

2015년 3월 3일

연구위원 김완중 wjkim@hanafn.com

연구원 김수정 sjkim1771@hanafn.com

## 금융상품간 자금이동과 가계 자산포트폴리오 구성 변화의 특징과 시사점

### 투자자들의 수익률 민감도 증대, 고평화 진전, 신상품 도입 및 제도 변화 등으로 금융상품간 자금이동 확대되며 금융산업내 구조 변화를 초래

- 저성장·저금리 환경의 지속으로 인한 투자자들의 수익률 민감도 증대로 금융권역간, 금융상품간 자금이동이 빈번해진 가운데, 신상품 도입과 제도 변화 등도 시중 자금흐름의 구조 변화를 유발  
- 특히 금융상품의 기능이 다양해지며 상품 간 차별성이 줄어들고, 판매채널의 다변화로 상품의 고유 특성이 투자자의 금융상품 선택에 미치는 영향이 약화
- 시중자금흐름 및 가계 자산포트폴리오의 변화가 금융산업내 구조 변화에 대한 예측과 대응을 가능케 한다는 점에서 분석의 중요성 부각되고 있으나 금융상품과 금융업권 간의 자금을 결정하는 요인에 대한 분석은 제한적인 상황
- 본 연구에서는 금융권역별 자금이동의 원인을 분석하기 위해 대표상품의 비중을 변수로 하여 이들 상품 간 자금유출입 결정요인을 점검하고 금융기관의 시사점을 모색하고자 함

### 금융위기 이후 가계부문의 수익률 민감도가 증대되며 투자자산의 다변화와 더불어 실물 자산의 금융자산화 수요 증대

- 저성장·저금리 환경이 지속되는 가운데 민간소비 부진, 주택시장 침체와 금융규제 강화 등으로 금융권의 자금 중개 기능이 약화되고 있으나 가계부문의 자금잉여는 오히려 확대되는 상황
- 한편, 가계소득 및 잉여자금 증가와 주택시장 구조 변화 등으로 인한 가계부문의 투자자산 다변화 욕구 증가와 더불어 실질금리 하락과 과세기준 변경으로 금융자산의 단기화, 수익률 민감도 증대 및 해외자산 투자 확대 등이 뚜렷해진 상황
- 국내 자산시장내 과도한 실물 편중 현상은 실물자산 고평가의 반증일 수도 있다는 점에서 향후 실물자산의 금융자산화 과정에서 유동성 제약과 함께 주택가격 하락 압력으로 작용할 가능성 잠재
- 또한 고평화 진전으로 보험·연금 상품 등 장기금융자산에 대한 수요가 확대되는 가운데, 인구 구조 변화에 따른 자산수요 사이클은 '주택 → 주식 → 채권' 순의 흐름을 나타낼 전망

### 금융업권과 상품간 자금이동 결정요인의 분석을 위해 대표 금융상품과 외생변수 등을 활용해 금융위기 이후 시중 자금흐름의 특징을 분석

- 금융업권간 자금이동 요인을 점검하기 위해 시계열 VECM 모형을 이용하여 금융상품의 수신잔액 비중 변화의 결정요인을 분석
- 종속변수로 은행, 증권사, 자산운용사, 보험사의 대표 상품의 비중변화를 사용하였으며, 독립변수로 수익률, 주택가격 상승률, 통화량, 주택가격 및 가계부채 증가율, CDS 프리미엄 등을 사용
- 특히 국내 금융시장의 구조변화를 반영하기 위해 금융위기 전후를 구분하여 분석하였고, 금융권역간 자금이동 결정요인을 분석하는데 개별 상품 단위별 자금유출입을 활용한 분석은 한계가 있다는 점을 고려해 금융권역 및 상품군 별로 그룹화를 시켜 분석을 실시

### 분석 결과, 상품간 경쟁/보완관계와 금융위기 전후 자금흐름 결정요인의 차이를 확인

- 각 업권별 대표상품 비중 간의 상호관계에 대한 VECM 모형 분석 결과 상품 간에 일부 경쟁 및 보완 관계가 존재하는 것으로 나타났으며, 충격반응분석을 통해 결과를 재확인할 수 있었음
  - 금융위기 이후 저축성예금과 '주식형펀드+랩어카운트'와 보험과 경쟁관계를 띠고, 요구불예금도 'ELS+DLS' 및 보험과 경쟁관계를 띠는 것으로 나타나 금융위기 이전과는 상이한 모습
- 외생변수를 추가해 VECM 모형을 확장 분석한 경우에도 내생변수 간의 결과는 큰 차이가 없었고, 일부 독립변수는 유의적인 영향력을 행사하는 것으로 나타났으며 금융위기 전후 차이가 존재
  - 금융위기 이후 수익률 변수는 '주식형펀드+랩어카운트' 비중에 대해 유의했으나, 은행권의 요구불예금이나 저축성예금, 증권사의 CMA 등에서는 비유의한 것으로 나타남
  - 가계대출의 증가는 요구불예금의 비중을 낮추는 반면, 수도권 주택가격의 상승은 요구불예금의 비중을 증가시키며 주택가격 상승이 대기성 자금 수요를 확대시키는 것으로 추정됨
- 금융권역별 개별 상품을 그룹핑하여 분석한 결과에서는 금융위기 이후 은행권에서 보험권으로 자금이동 현상이 뚜렷하게 나타나며 시중 자금흐름의 구조 변화를 대변
- 한편 금융상품 잔액을 활용한 비교 분석 결과, 설명변수의 차이로 인해 추정결과가 일부 차이가 존재하나 금융상품 잔액 비중을 이용하여 분석한 결과와 전체적으로 유사한 결과

### 투자자의 자금조달/운용 행태 변화를 고려한 성장 동력 확충과 비즈니스 모델 구축 필요

- 고령화 진전으로 중위험·중수익 상품과 보험 및 연금 수요 확대를 통한 안정적 현금흐름 확보와 더불어 실물자산의 금융자산화가 진행됨에 따라 정부는 장기자본시장 육성을 위한 제도적 지원과 부동산 정책 등을 시행해야 할 필요성 부각
- 금융위기 이후 금융환경의 변화와 더불어 소비자들의 금융상품 선택 기준이 구조적으로 변화하고 있는 점을 고려해 금융기관은 가계 및 기업부문의 자금조달/운용 행태의 구조변화를 반영한 신성장 동력 확충과 비즈니스 모델의 변화가 필요
- 또한 시중자금흐름의 변화가 금융권의 성장성과 수익성 뿐만 아니라 향후 존립을 좌우할 변수라는 점을 고려할 때 시중자금 유치를 위한 교차판매 및 협업 등을 통한 채널 확보에 주력할 필요

## I. 서론

- **금융위기 이후 거시 금융환경의 급변과 더불어 투자자들의 수익률 민감도 증대, 고령화 진전 등의 영향으로 금융권역간, 금융상품간 자금이동 빈번**
  - 금융위기 이전에는 주가상승의 영향으로 고위험·고수익을 지향하는 자금흐름이 부각되었으나 위기 이후에는 안전자산 선호가 급격히 확산되며 역머니무브 현상이 부각
    - 금융위기 이전에는 은행예금이 자산운용사와 증권 및 자산운용사로 대규모 이동한 반면, 위기 이후에는 펀드 환매 및 증권시장 이탈 자금의 은행권 유입이 확대
  - 그러나 저성장·저금리 상황과 주택시장 침체가 장기간 지속되는 가운데 경제주체들의 수익률 민감도가 증대되며 투자처에 대한 관심이 크게 증대되고 금융권도 다양한 금융상품을 출시하면서 금융시장의 경쟁이 심화되고 있는 상황
    - 특정 금융상품에 대한 쏠림현상이 발생할 때마다 금융업권별 자금이동이 가속화되는 현상이 발생하면서 금융업권별로 자금조달의 안정성이 약화되는 모습
  
- **금융상품의 기능 다변화는 상품간 차별성을 약화시키고 신상품 및 규제 도입 또한 금융권역간 자금이동을 촉발**
  - 은행의 요구불 예금과 증권사의 CMA는 같은 결제성 금융상품으로서 대체제 관계이나 CMA가 높은 금리를 제공한다는 점에서는 저축성 상품의 대체적 역할
    - 또한 국내은행의 스윙계좌는 증권사의 CMA와 마찬가지로 결제성과 저축성을 동시에 내포하고 있어 특정 상품의 보완제가 아닌 모든 상품의 대체제 성격을 보유
  - 또한 금융권역별 대표 상품 간에도 상품의 실질적인 속성에 따라 긴밀한 대체제 관계를 형성
    - 주식형펀드와 랩어카운트의 경우 고위험·고수익 추구 상품으로 실질적인 상품 내용은 유사하고, 증권사 CMA와 투신 MMF의 경우도 단기자금운용 수단이라는 점에서 대체제 성격
  - 금융 신상품의 도입과 제도 변화는 신규 수요 창출 뿐만 아니라 기존 상품의 수요를 일부 대체하기도 해 분석 결과 해석에 유의할 필요
    - 금융상품 판매채널의 다변화와 CMA 및 ELS/DLS 도입 등은 신규 수요 창출을, 은행권 예대율 규제 및 바젤Ⅲ 도입 등은 자금조달 행태 변화를 초래 금융상품 수요를 억제
  - 또한 금융위기 이후 금융기관의 건전성 확보 차원에서 마련된 각종 규제는 금융회사의 자금조달 및 운용 스타일의 변화를 초래하며 금융권역간 자금이동을 촉발

## ■ 금융상품에 대한 선호도 변화와 더불어 판매채널의 구조변화도 시중 자금흐름 변화에 일조

- 금융권별 차별화된 상품 구성에도 불구하고, 판매채널의 다변화로 상품간의 근본적인 차이가 금융소비자의 선택에 영향을 미치는 여부는 불투명
- 폭넓은 지점망을 이용하여 금융소비자와 접점이 넓은 은행들이 보험이나 펀드와 같은 타 금융업권 상품의 판매에 적극적으로 동참하여 자금이동을 촉발하는 요인 존재
  - 금융위기 이전 주식형펀드 중심의 간접투자 시장 확대는 투자자들의 수익률 추구 현상과 더불어 은행권의 적극적인 펀드판매 확대도 대규모 자금이동에 일조
- 가계의 금융상품 선택 기준이 판매사의 권유에 의해 큰 영향을 받는 것이 사실이나, 금융위기 이후에는 금융상품의 수익률과 안정성, 안정적인 현금흐름 여부 등 소비자의 수요가 다변화되는 모습
  - 금융종합소득세 과표구간의 확대 등의 영향으로 보험권으로 자금이동이 확대되고, 노후대비 자금 마련 등을 위한 연금상품 시장에 대한 관심이 증대

## ■ 본 연구에서는 금융권역별 대표 금융상품을 이용해 국내 금융권역별/ 상품별 자금 유출입의 주요 결정요인을 점검하고자 함

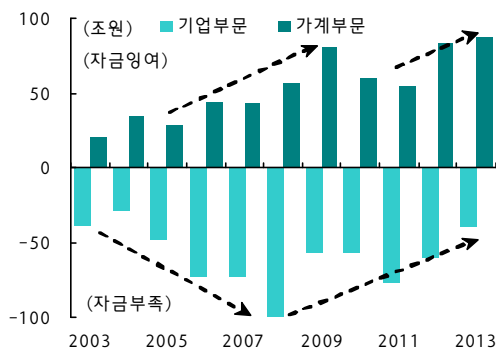
- 금융위기를 전후로 주택시장의 구조 변화가 진행되고 고령화 진전·저금리 기조 고착화 등 금융시장 환경이 급변하며 시중 자금흐름을 좌우하는 변수 또한 구조적으로 변화했을 가능성 존재
  - 금융위기 전후를 구분하여 분석하지 않을 경우, 저성장 저금리 환경 고착화에 기반한 시중 자금흐름의 구조적인 변화를 간과할 가능성이 존재해 기간별 세분화한 분류가 필요
- 시중자금 흐름의 변화가 금융권역별 성장성과 수익성을 결정짓는 주요인이라는 점이 부각되며 교차판매 및 협업 등을 통한 채널 확보의 필요성이 증대
- 본 연구에서는 금융권역별/ 상품별 자금이동의 결정요인 점검을 통해 향후 가계 자산 포트폴리오의 구조 변화에 대한 금융권의 시사점 모색하고자 함

## II. 금융권 자금증개 기능 약화와 가계부문의 자산포트폴리오 변화

### 1. 금융권의 자금증개 기능 약화

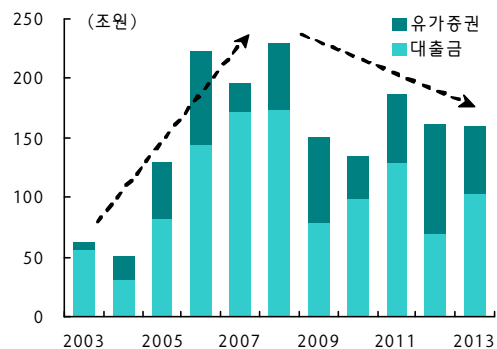
- **경제 전반의 금융자산 증가세 둔화와 더불어 금융부문의 자금증개 규모도 지속적으로 감소**
  - 작년말 현재 우리나라의 총 금융자산은 1경 2,248조원으로 저성장·저금리의 영향으로 자금순환표 작성 이후(2002년) 가장 낮은 증가율을 기록
    - 금융자산 증가율 추이(% , 연평균) : 10.3('03~'08년)→ 7.3('09~'13년)→ 5.1('13년)
  - 글로벌 금융위기 이후 한은의 통화완화 정책에도 불구하고, 주택시장 침체와 금융규제 강화 등의 영향으로 금융부문의 자금증개 규모가 추세적으로 감소하며 금융 본연의 자금증개 기능이 위축되고 있는 상황
    - 자금증개 규모(대출금+유가증권) 추이(조원): 187('11년)→ 162('12년)→ 161('13년)
  
- **경제주체들의 자금조달 유인 감소는 금융권의 자금증개 기능 약화를 초래**
  - 경제주체별 자금과부족(자금운용-조달) 상황은 비금융법인기업의 경우 자금부족 규모가 전년보다 감소한 반면 국외부문은 경상수지 흑자 영향으로 증가
    - 기업부문의 경우, 설비투자 부진 등의 영향으로 자금부족 규모가 '12년 59.8조원에서 '13년 39.7조원으로 전년대비 20.1조원 감소
  - 반면 자금잉여 규모는 가계부문(비영리단체 포함)의 경우 소득을 하회하는 소비로 증가한 반면 일반정부는 경기부진에 따른 세수 둔화 등으로 잉여 규모가 감소

그림1 | 가계 및 기업부문의 자금과부족 장기 추이



자료 : 한국은행, 하나금융경영연구소

그림2 | 금융법인의 비금융부문 자금공급 추이



자료 : 한국은행, 하나금융경영연구소

- 가계부문의 자금잉여 규모는 '12년 83.4조원에서 '13년 87.0조원으로 증가
- 표면상 가계와 기업부문의 자금사정이 개선되고 있는 것처럼 나타나나 이는 착시현상에 불과하며, 경기부진 장기화로 인한 가계부문의 소비둔화와 기업부문의 설비투자 감소 등에 기인하고 있다는 점을 고려할 때 경기부진의 이면을 반영
- 특히 금융위기 이후 저성장 환경이 지속되면서 가계부문은 자금잉여 규모 확대가, 기업부문은 설비투자 감소 등의 영향으로 자금부족 규모가 축소되는 현상이 지속
  - 가계/기업 자금과부족 추이(조원) : 55/-77('11년)→ 83/-66('12년)→ 87/-40('13년)

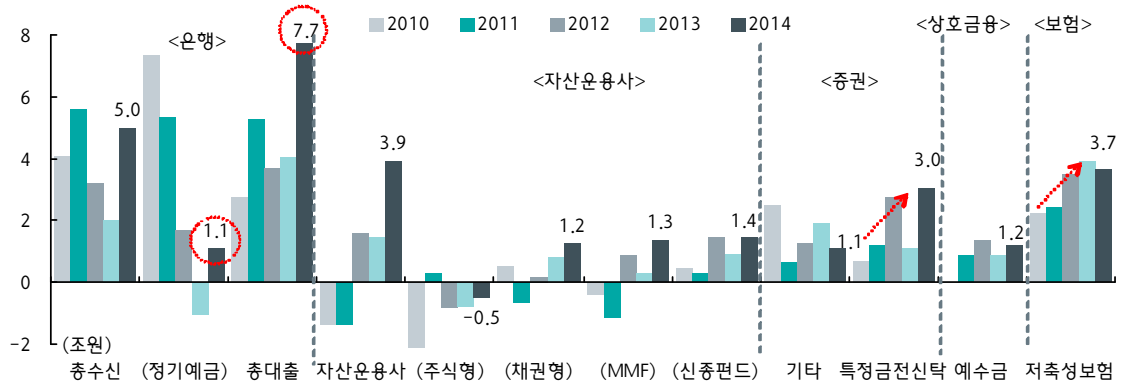
■ 금융위기 이후 가계부문의 자산선택 기준으로 수익률 민감도 증대

- 저성장 저금리 상황이 지속되고 주택시장이 둔화됨에 따라 금융위기를 기점으로 수익률 추구 현상이 강화되며 가계부문의 자산포트폴리오 다변화 모습이 뚜렷
  - 전통적인 저축보다는 투자가 강조되면서 고수익을 추구하는 투자 흐름이 금융상품의 공급자뿐만 아니라 수요자에게 강조
- 또한 금융권별로 다양한 금융상품이 출시되고 특정 금융상품에 대한 쏠림현상이 발생할 때마다 금융업권별 자금이동이 가속화되며 금융업권별 자금조달의 안정성이 약화
  - 신규 상품의 도입은 새로운 수요를 창출하며 기존 금융상품으로 자금 이탈을 촉발시키는 등 금융권간 자금이동을 확대시키며 금융권역 간 수신 경쟁을 확대시키는 계기로 작용

■ 또한 실질금리 하락 및 과세기준 변경 등의 영향으로 가계 금융자산의 단기화 현상 뚜렷

- 가계부문의 경우 주택가격 상승 기대 약화, 주식시장 부진 등 자산가격 상승 기대는

그림3 | 주요 금융상품 수신 증감



주 : 1) 기간 중 월평균 증감 2) 은행 총 수신은 은행채 제외 기준, 저축성보험은 생보사 수입보험료 기준, 증권 기타는 RP+CMA+랩어카운트 기준  
 3) 특정금전신탁·저축성보험은 '14.11월 기준  
 자료 : 한국은행, 하나금융경영연구소

낮아진 반면, 향후 금리상승에 대한 우려로 자금운용이 단기화되며 결제 및 단기저축성예금의 자금운용 규모가 크게 확대

- 결제 및 단기저축성예금 증감(조원): 33.8('10년)→12.7('11년)→15.5('12년)→50.5('13년)

- 반면 장기저축성예금 증가 규모가 급격하게 둔화되다 작년의 경우에는 잔액 감소로 이어졌는데, 이는 장단기금리차 축소 및 실질금리 하락에 따른 투자메리트 축소와 금융소득종합과세 기준 하향 조정 등에 따른 포트폴리오 조정에 기인

- 장기저축성 예금 증감 추이(조원): 63.0('10년)→47.6('11년)→17.5('12년)→-2.4('13년)

- 보험 및 연금상품에 대한 투자는 높은 수준이 지속된 반면 수익증권 등 유가증권은 과거 투자손실 만회에 따른 환매수요가 지속되며 감소세가 지속

- 보험 및 연금 증감 추이(조원) : 58.1('10년)→56.6('11년)→89.1('12년)→83.5('13년)

## 2. 국내 가계자산 포트폴리오 변화

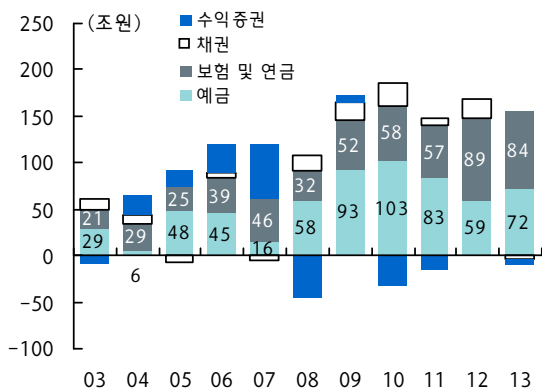
### ■ 성장 성숙기 진입 및 저금리 기조가 고착화되면서 상대적으로 투자자산의 수익률 민감도 증가

- 국내 금리도 '00년 이후 선진국 대비 빠른 속도로 하락하면서 최근에는 주요 선진국들과 비슷한 수준 진입

- 경제성장률 하락, 신흥국들의 과잉생산, 글로벌 자본이동 확대 등으로 선진국 지표국채 금리는 10~11%('80년대)→6~7%('90년대)→3~4%('00년대)로 기초적 하락세 시현

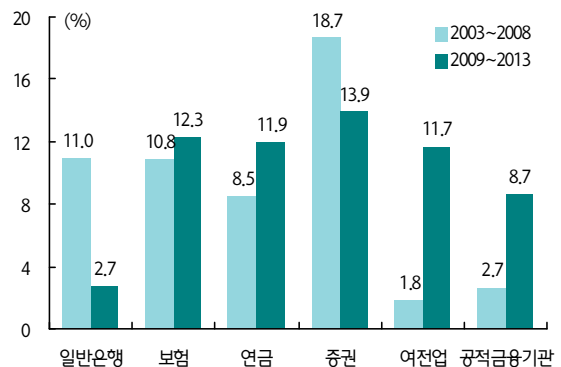
- 또한 자본시장 개방 확대에 따른 국내외 금리차 축소 압력, 초고령화 사회 진입 및 연금 성장에 따른 채권수요 증가 등에 힘입어 구조적인 저금리 시대 진입

그림4 | 가계부문의 금융자산 증감액 추이



자료 : 한국은행, 하나금융경영연구소

그림5 | 금융위기 전후 금융업권별 자산 증가율



자료 : 한국은행, 하나금융경영연구소

- 금리중심의 통화정책 운용에 따른 유연한 정책금리 조정으로 실질금리는 0에 가까운 수준에서 유지될 전망
- 특히, 노동공급 둔화, 요소생산성 증가율 정체, 유휴자본 증가에 따른 자본축적 감소 등에 이어 글로벌 금융위기 이후 유효 수요 감소 등으로 잠재성장률이 하락하면서 저물가 수준 지속(90년대 5.7%→'00~'05년 3.2%→'06~'09년 3.1%→'10~'14년 2.4%)  
→ 저금리 기조 고착화는 은행 예금에 편중되어 있는 금융자산 포트폴리오의 수익률을 크게 저하시키며 가계의 금리 민감도를 증대

■ 가계소득 및 잉여자금 증가와 주택시장 구조 변화 등에 따른 투자자산 다변화 욕구 확대

- 가계소득 증가로 투자여력이 확대되면서 위험회피 성향이 완화되고 현금·예금 위주의 포트폴리오를 다변화하고자 하는 욕구가 확대
  - 국내 가계의 경우, 금융자산중 예적금 비중이 50%대에 달해 유럽(30%)과 미국(10%)에 비해 매우 높은 수준
- 특히 금융위기 이후 주택시장내 구조 변화가 진행되고 저금리 기조가 고착화되며 가계의 금리 민감도 증대와 더불어 가계부문의 자산포트폴리오 상의 비중 변화가 본격화될 조짐
- 가계부문의 금융자산 규모 역시 1인당 GDP와 금융연관비율(전체 금융자산/GDP) 간의 관계 고려시 명목 GDP 증가와 더불어 금융자산의 증가세는 지속될 것으로 추정

■ 국민대차대조표, 실물에 편중된 국내 자산시장의 구조적 문제를 적시

- 국민대차대조표에 따르면 2012년말 우리나라의 국민순자산은 1경 669.3조원으로 국

표1 | 자산 종류별 대GDP 비율 및 증가액

	對 GDP비율(배)				연평균 증가액(조원)		
	1995	2000	2005	2012	96~00	01~05	06~12
금융자산	-	5.883	6.175	7.716	-	399.2(8.2)	707.1(9.4)
순금융자산		-0.097	-0.159	-0.075	-	-24.1(-38.0)	6.1(3.4)
비금융자산	6.520	5.971	6.774	7.819	199.1	487.5(10.4)	648.6(8.2)
건설자산	1.702	1.990	2.321	2.797	106.8	174.1(11.1)	245.4(8.8)
설비자산	0.530	0.556	0.452	0.473	25.2	12.5(3.3)	33.6(6.7)
지식재산생산물	0.091	0.121	0.147	0.183	7.6	11.7(12.0)	16.8(9.3)
토지	3.890	3.075	3.638	4.091	57.0	278.6(11.4)	327.0(7.8)

자료 : 한국은행, 하나금융경영연구소



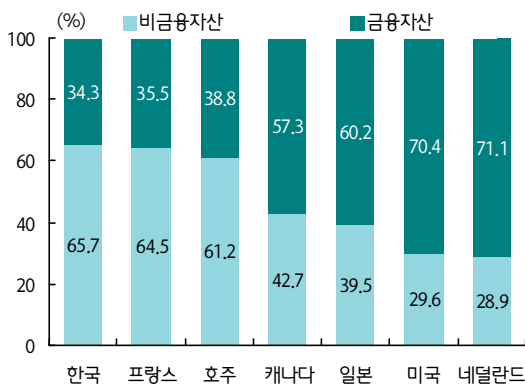
내총생산(1377.5조원)의 7.7배로 추정돼 주요국 대비 상대적으로 높은 수준을 기록  
 - 호주 5.9배, 캐나다 3.5배, 프랑스 6.7배, 일본 6.4배

- 이는 우리나라의 토지자산 가액이 전체 비금융자산의 52.2%를 차지하며 GDP 대비 4.1배를 기록하는 반면 일본 프랑스 호주 2.4~2.8배, 캐나다 네덜란드 각각 1.3배, 1.6배 수준에 비해 과다하게 높은 상황에 기인
  - 부동산 불패론 등에 기반한 투기 수요 등으로 부동산 가격이 상대적으로 과다하게 평가되어 있으며 향후 실물자산의 가격 조정 가능성을 잠재적으로 내포하고 있는 반증
- 특히 가계자산 중 부동산 등 비금융자산비중은 65.7%(순금융자산 기준 78.2%)로 주요국 대비(미국 29.6%, 일본 39.8%) 부동산 편중현상이 심각한 상황
  - 주택가격 하락 압력이 본격 부각시 주택담보대출의 부실화 우려가 대두될 수 밖에 상황
  - 비금융법인의 경우에도 토지 등 부동산 비중이 비교적 높은 것으로 나타났는데 이는 과거 부동산 개발과 투자, 담보위주 대출 관행 등에 기인
- 금융자산 대비 현금화 가능성이 낮은 실물자산의 비중이 높다는 점은 향후 가계부문의 유동성 제약요인으로 작용할 가능성이 커 은퇴세대 등을 중심으로 실물자산의 금융자산화가 긴요한 상황

■ **급격한 고령화 진전은 실물자산의 금융자산화를 촉발하며 부동산 가격의 하락 압력으로 작용할 전망**

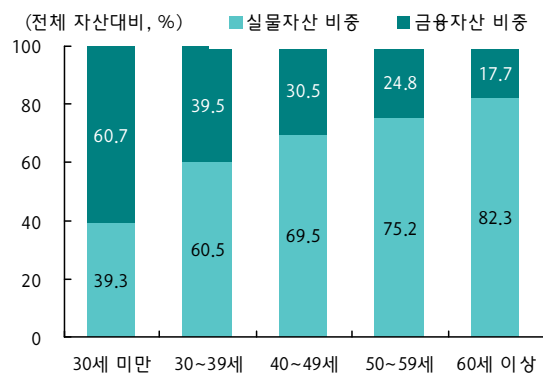
- 가계주 연령별 포트폴리오 구성을 살펴보면 부동산 비중은 은퇴직전 내지 은퇴시점에 정점을 기록하고 노후로 갈수록 점진적 하락세를 보임.
  - 이 시기를 기점으로 주택규모를 줄이고 대신 잔여금을 활용해 금융자산 구입과 기타 근로 소득을 통해 현금흐름을 이어가는 것으로 추정

그림6 | 가계자산 구성 국제 비교(총자산 기준)



자료 : 한국은행

그림7 | 연령대별 실물자산 비중



자료 : 한국은행, 통계청, 2013년 가계금융행태조사

- 또한 베이비붐 세대 및 노령층의 포트폴리오 편중현상 감안시 주택대출 부담, 금융자산 및 연금자산의 부족 등과 맞물리며 노후에 소비를 지속적으로 충당할 재원이 부족
  - 은퇴 세대의 부동산 매각을 통한 실물자산의 금융자산화가 진전되는 가운데 이들이 보유 및 주거하고 있는 중대형 주택 위주로 수요 둔화 및 가격조정이 불가피할 전망
- 한편 실물자산의 금융자산화 방안으로 정부 주도의 역모기지 제도의 활성화가 예상되나, 이 경우에도 장기적으로 운용주체들의 매각 및 임대 등에 따른 가치하락은 불가피
- 결국 주택가격 하향 안정 기대 확산은 부동산 위주의 자산배분 선호에 근본적인 변화를 야기하는 유인으로 작용하며 가계 자산포트폴리오내 금융자산 비중 확대를 촉진
  - 전세입자 자가전환율 추이(%) : 53.0('05) → 37.8('08) → 26.1('10) → 23.2('12)

■ **고령화 진전으로 인한 보험·연금 상품 수요 증대로 장기금융자산에 대한 수요 확대**

- 금융위기 이후 저성장 저금리 구조가 고착화되며 정기예금 등 저축형상품의 비중을 축소하는 한편, 은퇴 이후를 고려한 재산형성 및 연금확보를 위한 적립식 장기투자상품의 수요 증대로 이어질 전망
  - 금융점업화 확산 및 관련제도 개선에 따른 금융상품 개발, 판매채널 다양화 및 투자자 교육강화는 간접투자상품에 대한 인식개선과 관심확대로 이어질 것으로 예상
- 금융산업 발전방안, 연금제도 개혁 등과 같은 적극적인 정부정책은 다양한 장기금융 상품 개발을 촉진할 것으로 예상
  - 주요국 금융자산시장 고성장기: 美(80년대 이후, 신상품 개발 및 기업연금 본격도입), 英(86년이후, 금융빅뱅), 호주(97년 아태금융허브 전략, 02년 금융서비스개혁법 이후)

■ **국내 대체투자 자산 부족은 해외자산 투자 확대로 이어지며 포트폴리오 다변화를 가속화 시킬 전망**

- 주택시장내 구조 변화, 기업실적의 양극화, 고령화 진전과 저성장 기조 지속으로 국내자산 투자에 대한 기대수익률이 하락하며 해외투자에 대한 관심이 확대
- 글로벌 금융시장 통합으로 금융규제 및 세계개혁이 글로벌 스탠더드에 수렴하면서 국경 간 금융거래 및 금융기관들의 해외진출 확대로 국내자산에 대한 외국인 자금의 유입 확대와 더불어 국내투자자들의 해외자산 투자가 확대
  - 브라질 및 인도 채권 투자 및 글로벌 자산배분형 펀드 등이 대표 사례
- 특히, 선진국 연기금 펀드들이 신흥시장 투자를 통해 고수익 및 고배당을 추구하고 있다는 점을 감안시, 국내 연기금 및 간접투자상품도 신흥국 투자비중 확대가 예상

## ■ 인구구조 고려시 자산수요 사이클은 '주택 → 주식 → 채권' 순으로 나타날 전망

- 과거 주택금융이 상대적으로 덜 발달되어 있어 예금과 같은 안전자산을 통해 자산을 축적한 후 주택구입하고, 주택마련 이후에 금융자산을 형성하는 행태 주증
- 퇴직 및 개인연금 확산 미흡, 주식투자에 대한 장기성과 경험 부재 감안시 주식(직접 투자만 감안)에 대한 수요는 미국 등에 비해 늦은 연령대에 나타나고 있는 상황
- 미국의 경우, 본격적인 고령화 국면에 접어든 75세 이후부터는 고정적 이자수입이 가능한 채권, 연금, 신탁부문 위주의 포트폴리오 배분을 보임
  - 반면, 고령사회로의 진전이 매우 빠르게 이루어진 일본에서는 보험 및 연금비중이 상대적으로 높게 나타나는 특징이 뚜렷
- 결국 국내 가계의 자산포트폴리오 구성 변화 여부는 고령화 진전과 금융환경의 변화가 주요 동인이 되는 가운데 정부의 정책적인 지원 여부가 큰 영향을 미칠 전망

### III. 금융업권간 자금이동의 결정요인 분석<sup>1)</sup>

#### 1. 실증분석 모형과 변수

- **업권별 금융상품의 수신잔액 비중 변화를 살펴봄으로써 금융업권간 자금이동의 요인을 점검**
  - 금융상품에 대한 투자자의 수요는 금리, 세제혜택 등에서 상대적인 비교우위와 더불어 금융시장 환경, 제도 변화 등에 의해 수요가 결정된다고 보는 것이 일반적
  - 이에 따라 금융상품간의 투자유인(상품금리 등) 차이에 의한 상품잔액의 비중 변화를 시계열 분석을 통해 비교 분석할 필요
    - VECM 추정과정에서 개별상품의 수익률, 유동성, 시장 변동성, 주택가격, 대출 수요 등 시장내 자금수요 등을 반영하는 거시경제 변수를 외생변수로 활용하여 이들의 영향도 점검
  
- **대표적인 금융업권 구분인 은행, 증권사, 자산운용사, 보험사의 대표 상품을 활용하여 분석**
  - 금융기관별로 개인들이 일반적으로 투자할 수 있는 상품을 기준으로 하였으며, 개별 업권별 수신잔액에서 비교적 큰 비중을 차지하고 있는 상품을 대상으로 선정
    - 종속변수(외생변수)로서 결제성 성격이 강한 은행의 보통예금+저축예금 비중, 장기저축성 성격의 은행 정기예금+정기적금 비중,
    - 유동성 확보와 투자성격이 혼합된 증권사의 CMA 및 자산운용사의 MMF 비중, 증권사의 중위험 중수익 상품으로 분류되는 ELS와 DLS 비중, 그리고 투자목적이 강한 주식형펀드와 랩 어카운트 비중을 설정
  - 업권별 대표상품 총수신액은 보통예금, 저축예금, 정기예금, 정기적금, CMA, ELS, DLS, 랩어카운트, MMF, 주식형펀드, 저축성 보험 책임준비금 잔액과 은행권의 기타 수신을 합한 금액을 전체로 가정하여 각 상품의 비중을 계산<sup>2)</sup>
  
- **기존 연구에서 제외되었던 상품군인 보험부문을 포함하고 금융위기 전후를 구분하여 분석함으로써 분석 및 결과 해석상의 오류를 방지**

1) 금융업권간 자금이동의 원인을 분석한 선행 자료가 극히 제한적인 가운데 '금융업권간 자금이동의 결정요인 분석과 시사점'(김영도·서병호, 2013)의 방법론을 기본적인 분석 틀로 활용하였다. 기존 선행연구에서 변수 선정상의 문제점과 보험권에 대한 통계 누락, 글로벌 금융위기로 인한 금융환경의 구조적인 변화 등을 고려하지 않은 결과 분석 결과가 현실과는 일부 상이한 해석이 존재하는 점을 고려해 동일 방법론하에 보다 세분화된 분석을 시도하였다.

2) 본문에서 활용된 금융업권별 상품에 대한 기초 통계량은 별첨 참조, 보험권의 대표 상품으로는 보장성 보험의 경우 여타 금융업권의 금융상품의 성격이 상이한 점을 고려해 저축성 보험의 책임준비금을 대응치로 활용해 여타 상품과의 비교 가능성을 높였다.

- 기존 연구 결과와의 비교 분석을 위해 VECM 모형 하에 주요 금융상품을 대상으로 분석결과를 확인한 후, 내생 및 외생변수의 추가 및 대체 등을 통해 일반 상식과 상이한 기존 연구의 한계점을 대체하는 새로운 결과 도출
  - 기존 연구에서는 보험권으로의 자금유입을 제외하고 분석하였으나 본 자료에서는 가계 자산포트폴리오 내 대표 자산인 보험권을 포함하여 분석하였다는 점에서 차별화
    - 기존 연구에서 보험상품을 분석 대상에서 제외한 이유로 상당수 보험상품의 만기가 장기여서 투자상품의 자금이동을 유사한 조건상에서 비교하기가 어렵다는 점을 지적
  - 그러나 생명보험사의 총수신 잔액이 은행권 다음으로 큰 규모를 차지하고 있고 금융위기 이후 보험 및 연금시장으로의 자금유입이 확대되고 있는 점을 고려할 때, 보험상품을 제외하고 분석할 경우 시장 자체의 구조적인 변화를 간과할 수도 있는 상황
  - 또한 글로벌 금융위기를 전후로 금융환경의 구조 변화가 진행되고 있는 점을 고려해, 금융위기 전후를 나누어 분석함으로써 분석 및 결과 해석상의 오류를 방지
- **금융업권별 대표 금융상품의 수익률과 거시경제 변수, 시중 자금수요를 반영하는 주택가격 및 은행대출 등을 주요 변수로 활용**
- 대표상품 총수신액에 '기타 은행수신'의 비중을 제외하여 '보통예금+저축예금', '정기예금+정기적금', CMA, MMF, ELS, DLS, 주식형펀드, 랩어카운트의 개별비중을 내생변수로 이용
    - 총수신을 일부 대표적인 경쟁상품 잔액의 합으로 정한 이유는 상품간 자금흐름의 상호관계를 살펴보기 위함

**표2 | 금융권역별 주요 금융상품 수신 잔액 추이** (조원, %)

		2004	2006	2008	2010	2012	2013	2013년 비중
은행	요구불예금	119.8	138.7	129.2	178.8	198.8	225.3	12.79
	저축성예금	291.6	299.0	386.8	532.7	612.2	602.6	34.19
	기타 수신	219.9	273.9	341.1	257.0	245.9	271.4	15.41
증권 · 투신	주식형펀드	16.7	56.0	153.4	114.8	105.3	93.9	5.33
	CMA	-	8.7	30.1	43.5	40.6	42.2	2.39
	MMF	65.1	57.5	86.9	77.2	70.0	72.9	4.14
	DLS	-	0.4	1.5	4.9	14.1	23.5	1.33
	ELS	4.6	22.7	34.7	21.4	51.5	49.7	2.82
	랩어카운트	3.8	7.1	3.6	7.0	53.7	68.0	3.86
보험	보험	93.0	121.7	144.0	194.5	289.9	312.6	17.74
총액		814.4	985.6	1311.5	1431.7	1682.0	1449.5	100

자료 : 한국은행, 생명보험협회

- 외생변수로 개별상품별 수익률, 통화량, 시장변동성, 유동성 등 거시경제변수를 투입하여 거시변수의 영향력을 파악<sup>3)</sup>
  - 개별상품의 금리 변수로서 요구불예금 금리, 요구불예금 금리와 증권사 CMA금리 간의 격차인 CMA금리 스프레드, KOSPI수익률의 월평균 자료를 이용
  - 거시 변수로는 유동성을 대표하는 M2 지표, 국가위험 및 시장변동성을 대표하는 CDS 프리미엄(5년물), 가계자금 수요를 반영하는 수도권 주택가격 상승률 및 은행대출 등을 이용<sup>4)</sup>

■ Granger 검정결과, 내생변수인 상품비중 간에는 일부 변수간에 인과관계가 존재

- 저축성예금 비중은 요구불예금 비중에 대해 금융위기 이전과 이후 모두 유의한 인과관계가 존재하나, 요구불예금은 저축성예금에 대해 금융위기 이후에만 유의한 관계가 존재
  - 금융위기 이후 저금리 기조 지속에 따른 투자형 상품 선호 현상으로 저축성예금 비중 감소 등이 원인으로 추정
- 상품의 성격이 유사한 'CMA+MMF'를 결합한 상품군과 '주식형펀드+랩어카운트'를 결합한 상품군 간에는 금융위기 이후 상호간에 인과관계가 존재
  - 주식형펀드 및 랩어카운트 환매 자금이 CMA와 MMF 등으로 유입된 것으로 유추 가능
- 각 권역별 대표상품의 수익률과 주요 상품 비중간에 인과관계가 다수 발견되며 수익률이 자산선택의 주요 변수로 작용하고 있음을 시사
  - KOSPI수익률, CMA 스프레드, 요구불예금 금리 등이 주요 상품군 비중과 유의한 인과관계가 존재
- 금융위기 이후 기간의 경우 요구불예금 및 저축성예금 비중과 보험비중 간에 그랜저 인과관계가 유의하게 존재하는 것이 나타나 금융위기 이후 시중자금의 구조적인 변화를 일부 암시

3) ADF 단위근 검정 결과, 모든 분석변수(시계열)가 유의수준 5%에서 불안정한 것으로 나타나 안정화를 위해 1차 차분하였으며 분석기간은 04.1월~13.12월로 총 120개의 관측치를 활용

4) 일반적으로 시장변동성 지표로 KOSPI200 변동성 지수를 활용하나 국가위험을 나타내는 CDS 프리미엄과 상관관계가 높은 점을 고려해 CDS프리미엄 만 활용

## 2. 실증분석 결과

### 1) VECM 모형 추정 결과

- **변수 설정 및 분석 기간에 따라 상이한 결과가 도출되는 점을 고려해 전구간, 금융위기 이전, 금융위기 이후 기간으로 나누어 분석**
  - 금융위기를 계기로 금융환경이 크게 변화하며 시중 자금흐름의 구조적 변화가 나타나고 있는 점을 감안해 기간 분류의 필요성 부각
  - 그랜저 인과관계를 통해 살펴본 단편적인 변수간의 인과관계에 더하여 변수간 상호관계를 살펴보기 위해 VECM 모형을 이용<sup>5)</sup>
    - VECM 추정시 투입된 내생변수의 순서는 요구불예금 비중, 저축성예금비중, CMA비중, 주식형펀드 비중, MMF비중 순서로 변수를 입력
  - 본 자료에서는 금융위기 이후 나타나고 있는 금융환경의 구조 변화가 가계 자산포트폴리오의 변화에 미치는 영향에 중점을 두어 금융위기 이후 기간의 분석 결과에 주안점을 두어 설명
- **개별 상품 단위별 자금유출입을 활용한 분석은 한계점이 존재할 수 있는 점을 고려해 금융권역 및 상품군별 그룹핑을 통한 분석이 필요**
  - 개별 상품의 자금유출입을 활용한 분석은 동일한 자금흐름에도 불구하고, 유사 상품간의 자금이동 현상으로 인한 분석의 한계를 고려하지 못할 가능성 존재
  - 주식형펀드와 실질적으로 유사한 성격을 띠는 랩어카운트, MMF와 유사한 수익률을 제공하는 CMA 상품, ELS, DLS와 같은 중위험·중수익 추구 상품군의 출현 등은 금융권역간 자금이동 대신 동일 금융권역내의 자금 이동을 유발
  - 특히 고객들의 자산운용 패턴 고려시 금융권역의 선택은 개별 고객의 위험선호도를 상당 부분 반영하고 있고, 특정 금융권으로 유입된 자금의 경우 타 권역으로의 이동보다는 동일 금융권에서 상품을 선택하며 자산배분을 한다는 점을 고려할 필요
  - 본 자료에서는 개별 상품별 분석과 더불어 상품 특성별로 상품군을 설정하여 시중자금이 상품군별 특성에 맞춰 이동하는 가를 점검
    - 이를 위해 '주식형펀드+랩어카운트', 'CMA+MMF', 'ELS+DLS'를 상품군으로 설정하여 요구불예금, 저축성예금, 보험과의 자금이동 결정요인을 분석

5) 본 연구에서는 금융업권별 대표상품의 총수신 중 주요 금융상품의 상대적인 비율을 자료로 활용하고 있기 때문에 변수간에 5%의 오차범위 내에서 유의한 최소 1개 이상의 공적분 관계가 존재하는 점을 고려해 VECM을 이용하여 변수간 관계를 점검

### ■ 금융위기 이후 기간 중 각 업권별 대표상품 비중 간에 일부 경쟁 및 보완관계가 존재

● VECM 모형을 이용하여 각 업권별 대표상품 비중간의 변화에 대한 추정결과를 살펴 보면, 상품 간에 일부 경쟁 및 보완 관계가 존재하는 것으로 나타남.

- 공적분 방정식의 계수들이 대부분 통계적으로 유의한 가운데 각 변수들의 t-1, t-2기 과거값이 t기에 미치는 영향도 일부 통계적으로 유의한 것으로 나타남.
- 전체구간 대상 분석시, 요구불예금 비중은 통계적으로 유의한 수준에서 t-1기의 저축성예금 비중과 음(-)의 관계를 형성하나, 금융위기 이후 기간에는 'ELS+DLS' 비중, 보험 비중과 유의한 음(-)의 관계를 형성

표3 | 금융위기 이후 VECM 모형(내생변수 : 상품잔액 비중)

오차수정항	$-114.3064 + \text{요구불예금비중}_{t-1} + 1.0662 \times \text{저축성예금비중}_{t-1} + 4.1653 \times \text{주식형펀드\&랩어카운트비중}_{t-1} + 0.9851 \times \text{CMA\&MMF비중}_{t-1} - 0.4140 \times \text{보험비중}_{t-1}$					
	( 3.45878)		( 2.91876)		( 1.77572)	
	$\Delta(\text{요구불예금비중})_t$	$\Delta(\text{저축성예금비중})_t$	$\Delta(\text{주식형펀드\&랩어카운트비중})_t$	$\Delta(\text{ELS\&DLS비중})_t$	$\Delta(\text{CMA\&MMF비중})_t$	$\Delta(\text{보험비중})_t$
오차수정속도	<b>-0.0393***</b> (-3.64936)	-0.0078 (-0.39206)	<b>-0.0287***</b> (-3.30077)	<b>-0.0248***</b> (-3.77028)	<b>0.0724***</b> ( 3.17036)	<b>-0.0144**</b> (-2.12432)
$\Delta(\text{요구불예금비중})_{t-1}$	<b>-0.2745*</b> (-1.78589)	0.2026 ( 0.71716)	0.0794 ( 0.64002)	<b>-0.3718***</b> (-3.95032)	<b>0.6677**</b> ( 2.04641)	<b>-0.1621*</b> (-1.67571)
$\Delta(\text{요구불예금비중})_{t-2}$	-0.1595 (-1.06941)	0.1837 ( 0.67023)	-0.1592 (-1.32327)	<b>-0.3084***</b> (-3.37793)	0.1945 ( 0.61429)	-0.1172 (-1.24897)
$\Delta(\text{저축성예금비중})_{t-1}$	<b>-0.4392***</b> (-4.75770)	<b>0.6283***</b> ( 3.70342)	<b>-0.2689***</b> (-3.60978)	-0.0485 (-0.85770)	0.0881 ( 0.44942)	<b>-0.1622***</b> (-2.79174)
$\Delta(\text{저축성예금비중})_{t-2}$	-0.0621 (-0.45824)	0.0931 ( 0.37394)	-0.0735 (-0.67204)	<b>-0.2509***</b> (-3.02478)	<b>0.7305**</b> ( 2.53993)	-0.0137 (-0.16087)
$\Delta(\text{주식형펀드\&랩어카운트비중})_{t-1}$	<b>-0.2763*</b> (-1.84884)	0.1053 ( 0.38326)	-0.1182 (-0.98015)	<b>0.2007**</b> ( 2.19352)	0.2287 ( 0.72096)	-0.0773 (-0.82164)
$\Delta(\text{주식형펀드\&랩어카운트비중})_{t-2}$	0.1867 ( 1.29832)	0.0739 ( 0.27943)	<b>-0.2605**</b> (-2.24510)	-0.0072 (-0.08224)	-0.1755 (-0.57489)	-0.0588 (-0.64926)
$\Delta(\text{ELS\&DLS비중})_{t-1}$	-0.2242 (-1.03725)	0.1863 ( 0.46895)	0.1714 ( 0.98293)	-0.1374 (-1.03811)	0.1409 ( 0.30698)	0.1982 ( 1.45642)
$\Delta(\text{ELS\&DLS비중})_{t-2}$	<b>-0.5599**</b> (-2.64066)	-0.0072 (-0.01850)	0.2281 ( 1.33329)	0.0654 ( 0.50372)	-0.1150 (-0.25544)	-0.0575 (-0.43043)
$\Delta(\text{CMA\&MMF비중})_{t-1}$	-0.0827 (-1.07325)	-0.0235 (-0.16601)	<b>-0.2672***</b> (-4.29998)	-0.0329 (-0.69820)	<b>0.5372***</b> ( 3.28493)	0.0109 ( 0.22474)
$\Delta(\text{CMA\&MMF비중})_{t-2}$	-0.0835 (-0.90753)	-0.0801 (-0.47347)	<b>0.1629**</b> ( 2.19285)	-0.0698 (-1.23768)	0.1477 ( 0.75559)	-0.0370 (-0.63812)
$\Delta(\text{보험비중})_{t-1}$	0.4340 ( 1.65939)	0.2183 ( 0.45407)	<b>-0.8040***</b> (-3.80968)	0.0376 ( 0.23505)	0.1233 ( 0.22205)	<b>0.6273***</b> ( 3.80967)
$\Delta(\text{보험비중})_{t-2}$	<b>-0.5177**</b> (-2.03028)	-0.2930 (-0.62521)	<b>0.4307**</b> ( 2.09358)	0.0914 ( 0.58561)	0.1932 ( 0.35682)	0.0079 ( 0.04944)
상수항	<b>0.1063***</b> ( 3.36242)	0.0242 ( 0.41682)	-0.0251 (-0.98241)	<b>0.0637***</b> ( 3.28888)	<b>-0.1466**</b> (-2.18461)	<b>0.0523**</b> ( 2.62624)
R-squared	0.4857	0.5791	0.5369	0.4555	0.4286	0.5242
F-statistic	3.7776	5.5046	4.6369	3.3466	3.0009	4.4064
Log likelihood	40.9899	0.8165	55.1542	73.3621	-8.6989	71.5362

자료 : 하나금융경영연구소



- 금융위기 이후 대상 분석시 t-1기의 저축성예금 비중은 요구불예금 비중, '주식형펀드+랩어카운트' 비중, 보험 비중과 음(-)의 관계를 보여주고 있는데, 이들은 상호 경쟁적 관계가 존재하는 것으로 추정
- 또한 금융위기 이후 대상으로 t-1기와 t-2기의 'CMA +MMF' 비중, 보험 비중은 '주식형펀드+랩어카운트' 비중에 대해 시기별로 상이한 부호 값을 보이거나 유의한 영향을 미치는 것으로 나타남

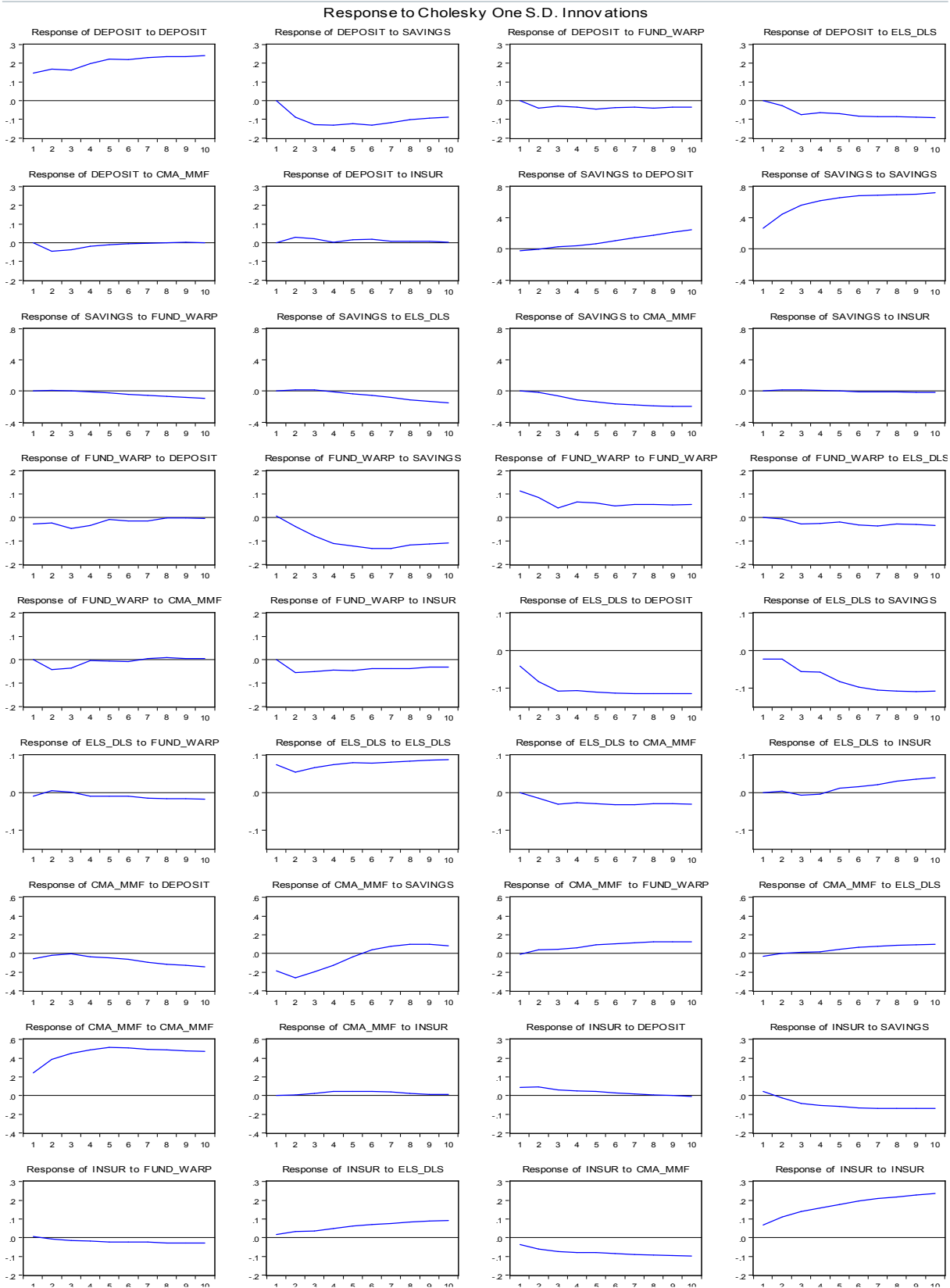
### ■ 변수간의 단기적인 충격반응결과와 반응의 지속 여부를 고려한 주요 특징은 다음과 같음

- 금융위기 이전 분석시, 저축성예금 증가시 요구불예금은 일시적으로 감소한 후 증가세로 전환되는 반면 요구불예금 비중 증가에 대한 저축성예금 비중의 반응은 일관되게 음(-)의 충격효과가 확대되는 모습을 보임
  - 그러나 금융위기 이후에는 저축성예금 증가시 요구불예금은 (-)의 관계를 보이는 반면, 요구불예금 증가시 저축성예금은 양(+)의 충격효과를 갖으며 금융위기 이전과는 차별화
- 금융위기 이후 기간 분석시, '주식형펀드+랩어카운트'와 'ELS+DLS' 비중 충격에 대해 요구불 및 저축성예금의 비중은 음(-)의 반응을 보이고, 동시에 요구불 및 저축성예금 비중의 충격에 주식형펀드와 랩어카운트 비중이 음(-)의 반응을 보임
  - 대표적인 원금보장 상품과 투자형 상품간에 경쟁적인 관계가 존재하는 것으로 저축성예금 비중의 충격에 의한 주식형펀드 비중의 반응이 누적적인 음(-)의 효과가 존재
  - 반면 금융위기 이전 기간 대상의 충격반응함수는 투자형상품과 예금상품 간의 대체 관계가 불투명하게 나타나 금융위기 이후 투자자들의 수익률 민감도가 높아졌음을 시사
- 금융위기 이후, 저축성예금 비중에 가해진 충격이 여타 상품 비중에 주는 영향은 'CMA+MMF' 비중의 경우를 제외하고는 효과의 방향을 떠나서 대체적으로 점증적이고 지속적인 것으로 나타났는데 이는 금융권내 수신 비중이 가장 큰 저축성예금의 자금 유출입이 금융권내 자금 이동을 결정짓는 주요 변수로 인식 가능
  - 'CMA+MMF'의 경우는 단기대기성 자금의 성격이 강하다는 점에서 여타 투자형상품군과는 차별화될 가능성이 존재

### ■ 변수 상호간의 영향을 살펴보기 위해 상호간 충격을 대칭적으로 점검해 보았을 때, 효과의 방향에 있어 금융위기 전후와 상관없이 일부 비대칭적인 관계가 존재하는 것으로 나타남

- 저축성예금 비중에 충격 발생시, CMA 비중에 음(-)의 반응이 나타나지만, CMA 비중의 충격은 저축성예금 비중에 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타남
- 또한 요구불예금 비중에 충격시, MMF 비중에 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타난 반면, MMF 비중의 충격은 요구불예금 비중에 양(+)의 영향을 미침

그림8 | 금융위기 이후 기간 대상 충격반응함수 결과



- 또한 저축성예금 비중의 충격이 'CMA+ MMF' 비중에 음(-)의 효과를 미치는 반면, 'CMA+ MMF' 비중의 충격은 저축성예금에 양(+)의 점증하는 형태의 충격을 미치는 것으로 나타남
  - 금융위기 이후 보험 비중 증가 충격시 저축성예금 비중에 미치는 영향 양(+)의 효과 존재, 반면 금융위기 이전에는 보험과 저축성예금 간에 음(-)의 충격효과가 존재
- 한편, 대표 금융상품의 수익률변수와 거시변수를 활용하여 모형을 확장 분석한 결과 일반적인 예상과는 차별화
- 외생변수를 포함해 분석시 내생변수의 결과는 크게 변화하지 않았지만 외생변수의 결과는 일반적인 예상과 차이가 존재하는 것으로 나타남
  - 외생변수 포함 추정결과, 금융상품 선택에 가장 중요한 요인으로 생각할 수 있는 수익률변수는 주식형펀드와 랩어카운트 비중에 대한 유의한 것으로 나타남
  - 그러나 은행권의 요구불예금이나 저축성예금, 증권사의 CMA 등의 선택요인은 개별상품의 수익률에 크게 영향을 받지 않는 것으로 나타남.
    - 일반적으로 금융소비자의 입장에서 금융상품의 선택에는 수익률요인이 가장 중요한 요인으로 작용할 것이라는 일반적인 예상과는 상이한 결과
  - 반면 CMA 스프레드는 'CMA+MMF' 비중에 유의하게 음(-)의 영향을 미치는 변수로 나타남 반면, 저축성예금 비중에는 유의한 양(+)의 변수로 추정되어 일반적인 예상과는 상이한 결과 도출
    - CMA 금리의 경우 요구불예금 금리와는 달리 기준금리 수준을 상회하고 시중금리를 상당부분 반영하는 점을 고려할 때 저축성예금 금리의 대응치로 인식 가능해 CMA 스프레드가 저축성예금 비중에 나름 유의한 영향을 미칠 가능성 존재
- 금융위기 이후 기간 분석시 증권·투신권내 투자형 상품군 간에는 상호 대체관계가 존재해 여타 금융권역으로의 자금이동을 제한하는 것으로 추정
- 금융위기 이후 투자자들의 수익률 민감도가 증대되고 투자형 상품의 기능 다변화로 증권·투신권으로 유입된 자금들의 경우 권역내 상품들 간의 대체 관계가 형성
    - '주식형펀드+랩어카운트' 비중은 'CMA+ MMF'에 대해서는 유의한 음(-)의 관계가, 'ELS+DLS' 비중에 대해서는 유의한 양의 관계가 존재하는 것으로 나타남
    - 한편 'ELS+ DLS' 비중은 'CMA+MMF' 비중에 대해 유의한 양의 관계가 존재해 증권/투신권의 주요 상품군들 간에는 대체 또는 보완관계가 존재하는 것으로 판단됨

표4 | 금융위기 이후 VECM 모형 확장

		-35.36119+요구불예금비중 <sub>t-1</sub> +0.37844×저축성예금비중 <sub>t-1</sub> +0.725392주식형펀드&랩어카운트 ( 6.39246) ( 2.42622)					
오차수정항		비중 <sub>t-1</sub> +1.925195×ELS&DLS비중 <sub>t-1</sub> +0.482719CMA&MMF비중 <sub>t-1</sub> -0.457444×보험비중 <sub>t-1</sub> ( 8.63472) ( 4.32325) (-2.79360)					
독립변수	종속변수	Δ(요구불예금비중) <sub>t</sub>	Δ(저축성예금비중) <sub>t</sub>	Δ(주식형펀드&랩어카운트비중) <sub>t</sub>	Δ(ELS&DLS비중) <sub>t</sub>	Δ(CMA&MMF비중) <sub>t</sub>	Δ(보험비중) <sub>t</sub>
오차수정속도		<b>-0.2822***</b> (-4.45239)	<b>-0.2819*</b> (-1.85350)	-0.0942 (-1.35948)	<b>0.1296***</b> ( 2.68493)	0.1603 ( 1.08893)	-0.0211 (-0.51281)
Δ(요구불예금비중) <sub>t-1</sub>		<b>-0.3787***</b> (-2.70338)	0.2325 ( 0.69169)	<b>0.2963*</b> ( 1.93395)	-0.0567 (-0.53153)	0.3445 ( 1.05882)	-0.1128 (-1.23742)
Δ(요구불예금비중) <sub>t-2</sub>		-0.1478 (-1.00013)	0.0189 ( 0.05337)	0.0010 ( 0.00645)	-0.0863 (-0.76706)	0.4533 ( 1.32091)	-0.1588 (-1.65160)
Δ(저축성예금비중) <sub>t-1</sub>		<b>-0.2803***</b> (-2.79928)	0.3261 ( 1.35733)	<b>-0.1854*</b> (-1.69305)	0.0813 ( 1.06576)	-0.0190 (-0.08181)	-0.0559 (-0.85784)
Δ(저축성예금비중) <sub>t-2</sub>		-0.1624 (-1.49301)	0.1282 ( 0.49144)	0.0596 ( 0.50119)	0.0217 ( 0.26247)	0.3773 ( 1.49393)	0.0085 ( 0.11965)
Δ(주식형펀드&랩어카운트비중) <sub>t-1</sub>		-0.1227 (-0.81395)	0.1544 ( 0.42701)	-0.1276 (-0.77391)	0.1692 ( 1.47362)	-0.0220 (-0.06272)	-0.0562 (-0.57345)
Δ(주식형펀드&랩어카운트비중) <sub>t-2</sub>		0.1585 ( 1.11467)	0.0449 ( 0.13164)	-0.1235 (-0.79401)	<b>0.1895*</b> ( 1.74931)	-0.0882 (-0.26708)	-0.0568 (-0.61355)
Δ(ELS&DLS비중) <sub>t-1</sub>		0.2892 ( 1.12472)	0.7431 ( 1.20442)	<b>0.5096*</b> ( 1.81267)	<b>-0.3936**</b> (-2.01032)	0.7196 ( 1.20524)	0.1301 ( 0.77767)
Δ(ELS&DLS비중) <sub>t-2</sub>		-0.1057 (-0.41067)	0.8666 ( 1.40305)	0.5677** ( 2.01677)	<b>-0.3839*</b> (-1.95853)	0.1164 ( 0.19470)	-0.1353 (-0.80773)
Δ(CMA&MMF비중) <sub>t-1</sub>		0.0258 ( 0.27756)	-0.1281 (-0.57354)	<b>-0.2600**</b> (-2.55418)	0.0866 ( 1.22195)	0.2691 ( 1.24510)	0.0692 ( 1.14277)
Δ(CMA&MMF비중) <sub>t-2</sub>		-0.0978 (-1.24652)	-0.0049 (-0.02587)	<b>0.2208**</b> ( 2.57276)	0.0303 ( 0.50741)	0.0842 ( 0.46214)	-0.0629 (-1.23256)
Δ(보험비중) <sub>t-1</sub>		<b>0.4741**</b> ( 2.00152)	0.2283 ( 0.40176)	<b>-0.7439***</b> (-2.87232)	0.0592 ( 0.32835)	0.0575 ( 0.10460)	<b>0.6895***</b> ( 4.47430)
Δ(보험비중) <sub>t-2</sub>		-0.3069 (-1.29765)	-0.2324 (-0.40956)	0.3991 ( 1.54306)	0.0631 ( 0.35023)	0.0244 ( 0.04445)	0.0677 ( 0.43996)
상수항		<b>0.1288**</b> ( 2.61749)	-0.0319 (-0.27011)	-0.0097 (-0.17935)	<b>0.0962***</b> ( 2.56644)	<b>-0.3613***</b> (-3.16180)	<b>0.0889***</b> ( 2.77688)
Δ(요구불예금 금리) <sub>t</sub>		0.5258 ( 0.53776)	0.9990 ( 0.42575)	1.3244 ( 1.23860)	0.2871 ( 0.38553)	-1.4039 (-0.61826)	-0.0280 (-0.04402)
Δ(요구불예금 금리) <sub>t-1</sub>		0.2199 ( 0.22001)	-3.6903 (-1.53862)	0.4174 ( 0.38191)	<b>1.3208*</b> ( 1.73506)	3.6997 ( 1.59389)	<b>-1.3194**</b> (-2.02879)
Δ(CMA스프레드) <sub>t</sub>		0.1247 ( 1.09828)	0.3425 ( 1.25742)	-0.0392 (-0.31587)	-0.0365 (-0.42197)	<b>-1.1742***</b> (-4.45478)	0.0794 ( 1.07469)
Δ(CMA스프레드) <sub>t-1</sub>		0.0586 ( 0.40539)	-0.0455 (-0.13100)	-0.0121 (-0.07663)	<b>0.2598**</b> ( 2.35843)	0.2198 ( 0.65433)	-0.0765 (-0.81265)
Δ(KOSPI 수익률) <sub>t</sub>		0.0016 ( 0.42535)	-0.0092 (-1.03204)	<b>0.0106**</b> ( 2.60917)	0.0047 ( 1.65662)	0.0172 ( 2.00228)	-0.0001 (-0.03280)
Δ(KOSPI 수익률) <sub>t-1</sub>		-0.0002 (-0.04498)	0.0076 ( 0.85605)	<b>0.0068*</b> ( 1.68179)	-0.0009 (-0.31628)	0.0052 ( 0.60111)	-0.0015 (-0.63292)
Δ(주택가격상승률) <sub>t</sub>		<b>0.2359***</b> ( 2.67570)	-0.0616 (-0.29096)	-0.0615 (-0.63817)	-0.0067 (-0.10036)	-0.0425 (-0.20749)	0.0019 ( 0.03386)
Δ(주택가격상승률) <sub>t-1</sub>		<b>0.2416***</b> ( 2.80233)	-0.1483 (-0.71678)	0.1516 ( 1.60818)	-0.0129 (-0.19681)	-0.0820 (-0.40951)	0.0379 ( 0.67515)
Δ(가계부채증가율) <sub>t</sub>		<b>-0.1292*</b> (-1.99328)	0.1905 ( 1.22465)	0.0851 ( 1.20053)	0.0528 ( 1.06865)	-0.0604 (-0.40125)	0.0016 ( 0.03748)
Δ(가계부채증가율) <sub>t-1</sub>		<b>-0.1234**</b> (-2.15726)	0.0464 ( 0.33758)	-0.0354 (-0.56600)	-0.0219 (-0.50161)	0.0479 ( 0.36051)	-0.0535 (-1.43718)
Δ(CDS프리미엄) <sub>t</sub>		-0.0001 (-0.18560)	-0.0004 (-0.38818)	-0.0004 (-0.83975)	-0.0004 (-1.21770)	<b>0.0025**</b> ( 2.32783)	-0.0003 (-0.89714)
Δ(CDS프리미엄) <sub>t-1</sub>		-0.0001 (-0.24365)	0.0015 ( 1.21696)	0.0004 ( 0.73566)	<b>-0.0007*</b> (-1.80558)	0.0000 ( 0.03591)	<b>-0.0007**</b> (-2.08491)
Δ(M2) <sub>t</sub>		<b>-0.0084**</b> (-2.33370)	0.0064 ( 0.74772)	-0.0035 (-0.90108)	-0.0012 (-0.43795)	<b>0.0194**</b> ( 2.33643)	<b>-0.0105***</b> (-4.48592)
Δ(M2) <sub>t-1</sub>		0.0040 ( 1.00043)	0.0007 ( 0.07091)	-0.0024 (-0.54126)	-0.0046 (-1.51128)	0.0058 ( 0.63105)	0.0036 ( 1.39341)
R-squared		0.7740	0.6848	0.6262	0.6299	0.6996	0.7766
F-statistic		4.8202	3.0576	2.3577	2.3951	3.2778	4.8936
Log likelihood		68.1257	10.3549	62.2255	86.0992	12.5175	96.4927

## ■ 일부 요인들은 통계적으로 유의하나 일반적인 예상과 상반된 결과 존재

- 'CMA+MMF' 상품 비중 같은 경우에는 CMA 금리 스프레드와 t기에 통계적으로 유의한 음(-)의 관계가 존재하는 것으로 나타남
  - 주식형펀드 환매 자금을 CMA와 MMF 계좌에 이체한다는 점을 고려하면 '주식형펀드+ 랩 어카운트' 비중과 'CMA+MMF' 비중 간에는 음(-)의 관계가 존재하나, 투자 대기성 자금의 유입이라는 점을 고려하면 양(+)의 관계가 존재
- CMA금리 스프레드가 MMF 금리 스프레드와 거의 유사한 움직임을 보여주는 가운데 MMF 금리 수준이 높아질수록 전체 금융상품 중 MMF의 비중이 줄어드는 결과
  - 이는 금융상품의 수익률과 투자 수요간에 존재하는 일반적인 상식과는 상반되는 결과이나, MMF 수탁고는 법인들의 대기성 자금의 비중이 압도적이고 금리수준 보다는 금융시장 불안 등에 민감하게 반응하며 대규모 자금의 유출입이 빈번하게 발생하는 점을 고려하면 통계적으로 예상치 못한 결과가 도출될 가능성이 존재
- 한편 금융위기 이후 ELS/DLS 상품의 경우 중위험·중수익 상품으로 인기를 얻고 있으나, 짧은 만기와 조기상환 등으로 잔고 증가가 제한됨에 따라 전체 금융상품의 잔고 대비 비중을 활용한 동 분석에서는 변수간의 유의성 분석 결과가 제한적

## ■ 수익률 요인 통제 이후에도 각종 거시변수들은 금융상품 선택에 통계적으로 유의

- 가계대출의 증가는 요구불예금의 비중을 낮추는 유의한 변수로 나타난 반면, 수도권 주택가격의 상승은 요구불예금의 비중을 증가시키는 유의한 변수로 나타남
  - 창업 및 생활형 자금 수요에 기반한 가계대출 증가는 가계의 예금 및 투자형상품에 대한 투자자금 부족을 의미하는 반면, 주택가격 상승에 의한 거래량 증가는 대기성 자금의 수요를 증가시키는 요인으로 해석 가능
- 통화 증가율은 T-1기 요구불예금의 비중을 낮추는 요인인 반면, 저축성예금의 비중을 증가시키는 변수로 나타나고 있으나 투자형상품군에 미치는 영향은 제한적
  - 투자형상품군의 경우는 시중 유동성 증가 보다는 투자상품의 수익률이 자금유출입을 결정짓는 주요인이라는 점을 반증

## ■ 한편 저축성 예금의 경우 금융변수의 영향과 더불어 내생변수들간의 자금이동에 영향을 받는 모습

- 저축성예금은 금융위기 이후 기간을 대상으로 외생변수 추가시 CMA 스프레드, KOSPI 수익률에 유의한 양(+)의 관계를 형성하는 가운데, 'ELS+DLS' 비중, 'CMA+MMF' 비중, 보험 비중 등과 같은 여타 내생변수들 간의 자금이동에 영향을 받는 모습
- 한편 요구불예금은 저축성예금 비중, 'CMA+MMF' 비중, 가계부채 증가율에 유의한 음(-)의 반응을 보이는 반면 보험 비중, 주택가격 상승률에 유의한 양(+)의 반응을

보이며 외생변수에 영향을 받음

- '펀드+랩어카운트' 비중의 경우, T-1기의 'CMA+MMF' 비중과 보험 비중에 대해서는 유의한 음(-)의 관계를, T-2기의 'CMA+MMF' 비중과 보험 비중에 대해서는 유의한 양(+)의 관계를 띄는 것으로 나타나 내생변수의 비중 변화에 시차별로 상한 영향을 받는 것으로 나타남.

■ 금융권역별 개별 상품을 종합한 종합 수신고를 이용해 분석할 경우 금융위기 이후 은행권에서 보험권으로 이동하는 현상이 뚜렷

- 금융권역별 대표 금융상품의 수신고를 종합해 분석한 결과, 분석기간 전체를 대상으로 분석했을 경우에는 금융권간의 자금이동 요인이 명확하게 나타나지 않는 모습
- 그러나 금융위기 이후 기간을 대상으로 분석할 경우에는 예금 비중과 투자형상품 비중 간, 저축성예금 비중과 보험 비중 간에 유의한 음(-)의 관계가 존재
  - 저성장·저금리 환경 고착화에 따른 수익률 민감도 증대, 주택시장 부진 지속 및 고령화 진행에 따른 안정적 자금흐름을 창출할 수 있는 상품에 대한 선호도 증대가 주요인으로 판단되며 금융위기 이후 가계부문의 자산 포트폴리오 변화가 뚜렷하게 나타나고 있음을 반증

표5 | 금융위기 전후 금융권역별 VECM 결과

	금융위기 이전			금융위기 이후		
오차수정항	-175.6492+그룹1 비중 <sub>t-1</sub> +0.4157×그룹2 비중 <sub>t-1</sub> +12.4206×그룹3 비중 <sub>t-1</sub> (0.5394) (2.2938)			-42.5640+그룹1 비중 <sub>t-1</sub> +0.3680×그룹2 비중 <sub>t-1</sub> +0.2973×그룹3 비중 <sub>t-1</sub> ( 10.3025) ( 4.0215)		
독립변수	Δ(그룹1 비중) <sub>t</sub>	Δ(그룹2 비중) <sub>t</sub>	Δ(그룹3 비중) <sub>t</sub>	Δ(그룹1 비중) <sub>t</sub>	Δ(그룹2 비중) <sub>t</sub>	Δ(그룹3 비중) <sub>t</sub>
오차수정속도	<b>0.0199**</b> ( <b>2.6720</b> )	-0.0058 (-0.6385)	<b>-0.0105**</b> ( <b>-2.0456</b> )	<b>-0.2892**</b> ( <b>-2.6481</b> )	-0.0316 (-0.3351)	0.0005 ( 0.0160)
Δ(그룹1 비중) <sub>t-1</sub>	0.1000 (0.5749)	-0.2124 (-1.0040)	-0.0076 (-0.0634)	<b>0.3720**</b> ( <b>2.3893</b> )	-0.1149 (-0.8547)	0.0144 ( 0.3340)
Δ(그룹1 비중) <sub>t-2</sub>	-0.0364 (-0.2115)	0.1488 (0.7111)	0.1704 (1.4388)	0.0597 ( 0.3699)	0.0383 ( 0.2748)	-0.0092 (-0.2060)
Δ(그룹2 비중) <sub>t-1</sub>	-0.0321 (-0.2291)	-0.0626 (-0.3673)	-0.0741 (-0.7682)	-0.2155 (-1.1227)	0.2646 ( 1.5965)	<b>-0.1288**</b> ( <b>-2.4221</b> )
Δ(그룹2 비중) <sub>t-2</sub>	0.0837 (0.5927)	-0.1086 (-0.6322)	0.0582 (0.5994)	-0.2117 (-1.0247)	<b>0.3798**</b> ( <b>2.1291</b> )	0.0645 ( 1.1263)
Δ(그룹3 비중) <sub>t-1</sub>	-0.1198 (-0.4809)	-0.1595 (-0.5264)	0.0903 (0.5266)	-0.1541 (-0.2921)	0.4514 ( 0.9911)	<b>0.6836***</b> ( <b>4.6775</b> )
Δ(그룹3 비중) <sub>t-2</sub>	-0.0514 (-0.2076)	-0.1268 (-0.4208)	0.1361 (0.7981)	0.2551 ( 0.4978)	-0.4990 (-1.1276)	-0.0356 (-0.2507)
상수항	<b>0.3026***</b> ( <b>3.5344</b> )	<b>-0.2762**</b> ( <b>-2.6527</b> )	-0.0522 (-0.8851)	-0.0055 (-0.0896)	0.0433 ( 0.8167)	<b>0.0450**</b> ( <b>2.6440</b> )

자료 : 하나금융경영연구소

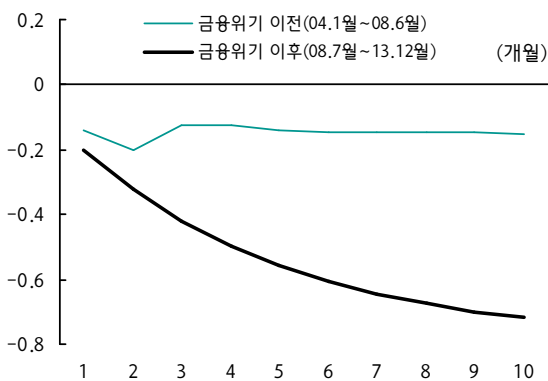
- 한편 금융권역별로는 은행의 저축성예금과 보험권 수신 간에 유의한 음(-)의 관계가 나타나 가계부문의 자산 포트폴리오 변화가 뚜렷하게 나타나고 있음
  - 특히 금융위기 이후 고령화 진전에 따른 노후 대비 수요 등으로 보험, 연금으로의 자금유입이 확대되는 모습이 뚜렷
  - 금융위기 이전에는 충격의 효과가 단발적이고 지속성이 제한적이었으나, 금융위기 이후에는 충격의 효과가 누적적으로 증대되는 모습
- 일반적으로 개인들의 위험선호도 고려시 특정 금융권으로 유입된 자금은 동일 권역내 상품군에서 자산 배분을 하는 성향이 존재한다는 점을 고려할 때 금융권별 수신고는 자체 변수에 대해 유의한 결과가 나오는 것이 일반적이며 금융위기 이후 금융권역별 분석시 이러한 현상이 뚜렷
  - 한편 저축성예금과 보험권 간에 유의한 음의 관계가 존재한다는 점은 금융위기 이후 은행과 보험간의 자금유출입에 있어서 유의한 대체관계가 존재해 시중자금흐름의 변화가 구조적으로 나타나고 있음을 보여주는 반증

## 2) 선형회귀 모형 추정 결과

### ■ 개별적인 선형회귀 모형을 추정하여 VECM 모형의 추정 결과에 강건성 검증을 실시

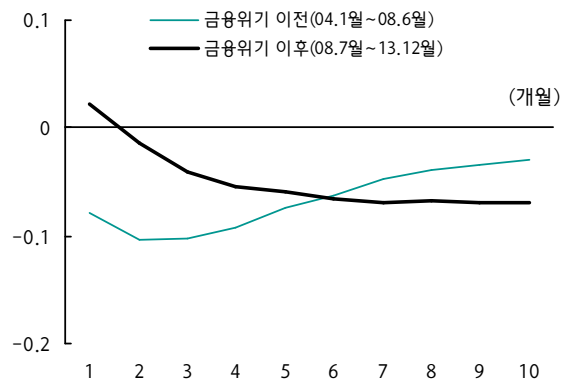
- 금융상품 잔액을 활용해 회귀분석한 결과 설명변수의 차이로 인해 추정결과가 다소 차이가 존재하나 금융상품 잔액 비중을 이용하여 분석한 VECM 모형의 결과와 전체적으로 유사한 결과
  - 시중 유동성을 대표하는 M2 증가율은 요구불예금 잔액에는 유의한 음의 관계를 저축성예

그림9 | 예금과 투자형상품군 간의 충격반응 결과



자료 : 하나금융경영연구소

그림10 | 저축성예금과 보험 간의 충격반응 결과



자료 : 하나금융경영연구소

금 잔액에는 양(+ )의 영향을 미침

- 주택가격 상승률은 요구불예금에 유의한 양의 영향을, 가계부채증가율은 저축성예금에 유의한 음의 영향을 미치는 것으로 나타난 반면 저축성예금은 가계부채 증가율에 유의한 양의 관계가 존재하는데 이는 분석대상 기간 전체에서 동일하게 나타나는 현상
- 통화량(M2)은 금융위기 이전 요구불예금을 제외한 전 상품군에 유의한 영향을 미치는 변수로 나타났으나, 금융위기 이후에는 요구불예금과 저축성예금, 'ELS+DLS' 비중에 유의한 영향을 미쳐 금융권역별 자금이동이 확대되었음을 나뉠 시사

표6 | 금융위기 이후 금융상품 선택의 결정 요인

	$\Delta(\text{요구불예금잔액})_t$	$\Delta(\text{저축성예금잔액})_t$	$\Delta(\text{주식명펀드\&랩어 카운트잔액})_t$	$\Delta(\text{ELS\&DLS잔액})_t$	$\Delta(\text{CMA\&MMF잔액})_t$	$\Delta(\text{보험잔액})_t$
상수항	<b>1.4250**</b> <b>(2.5789)</b>	-0.4545 (-0.3189)	0.4046 (0.2607)	<b>1.5773***</b> <b>(3.4993)</b>	<b>-3.6089***</b> <b>(-2.8463)</b>	<b>3.4481***</b> <b>(6.5472)</b>
$\Delta(\text{요구불예금 금리})_t$	-1.7026 (-0.1229)	-12.1528 (-0.3401)	-3.6373 (-0.0935)	7.5366 (0.6668)	-27.3720 (-0.8610)	7.5975 (0.5753)
$\Delta(\text{요구불예금 금리})_{t-1}$	8.3639 (0.6070)	-6.6137 (-0.1861)	-16.2527 (-0.4199)	16.4215 (1.4610)	<b>63.6797**</b> <b>(2.0140)</b>	0.4202 (0.0320)
$\Delta(\text{CMA스프레드})_t$	-1.8419 (-1.1748)	2.7768 (0.6867)	0.5071 (0.1151)	-0.7425 (-0.5806)	<b>-15.3703***</b> <b>(-4.2724)</b>	-0.2628 (-0.1758)
$\Delta(\text{CMA스프레드})_{t-1}$	0.0139 (0.0083)	<b>11.4439**</b> <b>(2.6509)</b>	-0.8497 (-0.1807)	1.4368 (1.0522)	-0.4753 (-0.1237)	-1.0544 (-0.6609)
$\Delta(\text{KOSPI 수익률})_t$	0.0602 (1.1907)	-0.1349 (-1.0343)	-0.0352 (-0.2478)	0.0575 (1.3942)	0.1827 (1.5737)	0.0073 (0.1509)
$\Delta(\text{KOSPI 수익률})_{t-1}$	0.0018 (0.0395)	0.0492 (0.4207)	-0.1399 (-1.0972)	0.0144 (0.3880)	0.0758 (0.7275)	-0.0211 (-0.4884)
$\Delta(\text{주택가격상승률})_t$	2.0880 (1.6441)	0.2521 (0.0770)	1.1370 (0.3187)	-0.2415 (-0.2332)	0.2946 (0.1011)	-0.3969 (-0.3279)
$\Delta(\text{주택가격상승률})_{t-1}$	<b>2.8212**</b> <b>(2.2613)</b>	-3.4705 (-1.0786)	0.1603 (0.0457)	-0.8409 (-0.8262)	0.6771 (0.2365)	0.1377 (0.1158)
$\Delta(\text{가계부채증가율})_t$	<b>-2.7138***</b> <b>(-3.7308)</b>	2.8078 (1.4966)	-2.8580 (-1.3987)	<b>1.7716***</b> <b>(2.9856)</b>	-0.8198 (-0.4912)	0.4199 (0.6056)
$\Delta(\text{가계부채증가율})_{t-1}$	-0.6016 (-0.8398)	2.4903 (1.3478)	-2.1948 (-1.0906)	0.5615 (0.9608)	1.2606 (0.7669)	0.0009 (0.0013)
$\Delta(\text{CDS프리미엄})_t$	-0.0039 (-0.5623)	0.0094 (0.5184)	-0.0035 (-0.1754)	-0.0047 (-0.8210)	<b>0.0270*</b> <b>(1.6770)</b>	-0.0071 (-1.0594)
$\Delta(\text{CDS프리미엄})_{t-1}$	-0.0004 (-0.0590)	0.0177 (0.9618)	0.0012 (0.0608)	-0.0051 (-0.8802)	0.0180 (1.0954)	-0.0066 (-0.9653)
$\Delta(\text{M2})_t$	-0.0419 (-0.8694)	<b>0.5708***</b> <b>(4.5871)</b>	-0.1425 (-1.0518)	-0.0239 (-0.6064)	<b>0.2829**</b> <b>(2.5555)</b>	-0.0501 (-1.0893)
$\Delta(\text{M2})_{t-1}$	0.0451 (0.9391)	-0.0065 (-0.0529)	0.0897 (0.6656)	<b>-0.0930**</b> <b>(-2.3765)</b>	0.0907 (0.8243)	-0.0534 (-1.1675)
R-squared	0.4194	0.4513	0.1055	0.3529	0.5618	0.1152
F-statistic	2.6318	2.9957	0.4296	1.9863	4.6696	0.4743
Log likelihood	-125.8312	-188.3629	-194.0005	-112.3892	-180.6494	-122.6612

자료 : 하나금융경영연구소



- MMF 수익률의 대리변수로 사용될 수 있는 CMA스프레드의 변화에 대해 MMF잔액이 동 기간에 통계적으로 유의한 음(-)의 관계를 나타냄.
  - MMF가 주로 기업들이 거액의 자금을 일시적으로 운용하는 초단기상품인 특성상 금리변화와는 별개로 기업의 단기 유동성 상황 및 세금 납부나 배당 수요 등 결제성 자금수요 등에 따라 MMF 자금 유출입이 크게 확대되는 특징이 있음을 감안할 필요
  - 개인자금 중심의 CMA와 달리 기업자금이 80%를 점유하는 MMF의 경우, 상대적으로 수익률에 영향을 받지 않을 것으로 추정 가능
  
- 한편 코스피 수익률과 '주식형펀드+랩어카운트' 잔액 간에는 음(-)의 관계를 나타내 VECM 모형 추정 결과와는 상이한 결론이 도출
  - 금융위기 이전 주식형펀드로의 대규모 유입 자금이 금융위기 이후 대규모 평가손을 경험하며 주가 상승시 마다 환매세가 장기간 지속된 것이 주요인으로 판단
  - 또한 금융위기 이후 주식형펀드에서는 장기간 자금유출이 발생한 반면 랩어카운트로는 자금유입이 확대된 것도 두 상품 결합시 특별한 방향성을 보여주지 못하는 결과 초래
  - 한편 금융위기 이전 주식형펀드와 코스피 수익률 간에는 유의한 양(+)의 관계를 보였을 것으로 추정되나 실질적으로 뚜렷한 관계를 보여주지 못하는 것으로 나타남
  
- CMA 수탁고와 CMA 스프레드 간에는 일반적인 예상과는 달리 유의한 음(-)의 관계가 존재하는 것으로 나타남
  - CMA의 급격한 증가 배경으로 요구불예금 대비 높은 금리 수준과 지급결제 기능이 고려되나 실증분석 결과는 CMA가 제공하는 금리는 오히려 수탁고 증가와 유의한 음(-)의 관계를 형성
  - 회귀분석에서 CMA 스프레드가 'CMA+MMF' 수탁고 증가에 유의한 음(-)의 관계를 형성하고 VECM 모형에서 'CMA+MMF' 수탁고 비중과 CMA 스프레드 간에 유의한 음(-)의 관계를 형성했다는 점은 나름 일맥 상통

## IV. 결론 및 시사점

### 1. 주요 결론

#### ■ 국내 금융시장에서 금융소비자의 금융상품 수요의 변화를 점검

- 과거 금융상품의 유형이 제한된 상황에서는 시중 자금은 주로 은행권의 저축성 예금이나 요구불예금 등의 안전성을 최우선시 하는 금융상품의 수요가 집중
- 그러나 다양한 금융상품이 등장하고, 가계자산의 절대적 규모를 차지하는 주택시장의 패러다임 변화가 진행되고 금융소비자의 관심이 투자영역으로 확대되며 금융권역별 자금이동 규모가 확대
- 금융업권별 주요 상품의 수신 비중을 활용하여 금융상품 및 금융권역별 자금이동의 결정요인에 대한 분석을 시도

#### ■ 금융업권별 대표 금융상품의 수익률 변수는 금융위기 이후 금융상품 선택에 유의미한 변수

- 전체기간 대상 분석시 금융업권별 대표상품의 수익률 변수는 금융상품 선택에 큰 영향을 미치지 못하는 것으로 나타남
  - 은행권이나 증권사의 소매금융 상품의 경우 금리보다는 급여계좌 내지 여타 부수적인 서비스를 목적으로 활용되고 금융위기 전후 기간의 결과가 혼재되면서 뚜렷한 결과가 나타나지 않는 것으로 해석
- 그러나 금융위기 전후를 기준으로 분석기간을 세분화할 경우, 대표 금융상품의 수익률 변수가 개별 금융상품의 수신에 나름 유의미한 영향을 미치는 것으로 나타남
  - 본 연구에서 수행된 VECM모형이나 선형회귀모형의 추정결과에서는 수익률 변수는 주로 주식형펀드나 MMF 위주로 영향을 미치고 있는 반면, 거시변수는 주식형펀드와 MMF뿐만 아니라 은행권 예적금 및 증권사 CMA도 영향을 미치는 것으로 나타남

#### ■ 개별상품 속성에 따라 상품군을 활용해 분석할 경우, 개별상품 단위의 분석 결과 보다 명료한 결과가 도출되는 것으로 나타남

- 유사 수준의 수익률을 제공하는 CMA와 MMF를 1상품군으로, 상품내 자산구성이 유사한 주식형펀드와 랩어카운트를 2상품군, 파생상품을 활용해 중위험/중수익을 추구하는 ELS와 DLS를 3상품군으로 분류하여 이들 상품군의 잔액을 활용
- 이들 상품군을 그룹핑하여 분석한 결과, 개별 상품으로 분석시 나타나지 않았거나 불분명하게 나타났던 결과들이 보다 명료하게 나타남

- 위기 이후 기간을 대상으로 개별 상품과 상품 속성별 분류한 상품군을 변수를 활용해서 분석할 경우 저축성예금 비중과 '주식형펀드+랩어카운트' 비중 간에 보다 유의한 관계
- 개별상품간에는 유의하지 않았던 주식형펀드 비중, 랩어카운트 비중, CMA비중, MMF 비중 간의 관계가 그룹핑 이후 유의한 관계인 것으로 나타나 유사 상품군간의 자금이동을 종합해서 분석할 경우 차별화된 결과 도출

## ■ 특히 금융상품 특성별로 분류하여 살펴볼 경우, 금융위기 이후 금융소비자들의 상품 선택 기준의 변화가 드러나기 시작하는 것으로 나타남

- 금융위기 이후 저성장·저금리 환경이 장기간 지속되며 증권 및 투신권의 투자형 상품에 대한 관심이 증대되며 투자형상품과 은행 예금 간에는 음(-)의 상관관계가 존재하는 것으로 나타남,
- 또한 주택시장 구조변화와 급속한 고령화 진행 등의 영향으로 보험 연금 수요가 증대되며 노후 대비 자금 수요 등의 영향으로 은행 예금과 보험간에도 음(-)의 상관관계가 존재하는 것으로 나타남.
- 금융위기 이전 투자열풍으로 주식형펀드는 빠른 성장세를 기록했으나 금융위기 직후 주가 급락의 영향으로 평가손을 경험한 이후 주가 반등시 마다 펀드 환매가 지속됨에 따라 코스피수익률과 펀드 수탁고간에는 뚜렷한 관계가 형성되지 않음
- 증권사 CMA의 경우, 은행권의 자금을 빠른 속도로 흡수하면서 급격한 성장세를 기록하였으나 일정 규모에 도달한 이후 잔액 증가가 정체된 상황을 지속되며 CMA 스프레드와 CMA 수탁고 간에 유의한 관계가 나타나지 않음
  - CMA 수탁고는 금리요인이나 기타 거시변수의 영향보다는 증권사의 지급결제시장 참여와 공격적인 마케팅, 저금리 환경 지속으로 결제성 및 대기성 자금수요를 일정 부분 흡수한 것으로 추정

## ■ 시중자금의 금융권역간 이동 현상과 가계 자산포트폴리오의 구조 변화 간의 관계 분석을 위한 세분화된 통계 구분이 추가 필요할 전망

- 금융상품 수신 규모를 활용한 시중자금흐름 분석 결과, 금융위기 이후 자산선택이 기준이 과거 대비 보다 명확해 진 것이 사실
- 그러나 금융상품 내에 개인자금과 법인자금이 혼재되어 있어 실질적으로 가계부문의 자금만을 구분하기 어려운 점을 감안할 때 금융권역간 자금이동을 가계 자산포트폴리오의 구성 변화와 연결해서 분석 결과를 제시하는 데에는 한계가 존재하는 것으로 판단
- 또한 금융위기 이후 금융환경 변화와 더불어 신상품 출현, 금융기관 건전성 강화 차원

의 제도적 변화 요인 등으로 시중자금흐름 변화가 더욱 복잡해지며 자금이동을 설명할 수 있는 변수 선정이 제한되는 점 또한 분석의 한계점으로 존재

## 2. 시사점

### ■ 최근 시중 자금흐름의 특징은 중위험·중수익 상품 수요 확대를 통한 안정적 현금흐름 확보와 더불어 실물자산의 금융자산화 추구 강화

- 저성장·저금리 환경 지속 하에 금리민감도가 증대되며 개인 자산포트폴리오 변화에 기반한 시중 자금흐름의 구조 변화가 불가피할 전망
  - 은행예금에 편중되어 있는 금융자산의 수익률 저하로 투자형 자산에 대한 관심이 확대되며 안정성과 수익성을 동시에 추구하려는 성향이 강화
- 중위험·중수익 상품 수요 증대와 더불어 비과세 및 절세형 상품에 대한 관심이 지속되며 안정적인 현금흐름(Cash Flow) 추구가 강화되는 모습
  - 수익증권 및 해외 투자상품 등 일부 위험자산과 신탁형 상품에 대한 비중 확대가 진행
- 고령화 진전과 더불어 노후 대비 안정적인 현금흐름을 확보하는 것이 최근 가계 자산 포트폴리오 운영의 중심축으로 정착되었으나 대안은 제한적인 상황
  - 가계자산 중 실물자산의 비중이 압도적인 국내 노년층의 경우 안정적인 노후를 위해서는 실물자산의 금융자산화가 원활하게 진행되는 것이 필수
  - 그러나 국내 주택시장 구조와 가계부채 문제 등을 종합해 볼 때 주택연금을 활용하는 방법 이외에는 실물자산의 가치 하락을 최소화하며 금융자산화를 유도할 수 있는 별다른 대안이

그림11 | 최근 시중자금 흐름 특징



자료 : 하나금융경영연구소

존재하지 않는 것이 현실이어서 향후 대책 마련이 시급한 상황

## ■ 투자형 상품과 보험 및 연금에 대한 자산배분이 확대되는 가운데 수익률 제고를 위한 해외자산 투자 수요도 증대

- 가계부문의 낮은 금융자산 축적도는 향후 국내 금융시장의 구조적인 변화를 야기하는 주요인 중 하나로 작용할 전망
- 정부는 사적연금 시장의 성장을 유도하기 위해 세제혜택 등의 인센티브를 부여해 가계부문의 자발적인 노후 대비 방안을 강구할 전망이다. 이를 고려할 때 향후 연금시장이 금융권의 성장을 주도할 전망이다
  - OECD에 따르면(2011) 경제활동인구대비 한국의 개인연금상품 가입률은 12.2% 수준에 그쳐 고령화 진전과 더불어 연금시장의 높은 성장세를 이어갈 전망이다
- 주택시장의 구조적 변화, 구조적 저금리기에 접어든 채권시장 등 대체투자 수단이 마땅치 않은 점을 고려할 때, 해외투자에 대한 관심 증대, 위험관리에 기반한 해외투자 상품 선호 증대 예상

## ■ 한편 정부는 장기자본시장 육성을 통한 금융산업의 경제성장 기여율 제고와 더불어 가계 포트폴리오 불균형 해소를 위한 부동산 정책과 금융부문의 낙후성 개선을 위한 정책적 노력 필요

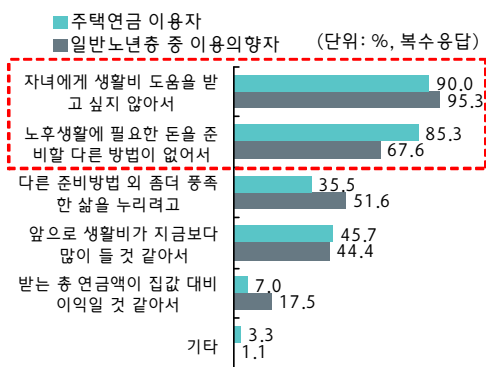
- 개인의 노후대비 차원뿐 아니라 국가적 차원에서 금융부문의 부가가치 제고를 위해 가계의 금융자산 비중 확대를 유도할 필요성 존재
  - 특히, 장기투자 확대에 맞추어 장기국채나 물가연동채의 발행 및 거래 활성화를 통해 금융기관이 안정적으로 자산관리를 할 수 있도록 유도하는 방향으로 장기자본시장 육성이 요구
- 국내 가계 포트폴리오의 실물자산 편중현상에 큰 영향을 미친 요인 중 하나는 세계상의 불균형(불합리한 세율 및 과표기준, 각종 감세혜택 등)이 지속되면서 조세형평성이 제대로 이루어지지 않은 측면이 존재
- 대체투자 시장의 미성숙, 부동산 관련 금융시스템 부진 등 금융부문의 낙후성도 실물자산으로의 쏠림현상을 유도하는 방향으로 작용한 측면이 컸던 점을 고려할 때 개선의 필요성
  - 가계부문이 장기적 관점에서 금융자산운용을 계획할 수 있도록 보금자리론, 생애최초대출, 역모기지 등 다양한 장기상품 활성화를 통한 대출제도의 변화를 유도할 필요성 존재

## ■ 또한 고령화 진전에 따라 보험 및 연금 수요가 확대되는 점을 고려해 장기투자 시장 활성화를 위한 세제혜택 등을 검토할 필요

- 연금형상품에 대해 세제혜택을 확대하는 방안은 간접투자시장 성장을 유도할 수 있을 뿐 아니라 간접투자상품 시장의 안정성을 제고하는데 기여
    - 美 연금제도 개혁 과정에서 세제혜택 규모의 지속적 확대는 간접투자시장 성장에 결정적인 요인으로 작용
  - 또한 가계의 채권수요가 확대될 것으로 예상됨에 따라 장기채권투자를 활성화시키기 위한 방안으로 세제혜택을 통해 세후 수익률을 제고시켜주는 방안도 고려해볼 필요
    - 미국은 저축채권 및 지방채에 대한 세제혜택 등을 통해 제도적 측면에서 장기투자를 유도함에 따라 가계부문의 채권투자는 여타 금융자산에 비해 상대적으로 안정적인 비중을 유지
- **금융기관은 자산관리 업무의 확대 및 선진화, 금융상품 판매채널의 다각화 전략 모색**
- 간접투자상품의 수요 증가로 고객의 소득, 연령 등 특성에 맞는 다양한 상품을 개발하고 판매할 수 있는 능력이 금융기관의 핵심역량으로 부각될 전망
  - 이에 따라 다양한 금융정보를 기반으로 저축부터 투자에 이르기까지 원스톱으로 제공하는 금융통합서비스와 복합금융서비스 제공 필요
  - 동시에 IT 기술혁신, 소비자의 능동적 금융행태로의 이행 등으로 저비용의 비대면채널 방식이 더욱 확산될 것이라는 점을 감안할 때, 고객과의 상시 소통 시스템 구축 작업도 선행되어야 할 것임
- **금융자산과 소득의 계층 간 양극화가 심화되면서 연령별, 소득계층별 차별화 전략 필요**
- 고령화 진전으로 노후대비 및 노후생활, 삶의 질 향상과 관련된 다양한 종합금융서비스 수요가 증가하는 가운데 노년층의 리스크 기피성향, 금융지식 습득의 어려움 등으로 전문가를 통한 금융자산 관리 및 위탁수요 증가
  - 근로자 간 소득격차 확대, 고소득자 연령저하 현상 등으로 금융수요자 계층 간 격차가 더욱 확대되면서 자본축적 상위계층에 대한 고급 금융서비스에 주력할 필요
  - 한편, 금융자산을 통한 은퇴세대의 증여 및 상속으로 세대 간 부의 이전이 가속화되면서 일부 계층을 중심으로 젊은 세대로의 부(富)의 확산이 빠르게 이루어질 전망
- **금융기관 경쟁력 제고를 위한 노력도 병행될 필요성 존재**
- 부유층(HNW) 시장의 확대와 고령화로 전문화된 서비스 수요가 늘어나면서 이를 담당할 고급인력 확보가 요구되나, 현재 국내 금융기관 구성인력은 전문가보다는 보조인력 중심으로 구성되어 있어 전문가 육성 및 보완이 필요
    - 전문가/보조인력 비중(%) :홍콩(43.8/37),싱가폴(51.4/30.8),韓(8.9/86.7)

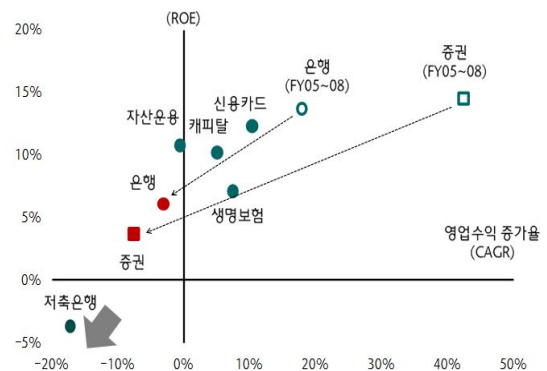
- 또한 고객들의 금융기관 선택에 있어 가장 중점적으로 고려하는 요인이 투자실적과 평판이라는 점을 감안할 때 자산가치 변동성 관리, 운용성과 track record 축적 등에 대한 지속적인 관리가 요구
- 자금흐름의 변화가 금융업권별 성장성과 수익성도 차별화되는 점 고려시, 금융권내 교차판매 및 협업을 통한 채널 확보의 중요성 부각
- 금융위기 이후 은행권은 민간부문의 자금수요 둔화와 저금리 환경 지속 등의 영향으로 자금증개 기능이 약화되고 자금유입도 둔화
    - 건설·조선·해운 등 일부 산업의 침체가 장기화되며 대기업 부실 여신이 증가하며 성장성 둔화와 더불어 수익성도 급격히 악화되고 있는 상황
  - 증권업은 경쟁심화로 위탁거래수수료를 하락과 더불어 투자심리 위축으로 거래 회전율이 감소하며 실적악화에 따른 구조조정이 진행중이고, 펀드시장 또한 정부규제 강화 및 펀드슈퍼마켓 도입 등에 따른 판매보수 수수료율 하락으로 수익성 악화
  - 시중자금흐름의 변화가 후행적으로 금융업권의 성장성과 수익성을 좌우한다는 점을 고려할 때 향후 시중자금 유치를 위한 금융산업내 채널 확보 경쟁이 불가피할 전망
  - 특히 금융산업내 교차판매 및 이업종간의 협업 등을 통한 채널 확보 여부는 향후 개별 금융사의 존립 여부를 결정하는 주요인으로 작용할 가능성 존재
- 또한 금융위기 이후 가계 및 기업부문의 자금조달/운용 행태의 구조변화를 고려해, 신성장 동력 확충 및 비즈니스 모델의 변화를 추진할 필요
- 저성장·저금리 환경이 지속되며 예금 등 전통적인 은행상품의 메리트는 감소하는 반면 증권사의 중위험·중수익 상품 및 고령화 대비 연금·보험 상품의 메리트 부각

그림12 | 주택연금 이용 및 이용 의향 이유



자료 : 주택금융공사, 하나금융경영연구소

그림13 | 업권별 ROE 및 성장률 비교



주 : ROE는 4개년 평균(FY10~13), 증가율은 영업수익의 시준으로 CAGR(FY10~13)로 산출  
 자료 : 하나금융경영연구소

- 금융소득종합과세 기준 하향조정(4천만원→2천만원)에 따른 절세수요 증대도 기존 은행권 예적금 대신 투자 및 연금형 상품수요를 확대시키는 요인으로 작용
- 민간부문의 과도한 부채 수준을 고려할 때 국내 시장을 대상으로 한 대출 확대 및 자산성장 모델의 유효성은 점차 약화
  - 가계부채는 이미 임계점에 도달한 상황이라 질적 구조개선이 시급한 상황이고, 기업부문 또한 일부 우량 대기업 제외시 경영실적 악화 등 양극화 현상 뚜렷
- 비은행부문의 경쟁력 강화 및 영업포트폴리오 다각화와 더불어 성장 잠재력이 높은 글로벌 시장에서 새로운 성장 동력을 찾는 등 비즈니스 모델의 다각화 필요



## ( 별첨 )

## 별첨 1 | 금융위기 이전 VECM 모형(내생변수 : 상품잔액 비중)

$$-94.1528 + \text{요구불예금비중}_{t-1} + 1.8826 \times \text{저축성예금비중}_{t-1} + 0.5462 \times \text{주식형펀드\&랩어카운트 비중}_{t-1} + 4.1948 \times \text{ELS\&DLS비중}_{t-1} + 1.7735 \times \text{CMA\&MMF비중}_{t-1} - 0.3368 \times \text{보험비중}_{t-1}$$

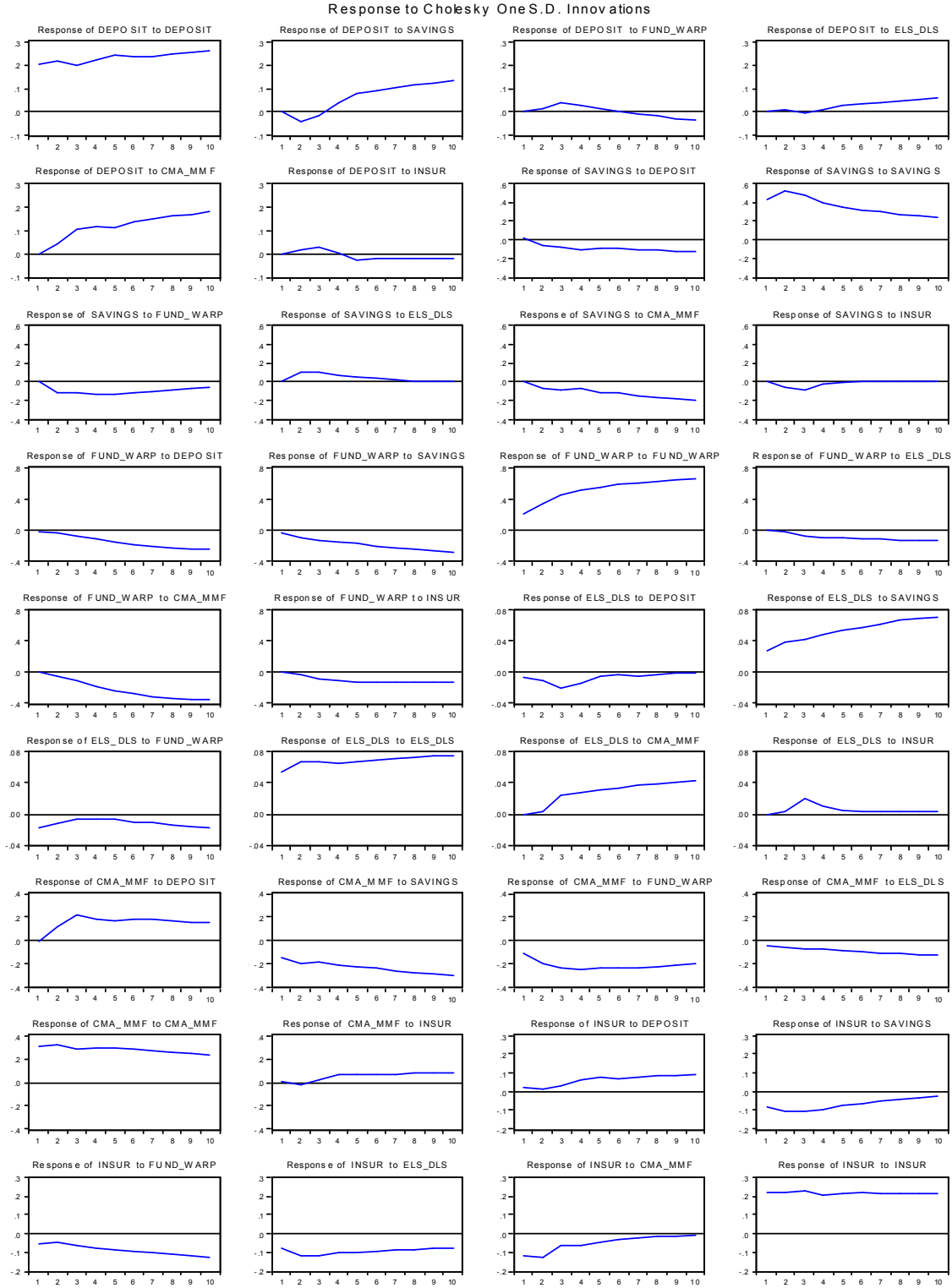
$$(4.2141) \quad (3.2851)$$

$$(3.8040) \quad (4.5496) \quad (-0.7950)$$

독립변수	중속변수 $\Delta(\text{요구불예금비중})_t$	$\Delta(\text{저축성예금비중})_t$	$\Delta(\text{주식형펀드\&랩어카운트비중})_t$	$\Delta(\text{ELS\&DLS비중})_t$	$\Delta(\text{CMA\&MMF비중})_t$	$\Delta(\text{보험비중})_t$
오차수정항	<b>0.0676**</b> (2.6113)	<b>-0.1079**</b> (-1.9929)	-0.0293 (-1.0423)	<b>0.0203**</b> (2.4920)	<b>-0.1112**</b> (-2.3950)	0.0363 (1.0012)
$\Delta(\text{요구불예금비중})_{t-1}$	0.0500 (0.3125)	-0.2009 (-0.6007)	-0.0825 (-0.4757)	-0.0251 (-0.5003)	<b>0.7041**</b> (2.4554)	-0.0998 (-0.4456)
$\Delta(\text{요구불예금비중})_{t-2}$	-0.2365 (-1.5528)	0.1014 (0.3182)	-0.0472 (-0.2855)	-0.0487 (-1.0185)	0.3603 (1.3189)	0.0537 (0.2517)
$\Delta(\text{저축성예금비중})_{t-1}$	<b>-0.1750**</b> (-2.2121)	0.1471 (0.8887)	-0.1051 (-1.2249)	-0.0141 (-0.5670)	0.0438 (0.3085)	-0.0873 (-0.7875)
$\Delta(\text{저축성예금비중})_{t-2}$	0.1026 (1.1753)	-0.1921 (-1.0525)	-0.0408 (-0.4306)	0.0209 (0.7631)	0.1810 (1.1562)	0.0192 (0.1570)
$\Delta(\text{주식형펀드\&랩어카운트비중})_{t-1}$	0.1589 (0.8612)	<b>-0.6687*</b> (-1.7330)	0.3234 (1.6160)	0.0545 (0.9416)	-0.4270 (-1.2906)	-0.0532 (-0.2059)
$\Delta(\text{주식형펀드\&랩어카운트비중})_{t-2}$	0.1549 (0.8998)	-0.0828 (-0.2298)	-0.0045 (-0.0238)	0.0815 (1.5078)	-0.1427 (-0.4620)	0.1265 (0.5247)
$\Delta(\text{ELS\&DLS비중})_{t-1}$	0.0899 (0.1481)	1.6163 (1.2736)	-0.9265 (-1.4073)	0.1973 (1.0360)	0.1607 (0.1476)	-1.0052 (-1.1827)
$\Delta(\text{ELS\&DLS비중})_{t-2}$	0.0018 (0.0032)	-1.1790 (-0.9840)	-0.5052 (-0.8130)	0.0628 (0.3494)	-0.1676 (-0.1631)	0.3745 (0.4668)
$\Delta(\text{CMA\&MMF비중})_{t-1}$	0.0336 (0.3295)	-0.1472 (-0.6904)	<b>-0.2029*</b> (-1.8342)	-0.0241 (-0.7532)	0.2116 (1.1570)	-0.0847 (-0.5933)
$\Delta(\text{CMA\&MMF비중})_{t-2}$	0.1178 (1.0680)	-0.0864 (-0.3746)	-0.1604 (-1.3405)	<b>0.0829**</b> (2.3946)	-0.1461 (-0.7385)	0.1628 (1.0540)
$\Delta(\text{보험비중})_{t-1}$	0.0945 (0.6541)	-0.2768 (-0.9163)	-0.1968 (-1.2562)	0.0156 (0.3443)	-0.1209 (-0.4669)	-0.0050 (-0.0248)
$\Delta(\text{보험비중})_{t-2}$	0.0986 (0.6726)	-0.3744 (-1.2212)	-0.1793 (-1.1275)	<b>0.1025**</b> (2.2286)	-0.0667 (-0.2536)	0.0741 (0.3610)
상수항	<b>-0.1997**</b> (-2.3383)	-0.0323 (-0.1811)	<b>0.2019**</b> (2.1791)	0.0038 (0.1427)	<b>0.2963*</b> (1.9345)	0.0033 (0.0278)
R-squared	0.3459	0.3081	0.6101	0.3119	0.2842	0.1377
F-statistic	1.5050	1.2673	4.4541	1.2903	1.1301	0.4544
Log likelihood	17.6078	-20.0238	13.4538	76.7002	-12.1837	0.4259

자료 : 하나금융경영연구소

별첨2 | 금융위기 이전 기간 대상 충격반응함수 결과



자료 : 하나금융경영연구소

별첨3 | 금융위기 이전 VECM 모형 확장

오차수정항		-74.1462+요구불예금비중 <sub>t-1</sub> +1.1895*저축성예금비중 <sub>t-1</sub> +0.6251*주식형펀드&랩어카운트 (8.3984) (17.5693) 비중 <sub>t-1</sub> +3.3538*ELS&DLS비중 <sub>t-1</sub> +1.4608*CMA&MMF비중 <sub>t-1</sub> +0.1300*보험비중 <sub>t-1</sub> (9.9861) (14.3566) (1.2015)					
독립변수	종속변수	Δ(요구불예금비중) <sub>t</sub>	Δ(저축성예금비중) <sub>t</sub>	Δ(주식형펀드&랩어카운트비중) <sub>t</sub>	Δ(ELS&DLS비중) <sub>t</sub>	Δ(CMA&MMF비중) <sub>t</sub>	Δ(보험비중) <sub>t</sub>
오차수정속도		-0.0498 (-0.5425)	-0.1678 (-1.0886)	0.0314 (0.2668)	<b>0.0628**</b> <b>(2.2290)</b>	-0.2965 (-1.5622)	-0.0370 (-0.4282)
Δ(요구불예금비중) <sub>t-1</sub>		-0.1289 (-0.4257)	0.7273 (1.4299)	-0.3365 (-0.8673)	0.0235 (0.2525)	0.263 (0.4199)	-0.1848 (-0.6491)
Δ(요구불예금비중) <sub>t-2</sub>		-0.0143 (-0.0658)	-0.0316 (-0.0867)	0.0044 (0.0160)	0.0519 (0.7807)	0.3696 (0.8247)	-0.2441 (-1.1980)
Δ(저축성예금비중) <sub>t-1</sub>		-0.1916 (-0.9840)	<b>0.6729*</b> <b>(2.0577)</b>	-0.0858 (-0.3439)	-0.0327 (-0.5474)	-0.0602 (-0.1494)	0.0162 (0.0887)
Δ(저축성예금비중) <sub>t-2</sub>		0.1554 (0.7371)	-0.1362 (-0.3847)	-0.0189 (-0.0700)	0.1124 (1.7364)	0.3180 (0.7292)	-0.1700 (-0.8575)
Δ(주식형펀드&랩어카운트비중) <sub>t-1</sub>		0.2589 (0.6749)	-0.6113 (-0.9485)	0.5598 (1.1387)	0.0913 (0.7752)	-0.8799 (-1.1087)	-0.0434 (-0.1202)
Δ(주식형펀드&랩어카운트비중) <sub>t-2</sub>		-0.0062 (-0.0220)	-0.0099 (-0.0212)	0.1430 (0.3995)	0.1237 (1.4416)	0.0517 (0.0894)	-0.2117 (-0.8059)
Δ(ELS&DLS비중) <sub>t-1</sub>		1.037 (1.0290)	0.5957 (0.3518)	-1.2487 (-0.9669)	-0.0203 (-0.0657)	0.6368 (0.3055)	0.2039 (0.2151)
Δ(ELS&DLS비중) <sub>t-2</sub>		<b>1.7616*</b> <b>(1.7522)</b>	-0.8863 (-0.5247)	-0.4144 (-0.3217)	0.0505 (0.1638)	0.2161 (0.1039)	-0.6954 (-0.7356)
Δ(CMA&MMF비중) <sub>t-1</sub>		0.1381 (0.6812)	0.2482 (0.7284)	-0.1095 (-0.4212)	-0.0151 (-0.2419)	-0.1058 (-0.2522)	0.0381 (0.1998)
Δ(CMA&MMF비중) <sub>t-2</sub>		0.2819 (1.4567)	-0.1292 (-0.3974)	0.0005 (0.0019)	<b>0.1179*</b> <b>(1.9839)</b>	0.1138 (0.2842)	-0.193 (-1.0605)
Δ(보험비중) <sub>t-1</sub>		0.1246 (0.4815)	-0.3199 (-0.7359)	-0.1612 (-0.4861)	-0.0427 (-0.5370)	-0.0769 (-0.1437)	0.4007 (1.6465)
Δ(보험비중) <sub>t-2</sub>		0.0243 (0.1071)	-0.3828 (-1.0038)	0.0186 (0.0640)	0.1209 (1.7354)	0.2935 (0.6249)	-0.1234 (-0.5781)
상수항		-0.1382 (-0.6980)	-0.0502 (-0.1510)	0.2104 (0.8296)	<b>0.1083*</b> <b>(1.7817)</b>	-0.254 (-0.6205)	0.1735 (0.9320)
Δ(요구불예금 금리) <sub>t</sub>		-3.0821 (-1.2733)	6.7194 (1.6523)	-0.5525 (-0.1781)	<b>1.3802*</b> <b>(1.8573)</b>	-1.8044 (-0.3604)	-0.8886 (-0.3904)
Δ(요구불예금 금리) <sub>t-1</sub>		-2.0936 (-0.9383)	<b>10.6978**</b> <b>(2.8540)</b>	-0.6025 (-0.2107)	0.2698 (0.3939)	-4.2648 (-0.9241)	0.0222 (0.0106)
Δ(CMA스프레드) <sub>t</sub>		-1.2859 (-1.6501)	1.7793 (1.3591)	-0.6471 (-0.6480)	0.0871 (0.3642)	1.304 (0.8090)	-0.2989 (-0.4079)
Δ(CMA스프레드) <sub>t-1</sub>		1.0556 (1.4091)	-0.5753 (-0.4571)	0.6614 (0.6890)	0.1023 (0.4447)	-2.5138 (-1.6223)	1.0749 (1.5259)
Δ(KOSPI 수익률) <sub>t</sub>		0.0132 (1.2285)	-0.0152 (-0.8412)	-0.0127 (-0.9215)	-0.0001 (-0.0438)	-0.0311 (-1.3979)	0.0174 (1.1715)
Δ(KOSPI 수익률) <sub>t-1</sub>		0.0002 (0.0159)	-0.012 (-0.5586)	0.012 (0.7302)	0.001 (0.2487)	-0.022 (-0.8281)	0.0042 (0.3494)
Δ(주택가격상승률) <sub>t</sub>		<b>0.1424*</b> <b>(2.1268)</b>	-0.0797 (-0.7081)	0.0901 (1.0502)	0.0044 (0.2133)	0.0663 (0.4782)	<b>-0.1631**</b> <b>(-2.5898)</b>
Δ(주택가격상승률) <sub>t-1</sub>		0.1087 (1.4319)	<b>-0.3497**</b> <b>(-2.7407)</b>	-0.0842 (-0.8657)	<b>-0.052**</b> <b>(-2.2324)</b>	0.0829 (0.5277)	<b>0.4466***</b> <b>(6.2528)</b>
Δ(가계부채증가율) <sub>t</sub>		<b>-0.2691**</b> <b>(-2.3199)</b>	-0.0116 (-0.0594)	-0.0122 (-0.0821)	-0.0026 (-0.0720)	0.1992 (0.8303)	-0.0761 (-0.6980)
Δ(가계부채증가율) <sub>t-1</sub>		<b>-0.2963**</b> <b>(-2.7723)</b>	0.2042 (1.1370)	-0.0202 (-0.1478)	-0.0403 (-1.2289)	0.0197 (0.0889)	-0.0256 (-0.2548)
Δ(CDS프리미엄) <sub>t</sub>		0.0037 (0.5292)	-0.0119 (-1.0122)	-0.0028 (-0.3089)	-0.0007 (-0.3489)	-0.0075 (-0.5201)	<b>0.0139*</b> <b>(2.1270)</b>
Δ(CDS프리미엄) <sub>t-1</sub>		-0.0016 (-0.2396)	0.0079 (0.6844)	0.0017 (0.1986)	0.0027 (1.2823)	-0.0117 (-0.8266)	-0.0046 (-0.7149)
Δ(M2) <sub>t</sub>		-0.0212 (-1.4031)	0.014 (0.5533)	0.012 (0.6226)	-0.0041 (-0.8824)	0.0311 (0.9964)	<b>-0.0447***</b> <b>(-3.1518)</b>
Δ(M2) <sub>t-1</sub>		0.0014 (0.0961)	0.0043 (0.1772)	-0.0213 (-1.1595)	-0.0052 (-1.1812)	0.0285 (0.9604)	<b>0.0253*</b> <b>(1.8755)</b>
R-squared		0.7015	0.7694	0.7435	0.7128	0.5844	0.8328
F-statistic		1.3054	1.8534	1.6102	1.3791	0.7811	2.7675
Log likelihood		30.0115	7.7032	19.3483	80.7902	-1.2416	32.6555

자료 : 하나금융경영연구소

별첨4 | 금융위기 이전 금융상품 선택의 결정 요인

독립변수	종속변수	$\Delta(\text{요구불예금비중})_t$	$\Delta(\text{저축성예금비중})_t$	$\Delta(\text{주식형펀드\&랩어 카운트비중})_t$	$\Delta(\text{ELS\&DLS비중})_t$	$\Delta(\text{CMA\&MMF비중})_t$	$\Delta(\text{보험비중})_t$
상수항		0.5477 (0.8372)	-2.5467 (-1.6515)	-0.0715 (-0.0509)	<b>0.5711*</b> <b>(1.9644)</b>	<b>-3.3936**</b> <b>(-2.1698)</b>	1.2344 (1.5447)
$\Delta(\text{요구불예금 금리})_t$		<b>-30.7024**</b> <b>(-2.0548)</b>	<b>66.4184*</b> <b>(1.8858)</b>	16.3492 (0.5100)	<b>12.8308*</b> <b>(1.9323)</b>	-30.6740 (-0.8586)	-16.1900 (-0.8870)
$\Delta(\text{요구불예금 금리})_{t-1}$		<b>-26.6842*</b> <b>(-1.8481)</b>	<b>82.4795**</b> <b>(2.4233)</b>	-0.6112 (-0.0197)	-0.0307 (-0.0048)	<b>-59.0545*</b> <b>(-1.7106)</b>	3.3795 (0.1916)
$\Delta(\text{CMA스프레드})_t$		-6.6849 (-1.4259)	13.5383 (1.2250)	4.6673 (0.4640)	1.4108 (0.6771)	4.7371 (0.4226)	0.3245 (0.0567)
$\Delta(\text{CMA스프레드})_{t-1}$		3.5906 (0.6835)	-10.1752 (-0.8217)	-7.9194 (-0.7026)	0.6896 (0.2954)	-19.8045 (-1.5768)	3.6227 (0.5645)
$\Delta(\text{KOSPI 수익률})_t$		0.0206 (0.3387)	0.0175 (0.1219)	-0.1821 (-1.3967)	0.0253 (0.9363)	-0.1946 (-1.3390)	0.0760 (1.0233)
$\Delta(\text{KOSPI 수익률})_{t-1}$		-0.0787 (-1.5079)	0.1225 (0.9961)	0.0790 (0.7058)	0.0020 (0.0846)	0.0274 (0.2197)	0.0142 (0.2233)
$\Delta(\text{주택가격상승률})_t$		0.3142 (0.8384)	-0.7632 (-0.8640)	0.1961 (0.2439)	-0.0392 (-0.2355)	0.3590 (0.4007)	<b>-2.3396***</b> <b>(-5.1112)</b>
$\Delta(\text{주택가격상승률})_{t-1}$		<b>1.3991***</b> <b>(3.4012)</b>	-1.3853 (-1.4287)	-0.7538 (-0.8542)	-0.0107 (-0.0585)	0.1269 (0.1290)	<b>3.4277***</b> <b>(6.8211)</b>
$\Delta(\text{가계부채증가율})_t$		<b>-1.5630***</b> <b>(-2.8270)</b>	<b>2.8997**</b> <b>(2.2248)</b>	0.3723 (0.3139)	-0.0365 (-0.1486)	1.8627 (1.4091)	-0.6665 (-0.9867)
$\Delta(\text{가계부채증가율})_{t-1}$		<b>-1.1917**</b> <b>(-2.1035)</b>	1.9762 (1.4797)	-0.0551 (-0.0453)	-0.2625 (-1.0427)	-0.0664 (-0.0490)	-0.0939 (-0.1356)
$\Delta(\text{CDS프리미엄})_t$		-0.0401 (-1.0093)	0.0471 (0.5030)	0.0093 (0.1093)	-0.0150 (-0.8509)	-0.0173 (-0.1819)	0.0661 (1.3615)
$\Delta(\text{CDS프리미엄})_{t-1}$		-0.0435 (-1.0400)	0.0609 (0.6179)	0.0420 (0.4685)	-0.0073 (-0.3933)	-0.1256 (-1.2576)	-0.0426 (-0.8337)
$\Delta(\text{M2})_t$		-0.0507 (-0.6197)	<b>0.3971**</b> <b>(2.0575)</b>	<b>0.4108**</b> <b>(2.3383)</b>	-0.0419 (-1.1520)	<b>0.3751*</b> <b>(1.9160)</b>	<b>-0.1958*</b> <b>(-1.9576)</b>
$\Delta(\text{M2})_{t-1}$		0.0486 (0.6640)	-0.0350 (-0.2024)	-0.0722 (-0.4592)	<b>0.0632*</b> <b>(1.9417)</b>	0.1278 (0.7298)	<b>0.1674*</b> <b>(1.8709)</b>
R-squared		0.4890	0.4881	0.3948	0.3025	0.4459	0.7466
F-statistic		1.9141	1.9068	1.3048	0.8673	1.6096	5.8923
Log likelihood		-71.2664	-108.1389	-104.0924	-36.3937	-108.7479	-79.8738

자료 : 하나금융경영연구소