로 구분함으로써, 實證分析의 限界點을 분명히 하고 실증결과에 대하여 보다 正確한 解釋을 내리는 데 있다.

지금까지 우리나라의 총계저축률에 대해서는 상당히 많은 양의 연구가 있어 왔으나, 개별경제주체의 저축행위에 대한 미시적 실증 연구는 상대적으로 적은 편이었다고 할 수 있다. 본 논문의 또 다른 목적은 개별 가계수준에서의 저축행위를 분석함으로써 앞에서 언급한 총계저축률의 분석결과에 대하여 微視的 基礎(micro-foundation)를 제공하는 데 있다.

본 논문의 실증분석결과를 미리 요약하면 다음과 같다.

2) 우리나라 저축률의 결정에 대한 기존의 연구로는 金光錫(1975), 朴大根·李昌鏞(1997), Hahn(1994), Hurd and Lee(1995), Kang(1994), Nam(1990) 등이 있다.

첫째, 우리나라 총계저축률의 短期的(年間)變動은 경제성장률과 인구연령구조의 변동에 의해서 잘 설명된다. 특히 흥미로운 것은 흔히 저축률의 장기적 결정요인으로만 여겨지는 인구연령구조의 변화가 저축률의 단기적 변동과도 매우 밀접하게 연결되어 있다는 점이다. 또한 저축률의 변동은 실질이자율의 변동과 유의한 양의 상관관계를 가지는 것으로 나타나는데 이 또한 다른 연구들과 비교하여 특이한 점이다. 유동성제약, 예비적 저축동기 등 기타요인들이 저축률의 변동에 미치는 영향은 유의하지 않은 것으로 나타났다.

둘째, 우리나라 저축률의 長期的 增加趨勢의 결정요인이 무엇인지는 분명하지 않다. 흔히 인구연령구조의 장기적 변화가 저축률의 장기추세에 대한 설명변수인 것으로 여겨지고 있으나, 계량적으로 볼 때 저축률의 장기추세는 時間趨勢를 가지고 있는 어떤 변수와도 쉽게 연결지을 수 있는 것이다.

셋째, 國際橫斷面 분석결과에 의하면 우리나라 저축률의 높은 수준 또한 경제성장률과 피부양인구비율의 두 가지 변수에 의해 대부분 설명되는 것으로 나타난다. 그러나 국제횡단면 분석의 경우 분석에 사용되는 설명변수의 대부분이 사실상 내생변수일 가능성이 크므로 추정결과의 해석에는 상당한 주의가 요구된다.

넷째, 家計資料의 횡단면분석에 의하면 금기의 소득증가율이 높은 가계일수록, 그리고 피부양인구비율이 낮은 가계일수록 더 많은 저축을 하는 것으로 나타난다. 특히 연령별 가계저축은 생애주기가설의 예측대로 뚜렷한 역 U자형을 나타내고 있는데, 이러한 패턴은 미국의 미시자료에서는 잘 발견되지 않는 점이다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ장에서는 항상소득가설을 중심으로 저축률 결정에 관한 이론들을 간단히 살펴본다. 제Ⅲ장에서는 연간 時系列 巨視資料를 이용하여 저축률함수를 추정하

고, 제Ⅳ장에서는 橫斷面 微視資料를 이용하여 가계저축함수를 추정한다. 끝으로 제Ⅴ장에서는 본 연구의 주요결과를 요약함으로써 결론에 대신하고자 한다.

II. 貯蓄率 決定에 관한 理論

1. 生涯週期假說/恒常所得假說

Modigliani(1966)의 生涯週期假說(Life-Cycle Hypothesis)은 個人의 一生동안에 걸친 消費와 貯蓄의 패턴에 바탕을 두고 있다. 대부분의 경우 個人의 소득은 특정 연령까지 상승하다가 다시 하락하는 역 U자 곡선을 보이는 반면 個人의 소비는 一生동안 비교적 일정한 수준을 유지할 것으로 기대된다. 따라서 생애 初期와 末期에 소비자는 負(-)의 저축을 하게 되며 노동활동이 활발한 생애 中期에는 陽(+)의 저축을 하게 된다. 이러한 소비와 저축의 패턴이 경제내의 모든 個人에 대해서 보편적으로 성립한다면 한 경제 전체의 저축률은 경제내의 陽의 저축자와 負의 저축자간의 상대적 비중에 의해서 결정된다. 이때 陽의 저축자와 負의 저축자의 상대적 비중은 바로 경제내 人口의 年齡構造, 그리고 世代間 所得의 差異에 의해 결정될 것이다. 따라서 생애주기가설에 의하면 한 경제 전체의 저축률은 인구의 연령구조와 세대간 소득성장률의 함수로 나타날 것으로 예측된다.

이러한 Modigliani의 가설은 주로 國家間 橫斷面 分析을 통하여 검증되었는데, 가설의 예측대로 국가간 저축률의 차이는 인구의 연령구조 및 경제성장률의 차이와 밀접한 관계가 있는 것으

로 관찰되었다.³⁾ 즉, 경제성장률이 높을수록 그리고 피부양인구 비율(=피부양인구/총인구)이 낮을수록 저축률이 높은 것으로 나타난다.

물론 이러한 실증결과는 생애주기가설 외에 다른 가설과도 얼 마든지 부합하는 것일 수 있다. 예를 들면, 成長論(growth theory)에 의하더라도 높은 저축률은 높은 성장률을 유발하므로 국가간 저축률과 성장률 사이에 양의 상관관계가 관찰될 수 있는 것이다. 또한 저축률과 인구연령구조간의 관계도 단지 두 변수 모두가 제3의 변수에 의해 동시에 결정됨을 반영하는 것에 지나지 않을 수 있다. 예를 들어, 이론적 기반은 분명치 않지만 일부 학자들의 주장대로 저축률과 인구의 연령구조가 모두 所得水準에 의해 결정되는 경우에도 우리는 저축률과 인구연령구조 사이에 유의한 상관관계를 발견할 수 있는 것이다. 그러나 Modigliani의 가설은 명시적으로 個人的 最適化 行爲에 기초하여 경제 전체적인 저축률의 결정을 설명한 최초의 이론이라는 점에서 큰 의의를 가진다고 할 수 있다.

이와 같이 Modigliani의 생애주기가설은 국가간 저축률의 차이를 설명하는 데 매우 유용하다. 그러나 Modigliani의 가설을 한 나라의 저축률의 時系列的 변동에 적용하는 데에는 주의가 필요 한데, 이는 Modigliani의 가설이 주로 저축률의 長期的 결정에 대한 이론이기 때문이다. Modigliani의 가설에서 소득성장률이 저축률에 영향을 미치는 이유는 소득성장률이 세대간 소득차이 혹은 陽의 저축자와 負의 저축자간의 소득차이를 반영할 것으로 기대되기 때문이다. 따라서 Modigliani의 가설을 검증하는 데 적

3) 이러한 관계는 국가간 橫斷面資料를 이용한 Modigliani(1970), Bosworth (1993), Masson, Bayoumi, and Samiei(1995) 등 다수의 실증분석결과에 의 해서 지지되고 있다.

합한 성장률은 연간 성장률이라기보다는 장기 성장률이며, Modigliani의 가설이 반드시 한 나라의 연간 성장률과 연간 저축률 사이에 어떠한 단기적 상관관계가 존재해야 함을 의미하지는 않는다고 보는 것이 정확한 해석일 것이다. 기존의 연구들에서는 이러한 저축률의 장기적 결정과 단기적 결정간의 차이가 종종 무시되고 있으며, 그 결과 그릇된 실증결과가 보고되는 경우도 있다.

그러면 한 나라의 저축률의 단기적 움직임은 어떠한 이론으로 설명될 수 있을까? 저축이 소득과 소비의 차이라는 점을 고려할 때, 저축률의 단기적 움직임을 설명하기 위한 benchmark 모형은 아무래도 최근 수십년간 표준적 소비이론으로 자리잡고 있는 恒常所得假說이 되어야 할 것임을 알 수 있다. 사실 항상소득가설은 그 기본정신에 있어서는 Modigliani의 생애주기가설과 동일하다. 두 가지 가설 모두 소비자는 소득의 변동으로부터 소비를 독립시킴으로써 최적의 소비수준을 유지하려고 한다는 기본생각에서 출발한다. 즉, 소득이 일시적으로 높을 때에는 소득 증가분의 대부분을 저축하고 소득이 일시적으로 낮을 때에는 기존의 자산을 삭감함으로써 안정적인 소비수준을 유지하려고 한다는 것이다. 단지 항상소득가설의 경우 소비자의 多期間 消費者選擇模型에 보다 명시적으로 기초함으로써 소비나 저축의 단기적 변동의 분석에 보다 유용한 틀을 제공한다는 점이 다를 뿐이다.

그런데 항상소득가설을 저축률의 시계열적 변동에 적용할 경우 발생하는 한 가지 문제점은 어떤 기간중의 소득 변동이 一時的인 것인지 恒常적인 것인지를 실제자료만 보고서 판단하기가 매우 힘들다는 것이다. 만일 어떤 기의 소득증가가 일시적인 것이라면 그 소득증가분의 대부분은 저축으로 돌려지겠지만 소득증가가 항상적인 것이라면 증가분의 대부분이 소비될 것으로 기

대할 수 있다. 실제로 Campbell and Deaton(1989)은 소득이 아주 persistent할 경우 항상소득가설에 의하면 저축률과 소득성장률 사이에는 오히려 음의 상관관계가 존재해야 함을 보였다.⁴⁾ 따라서 항상소득가설을 엄밀히 적용할 경우 소득성장률과 저축률 간의 상관관계는 일의적으로 결정되지 않는 것이다. 그러나 어쨌든 항상소득가설은 저축률의 변동이 소득의 변동과 밀접한 관계를 가질 수 있음을 시사한다. 그리고 경험적으로 볼 때 대부분의 나라에서 저축률과 소득성장률 사이에는 양의 상관관계가 발견되므로, 우리나라의 경우에도 비슷한 결과가 얻어질 것을 기대해 볼 수 있다.

단순한 항상소득가설에서는 종종 소득 외의 모든 변수들은 일정한 것으로 가정하고 소득의 변동과 소비의 변동에만 주목하는 경우가 많다. 그러나 조금 더 일반화된 형태의 항상소득가설에서는 이자율과 물가 같은 가격변수들의 변동도 고려된다. 實質利子率은 현재소비와 미래소비의 상대가격을 나타내므로 이자율의 변동에 따라 현재소비와 저축에 대한 결정이 바뀔 것으로 기대할 수 있다. 단, 이론적으로 볼 때 실질이자율이 저축에 미치는 영향은 代替效果와 所得效果의 상대적 크기에 의해 결정되므로 실질이자율과 저축률 사이의 실제 관계는 자료의 분석을 통해서 실증적으로만 결정될 수 있다.

생애주기가설과 항상소득가설이 저축률의 결정에 대하여 시사하는 점을 요약하면 다음과 같다. 생애주기가설과 항상소득가설 모두 개별소비자의 최적소비행위에 기초를 두고 있다. 그러나 생

4) Campbell(1987)에 의하면 저축은 미래의 소득증가(혹은 감소)에 대한 예상에 의해서 결정된다. 즉, 앞으로 소득이 증가할 것으로 예상되는 경우에는 저축을 줄이고 소득이 감소할 것으로 예상되는 경우에는 저축을 늘릴 필요가 있는 것이다(saving for a rainy day). 그런데 이러한 미래의 소득변화에 대한 예상은 현재의 소득변동이 일시적인 것인지 항상적인 것인지에 따라 크게 영향을 받을 것이다.

애주기가설은 경제내의 개인들간의 차이점, 특히 생애주기상의 위치에 따른 차이점을 중요시하므로 인구의 연령구조가 저축에 미칠 수 있는 영향을 강조하는 반면, 항상소득가설은 일반적으로 경제전체의 소비를 한 대표적인 개인(representative agent)의 소비로 나타냄으로써 개인간의 차이를 무시한다. 한편 생애주기가설은 저축률이 장기적으로 경제성장률과 양의 상관관계를 가질 것으로 예측하는 반면, 항상소득가설은 단기적으로 저축률의 변동이 소득성장률의 변동에 의해 영향을 받을 것이라고 예측한다.

2. 貯蓄率의 기타 決定要因

표준적 항상소득가설은 분석의 편의상 여러 가지 단순한 가정들을 채택하고 있다. 예를 들면, 경제 내에는 아무런 마찰요인이 존재하지 않으며 제도적 요인도 항상 주어진 상태에서 일정하다고 가정한다. 따라서 이러한 단순한 가정들을 보다 현실적인 가정들로 대체할 경우, 저축률은 성장률, 인구의 연령구조, 실질이자율 외에 다른 요인들에 의해서도 영향을 받는 것으로 나타나게 된다. 지금까지 저축률의 기타 결정요인으로 자주 거론된 것들로는 社會保障制度,⁵⁾ 所得分配, 流動性制約, 경제내의 不確實性 등을 들 수 있다.⁶⁾ 이 가운데 우리나라 저축률의 분석에 비

5) 사회보장제도와 같은 제도적 요인도 저축률의 결정에 영향을 미친다. 예를 들면, 부과식(pay-as-you-go) 연금제도의 도입이나 확장은 이론적으로나 실증적으로 저축률을 감소시키는 경향이 있다는 것이 종종 지적된다. 그러나 우리나라의 경우 국민연금제도의 도입이 최근에 이루어졌으므로 연금제도의 도입에 따른 저축률의 변화를 분석하기는 아직 이른 것으로 판단된다.

6) 이론적 기반이 분명하지는 않지만 所得의 절대수준이 증가할수록 저축률이 상승할 것이라는 주장도 있다. 이 주장에 따르면, 소득수준이 매우 낮은 소비자들은 대부분의 소득을 소비지출에 충당할 수밖에 없으므로, 특히 우리나라와 같이 1인당 국민소득이 매우 낮은 수준으로부터 급격히 상승한 경제에서는 개인소득수준의 향상이 경제전체의 저축여력 증대에 상당히 기여했을 수 있다는 것이다. 실제로 국가간 저축률과 소득수준의 차이를 보면

교적 직접적으로 적용될 수 있는 몇 가지를 좀더 자세히 살펴보겠다.

첫째, 소비자금융시장에서의 流動性制約의 존재가 저축률의 증가요인으로 작용할 수 있다. 특히 우리나라와 같이 성장우선정책의 추진으로 인하여 生産者 위주의 금융정책이 장기간 지속되어 온 경제에서는 소비자금융에 대한 규제 등에 따른 유동성제약이 민간저축을 늘리는 요인으로 작용했을 가능성이 있다.⁷⁾ 소비자 신용의 가용성 또는 유동성제약의 정도가 저축률을 결정하는 요인으로 작용한다는 것은 이론적으로나 실증적으로 Horioka(1988), Japelli and Pagano(1989) 등에 의해 이미 검증된 바 있다. 특히 Hayashi et al.은 numerical simulation을 통해 주택시장에서의 유동성제약이 저축에 미치는 효과의 중요성을 보였다(Hayashi, Ito, and Slemrod[1988]). 따라서 주택관련소비의 중요성이 매우 높은

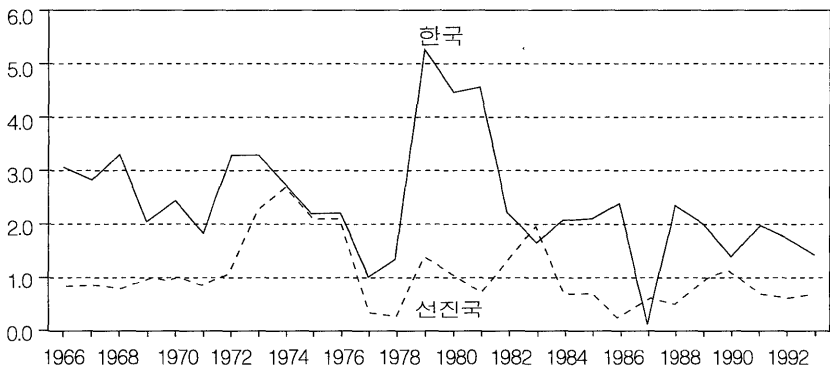
소득수준이 높은 나라일수록 저축률이 높음을 알 수 있다. 또한 우리나라의 所得別 가구당 저축률을 보더라도 월평균 60만원 미만의 극빈계층의 저축률이 가장 낮고 소득수준이 높은 가계의 저축률이 높게 나타난다. 그러나 소득수준과 저축률 사이에 상관관계가 존재한다는 것은 표준적인 경제학 모델의 일반적인 특성인 동차성(homotheticity)과 배치되는 것으로서 이를 이론적으로 설명하기란 용이하지 않다. 또한 저소득층의 저축률이 낮다는 것은 표준적인 항상소득가설과도 얼마든지 일치할 수 있는 것으로서, 가계 수준에서의 저축률과 소득수준 사이의 상관관계가 반드시 경제 전체의 저축률과 경제 전체의 소득수준 사이의 상관관계를 의미하지는 않는다. 따라서 소득수준과 저축률의 관계를 추정할 때에는 이러한 문제점들이 신중히 고려되어야 할 것이다.

- 7) 소비자금융시장에서의 流動性制約現象은 ① 情報의 不完全性으로 인한 信用 割當(credit rationing)과 ② 政府의 規制에 따른 인위적인 신용할당 등 두 가지 경로에 의해 초래된다고 볼 수 있다. 우리나라의 경우에는 두 가지 요인 모두가 유동성제약을 초래해왔을 것이나, 輸出優待金融, 中小製造業體 義務貸出制 등 생산자 위주의 대출제도가 장기간 지속되고, 物價不安 또는 경기과열의 조짐이 있을 때마다 소비자금융이 정책적으로 억제되어 온 점을 고려하면 後者가 적지 않은 영향을 준 것으로 사료된다. 金俊經(1995)은 한국·일본·미국의 시계열자료를 이용하여 소비지출에 대한 유동성제약효과를 추정하였는데, 그 결과에 의하면 한국이 일본과 미국에 비하여 더 심한 유동성제약하에 처해왔으며, 특히 우리나라의 유동성제약의 정도는 소비자 금융의 규제완화에 민감하게 반응해온 것으로 나타났다.

우리나라에서도 유동성제약이 경제 전체의 저축수준에 상당한 영향을 미칠 것으로 의심해볼 수 있다. 이에 대한 보다 자세한 논의는 IV장에서 이루어진다.

둘째, 성장을 및 경제사회환경의 급격한 변화에 따른 不確實性의 확대도 저축증대의 요인으로 작용할 가능성이 있다. GDP성장을 및 인플레이션의 표준편차를 경제내 불확실성의 대응변수로 사용할 경우, 과거 30여년간 우리나라는 선진국에 비해 불확실성 정도가 상대적으로 컸던 것으로 나타나고 있어 豫備的 動機(precautionary savings motive)에 의한 저축유인이 비교적 강하였을 것으로 예상할 수 있다. 예비적 동기에 의한 저축의 중요성은 소비자 가계를 대상으로 한 설문조사에서도 잘 나타나고 있다. <표 1>에 나타난 가계의 저축목적을 살펴보면 1995년 현재 자녀교육(28%)이 가장 높고 이어서 재난대비(27%), 주택자금마련(14%) 등의 순으로 나타나는데, 재난대비가 높은 순위를 차지

[그림 2-1] 한국과 선진국의 GDP성장률 표준편차 추이



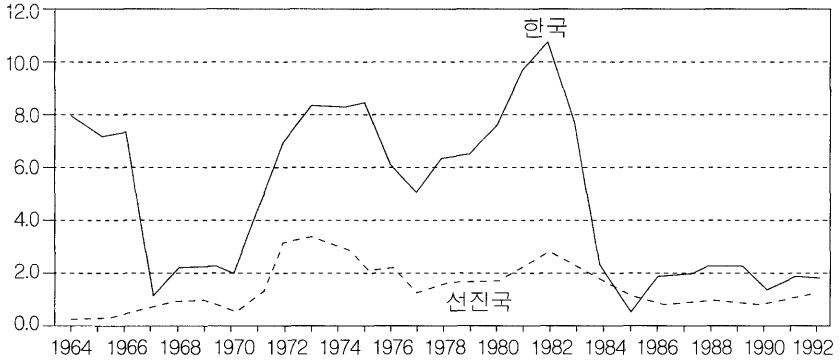
주 : GDP성장률에 대해 3년씩 rolling over하여 중심표준편차를 취해 구하였음.

선진국은 IFS에 정의되어 있는 23개 국가들로 구성.

자료 : 韓國銀行, 『經濟統計年報』, 각년도.

International Monetary Fund, *International Financial Statistics*.

[그림 2-2] 한국과 선진국의 인플레이션 표준편차 추이



주 : 소비자물가상승률에 대해 5년씩 rolling over하여 중심표준편차를 취해 구하였음.

선진국은 IFS에 정의되어 있는 23개 국가들로 구성.

자료 : 韓國銀行, 『經濟統計年報』, 각년도.

International Monetary Fund, *International Financial Statistics*.

<표 1> 우리나라 가계의 저축목적

(단위 : %)

	1991	1992	1993	1994	1995
재난대비	16.9	18.3	28.6	26.5	26.5
자녀교육	31.4	28.7	31.4	28.9	28.4
주택자금마련	27.7	25.5	18.2	16.4	14.4
노후생활대비	14.1	15.2	12.0	15.7	14.1
관혼상제	4.0	5.3	4.8	7.6	8.9
차입금상환	2.3	2.1	1.9	1.8	2.2
재산상속	0.9	1.5	0.8	1.2	0.8
생활용품구입	0.5	0.7	0.8	0.2	0.2
부업자금마련	1.1	1.3	0.8	0.6	0.3
여가비용마련	0.8	1.0	0.4	0.2	0.4
기 타	0.3	0.4	0.3	0.9	3.8

자료 : 韓國銀行, 『도시가계 저축시장조사』, 각년도.

하고 있는 것은 불확실성에 대비한 저축유인이 상당히 강함을 시사하는 것으로 볼 수 있다.

Ⅲ. 巨視資料를 이용한 實證分析

1. 貯蓄率의 短期的 變動과 長期的 趨勢

이하에서는 거시 시계열자료를 이용하여 우리나라 저축률의 단기적 변동과 장기적 추세의 결정요인을 살펴보겠다. II장에서 논의된 근거로 하여 저축률에 대한 설명변수로서 실질경제성장률, 피부양인구비율, 실질이자율 등을 선택하였다. 또한 이러한 변수들 외에도 유동성제약의 정도, 경제내의 불확실성 및 소득수준 등의 변수를 추가로 고려하였다.

이상의 변수들을 포함한 貯蓄率 회귀식은 式 (1)로 표현되며, 각 설명변수 하단의 부호는 기대되는 효과의 방향을 나타낸다.

$$S = f(\dot{y}, DEP, r, B, U, y_k^h / y_{as}^h) \quad (1)$$

(+?) (-) (?) (-)(+) (+)

여기에서 S 는 민간저축률,⁸⁾ \dot{y} 는 실질 GDP성장률, DEP 는 피부양인구비율(=1-15세 이상 65세 미만 인구/전체인구), r 은 실질

8) 저축률을 나타내는 변수로는 민간저축률을 사용하였는데 그 이유는 저축률 변동의 대부분이 민간저축률의 변동을 반영하는 것이며, 또한 저축률 결정에 대한 모형이 가장 자연스럽게 적용될 수 있는 것이 민간저축률이라고 판단되기 때문이다. 물론 Ricardian Equivalence가 성립하는 경우에는 총저축률을 사용하는 것이 더 바람직할 것이다. 그러나 Ricardian Equivalence는 부분적으로만 성립한다는 것이 일반적인 결론이며 이는 우리나라의 경우에도 마찬가지인 것으로 나타난다. 또한 본 논문의 주요결과는 총저축률을 사용하는 경우에도 크게 변화하지 않는다.

금리(명목私債금리-소비자물가상승률 2년 이동평균), B 는 유동성제약의 대응변수로서 한국은행 자금순환계정상의 個人部門의 金融負債증감액을 경상GDP로 나눈 비율이며, U 는 경제내의 불확실성을 나타내는 대응변수로서 실질 GDP성장률을 3년씩 rolling over하여 구한 중심 標準偏差, y_k^h/y_m^h 는 1인당 국민소득의 韓·美 격차(=달러표시 한국의 1인당 국민소득/미국의 1인당 국민소득)를 각각 나타낸다. 표본기간은 1970년부터 1996년까지이다.

〈표 2〉의 식 (I)은 이상의 모든 설명변수가 포함된 경우의 저축률함수 추정결과를 보여주고 있다. 먼저 실질성장률은 저축률과 陽의 상관관계를 가지고 있으며,⁹⁾ 피부양인구비율은 저축률에 대해 負의 효과를 미치는 것으로 나타났다. 이상의 결과는 기존의 연구들과 대체로 일치하는 것이다. 단, 한 가지 특기할 것은 실질금리의 저축률에 대한 효과가 유의하게 나타났다는 점이다. 기존의 국내의 연구결과들을 볼 때 저축률에 대한 이자율의 효과는 분명하지 않다는 것이 일반적인 결론이다. 따라서 〈표 2〉에 나타난 이자율과 저축률간의 상관관계가 얼마나 robust한 것인지에 대해서는 앞으로 좀더 살펴볼 필요가 있을 것이다. 한편

9) 이러한 저축률의 procyclicality는 다른 나라에서도 일반적으로 발견되는 것으로서, 흔히 일시적으로 소득수준이 높을 때 저축을 늘려야 한다는 항상소득가설의 예측과 일치하는 것으로 해석되어왔다. 그러나 Campbell and Deaton(1989)에 의하면 실제로 소득의 변화는 매우 persistent하며 올해의 예외적으로 높은 성장률은 다음 해에도 예외적으로 높은 성장률로 이어질 가능성이 매우 높다. 만일 소득의 움직임이 이와 같이 persistent하다면, 소비자들은 성장률이 높을 경우 자신들의 항상소득은 그보다 더 높아진 것으로 예상을 하고 그에 따라 소비수준을 높이게 된다. 이처럼 소득의 시계열적 특성에 따라 저축은 경기동행적이 아니라 오히려 경기역행적이 될 수도 있는 것이다. 따라서 저축률이 경기동행적인 모습을 보인다는 것이 반드시 항상소득가설을 지지하는 것은 아니다. 다만, 저축률과 성장률 사이의 이러한 규칙적인 관계는 저축률의 움직임을 이해하고 전망하는 데에 유용할 것으로 기대할 수 있다.

〈표 2〉 한국의 저축률 결정요인

	(I)	(II)	(III)	(IV)
\dot{y}	0.47 (0.17)	0.46 (0.16)	0.50 (0.15)	0.49 (0.13)
DEP	-1.43 (0.27)	-3.25 (0.86)	-1.22 (0.14)	-2.75 (0.57)
r	0.32 (0.12)	0.25 (0.11)	0.37 (0.11)	0.28 (0.10)
B	-0.002 (0.003)	-0.003 (0.003)		
U	2.6×10^8 (0.005)	-0.002 (0.005)		
y_k^h / y_{us}^h	-0.001 (0.001)	0.002 (0.002)		
시간추세		-0.016 (0.007)		-0.01 (0.004)
R^2	0.87	0.90	0.84	0.89
DW	1.2	1.5	1.4	1.4

주 : () 안은 표준오차.

유동성제약, 경제내의 불확실성, 국민소득수준 등 저축률의 기타 결정요인들은 모두 유의하지 않은 것으로 추정되었다.

이상의 결과들은 대체로 향상소득가설의 예측과 일치하는 것으로 보인다. 실제로 기존의 대부분의 연구들은 이러한 결과에 기초하여 우리나라 저축률의 움직임이 향상소득가설에 의해 잘 설명되는 것으로 결론을 내리고 있다. 그러나 자료를 보다 자세히 들여다보면 이상의 추정결과가 반드시 정확하지 않을 수도 있음을 알 수 있다. [그림 1]에서 보는 바와 같이 우리나라의 저축률은 지속적인 증가추세를 보이고 있는데, 時間趨勢의 存在는 피부양인구비율이나 실질이자율 시리즈에서도 발견된다. 이처럼 시간추세가 있는 변수들 사이에서 통계적으로 강한 상관관계를 발견하는 것은 당연하며, 이때 추정된 회귀계수의 크기는 경제적

으로 별 의미가 없는 것일 수 있다. 물론 <표 1>의 추정결과를 그대로 받아들여 피부양인구비율의 장기적 변화가 저축률의 추세적 증가를 설명하는 근본적인 원인이라고 볼 수도 있겠지만, 저축률과 연결지을 수 있는 수많은 다른 거시변수들도 시간추세를 가지고 있다는 점을 고려할 때 식 (I)의 추정결과를 그대로 받아들이는 것은 바람직하지 않다고 할 것이다.

이러한 문제점을 해결할 수 있는 한 가지 쉬운 방법은 저축률 함수 추정시 시간추세변수를 별도로 포함시키는 것이다. 시간추세변수를 포함시킴으로써 설명변수와 종속변수가 가지고 있는 시간추세가 제거될 것으로 기대할 수 있기 때문이다. 식 (I)에서 설명력이 낮은 변수들을 제외하고 시간추세변수를 포함시킨 경우의 추정결과가 <표 2>의 식 (IV)에 나타나 있다.¹⁰⁾ 이제 피부양인구비율의 회귀계수를 다시 보면 부호는 시간추세변수가 포함되지 않은 식 (I)에서와 마찬가지로 음이지만 절대값의 크기는 식 (I)의 경우보다 훨씬 더 큼을 알 수 있다. 반면 성장률과 이자율의 회귀계수는 시간추세변수의 도입에 크게 영향을 받지 않는 것으로 나타난다. 식 (III)과 식 (IV)의 비교로부터도 비슷한 결론을 얻을 수 있다. 이상의 결과는 피부양인구비율의 장기적 변화가 저축률의 장기적 증가추세에 대한 유일한 원인은 아니며, 따라서 변수들의 시간추세를 제거하지 않고 얻어진 추정치는 잘못된 것일 수 있음을 시사한다.

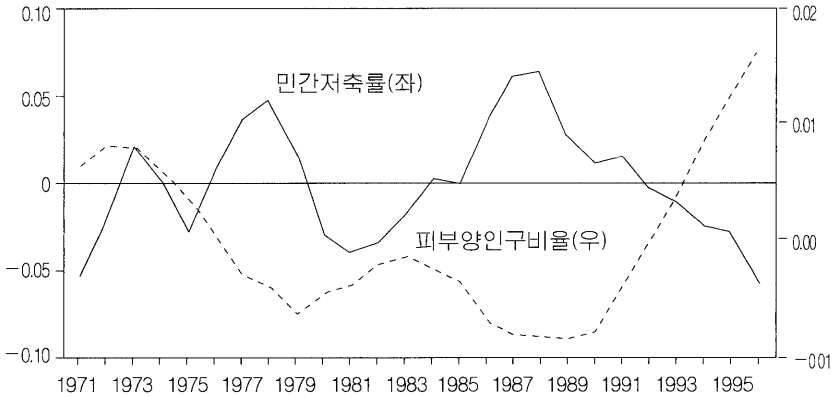
[그림 3]은 시간추세를 제거한 뒤의 피부양인구비율, 경제성장률 및 실질이자율과 저축률간의 관계를 보여주고 있는데, 특히

10) 추세변수와 모든 설명변수를 포함한 추정결과는 <표 2>의 식 (III)에 나타나 있는데, 유동성제약, 경제내의 불확실성, 국민소득 수준 등은 여전히 통계적 유의도가 낮은 것으로 나타난다. 유동성제약 및 불확실성이 저축에 미치는 효과가 유의하지 않은 것은 이들 변수에 대한 대응변수를 찾기가 어렵다는 데에도 부분적으로 기인한 것으로 판단된다.

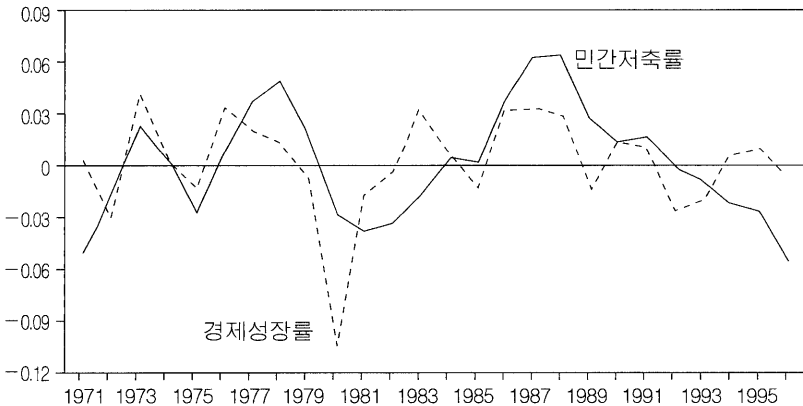
식 (II)와 (IV)에서 추정된 바와 같이 피부양인구비율과 저축률 사이에는 강한 음의 상관관계가 있음을 알 수 있다. 흔히 인구의 연령구조는 저축률의 장기적 결정요인으로만 여겨지는 경우가 많은데, [그림 3-1]은 연령구조의 단기적 변동이 장기적 변동 못지않게 중요할 수 있음을 보여준다.

추세제거의 필요성에 대한 이상의 주장을 보다 강하게 뒷받침하기 위해서 우리나라와 비교적 유사점이 많은 日本과 臺灣의

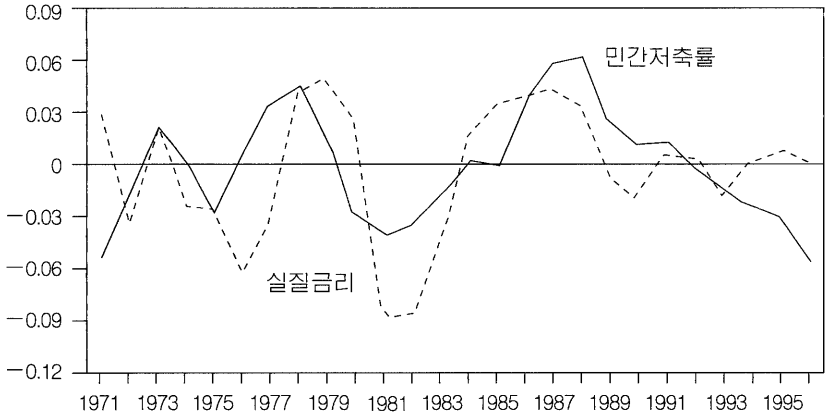
[그림 3-1] 시간추세 제거후 피부양인구비율과 저축률의 관계



[그림 3-2] 시간추세 제거후 성장률과 저축률의 관계



[그림 3-3] 시간추세 제거후 실질금리와 저축률의 관계



<표 3> 일본과 대만의 저축함수 결정요인

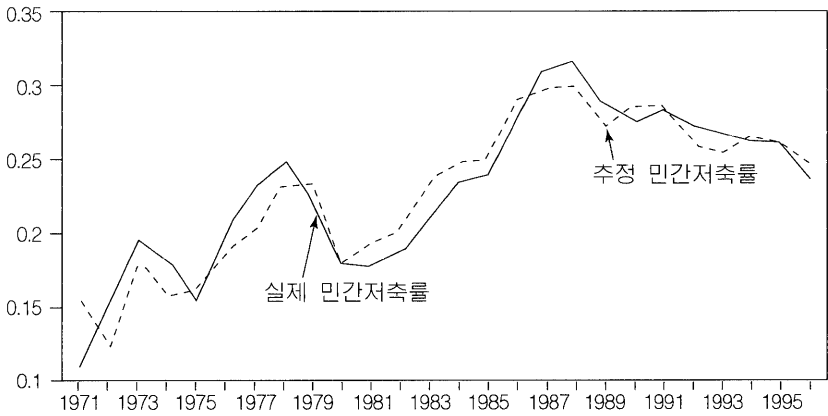
	일 본		대 만	
	(I)	(II)	(III)	(IV)
\dot{y}	0.64 (0.22)	0.18 (0.09)	0.52 (0.21)	0.56 (0.18)
DEP	0.17 (0.52)	-2.23 (0.28)	0.12 (0.23)	-3.38 (1.17)
시간추세		-0.46 (0.04)		-1.43 (0.47)

주 : () 안은 표준오차.

자료를 사용하여 동일한 추정을 반복해보았다. 추정결과는 <표 3>에 나타나 있다.

대만의 경우를 보면 시간추세변수가 포함되지 않을 때에는 피부양인구비율의 계수가 오히려 양의 부호를 가지나 일단 시간추세변수가 포함되고 나면 유의하게 음의 부호를 가지게 되며 절댓값도 한국의 경우와 유사하게 됨을 알 수 있다. 일본의 경우에도 비슷한 결과가 관찰된다. 이상의 결과는 앞의 <표 2>에서 보고된 실증분석결과를 더욱 강하게 지지하는 것이라고 여겨진다.

[그림 4] 실제저축률과 추정저축률의 비교



이제 추정된 저축률함수의 說明力을 살펴보기 위해서 식 (IV)에 의해서 추정된 저축률과 실제저축률의 움직임을 비교해보면 [그림 4]와 같다. [그림 4]에서 보는 바와 같이 추정된 저축률은 실제저축률의 움직임을 밀접하게 따르고 있으며, 특히 최근의 저축률 하락경향을 잘 잡아내고 있다. <표 2>의 저축률함수 추정결과에 비추어볼 때, 최근의 저축률 하락은 성장률의 둔화와 피부양인구비율의 감소추세 둔화에 원인이 있는 것으로 분석된다.¹¹⁾

이상의 결과를 요약하면, 우리나라 저축률의 短期的 변동은 주로 所得成長率과 人口年齡構造, 그리고 實質利子率의 단기적 변동에 의해 설명될 수 있다. 그러나 저축률의 長期的 추세는 쉽게 설명되지 않는다.

11) 우리나라의 피부양인구비율은 65세 이상 인구의 비중이 점진적으로 증가함에도 불구하고 15세 이하 인구의 비중이 급속히 감소함에 따라 지금까지 꾸준한 감소추세를 보여왔다. 최근의 피부양인구비율의 감소추세 둔화는 65세 이상 인구의 비중이 급속하게 증가한 것보다는 15세 미만 인구의 비중이 이전보다 덜 급속하게 감소하고 있는 것에 주로 기인한다.

2. 貯蓄率의 水準

이제 國際巨視資料를 이용하여 우리나라의 저축률 수준이 왜 높은가를 간략히 살펴보겠다. 저축과 소득에 대한 국제자료로는 Summers and Heston의 Penn World Table을 이용하였으며 인구의 연령구조에 대한 국제자료로는 World Bank의 World Table을 이용하였다. 성장론과 저축률의 국제비교연구에서 흔히 하듯이 각 나라별로 모든 변수에 대해서 1970년부터 1990년까지의 20년간 평균치를 사용함으로써 저축률의 장기결정을 분석하고자 하였다. 추정결과는 아래와 같다.

$$\text{저축률} = \text{상수} + 0.76 \times \text{성장률} - 1.0 \times \text{피부양인구비율}$$

(0.4) (0.13)

예상한 대로 경제성장률은 저축률과 양의 상관관계를 가지며 피부양인구비율은 음의 상관관계를 가지는 것으로 나타난다. 이러한 추정결과는 平均所得水準이나 教育水準, 政治的 不安度, 所得分配 등 기타 설명변수들이 포함될 때에도 크게 변하지 않는 것으로 나타난다(Hong[1996]). 따라서 이 추정결과에 의하면 우리나라의 저축률이 높은 이유는 바로 우리나라의 경제성장률이 높고 피부양인구비율이 낮기 때문인 것으로 분석된다. 실제로 우리나라의 경우 위의 방정식을 통해 추정된 저축률과 실제저축률 사이의 차이가 매우 작으므로 위의 추정결과는 우리나라 저축률

〈표 4〉 피부양인구비율과 GDP 성장률의 국제비교

	한국	일본	홍콩	말레이시아	태국	필리핀	미국	영국	독일	프랑스
피부양인구비율(1995)	28.9	30.4	33.3	40.0	32.8	42.0	34.6	35.6	31.7	34.5
성장률(1996)	6.3	2.6	6.1	8.2	6.7	5.0	3.1	3.4	1.4	1.1

의 높은 수준을 설명하는 데 상당히 적합한 것으로 보인다.

단, 국가간 횡단면분석을 통해서 얻어진 추정결과가 과연 저축률의 결정을 제대로 나타내는 것인지에 대해서는 의문의 여지가 있다. 이미 많은 사람들에 의해 지적된 대로 국가간 횡단면분석에 사용되는 변수들의 대부분은 사실상 内生變數이므로 국가간 횡단면분석을 통해서 어떤 두 변수 사이의 因果關係를 찾아내려는 것은 거의 불가능하다고 할 수 있다. 위 추정식의 경우에는 저축률이 성장률에 의해서 결정되는 것으로 가정되고 있으나, 알다시피 성장률에서는 오히려 성장률이 종속변수로 그리고 저축률이 설명변수로 등장한다. 따라서 위의 추정결과가 과연 생애주기설의 설명대로 저축률의 장기적 결정을 나타내는지는 불분명한 것이다. 또 한 가지 문제점은 거시변수들의 대부분이 서로 상관관계를 가지는 경우가 많으므로 회귀분석에 포함된 어떤 변수가 사실은 포함되지 않은 다른 변수의 대용변수로서의 역할을 하고 있을 가능성도 있다는 점이다. 그러므로 위 추정식에 나타난 피부양인구비율의 회귀계수는 저축률에 대한 피부양인구비율의 순효과 외에 다른 변수의 영향까지 대표하고 있는 것일 수 있다. 사실 바로 이러한 점 때문에 위 추정식의 피부양인구비율의 계수가 <표 2>와 <표 3>의 추정치와 차이를 보이는 것일 수도 있다. 물론 이 차이는 피부양인구비율이 저축률에 미치는 효과가 단기와 장기에서 서로 다르다는 점을 나타내는 것일 수도 있다. 그러나 왜 저축률에 대한 피부양인구비율의 영향이 장기와 단기에 있어서 서로 달라야 하는지는 분명하지 않다.

IV. 微視資料를 이용한 實證分析

본장에서는 미시자료를 이용하여 家計水準에서의 貯蓄決定이 어떻게 이루어지는지를 살펴보고자 한다. 앞에서 여러 번 언급한 바와 같이 항상소득가설은 개별경제주체의 합리적 소비결정에 기초하고 있다. 그러므로 III장에서 보고된 거시자료 분석결과가 과연 항상소득가설의 예측을 반영하는 것인지를 분명히 하기 위해서는 개별경제주체의 저축행위를 분석하고 그 결과가 앞의 거시분석결과와 대체로 일치하는가를 살펴볼 필요가 있다. 美國의 경우 미시자료분석 결과 생애주기가설이 예측하는 것과 같은 역 U자 형태의 연령별 저축패턴이 분명하게 발견되지 않아 많은 관심의 대상이 되어왔으며,¹²⁾ 미시분석결과와 거시분석결과 사이의 이러한 차이를 설명하기 위해서 相續動機(bequest motive)와 같은 다른 요인들이 고려되기도 하였다(예를 들면 Weil[1994], Kotlikoff and Summers[1981]). 따라서 저축률의 결정요인을 분명히 밝히기 위해서는 거시자료뿐 아니라 미시자료도 살펴볼 필요가 있는 것이다.

미시자료분석의 또 다른 이유는 거시수준에서 검증되기 어려운 가설이 미시수준에서는 비교적 용이하게 분석되는 경우가 종종 있기 때문이다. 앞의 III장에서 거시시계열자료를 이용하여 유동성제약과 예비적 저축동기의 중요성을 검증해보았으나, 사실 사용된 변수들이 개별소비자들이 직면하는 유동성제약과 소득의

12) 미국의 경우에도 동일한 가계의 연령별 저축률 패턴을 여러 기간에 걸쳐 구하는 synthetic cohort analysis에 의하면 역U자 모양의 패턴이 발견된다 (Attanasio[1994]).

불확실성을 제대로 대표하는지, 그리고 작은 수의 관찰치로 유동성제약과 불확실성의 시계열적 변화를 포착할 수 있는지는 의문의 여지가 많다고 할 수 있다. 이러한 문제점들은 미시자료를 이용함으로써 보다 효과적으로 해결될 수 있다.

1. 家計貯蓄의 決定에 관한 理論

항상소득가설은 원래 개별경제주체의 소비/저축결정에 관한 이론이므로 항상소득가설을 가계저축의 분석에 적용하는 것은 거시분석의 경우보다 오히려 더 무리가 없다고 할 수 있다. 따라서 가계저축률은 항상소득가설의 예측대로 가계구성원들의 연령, 그리고 가계소득의 변동 등의 함수로 나타날 것으로 기대할 수 있다. 즉 가계구성원 중 피부양인구의 비중이 작을수록, 그리고 소득의 일시적 증가가 클수록 더 많은 저축을 할 것으로 예상된다. 이자율은 모든 가계에 대해서 동일하게 적용될 것이므로 가계간 저축률 차이의 분석에는 사용되지 않는다.

Ⅲ장에서 고려된 저축률의 기타결정요인들 또한 가계저축의 분석에 직접적으로 적용될 수 있다. 개별경제주체가 실제로 직면하는 유동성제약이나 소득 불확실성의 정도는 미시자료를 사용할 경우 보다 직접적으로 관찰될 수 있기 때문이다. 그러나 불행하게도 본 논문이 사용하고 있는 자료는 횡단면 자료이므로 개별가계가 느끼는 소득의 불확실성을 적절히 포착하기에는 적합하지 않다.¹³⁾ 이러한 자료의 한계상 본장에서는 유동성제약이 가

13) 물론 개인이 느끼는 소득의 불확실성은 자기 자신의 소득의 시계열적 움직임 외에 자기와 비슷한 처지에 있는 개인들의 횡단면적 소득분포에 의해서도 영향을 받을 수 있다. 이러한 개인들의 횡단면적 소득분포는 본장에서 사용하고 있는 KHPS 자료에 의해서 측정될 수 있다. 그러나 이 경우 문제점은 어떠한 개인들이 서로 비슷한 처지에 있는가를 결정하기가 어렵다는

계저축에 미치는 영향에 대해서만 살펴보기로 한다.

먼저 유동성제약이 왜 중요할 수 있는가를 이론과 기존의 실증연구결과에 비추어서 좀더 자세하게 설명하겠다. 流動性制約이란 소비자가 자신의 소비를 보전하기 위해서 돈을 빌리려고 해도 빌릴 수가 없는 경우, 즉 今期의 消費水準이 今期의 所得과 資産의 合에 의해서 제한되는 경우를 의미한다. 그러나 유동성제약하에서도 저축은 자유롭게 이루어질 수 있다. 따라서 유동성제약하의 소비는 상한은 있지만 하한은 없는 非對稱性을 띠게 된다. 이러한 비대칭성 때문에 유동성제약하의 소비자는 유동성제약이 없는 경우보다 생애 초기에 더 낮은 수준의 소비를 하게 되고 생애 말기에는 더 높은 수준의 소비를 하게 된다. 이 점은 유동성제약하의 Euler 방정식을 보더라도 쉽게 알 수 있다.

$$C_{t+1} / C_t = \frac{1}{\rho} (r_{t+1} - \theta) + \lambda$$

λ 는 유동성제약이 없거나 있더라도 작용하지 않는(non-binding) 경우에는 0, 유동성제약이 작용하는(binding) 경우에는 양의 값을 가진다. 따라서 유동성제약이 있는 경우의 소비증가율은 그렇지 않은 경우보다 항상 더 크거나 같게 된다. 그리고 이처럼 높은 소비증가율은 생애 초기에 비자발적으로 낮은 소비수준을 유지함으로써만이 가능하다.

Jappelli and Pagano(1994)는 바로 이러한 점에 착안하여 성장하는 OLG경제에서 유동성제약의 존재는 경제 전체의 저축률을 높일 수 있음을 이론적으로 보였다. 한편 Hayashi, Ito, and Slemrod(1988)는 numerical simulation을 통해 주택시장에서의

점이다. 아마도 동일한 교육수준이나 동일한 직업 등이 기준변수로 적합할 것이지만, KHPS 자료의 상세직업분류를 적절히 통합조정하는 데에는 상당한 전문적 지식이 요구될 것으로 생각된다.

유동성제약의 존재가 저축률을 증대시킬 수 있음을 보였으며, Mankiw(1994) 또한 미국과 일본간의 저축률의 차이는 일본 주택시장에서의 유동성제약에 의해 부분적으로 설명될 수 있을 것이라고 주장한 바 있다.

그러나 유동성제약이 저축률에 미치는 효과에 대한 실증분석 결과는 다소 불분명하다. Jappelli and Pagano(1994)는 OECD국가들의 횡단면분석을 통하여 유동성제약의 정도가 심할수록 저축률이 높은 경향이 있음을 보였다. 그러나 Horioka(1988)에 의하면 일본의 주택관련저축은 무시할 정도로 작은 것으로 나타난다. 따라서 유동성제약이 저축에 영향을 미칠 수 있다는 주장은 이론적 설득력에도 불과하고 실제자료에 의해서 강하게 뒷받침되지는 못하고 있는 것이 사실이다.

본 논문은 우리나라의 가계저축에 있어서 유동성제약의 중요성을 추정하기 위해 自家居住者와 傳貰 및 月貰居住者의 소비행위를 비교해보았다. 일반적으로 우리나라의 소비자들은 자가소유에 대하여 강한 선호를 가지고 있는 것으로 여겨진다. 또한 우리나라의 집값은 세계적으로도 높은 수준이다. 그럼에도 불구하고 우리나라의 소비자금융은 미국을 비롯한 선진국과 비교해서 아직 낙후되어 있는 것이 사실이다. 따라서 전세 및 월세거주자들이 자가소유자가 되기 위해서는 거주자 스스로 생애 초기에 충분한 양의 저축을 함으로써 미래의 주택구입에 대비하여야 한다.¹⁴⁾ 이처럼 개별소비자들이 생애 초기에 원하는 수준 이상의 저축을 하게 되는 경우, Jappelli and Pagano식의 주장에 따라서 경제전체의 저축이 증대된다.

14) 이를 이론적으로 모형화시키기 위해서는 여러 가지 부차적인 가정들이 전제되어야 한다. 예를 들어, 하우징 서비스는 분할가능하지 않다는 등의 가정이 없으면 전세나 월세 대신 낮은 수준의 자가소비를 선택할 수 있기 때문이다.

2. 實證分析結果

이상의 논의에 비추어볼 때 가계저축은 다음과 같이 나타낼 수 있다.

$$S = f(y, \dot{y}, DEP, W, DUMMY) \quad (2)$$

(+)(+) (-) (-) (+)

여기에서 S 는 가계저축, y 는 가계소득, \dot{y} 는 소득의 증가율, DEP 는 가계내의 피부양인구비율 혹은 가계구성원의 연령구조를 나타내는 여타 변수, W 는 초기자산, 그리고 $DUMMY$ 는 전세가구더미를 나타낸다. 가계소득 y 는 일종의 規模變數로 볼 수 있다. 한편 소득 y 가 일정할 경우 저축은 소득의 증가율 \dot{y} 이 높을수록 더 커질 것으로 기대할 수 있다. 경제전체의 소득변동과는 달리 가계수준에서의 소득변동은 대부분 一時的인 경우가 많으므로 소득증가율의 계수는 양일 것으로 예상되는 것이다. 초기자산 W 는 $t-1$ 기 말 혹은 t 기 초에 가계가 보유하고 있는 자산으로서, 다른 조건들이 일정할 경우 W 의 값이 클수록 저축은 작아질 것으로 기대된다. 그리고 피부양인구비율 DEP 는 저축과 음의 상관관계를 가질 것으로 기대되며, 전세가구더미는 전세 및 월세가구의 경우 1, 자가га구의 경우 0의 값을 취하는 변수로서 저축률과 양의 상관관계를 가질 것으로 예상된다.

식 (2)를 추정하기 위해서 본 논문은 한국가계패널연구(KHPS)의 1993년과 1994년 서베이자료를 이용하였다. KHPS는 약 3,000가구에 대한 소득, 소비, 자산보유현황 등의 자료를 포함하고 있어 가계수준에서의 소비와 저축행위를 분석하는 데 적합하다. 또한 KHPS자료는 가구의 주택보유현황에 대한 변수도 포함하고 있다. 본 논문은 바로 이 변수를 이용하여 식 (2)의 전세

가구더미에 해당하는 변수를 만들었다. 그 결과에 따르면 총 표본가구 중 약 50% 정도가 전세 및 월세가구인 것으로 나타났다.

자가가구와 전세가구의 경우 소비와 소득은 모두 歸屬賃料(imputed rent)를 포함하도록 하였다. 이때 귀속임료는 집값과 전세값에 연이자율 10%를 곱한 값으로 계산하였다.¹⁵⁾ 귀속임료를 다소 다르게 계산한 경우에도 실증결과는 크게 변하지 않았다. 물론 저축은 소득과 소비의 차이이므로 귀속임료와 무관하다.

그런데 회귀분석을 통해 식 (2)를 추정할 때 발생하는 한 가지 문제점은 殘差項이 금기의 가계소득수준 및 소득성장률과 상관관계를 가질 수 있다는 점이다. 다행히 소득수준과 잔차항간의 상관관계는 금기의 소득 대신 전번기의 소득을 대응변수로 사용함으로써 간단히 해결될 수 있다. 그러나 소득의 증가율은 금기의 일시적 소득변동과 저축률 사이의 관계를 살펴보기 위한 변수이므로 단순히 전번기의 증가율로 대체할 수 없다. 이러한 문제를 해결하기 위해서 본 논문은 소득성장률과 저축률 사이의 관계를 별도로 먼저 살펴보기로 하겠다.

測定誤差(measurement error) 때문에 발생할 수 있는 잔차항과 설명변수간의 상관관계는 회귀분석 대신 그룹별 평균값들을 표로 만들어 비교함으로써 해결될 수 있다. 각 그룹별 구성원의 수가 증가할수록 측정오차의 중요성이 작아질 것으로 기대할 수 있기 때문이다. 먼저 1994년 KHPS자료에 나타난 약 3,000개의

15) 도시가계연보의 경우 귀속임료는 현재 자가나 전세거주하에 있는 집이 만일 월세로 전환될 때 얼마의 월세를 받아낼 수 있는지를 그 지역의 부동산대리업자에게 물어봄으로써 추정된다. 그런데 이때 통상적으로 적용되는 이자율은 약 20% 정도인 것으로 생각되므로, 이러한 추정방법을 따를 경우 전체소비에서 하우징소비가 차지하는 비중은 본 논문의 경우보다 훨씬 더 높아지게 된다. 한편 국민계정의 경우 귀속임료가 전체소비에서 차지하는 비중은 약 10% 정도로서 본 논문의 경우보다 훨씬 더 낮다. 따라서 본 논문의 가정은 적절한 것으로 판단된다.

〈표 5〉 우리나라 가계의 월평균 소비와 저축

(단위 : 만원)

소 비	소 득	저축률	소비(귀속 지대포함)	소득(귀속 지대포함)	저축률(귀 속지대포함)	전세가구 비율
125	149	16%	181	206	12%	53%

〈표 6〉 저축률과 소득성장률의 관계

가구주 연령	~25	26~30	31~35	36~40	41~45	46~50	51~55	56~60	61~65	66~70	70~
총저축률	-0.01	0.24	0.21	0.12	0.07	0.04	0.10	0.18	0.07	-0.04	-0.07
고성장그룹의 저축률	0.07	0.29	0.29	0.20	0.14	0.06	0.14	0.26	0.18	0.09	0.02
저성장그룹의 저축률	-0.08	0.17	0.095	0.0	-0.03	0.004	0.04	0.05	-0.07	-0.29	-0.20
메디안 성장률	0.03	0.09	0.11	0.08	0.13	0.075	0.16	0.10	0.08	0.08	0.04

전체표본가구의 소비/저축행위를 요약하면 〈표 5〉와 같다.

이제 저축률과 소득성장률 사이의 관계를 살펴보기 위해서 각 연령별로 소득성장률이 높은 그룹과 낮은 그룹을 구분하여 그룹별 저축률을 계산하면 〈표 6〉과 같다. 여기서 가구주의 연령을 미리 통제하는 이유는 연령별로 소득성장률이나 저축률이 체계적으로 다를 수 있기 때문이다.

〈표 6〉의 결과는 저축률과 소득성장률 사이에 강한 양의 상관관계가 있음을 잘 보여준다. 메디안 성장률을 기준으로 하여 그보다 높은 성장률을 기록한 가계는 고성장그룹으로 나머지 가계는 저성장그룹으로 구분한 경우, 모든 연령그룹에 대해 고성장그룹의 저축률이 저성장그룹의 저축률보다 훨씬 더 높게 나타나고 있음을 알 수 있는 것이다. 저축률과 소득성장률간의 이러한 양의 상관관계는 앞의 거시자료 분석결과와도 대체로 일치한다. 그러나 이 결과를 앞의 거시자료 분석결과와 定量的으로(quantitatively) 직접 비교하는 것은 유용하지 않다. 왜냐하면 앞서서도 언급한 바

와 같이 개별가계수준에서의 소득의 변동과 경제전체의 소득변동은 시계열적 특성이 매우 다르므로 그에 대한 소비와 저축의 반응도 매우 다를 수밖에 없기 때문이다.

이상 저축률과 소득성장률간의 관계를 살펴보았으며, 이제 회귀분석을 통하여 식 (2)를 추정하기로 하겠다. 잔차항과 설명변수간의 상관관계를 없애기 위해 소득성장률 \dot{y} 는 추정에서 제외시켰다. 가계구성원의 연령구조가 저축에 미치는 영향을 보기 위해서는 피부양인구비율 외에 각 가계별로 15세 미만(young), 15세 이상 65세 미만(middle), 그리고 65세 이상(old) 가구원의 수를 구해서 대입해보았다. 그리고 저축, 소득, 자산 등의 모든 수준변수들은 로그변환을 취하였다.

식 (2)의 추정결과는 <표 7>에 나타나 있는데, 먼저 가계의 年齡構造가 저축에 미치는 효과는 일의적으로 유의하게 나타남을 알 수 있다. 특히 피부양인구비율의 10% 증가는 가계저축을 약 3.5% 정도 감소시키는 것으로 나타난다. 또한 young, middle, old의 계수를 보면 대부분의 저축이 middle그룹의 개인들에 의해서 이루어짐을 알 수 있다. 이러한 패턴은 생애주기가설의 예측과 정확히 일치하는 것으로서, 미국의 경우 종종 미시자료분석에서 소비와 저축의 생애주기적 패턴이 발견되지 않는 것과는 대조적이라고 할 수 있다.

물론 <표 7>에 나타난 피부양인구비율의 계수는 앞의 <표 2>에 나타난 거시분석결과보다는 훨씬 작은 값이다. 그러나 인구연령구조의 중요성에 대한 미시자료분석과 거시자료분석 사이의 이러한 차이는 이미 널리 알려진 바이다. 미국의 경우와 비교할 때 본 논문에 나타난 미시결과와 거시결과의 차이는 오히려 작은 편이라고 할 수 있다. 이러한 차이에 대한 한 가지 설명은 경제내의 노령인구의 비중이 커질 경우 노령인구 자체에 의한 負

〈표 7〉 가계저축의 결정요인

	(I)	(II)	(III)	(IV)
<i>y</i>	0.50 (0.08)	0.50 (0.08)	0.48 (0.08)	0.48 (0.08)
<i>DEP</i>	-0.35 (0.15)	-0.35 (0.15)		
<i>young</i>			0.03 (0.04)	0.02 (0.04)
<i>middle</i>			0.09 (0.03)	0.09 (0.04)
<i>old</i>			-0.005 (0.08)	0.001 (0.08)
<i>W</i>	0.07 (0.03)	0.07 (0.03)	0.06 (0.03)	0.07 (0.03)
<i>DUMMY</i>		0.01 (0.07)		0.04 (0.08)
<i>R²</i>	0.09	0.09	0.09	0.09

주 : () 안은 표준오차.

의 저축은 별로 확대되지 않더라도 노령인구로부터의 상속을 기대하는 젊은 층의 저축이 유의하게 줄어들 수 있다는 것이다(보다 자세한 설명을 위해서는 Weil[1994] 참조).

한편 傳貰가구더미의 계수는 유의하지 않은 것으로 나타난다. 이 결과는 하우스링 서비스와 관련된 유동성제약의 존재가 가계의 저축/소비결정에 특별한 영향을 미치고 있지 않음을 나타내는 것으로서, 흔히 우리가 일반적으로 생각하는 것과는 상치되는 면이 있다. 앞서 말한 바와 같이 일본의 경우에도 주택관련 저축의 비중이 아주 미미하다는 실증결과가 보고된 적이 있기는 하지만, 유동성제약이 가계저축에 미치는 영향에 대해서는 앞으로 보다 많은 연구가 이루어질 것이 기대된다.

初期資産의 계수 또한 예상과는 반대의 부호를 나타내고 있다. 보유하고 있는 자산의 양이 많을수록 오히려 저축을 더 많이 하

는 것으로 나타나는 것이다. 식 (2)의 추정에서 사용된 소득은 자산소득까지 포함한 개념이므로 초기자산이 추가적인 규모변수의 역할을 할 가능성은 작다. 이 결과에 대한 한 가지 설명은 가계별로 현재소비와 미래저축에 대한 選好가 다를 수 있다는 점이다. 즉 참을성이 많은 가계일수록 동일한 현재소득에 대해서 더 많은 양의 저축을 할 것으로 기대할 수 있으며, 또한 과거의 높은 저축의 결과 현재 보유하고 있는 자산의 크기 또한 더 클 가능성이 있는 것이다. 이처럼 가계의 선호가 서로 다를 경우에는 기존의 표준적 항상소득가설이 제대로 적용될 수 없다.

V. 結 論

본 논문에서는 항상소득가설에 기초하여 우리나라 저축률의 결정요인을 살펴보았다. 거시자료 분석결과에 의하면 우리나라 총계저축률의 短期的 變動은 성장률과 인구연령구조의 변화에 의해서 잘 설명되는 것으로 나타난다. 그러나 저축률의 長期趨勢의 원인이 무엇인지는 분명하지 않다. 인구연령구조의 장기적 변화가 주요 원인이었을 가능성은 있으나 아마도 유일한 원인이지는 않았던 것으로 판단된다. 우리나라 저축률의 높은 水準을 설명하는 것 또한 쉽지는 않다. 국제횡단면 분석결과에 의하면 우리나라의 높은 저축률은 성장률과 피부양인구비율에 의해서 잘 설명되는 것처럼 보이나 이러한 추정결과는 변수들의 내생성 때문에 보다 신중히 받아들여질 필요가 있다.

본 논문의 미시자료분석에 의하면 우리나라 家計貯蓄의 패턴은 생애주기가설의 예측과 대체로 일치하는 것으로 나타난다.

그러나 유동성제약과 같은 기타결정변수들의 영향은 작은 것으로 보인다.

본 논문의 추정결과에 의하면 향후 우리나라의 (민간)저축률은 서서히 감소하는 추세를 나타낼 것으로 전망된다. 먼저 인구 추세를 보면 지금까지 꾸준히 감소하여왔던 피부양인구비율이 수년내에 바닥을 지나서 상승세로 돌아설 것으로 예상되며, 또한 신고전파 성장론이 주장하는 소위 ‘따라잡기’의 과정이 거의 완료됨에 따라 우리나라의 성장률도 장기적으로 둔화될 전망이다. 이러한 변화들은 우리나라의 貯蓄率을 長期的으로 下落시키게 될 것이다. 더욱이 앞으로의 여러 가지 제도적 변화들도 저축률에 대한 추가적 하락압력으로 작용할 가능성이 크다. 금융시장의 발달로 유동성제약이 완화되고 국민연금제도가 본격적으로 작동하게 되면 저축률이 추가적으로 하락할 가능성이 높은 것이다. 앞으로 저축률 하락이 가져올 거시경제적 파급효과에 대한 보다 많은 연구가 요망된다.

▷ 參 考 文 獻 ◁

- 金光錫, 『韓國家計의 貯蓄行態』, 韓國開發研究院, 1975.
- 金俊經, 「流動性制約과 消費支出: 韓國·日本·美國 比較分析」, 『KDI 政策研究』, 韓國開發研究院, 1995년 겨울호.
- 金俊逸·李永燮, 「人口構造變化의 巨視經濟의 效果」, 『韓國開發研究』, 韓國開發研究院, 1994년 봄호.
- 朴大根·李昌鏞, 「韓國의 貯蓄率推移에 관한 研究」, 韓國租稅研究院, 1997.

- Attanasio, Orazio P., "Personal Saving in the United States," in J. Poterba(ed.), *International Comparisons of Household Saving*, The University of Chicago Press, 1994.
- Bosworth, Barry P., *Saving and Investment in a Global Economy*, The Brookings Institution, Washington, D.C., 1993.
- Campbell, John Y., "Does Saving Anticipate Declining Labor Income? An Alternative Test of the Permanent Income Hypothesis," *Econometrica* 55(6), November 1987, pp. 1249~1273.
- Campbell, John Y. and Angus Deaton, "Why Is Consumption So Smooth?" *Review of Economic Studies* 56(3), July 1989, pp. 357~373.
- Farrell, M. J., "The Magnitude of 'Rate-of-Growth' Effects on Aggregate Savings," *Economic Journal* 80(323), December 1970, pp. 873~894.
- Hahn, Jinsoo, "What Explains Increases in Korea's Saving Rate?" *International Economic Journal* 8(2), Spring 1994, pp. 23~38.
- Hayashi, Fumio, "Tests for Liquidity Constraint: A Critical Survey," NBER Working Paper #1720, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass., 1985.
- Hayashi, Fumio, Takatoshi Ito, and Joel Slemrod, "Housing Finance Imperfections, Taxation, and Private Saving: A Comparative Simulation Analysis of the United States and Japan," *Journal of the Japanese and International Economy* 2(3), September 1988, pp. 215~238.
- Hong, Kiseok, "Income Distribution and Aggregate Saving,"

- mimeo, Korea Development Institute, 1996.
- Horioka, Charles Yuji, "Saving for Housing Purchases in Japan," *Journal of the Japanese and International Economy* 2(3), September 1988, pp. 351~384.
- Hurd, Michael D. and Hoe Kyung Lee, "Household Saving Rates in Korea: Evidence on Life-Cycle Consumption Behavior," *Journal of the Japanese and International Economies* 9(2), June 1995, pp. 174~199.
- Jappelli, Tullio and Marco Pagano, "Consumption and Capital Market Imperfection: An International Comparison," *American Economic Review* 79(5), 1989, pp. 1088~1105.
- _____, "Saving, Growth, and Liquidity Constraints," *Quarterly Journal of Economics* 109(1), February 1994, pp. 83~109.
- Kang, Kenneth H., "Why Did Koreans Save So 'Little' and Why Do They Save So 'Much'?" *International Economic Journal* 8(4), Winter 1994, pp. 99~111.
- Kotlikoff, Laurence J. and Lawrence H. Summers, "The Role of Intergenerational Transfers in Aggregate Capital Accumulation," *Journal of Political Economy* 89(4), August 1981, pp. 706~732.
- Leff, Nathaniel H., "Dependency Rates and Savings Rates," *American Economic Review* 59(5), December 1969, pp. 886~896.
- Mankiw, N. Gregory, *Macroeconomics*, Worth Publishers, 1994.
- Masson, Paul R., Tamim Bayoumi, and Hossein Samiei, "International Evidence on the Determinants of Private Saving," IMF Working Paper 95/51, May 1995.

- Modigliani, Franco, "The Life Cycle Hypothesis of Saving, the Demand for Wealth and the Supply of Capital," *Social Research* 33, Summer 1966, pp. 160~217.
- _____, "The Life Cycle Hypothesis of Saving and Intercountry Differences in the Saving Ratio," in W. Eltis, M. Scott, and J. Wolfe(eds.), *Induction, Growth, and Trade*, Oxford: Clarendon Press, 1970.
- Nam, Sang-Woo, "A Sectoral Accounting Approach to National Savings Applied to Korea," *Journal of Development Economics* 33, 1990, pp. 31~52.
- Tobin, James, "Life Cycle Saving and Balanced Growth," in W. Fellner(ed.), *Ten Economic Studies in the Tradition of Irving Fisher*, New York: John Wiley and Sons, 1967.
- Weil, David, "The Saving of the Elderly in Micro and Macro Data," *Quarterly Journal of Economics* 109(1), February 1994, pp. 55~81.
- Zeldes, Stephen, "Consumption and Liquidity Constraints: An Empirical Investigation," *Journal of Political Economy* 97, 1989, pp. 305~335.

論 評

朴 大 權

(한양대 경제학과 교수)

본 논문은 우리나라 저축률의 결정요인을 생애주기소비이론과 항상소득소비이론에 입각하여 제시하고, 거시 시계열자료의 패널 조사자료를 이용한 실증분석을 통해 이들 결정요인들의 타당성을 검증하였다.

우리나라 저축률의 결정요인에 대한 연구는 특히 우리나라가 전세계적으로 가장 높은 수준의 저축률을 가진 국가의 하나라는 점, 우리나라의 저축률 수준이 단기간내에 크게 증가하였다는 점, 그리고 저축률의 증가와 함께 높은 경제성장률을 경험한 국가라는 점에서 의의가 있다고 하겠다. 더욱이 최근 경험하고 있는 외환위기가 외채상환위기의 성격을 띠며 따라서 외채 원리금 상환에 충분한 경상수지 흑자를 낼 수 있는지에 대해서도 관심이 높아지고 있는데, 경상수지를 결정하는 저축률이 어떻게 변할 것인가에 대해 전망하기 위해서는 저축률의 결정요인을 제대로 파악하는 것이 중요하다.

특히 본 연구는 기존의 우리나라 저축에 대한 연구에서 이용되었던 거시 시계열자료나 도시가계조사자료 이외의 미시자료인 한국가계패널연구(KHPS)자료를 이용하여 저축률에 대한 실증분석을 하였다는 점에서도 의의를 찾을 수 있다. 다만, 거시 시계열자료분석에서는 민간저축률을, 국가 횡단면자료분석에서는 총저축률을, 그리고 미시자료분석에서는 가계저축률을 각각 저축률의 개념으로 사용하고 있어 세 가지 자료를 이용한 실증분석

결과를 동일한 잣대에서 비교하는 것이 의미가 작다. 가능하다면 동일한 저축률의 개념을 이용하는 것이, 많은 노력을 들여 세 가지 다른 자료를 이용하여 실증분석을 한 효과를 제대로 기대할 수 있지 않을까 생각된다.

논문의 접근방법이나 내용을 보면 대표적인 소비이론에 입각하여 저축률 결정에 영향을 미치는 요인들을 파악한 다음, 여러 가지 종류의 자료를 활용하여 각 요인들의 타당성을 검정하고 있어 전반적으로 좋은 균형을 갖추고 있다. 더욱이 저축률의 단기적 결정요인과 장기적 결정요인을 구분해야 한다는 주장은 설득력이 있다.

실증분석 결과에 따르면 피부양인구비율, 실질성장률, 이자율 등이 우리나라 저축률의 단기적 변동과 장기적 변동에 있어서 모두 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 이자율 변수를 제외한다면 Kang(1994), 박대근·이창용(1997) 등의 기존 연구결과와 일치하는 결론이다.

우리나라의 저축률은 1965년의 7.5%에서 1993년에는 34.7%로 크게 증가하였다. 이처럼 짧은 기간에 이와 같이 큰 폭의 저축률 증가를 기록한 나라는 발견하기 어려울 것이다. 이와 같은 빠른 속도의 변화를 설명하기 위해서는 설명변수 또한 단기간내에 큰 폭의 변화를 경험한 것이어야 한다. 이 기간동안에 우리나라는 매우 빠른 속도의 인구통계학적 변화를 경험하였다. 예를 들어 1970년에 83%였던 피부양비는 1995년에는 40% 수준으로 감소하였는데, 이는 미국, 캐나다 등 선진국에서 거의 한 세기에 걸쳐 일어난 변화를 불과 25년만에 경험한 것이다. 이와 같은 인구통계학적 요인의 급격한 변화를 볼 때 이는 저축률의 급격한 변화에 중요한 역할을 했을 것이라 판단된다.

본 연구를 포함한 대부분의 기존 연구에서 피부양비의 감소가

저축률을 증가시킨다는 결과를 발견하는 데에만 그칠 뿐, 피부양비의 감소가 왜 어떤 경로를 통해 저축률을 증가시키는지에 대해서는 유용한 정보를 주고 있지 못하다. 본 연구에서도 가계조사자료를 이용하여 매우 유용한 결과를 구했음에도 불구하고 그 해석에 미진한 부분이 있다.

생애주기소비이론에 따르면 평균저축성향이 높은 청장년층의 인구가 상대적으로 증가하면 경제 전체의 저축률이 높아진다. 한편 청장년층 인구의 상대적 증가는 피부양비를 감소시킨다. 따라서 생애주기소비이론에 따르면 청장년층 인구비중의 변화가 있는 경우 저축률과 피부양비 사이에 부의 상관관계를 기대할 수 있다. 그러나 박대근·이창용(1997)은 1970년과 1990년 사이의 저축률 변화요인을 인구구성, 연령별 저축률, 연령별 소득수준의 세 가지로 나누어 상대적인 기여도를 추정한 결과 인구구성 변화는 저축률 변화를 거의 설명하지 못함을 발견하였다. 그렇다면 회귀분석에서 나타나는 피부양비와 저축률간의 관계는 우연이란 말인가?

그렇지 않다. 피부양비와 저축률간에 부의 상관관계가 나타날 수 있는 이유로는 위에서 지적한 경로 이외의 이유가 있다. 이 기간중 모든 연령의 가계의 저축률이 고르게 상승한 동시에 모든 가계의 자녀수가 감소한 점으로부터 다음과 같은 가설을 제시할 수 있다. 소득수준이 향상되고 자녀 양육에 필요한 시간의 가치가 높아짐에 따라 각 가계는 자녀의 수를 줄이는 대신 자녀의 질(예를 들어 인적자본, 상속재산)에 대한 투자를 늘리고 이를 위해 저축을 늘린다. 한편 자녀의 수의 감소는 피부양비를 낮추므로 두 변수간에는 부의 관계가 관측된다. 본 연구에서는 가계조사자료를 이용한 회귀분석에서 가구별 피부양비를 설명변수로 사용한 결과 저축률에 부의 영향을 미치는 것을 발견하였는

데, 이는 거시 시계열분석에서 나타나는 두 변수간의 부의 관계가 생애주기소비이론에서 지적하는 것과 같은 이유에서가 아니라 나중에 지적된 가설에서와 같은 이유에서 나타남을 지지해줄 수 있는 결과로 해석될 수 있다.

이상에서 지적한 모형설정과 결과해석에 있어서의 약간의 문제점에도 불구하고, 이 논문은 저축률 결정요인에 대한 계량경제분석에서 나타날 수 있는 여러 가지 문제점을 단기적 결정요인과 장기적 결정요인의 구분, 거시 시계열자료와 미시자료의 이용 등의 방법을 이용하여 보완하고 해결하려 했다는 점에서 큰 의의를 지니고 있으며, 우리나라의 저축에 대한 연구문헌으로서 귀중한 기여를 했다고 하겠다.

辛 仁 錫

(본원 초빙연구원)

이 논문은 ‘우리나라 저축률의 결정요인’을 연구대상으로 하면서 보다 구체적으로는 첫째, “항상소득가설에 입각하여 우리나라 총계저축률의 장기적 결정과 단기적 결정을 명시적으로 구분함으로써, 실증분석의 한계점을 분명히 하고 실증결과에 대하여 보다 정확한 해석을 내리는 것”과, 둘째 “개별 가계수준에서의 저축행위를 분석함으로써 앞서 말한 거시적 총계저축률의 분석결과에 대하여 미시적 기초를 제공하는 것”의 두 가지 목적을 지닌 것으로 되어 있다.

이같은 목적의식에 근거하여 저자들은 네 가지 실증결과를 보고하고 있다. 첫째, 우리나라 총계저축률의 단기적 변동은 경제성장률과 인구연령구조의 변동에 의해서 잘 설명된다. 둘째, 우리나라 저축률의 장기적 증가추세의 결정요인이 무엇인지는 불

분명하다. 셋째, 우리나라 저축률의 국제적으로 높은 수준은 경제성장률과 피부양인구비율에 의하여 설명된다. 넷째, 가계자료의 횡단면분석에 의하면 금기의 소득증가율이 높을수록 또 피부양인구비율이 낮을수록 가계저축이 높다. 특히 연령별 가계저축은 역U자형이 뚜렷하다.

전체적으로 이 논문은 매우 흥미있는 연구결과가 적절한 방법에 의하여 도출된 우수한 연구라고 생각된다. 특히 상기한 첫번째 연구결과로서 본문의 [그림 4]에 圖示되어 있는, 경제성장률 및 피부양인구비율에 의해 민간저축률이 거의 '완벽하게' 설명되고 있는 사실의 발견은 대단히 인상적이다. 그러나 논평을 하는 것이 필자의 임무이므로 몇 가지 지적을 하고자 한다.

먼저 추정식 (I)~(III)을 도출하는 데 있어서 저자들이 의도했던 만큼 이론적 기초가 제공되었는지 의구심이 있다. II장에서 평생소득가설과 항상소득가설 등 이론을 검토하고 있으나 그와 같은 이론검토로부터 추정식 (I)~(III)의 도출을 정당화하는데 있어서는 다소 엄밀성이 떨어진다는 느낌이 든다. 예컨대, 항상소득가설에 의하면 저축과 소득의 관계를 설명하는 데 있어서 항상소득과 임시소득을 구별하는 것이 대단히 중요하다. 저자들 스스로 이 점을 II장의 이론검토에서 강조하고 있으나 정작 추정식의 설정에 이르러서는 단순한 소득증가율이 설명변수로 사용되고 있다. 항상소득가설이 예측하듯이 항상소득과 임시소득이 저축행위에 미치는 영향이 다르다고 할 때 이같은 설정은 설명변수 누락에 따른 모형의 誤設定을 야기하게 된다. 이를 보기 위해서 저축이 항상소득과 임시소득만의 함수라고 가정해보자. 그러면 아래와 같은 식의 도출이 가능하다.

$$S = \alpha * \dot{y}^p + \beta * \dot{y}^i + \eta$$

$$\begin{aligned}
 &= \alpha(\dot{y}^p + \dot{y}') + (\beta - \alpha)\dot{y}' + \eta \\
 &= \alpha * \dot{y} + (\beta - \alpha)\dot{y}' + \eta \\
 &(\dot{y}^p = \frac{\Delta y^p}{y}, \dot{y}' = \frac{\Delta y'}{y})
 \end{aligned}$$

식에서 명백하듯이 α 와 β 가 같은 값을 취하지 않는 한 단순 소득증가율만을 설명변수로 포함하는 것은 모형의 誤設定을 낳는다.

한편 저자들은 유동성제약의 대응변수로서 한국은행 자금순환계정상 개인부문의 금융부채증감액의 경상GDP에 대한 비율(B)을 사용하고 있다. 이에 대해서도 적절한 선택인지 의구심을 제기할 수 있다. 시계열변수 B 가 각 시점에서 경제내 소비자들이 직면하고 있는 유동성제약을 대변하는 변수인지, 아니면 예컨대 단순히 경제성장에 수반된 금융심화(financial deepening)와 경기순환을 대변하는 변수인지 언뜻 구별이 가지 않기 때문이다. 일단은 변수에서 경기순환요인이 제거되어야 할 것으로 보이고, 그 뒤에도 이 변수가 과연 유동성제약을 대변하는지, 아니면 이미 소득증가율에 포함된 경제성장요인을 대변할 뿐인지는 단언하기 어렵다고 생각된다.

최종 추정결과라 할 수 있는 <표 2>의 추정 (IV)를 볼 때 앞서 지적한 대로 대단히 높은 설명력(R^2 값 0.89)은 인상적이다. 그러나 회의적으로 본다면 높은 설명력은 거꾸로 일종의 가상회귀의 결과를 의미하는 것은 아닌지 의심해볼 수 있다. 즉, 어떤 다른 근저요인(fundamental factor)에 의하여 동시결정된, 따라서 장단기 상관관계가 매우 높은 변수들 — 아마도 저축률, 성장률, 실질이자율 — 간의 밀접한 연관성을, 왜 그러한지는 아직 未知인채 보고한 것이 아닌가 하는 비판이 있을 수 있다. 요컨대 계량적으로는 성공적인 모형이나 이론적으로는 '저축률의 결정

요인'이 정연하게 설명되지 않는 못한 아쉬움이 남는다는 얘기이다.

미시자료를 이용한 추정에 있어서는 연령구분이 지나치게 포괄적이 아닌지 모르겠다. 15세 미만, 15~65세, 65세 이상의 구분은 사실상 경제활동인구를 한 그룹에 몰아놓은 셈이 되어서 역 U자형의 추정결과가 당연한 것이라는 느낌을 준다.

만일 이 논문이 특정가설의 검정이 아니라 “저축률의 변동을 계량적으로 설명해보려는 시도”를 목적으로 선언하였다면 이상의 비판은 부당한 것이 될 수 있다. 논평자의 시각에서 보면, 그러므로 논문의 목적을 그와 같이 선언하고 논문의 서술을 그에 맞추어 조정(예컨대, 서두의 이론소개를 대폭 감축, 후반부의 미시파트를 분리)하였다면 좀더 일관된 체제가 형성되지 않았을까 생각된다.