

# BOK 이슈노트



## 팬데믹 이후 가계 초과저축 분석 및 평가

**박성하**

한국은행 조사국 동향분석팀 차장  
Tel. 02-759-4204  
everfree@bok.or.kr

**조주연**

한국은행 조사국 동향분석팀 과장  
Tel. 02-759-4441  
juyeoncho@bok.or.kr

**오태희**

한국은행 조사국 동향분석팀 과장  
Tel. 02-759-4265  
thoh@bok.or.kr

2023년 7월 24일

**김형지**

한국은행 조사국 동향분석팀 과장  
Tel. 02-759-4233  
nondon@bok.or.kr

**이은송**

한국은행 조사국 동향분석팀 조사역  
Tel. 02-759-4190  
les4409@bok.or.kr

**이현지**

한국은행 조사국 동향분석팀 조사역  
Tel. 02-759-4219  
lhj@bok.or.kr

- 1] 지난해 이후 큰 폭의 금리인상에도 불구하고 주요국에서 소비가 양호하고 주택가격 조정폭도 과거 위 기때 보다 크지 않은 상황인데, 이는 누적된 가계의 초과저축에 일부 기인하는 것으로 분석되고 있다. 이러한 점을 감안하여 우리나라 가계의 초과저축 현황을 살펴보고 실물경제와 금융여건에 미치는 영향에 대해 점검해 보았다.
- 2] 팬데믹 이후 우리나라 가계부문 초과저축은 누증이 지속되고 있으며 규모는 명목GDP의 4.7~6.0%(민간소비 대비 9.7~12.4%) 수준으로 추산된다. 초과저축의 증가원인을 소득과 소비로 구분해 보면 팬데믹 직후에는 소비감소, 지난해에는 소득증가가 크게 기여하였다. 또한 저축률 상승 원인을 저축 동기별로 분해해 보면 저축률 상승의 대부분이 팬데믹으로 인한 소비제약 등 비자발적 요인(forced saving)에 기인하는 것으로 나타났다.
- 3] 가계에 축적된 초과저축은 ① 지난해까지 양호한 소득여건으로 인해 추가적인 소비재원으로 활용된 부분이 많지 않았고 ② 부채상환에도 크게 사용되지 않아 예금, 주식 등 금융자산의 형태로 주로 보유하고 있는 것으로 판단된다. 우리나라 가계의 금융자산은 저축 누증 등으로 팬데믹 이후(2020~22년 중) 현금·예금, 주식·펀드를 중심으로 1,006조원 늘어나 이전(2017~19년 중 591조원)에 비해 증가폭이 크게 확대되었다. 또한 가계의 금융자산이 저축 외에도 부채조달을 통해 늘어날 수 있는 점을 감안하여 순금융자산(금융자산-금융부채) 측면에서 살펴보다라도 순금융자산 취득 규모가 팬데믹 이후 크게 늘어났다.
- 4] 이처럼 초과저축이 유동성 높은 금융자산의 형태로 보유됨에 따라 앞으로 ① 실물경제 측면에서 소비 충격시 완충역할(buffer)을 하는 한편, ② 금융시장 측면에서는 기대 변화 등에 따라 자산시장으로 유입될 가능성이 있는 것으로 보인다. 본 보고서는 총량지표를 이용한 분석으로 가계부문별 이질적 행태까지 살펴보기 위해서는 추후 미시자료를 통한 추가연구가 필요한 것으로 판단된다.

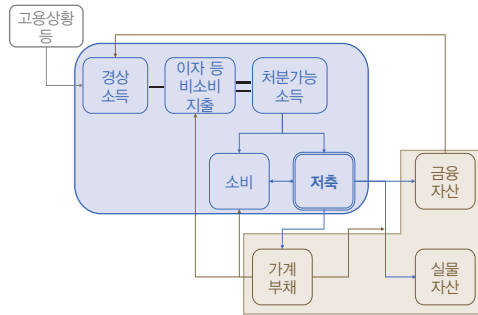
- 본 자료의 내용은 한국은행의 공식견해가 아니라 집필자 개인의 견해라는 점을 밝힙니다. 따라서 본 자료의 내용을 보도하거나 인용할 경우에는 집필자명을 반드시 명시하여 주시기 바랍니다.
- 자료 작성에 많은 도움을 주신 최창호 조사국장님, 이훈직 거시전망부장님, 이은석 동향분석팀장님, 정책분석팀 박종원 차장님, 자금순환팀 원영진 과장님께 감사 말씀 드립니다.



## I. 검토배경

지난해 이후 큰 폭의 금리인상에도 불구하고 주요국에서 소비가 양호한 가운데 주택가격 조정폭도 과거 위기때 보다 크지 않은 상황인데, 초과저축 등에 따른 양호한 가계 재무상황이 그 원인 중 하나로 작용하는 것으로 분석되고 있다<sup>1)</sup>. 이러한 점을 감안하여 우리나라 가계부문(비영리단체 포함)의 초과저축 현황을 다각도로 살펴보고 향후 실물경제와 금융시장에 미칠 수 있는 영향에 대해 점검해 보았다. 가계저축은 소득과 소비 등 가계의 Flow 측면에서 발생하지만 금융자산과 부채 등 가계 B/S와도 연계되어 있어 여러 가지 측면에서 팬데믹 이후 가계저축의 흐름에 대해 분석하고 그 영향에 대해 살펴보았다(그림 1).

〈그림 1〉 가계 재무상황의 Flow 및 Stock 흐름<sup>1)</sup>



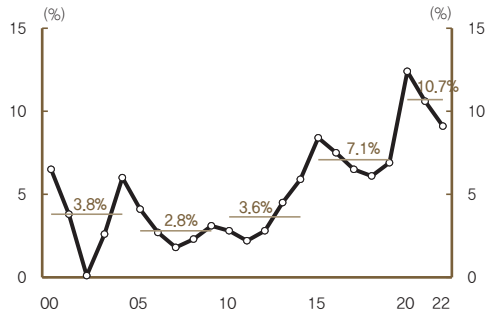
주: 1) 파란색은 Flow, 빨간색은 Stock을 의미  
자료: 저자 작성

## II. 가계 초과저축 규모 추정 및 요인 분석

### 1. 초과저축 규모 추정

팬데믹 이후 우리나라 가계에 축적된 초과저축 규모는 101~129조원 수준인 것으로 추산된다. 팬데믹 이전(2015~19년) 평균 7.1%를 나타내었던 가계 저축률은 팬데믹 이후(2020~22년) 평균 10.7%로 크게 높아졌다(그림 2). 미 연준 등의 방식을 원용하여 추정<sup>2)</sup>해 보면 우리나라 가계부문의 초과저축 규모는 101①~129②조원 정도로 추산되며, 이는 2022년 명목GDP의 4.7~6.0%, 명목 민간소비의 9.7~12.4% 수준이다(그림 3).

〈그림 2〉 우리나라 가계 순저축률

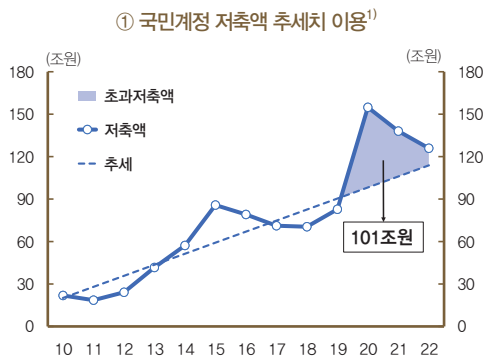


자료: 한국은행 국민계정

1) Goldman Sachs(2023. 5월)에 따르면 가계 초과저축 규모와 주택가격의 회복력 간에 양의 상관관계가 존재한다.

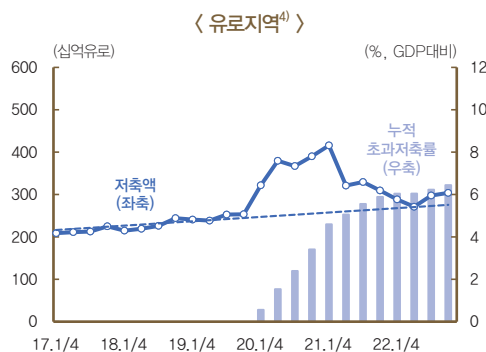
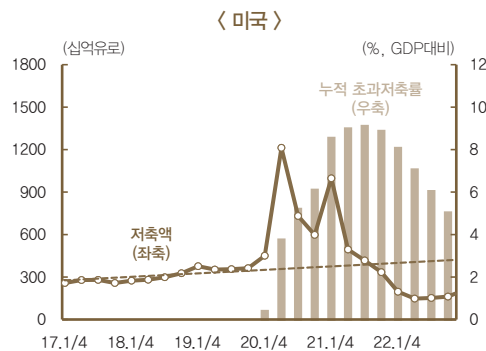
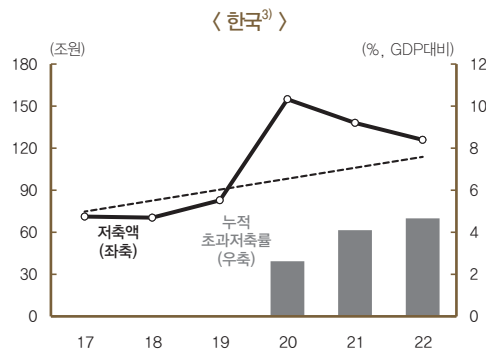
2) 샌프란시스코 지역연준(2023. 5월) 등의 방법론을 적용하여 팬데믹 이전 추세를 상회하는 가계 저축액을 초과저축으로 정의하였으며 이용자료, 추세치 설정기간 및 활용 변수(저축액 또는 저축률) 등에 따라 초과저축 규모가 상이하게 나타날 수 있다.

〈그림 3〉 우리나라 초과저축액 규모



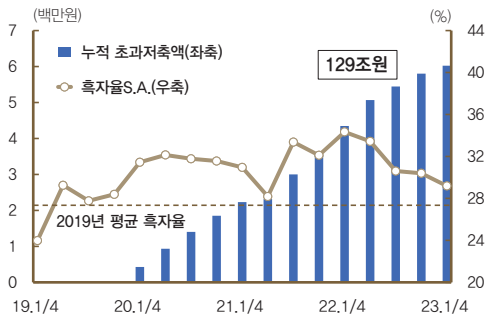
주: 1) 2022.12월말 기준  
 자료: 한국은행 국민계정, 저자 추정

〈그림4〉 주요국 초과저축 추정<sup>1)2)</sup>



주: 1) 샌프란시스코 연준(23.5월) 등을 참고하여 자체 추정  
 2) 점선은 팬데믹 이전 저축액 추세(한국 2010~2019[연간], 미국과 유로 지역 2015~2019[분기])  
 3) 우리나라 국민계정에서는 가계저축 통계를 연간 단위로만 제공  
 4) 자체 계절조정  
 자료: 한국은행 국민계정, 저자 추정

② 가계동향조사 흑자율(2019년) 이용<sup>1)2)</sup>



주: 1) 2023.3월말 기준  
 2) 가구당 초과저축액×가구수  
 자료: 통계청 가계동향조사, 저자 추정

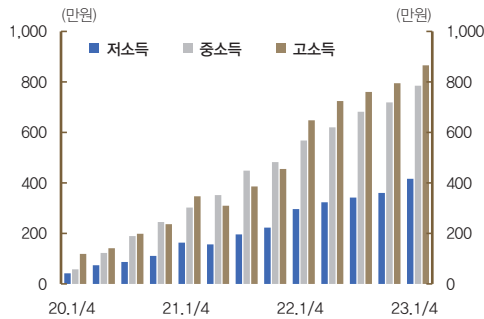
한편 주요국과 비교해 볼 경우, 미국과 달리 우리나라는 초과저축 누증이 지속되고 있다. 현재 미국의 경우 초과저축 일부가 소비재원으로 이용되면서 초과저축 규모가 빠르게 감소하고 있으나 우리나라와 유로지역은 초과저축이 지속적으로 늘고 있는 것으로 보인다 (〈그림 4〉).

초과저축을 소득계층별로 구분해 보면 초과저축이 전 계층에서 확대된 가운데, 고소득층에서 가장 크게 증가하였다. 팬데믹 이후 타이트한 노동시장, 높은 기대인플레이션<sup>3)</sup> 등으로 임시직에 비해 상용직의 정액급여가 높은

3) 오삼일 외(2022)의 분석에 따르면 기대인플레이션은 소규모 사업체보다 대규모 사업체의 상용직 정액급여에 더 큰 영향이 미치는 것으로 분석되었다.

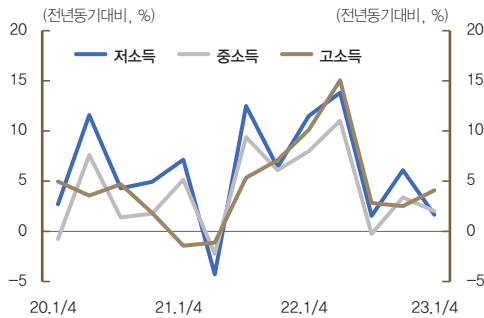
오름세를 보였다. 또한 팬데믹중 호황을 누린 금융·IT산업 등의 대기업을 중심으로 특별 급여가 큰 폭으로 증가한 점도 고소득층의 초과저축 증가에 기여한 것으로 보인다. 다만 고소득층 뿐만 아니라 저소득층에서도 초과저축이 상당부분 누증되어있는 것으로 나타났다(〈그림 5〉 및 〈그림 6〉).

〈그림 5〉 소득분위별 초과저축<sup>1)2)</sup>



주: 1) 초과저축을 2019년 동기대비 초과 금액으로 산출  
 2) 소득분위 1~2분위를 저소득, 3분위를 중소득, 4~5분위를 고소득으로 분류  
 자료: 통계청 가계동향조사

〈그림 6〉 분위별 소득증가율



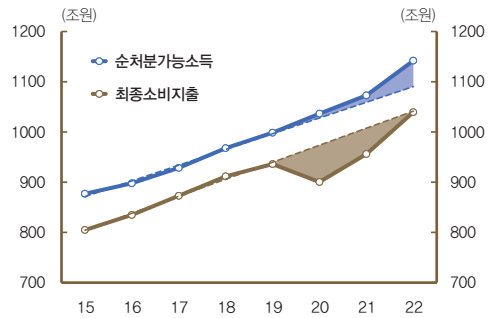
자료: 통계청 가계동향조사

**2. 초과저축 증가 요인 분석**

우리나라 초과저축의 증가 원인을 소득과 소비요인으로 구분해 보면 팬데믹 직후에는 소비 감소가, 지난해에는 소득증가가 크게 기여하

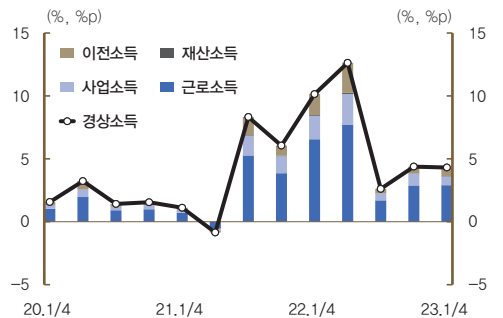
였다(〈그림 7〉). 팬데믹 초기인 2020~21년 중에는 사회적 거리두기 강화로 대면서비스를 중심으로 한 소비감소가 초과저축을 증가시키는 요인으로 작용하였다. 2022년 중에는 경기 회복으로 인한 고용호조, 임금상승과 함께 정부의 재난지원금 지급이 초과저축 증가의 주요 요인으로 작용한 것으로 판단된다. 다만, 지난해 하반기 이후에는 소득증가 기여도가 축소된 것으로 보인다(〈그림 8〉). 반면에 미국의 경우, 초기에는 소득증가와 소비감소가 비슷하게 초과저축을 증가시켰으나 이후 소비가 빠르게 회복되면서 초과저축을 감소시키는 요인으로 작용하였다(〈그림 9〉).

〈그림 7〉 가계 소득 및 소비 추이



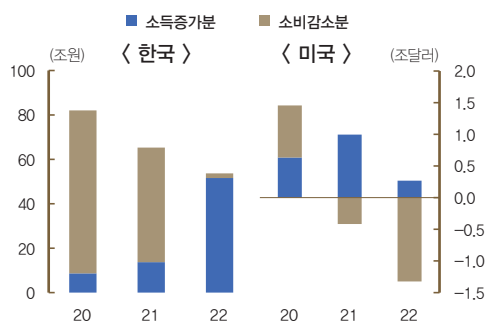
주: 점선은 2015~19년 추세  
 자료: 한국은행 국민계정, 저자 추정

〈그림 8〉 가계소득 증감률



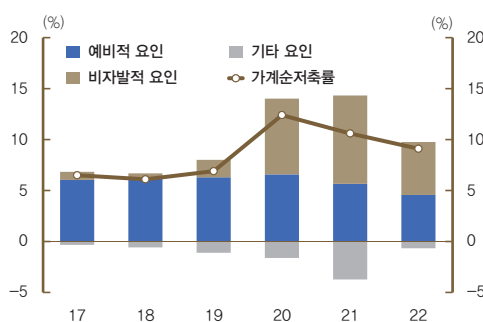
자료: 통계청 가계동향조사

〈그림 9〉 한국과 미국의 초과저축 요인 분해



자료: 한국은행 국민계정, 미 경제통계부

〈그림 10〉 저축률분해



자료: 한국은행 국민계정, 저자 추정

또한 저축률 상승의 원인을 저축 동기별로 분해하여 살펴보면, 가계부문의 초과저축은 소비제약 등 비자발적 요인에 주로 기인하는 것으로 나타났다. Mody et al.(2012) 등의 방법론을 인용하여 우리나라 가계부문 저축률의 변동요인을 추정해 보면 팬데믹 이후 저축률 상승의 상당부분이 비자발적 요인(forced saving)에 기인하는 것으로 나타났다. 예비적 동기에 의한 저축요인은 팬데믹 이후 고용상황이 개선되면서 낮아지고 있는 것으로 분석되었다(〈표 1〉 및 〈그림 10〉).

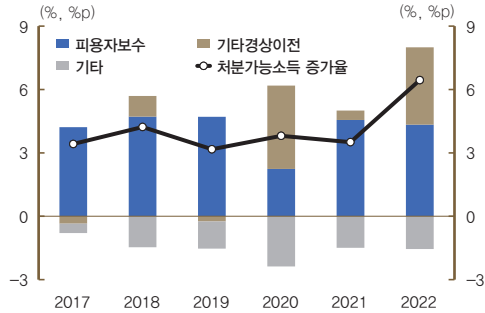
### Ⅲ. 가계 초과저축의 활용 평가

가계는 축적된 저축을 소비재원으로 활용하거나 부채 상환 및 자산 취득에 사용할 수 있다. 그러나 우리 가계가 초과저축을 추가적인 소비재원으로 활용한 부분은 크지 않은 것으로 보인다. 이는 지난해까지 이어진 고용호조와 정부지원 등으로 소득여건이 양호했던 데에 주로 기인하는 것으로 판단된다. 2020~22년 중 가계 처분가능소득 증가율은 2017~19년의 3.6%보다 높은 4.6%를 기록하면서 가계의 물가, 금리부담을 상당부분 완충한 것으로 보인다. 임금소득은 2020년을 제외할 경우 높은 증가율을 지속하였으며, 정부지원은 소득감소를 보전(2020년)하거나 가계소득을 크게 높이는(2022년) 역할을 하였다(〈그림 11〉). 다만, 금년 들어서는 가계소득 증가율이 소비 증가율을 크게 하회함에 따라 초과저축이 소비로 일부 활용되었을 가능성도 있다(〈그림 12〉).

〈표 1〉 저축률 추정모형

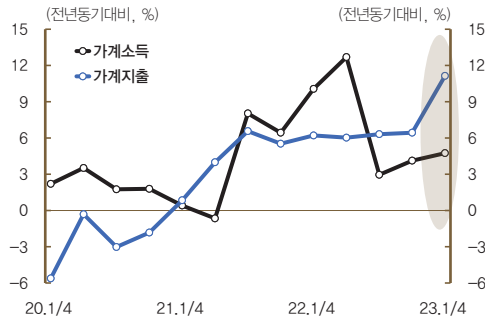
구분	설명변수
예비적 요인	- 실업률 - 불확실성(GDP 성장률의 변동성)
기타 요인	- 가계순처분가능소득의 추세대비 괴리율 - 실질예금금리, 주택가격
비자발적 요인 (forced saving)	- 잔차항(residual)

〈그림 11〉 가계 명목 순처분가능소득 증가율



자료: 한국은행 국민계정

〈그림 12〉 가계소득 및 가계지출



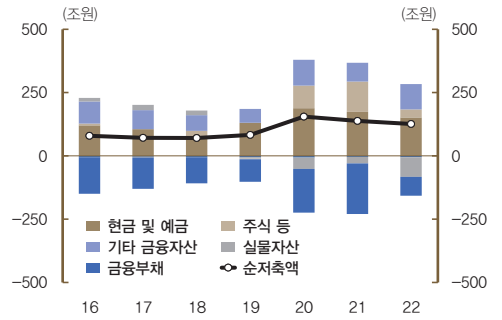
자료: 통계청 가계동향조사

한편, 부채상환에 사용된 초과저축 금액도 크지 않아 보인다. 금리상승으로 부채상환 유인이 증대되었음에도 불구하고 우리 가계의 디레버리징이 주요국에 비해 상대적으로 더딘 모습을 보이고 있다. 미국과 유로지역의 GDP 대비 가계부채 비율은 2021년 이후 낮아지고 있는 반면 우리나라의 경우 팬데믹 기간 중 높아진 이후 그 수준을 유지하고 있다. 2020~22년 중 우리 가계의 금융자산과 부채가 동시에 크게 늘어났는데<sup>4)</sup>, 이는 우리 가계가 초과저축을 부채상환에 적극적으로 활용하기 보다는 금

용자산으로 보유하고 있다는 점을 시사한다<sup>5)</sup>

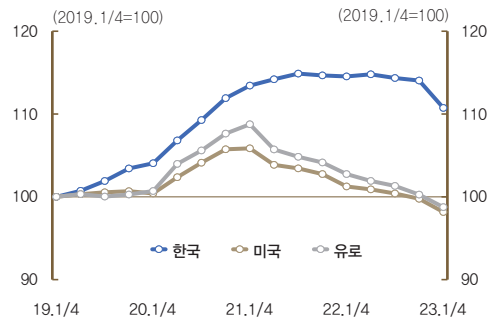
(〈그림 13〉 및 〈그림 14〉).

〈그림 13〉 가계 저축액 배분<sup>1)</sup>



주: 1) 같은 부문 내에서 거래한 부동산 취득 등은 상계처리 되어있음  
자료: 한국은행 국민계정, 자금순환표, 저자 추정

〈그림 14〉 GDP<sup>1)</sup> 대비 가계부채 비중



주: 1) 해당분기 및 직전 3분기 명목GDP 합  
자료: 각국 중앙은행 및 통계청

소비와 부채상환에 사용되지 않은 가계의 초과저축은 주로 예금, 주식 등 유동성이 높은 금융자산의 형태로 보유 중인 것으로 보인다. 2020~22년 중 우리 가계의 금융자산은 1,006조원 늘어나 직전 3개년(2017~19년 중 591조원)에 비해 증가폭이 크게 확대<sup>6)</sup> 되었는데, 금융자산 형태별로는 현금·예금,

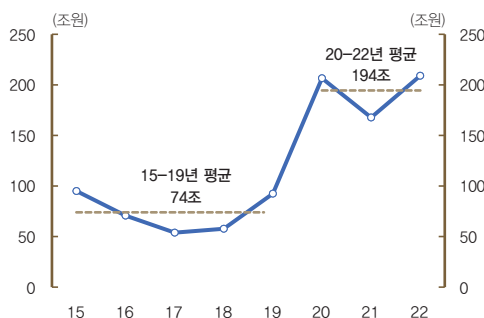
4) 가계 저축액의 배분 방법에 대한 자세한 내용은 〈BOX 1〉「가계 저축액의 배분 추정방법」을 참조하기 바란다.

5) 반면 미국 가계의 경우 상대적으로 부채상환에 적극적이었던 것으로 보인다. 예를 들어, 뉴욕연준의 Survey of Consumer Expectation(2021.3월)에 따르면 미국 가계는 3차 정부지원금을 저축(41%), 부채상환(34%), 소비(25%)에 사용할 계획이라고 응답했다.

6) 경제규모 확대의 영향을 감안하기 위해 과거 추세치(2015년 1/4분기~2019년 4/4분기)와 2023년 1/4분기말 실제치도 비교해 보았는데, 총 금융자산 실제치는 추세치를 365조원만큼 상회하였다.

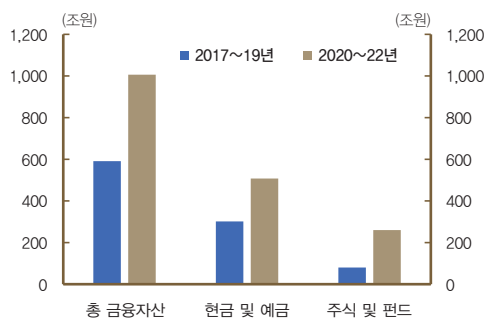
주식·펀드의 증가폭이 크게 확대되었다(〈그림 15〉). 특히 우리 가계의 경우 현금·예금의 보유비중이 지속적으로 확대<sup>7)</sup>되었는데 이는 미국과 유로지역 등 주요국과 다른 모습이다(〈그림 16〉). 한편 가계의 금융자산이 부채조달을 통해서도 늘어날 수 있는 점을 감안하여 순금융자산(금융자산-금융부채) 측면에서 비교해 보더라도 팬데믹 기간 중 가계의 순금융자산 취득규모는 팬데믹 이전에 비해 크게 늘어났다(〈그림 17〉).

〈그림 17〉 가계 순금융자산 취득액<sup>1)</sup>



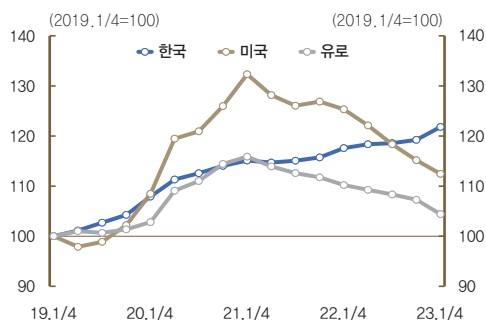
주: 1) 금융자산(운용)-금융부채(원천)  
자료: 한국은행 자금순환 금융거래표

〈그림 15〉 팬데믹 기간 중 가계의 금융자산 증가규모<sup>1)</sup>



주: 1) 거래요인 및 평가손익 등 비거래요인도 포함  
자료: 한국은행 자금순환표

〈그림 16〉 GDP<sup>1)</sup> 대비 현금 및 예금자산 비중



주: 1) 해당분기 및 직전 3분기 명목GDP 합  
자료: 각국 중앙은행 및 통계청

#### IV. 결론 및 시사점

팬데믹 기간중 우리나라 가계는 100조원 이상의 초과저축을 축적하였으며, 이를 유동성이 높은 금융자산의 형태로 보유하고 있는 것으로 보인다. 2020~22년중 우리나라 가계가 축적한 초과저축 규모는 101~129조원(명목GDP의 4.7~6.0%) 수준인 것으로 추산된다. 가계는 이러한 초과저축을 부채상환에 이용하기 보다는 유동성이 높은 금융자산의 형태로 보유하고 있다. 이러한 상황은 우리나라 가계가 실물 및 금융상황의 높은 불확실성으로 인해 향후 추이를 관망하는 태도를 견지하고 있는 점을 반영하는 것으로도 볼 수 있다.

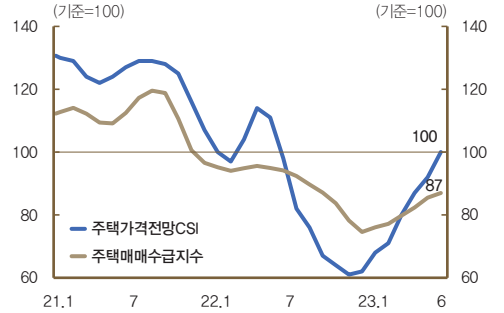
한편, 팬데믹 이후 늘어난 가계 초과저축은 ① 부정적 소득충격에 따른 소비부진을 완충하는 요인으로 작용하는 한편, ② 향후 기대변화 등에 따라 자산시장으로 유입될 가능성도 상존하는 것으로 보인다. 초과저축으로 인해 개선된 가계 재무상황은 부정적 소득충격의

7) 금년 1/4분기말 기준 가계의 금융자산 대비 현금·예금 비중은 46.9%로 2011년 이후 최고치를 기록하였다.

영향을 상당폭 완충하면서 민간소비의 하방리스크를 낮추는 요인으로 작용할 것으로 보인다(〈그림 18〉). 한편, 우리나라의 경우 초과저축이 유동성이 높은 금융자산으로 축적되어 있어 여건변화에 따라 부동산 등 자산시장으로 빠르게 유입될 가능성도 있다. 최근 주택가격 상승에 대한 기대가 높아지는 가운데 가계 초과저축이 대출과 함께 주택시장에 재접근하는 기회를 제공함으로써 주택가격 상승, 가계 디레버리징 지연 등으로 이어질 경우 금융안정에 부정적 요인으로 작용할 수 있다(〈그림 19〉).

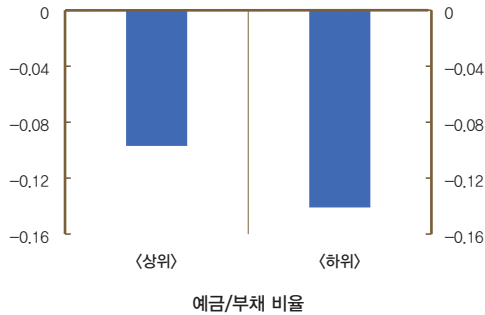
본 보고서는 총량지표를 이용한 분석으로 가계부문별 이질적 행태까지 살펴보기 위해서는 추후 미시자료를 통한 추가연구가 필요한 것으로 판단된다.

〈그림 19〉 주택가격전망CSI<sup>1)</sup> 및 주택매매수급지수<sup>2)</sup>



주: 1) 100 미만시 하락 우세  
 2) 100 미만시 공급 우세  
 자료: 한국은행, 한국부동산원

〈그림 18〉 부정적 소득충격에 대한 소비반응<sup>1)</sup>



주: 1) 한계소비성향  
 자료: 저자 추정



## BOX 1 가계 저축액의 배분 추정방법

본고는 국민계정체계에 따라 가계는 저축( $S$ )과 금융기관 차입( $\Delta L$ )을 통해 마련된 재원으로 실물자산( $\Delta RA$ )과 금융자산( $\Delta FA$ )을 취득한다고 가정하였다(식 1). 이는 가계가 저축을 통해 마련된 재원으로 실물 및 금융 자산을 취득(평가손익 등 제외)하거나 부채를 상환할 수 있다는 것을 의미한다(식 2).

$$S + \Delta L = \Delta RA + \Delta FA \quad (\text{식 1})$$

$$\Rightarrow S = \Delta RA + \Delta FA - \Delta L \quad (\text{식 2})$$

한편, 그래프 작성에 이용된 가계 저축액 통계는 국민소득계정을, 금융기관 차입(조달)과 금융자산 취득액(운용) 통계는 자금순환표를 이용하였으며 실물자산 취득액은 (식 1)의 잔차를 통해 시산하였다.

### 〈참고문헌〉

- 강종구. (2017). 가계부채가 소비와 경제성장에 미치는 영향 - 유량효과와 저장효과 분석 -. 경제분석, 23(2), 28-57.
- 김재철 (2021). 팬데믹 이후 우리나라 가계의 초과저축: 현황과 시사점, 자본시장연구원 이슈보고서, 21-24.
- 오탈희 이규환, 조주연, 이은송, 황보현 & 이해경 (2023), 국별 비교를 통한 소비흐름 평가 및 향후 여건 점검, BOK이슈노트, 제2023-8호
- Abdelrahman, H., & Oliveira, L. E. (2023). "The Rise and Fall of Pandemic Excess Savings," FRBSF Economic Letter, 2023(11), 1-6
- Attinasi, M. G., Bobasu, A., & Manu, A. S. (2021). "The implications of savings accumulated during the pandemic for the global economic outlook," Economic Bulletin Boxes, 5.
- Bank for International Settlements. (2023). "Annual Economic Report."
- Barnes, M., Edelberg, W., Estep, S., & Macklin, M. (2022). "Bolstered balance sheets: Assessing household finances since 2019," Economic Analysis.
- Battistini, N., Di Nino, V., & Gareis, J. (2023). "The consumption impulse from pandemic savings—does the composition matter?," Economic Bulletin Boxes, 4.
- Bê Duc, L., & Le Breton, G. (2009). "Flow-of-funds analysis at the ECB—framework and applications," ECB Occasional Paper, (105).
- Bilbiie, F., Eggertsson, G. B., Primiceri, G. E., & Tambalotti, A. (2021). "Excess Savings' Are Not Excessive," Federal Reserve Bank of New York, No. 20210405a.
- Bouis, R. (2021). "Household deleveraging and saving rates: A cross-country analysis," International Monetary Fund.
- Hatzius, J., Briggs, J., Kodnani D., & Pierdomenico, G. (2023). "Global Economics Comment: A Surprising Stabilization in Global House Prices," Goldman Sachs Economics Research.
- Mody, A., Ohnsorge, F., & Sandri, D. (2012). "Precautionary savings in the great recession," IMF Economic Review, 60(1), 114-138.
- Schneider, M., & Sellner, R. (2022). "Private consumption and savings during the COVID-19 pandemic in Austria," Monetary Policy & the Economy, 43.
- Soyres, F., Moore, D., & Ortiz, J. (2023). "Accumulated Savings During the Pandemic: An International Comparison with Historical Perspective".

Copyright © BANK OF KOREA. All Rights Reserved

- 본 자료의 내용을 인용하실 때에는 반드시 "BOK 이슈노트 No.2023-24에서 인용"하였다고 표시하여 주시기 바랍니다.
- 자료 내용에 대하여 질문 또는 의견이 있는 분은 커뮤니케이션국 커뮤니케이션기획팀(02-759-4223, 5389)으로 연락하여 주시기 바랍니다.
- 본 자료는 한국은행 홈페이지(<http://www.bok.or.kr>)에서 무료로 다운로드 받으실 수 있습니다.