

생산적 금융을 위한 금융세제 개선 방향

2026. 9. 18.

이효섭 자본시장연구원 선임연구위원

홍병진 조세재정연구원 관세연구팀장

목 차

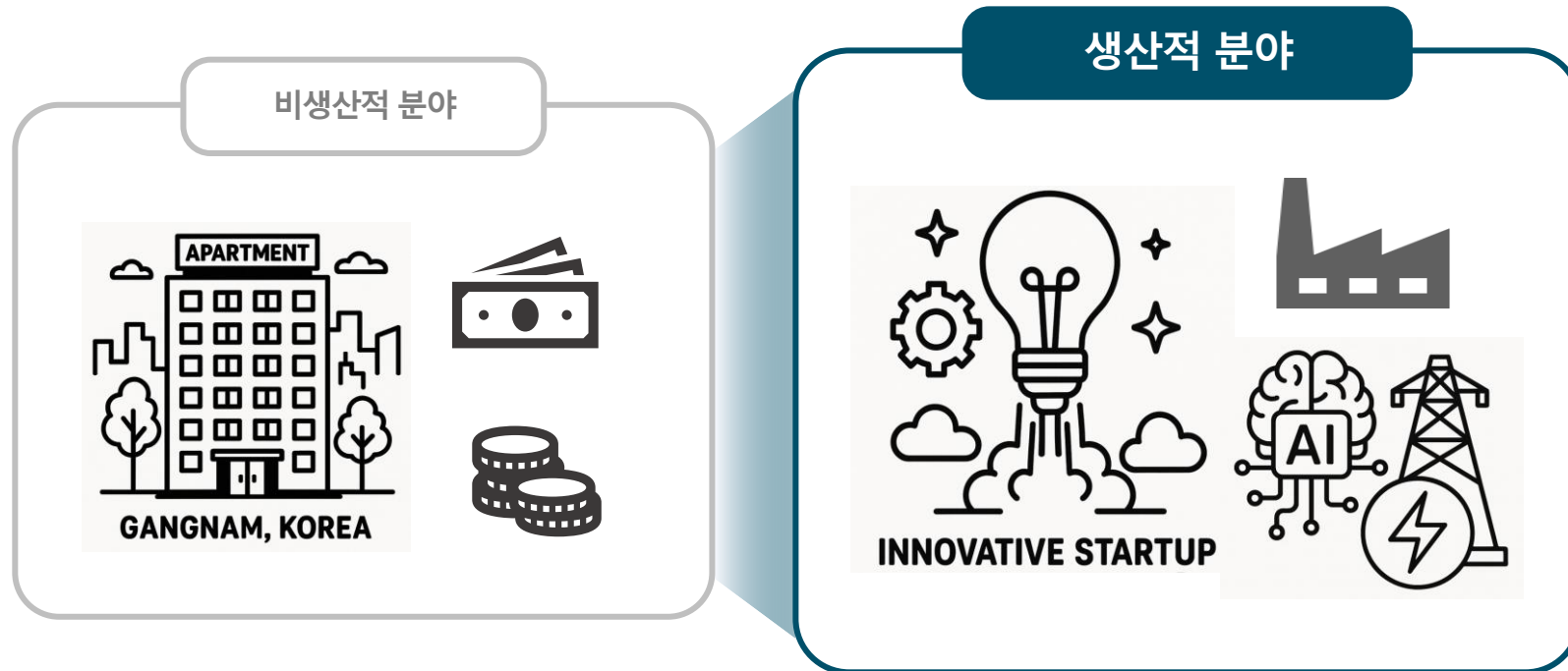
1. 연구배경: 생산적 금융 대전환 필요성
2. 세후 금융자산 수익률 분석
3. 가계 포트폴리오의 적정성 진단
4. 금융세제 개선 방향

생산적 금융 대전환 필요성

생산적 금융이란 무엇인가?

❖ 경제주체가 소유한 비생산적 자산을 생산적 분야로 이동시키는 역할

- 경제주체: 가계, 기업, 금융회사, 공공
- 비생산적 자산: 부동산, 은행예금 등 안전자산
- 생산적 분야: 혁신벤처기업, 중견·대기업(첨단산업), AI·재생에너지 관련 인프라

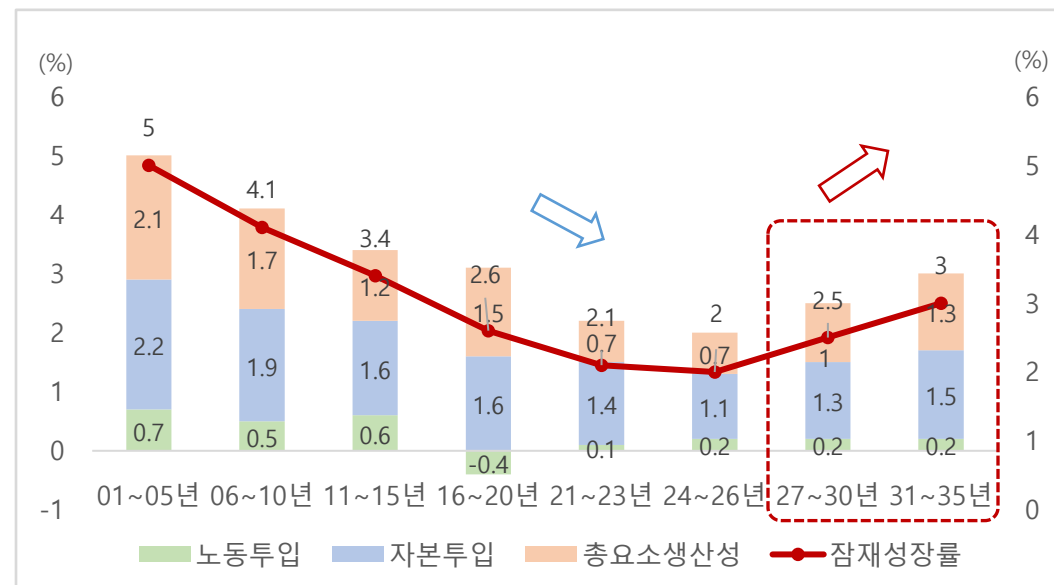


왜 생산적 금융이 필요한가? ① 잠재성장률 제고

❖ 잠재성장률 회복을 위해 자본시장 활성화를 통한 총요소생산성 제고가 필요

- 주력 산업 경쟁력이 저하되고, 저출생과 고령화로 노동 및 자본 추가 투입에 한계
- 총요소생산성은 기술혁신과 인적자본 축적을 통해 제고되는 만큼, 이를 뒷받침하는 자본시장의 역할이 매우 중요

생산적 금융 대전환을 통한 잠재성장률 제고 경로



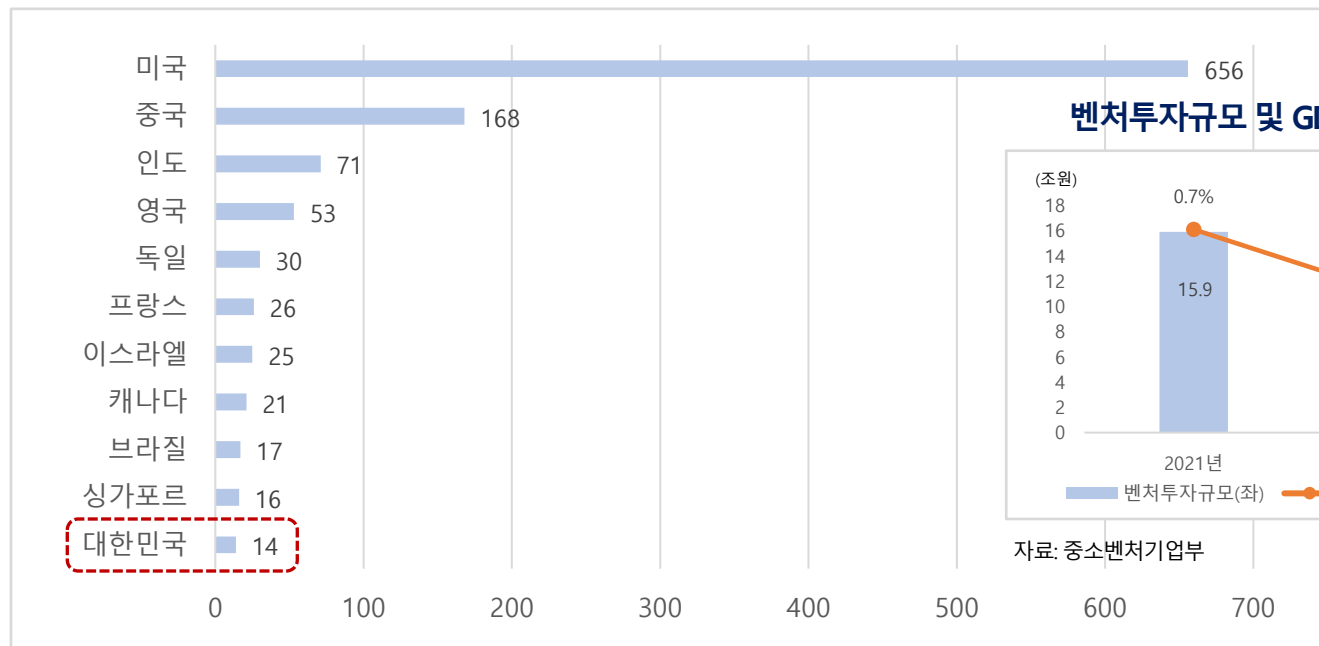
자료: 한국은행(2024)

왜 생산적 금융이 필요한가? ② 혁신성장 촉진

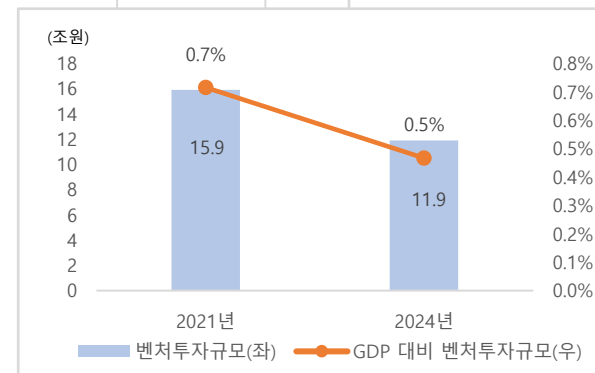
❖ 혁신벤처기업 창업 및 유니콘 장려를 통한 혁신성장 촉진

- '24년말 한국의 유니콘 기업 숫자는 14개로 세계 11위를 기록
- GDP 대비 벤처투자 규모 성장세가 둔화(15.9조원, GDP 대비 0.7%('21년) → 11.9조원, 0.5%('24년))

글로벌 유니콘 기업 보유 숫자 순위('24)



벤처투자규모 및 GDP 대비 비중 추이



자료: 중소벤처기업부

자료: World Population Review, Statista

왜 생산적 금융이 필요한가? ③ 부동산 집중 완화

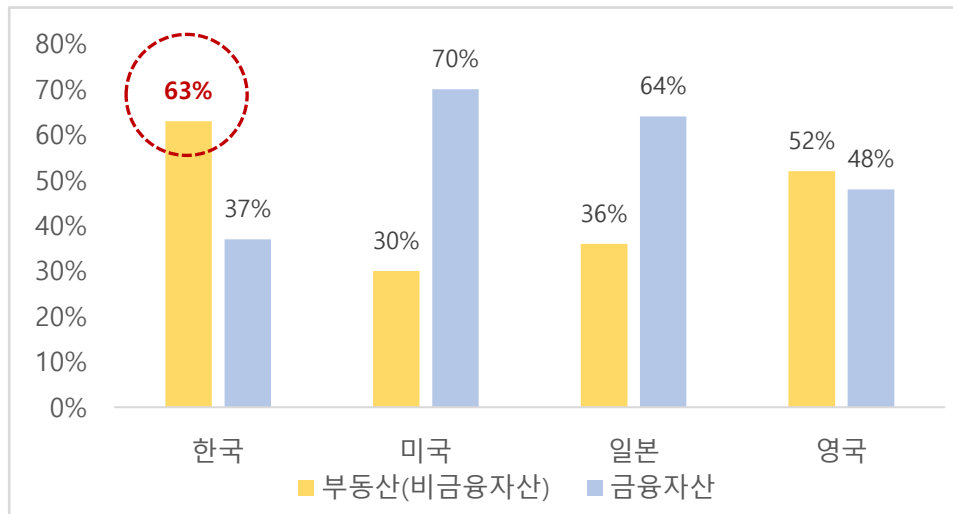
❖ 가계 자금을 부동산에서 자본시장으로 옮겨, 자본시장을 통한 경제 활력 모색 필요

- '25년말 한국 가계의 부동산 보유 비중은 63%로, 주요국 대비 금융자산 보유 비중이 매우 낮음

❖ 시중은행의 부동산·예금 중개 비중을 낮추고 모험자본 투융자를 확대할 필요

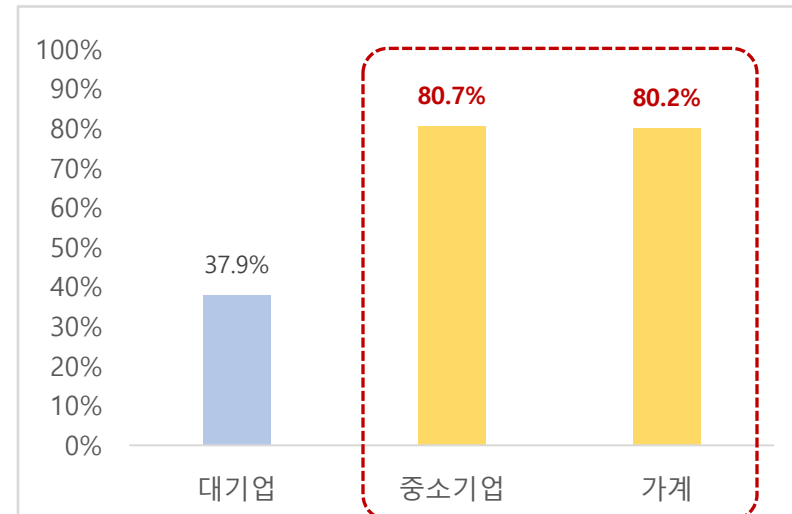
- 한국 시중은행은 부동산 담보, 보증부 대출 중심 영업 등 비생산적 금융을 수행해오며 글로벌 상업은행 대비 모험자본 투융자가 부족(예: 美 3대 은행 신용RWA 비중: 68%, 한국 시중은행: 90%)

주요국 가계의 부동산, 금융자산 비중



자료: 한국은행, 미국 연방준비은행, 일본 내각부, 영국 ONS

은행 차주별 담보+보증 비중



자료: 금융위원회, 금융감독원

연구 질문



Q1) 세후 기준으로 가장 매력적인 자산은?

부동산, 주식, 펀드, ELS의 세후 수익률 격차를 비교해 자산 간 상대순위를 판단



Q2) 가계의 부동산 중심 포트폴리오는 잘못된 선택인가?

세후 위험조정수익률 관점에서 부동산 편중이 합리적 선택이었는지 판단



Q3) 세제는 부동산 쏠림 구조를 어떻게 바꿀 수 있는가?

가계 자산배분 개선과 자본시장 자금유입 촉진을 위한 금융소득·부동산 과세체계 제시

세후 금융자산 수익률 분석

세후 수익률 시뮬레이션 – 자료·모형 및 분석 설계

❖ WLS-VAR(1) 모형을 통해 자산군별 세후 투자 수익률을 산출

- 동일 자산이라도 투자자 유형(대주주, 일반주주)에 따라 적용 세목 · 세율이 달라지므로, 세금이 가계의 자산배분 의사 결정과 순자산 축적에 미치는 영향을 구분하여 분석

세후 수익률 시뮬레이션의 자료 · 모형 및 분석 설계

구 분	세 부 내 용
자료	- 가계금융복지조사 분포자료, KB주택가격 동향조사, 코스콤(CHECK) - KOSPI · S&P500 · 대표공모펀드 · 공모 ELS, 환율, 전국 · 서울 주택가격, CD 91일물, 배당수익률, 주담대 고정금리 등
기간	2013년 1월 ~ 2025년 12월 / 월별 자료
모 형	- VAR(1) : 추정 변수의 변동성과 변수 간 상관관계를 동시에 추정하여 시뮬레이션에 반영 - WLS 지수가중(반감기 5.7년) : 최근 주식주택시장의 구조적 변화에 가중치를 부여 $r_t = c + A r_{t-1} + e_t, \quad e_t \sim N(0, \Sigma)$ Σ 대각 = 변동성(σ^2), 비대각 = 상관계수 $\times$ 변동성($\rho\sigma\sigma$) 가중치 $w_t = 0.99(T-t) \Rightarrow$ 반감기 ≈ 5.7년
분석 대상	- 일반주주: 가계금융복지조사 40대 중앙값 - 경상소득 7,801만원, 순자산 2억 8,384만원 - 대주주: 순자산 50억원, 근로소득 3억원 가정
투자 기간	1~20년 보유 후 매도 기준으로 수익률을 산출, 배당은 세금 차감 후 재투자 가정
고려 세목	- 주 식: 배당 원천징수, 금융소득종합과세, 양도소득세, 증권거래세 - 부동산: 취득세, 보유세(재산세 · 종부세), 양도소득세
주요 가정	- 주택은 무주택자의 실거주 목적을 겸하는 것으로 가정하고 전액 순자산으로 투자 - 가구 경상소득은 전액 근로소득에서 발생, 현행 세법 기준으로 과세(각종 특례 · 중과세 반영)

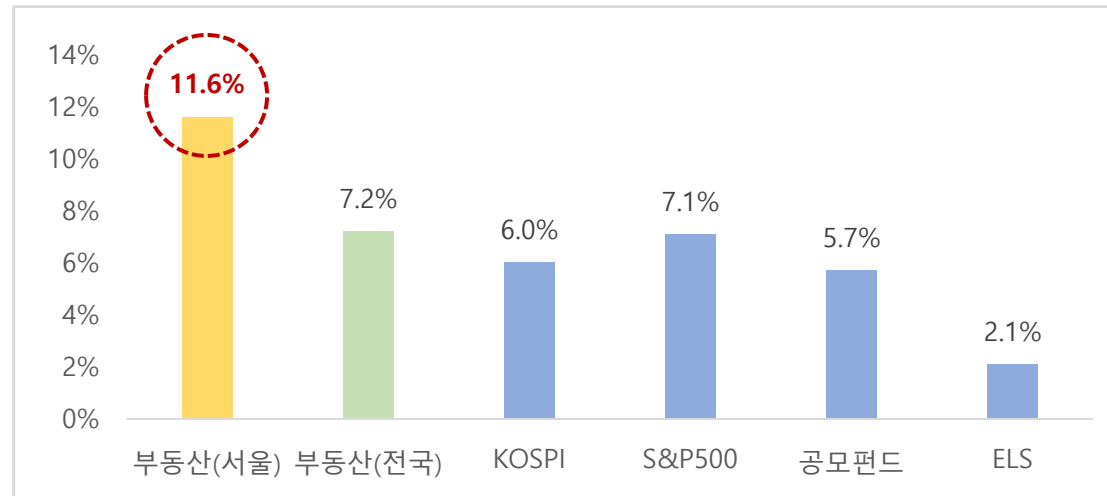
1. 기회비용을 고려한 세후 자산 수익률 분석

❖ 기회비용 고려시* 서울부동산이 가장 높은 수익률을 기록

- 보유세, 양도세, 거래세를 고려한 세후 20년 투자 수익률은 서울부동산(11.6%), 전국부동산(7.2%), S&P500(7.1%), KOSPI(6.0%), 공모펀드(5.7%), ELS(2.1%) 순서로 높은 성과

* 금융상품 투자자는 대출을 통해 전세로 거주하고, 그외 자금으로 금융상품을 매수하는 것을 가정 & 주택투자자는 대출을 통해 주택을 구입하고, 실거주를 하며 원리금을 상환하는 것을 가정

기회비용 고려시 세후 금융자산 수익률(연간 기준)



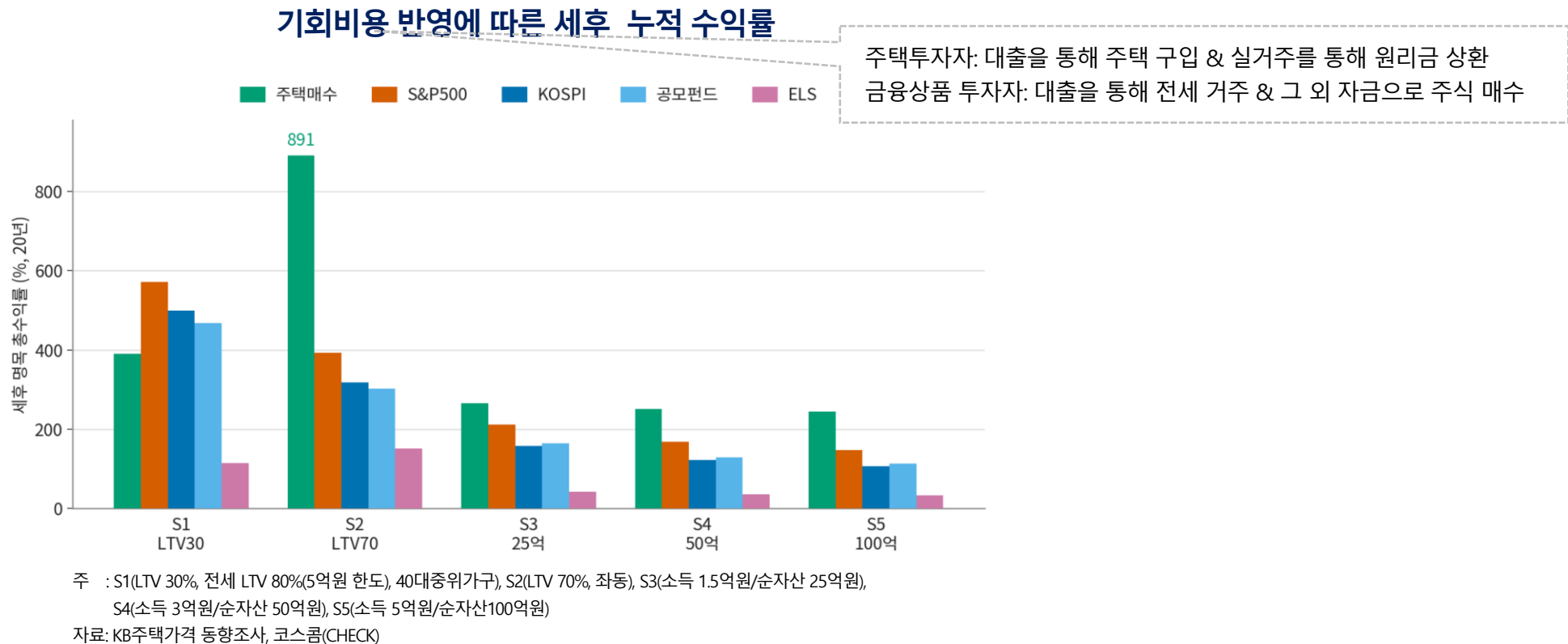
주 : 1) 주택 투자의 경우 LTV 70%를 가정

2) 금융상품 투자 수익률은 서울 전세에 거주하며 거둔 수익률을 가정

자료: KB주택가격 동향조사, 코스콤(CHECK)

2. 기회비용을 고려한 세후 누적 투자 수익률

- ❖ LTV30을 제외한 모든 시뮬레이션에서 서울부동산 투자 수익률이 제일 높음
- ❖ 고액 자산가일수록 부동산, 미국주식, 공모펀드, KOSPI, ELS 순서로 높은 투자 성과

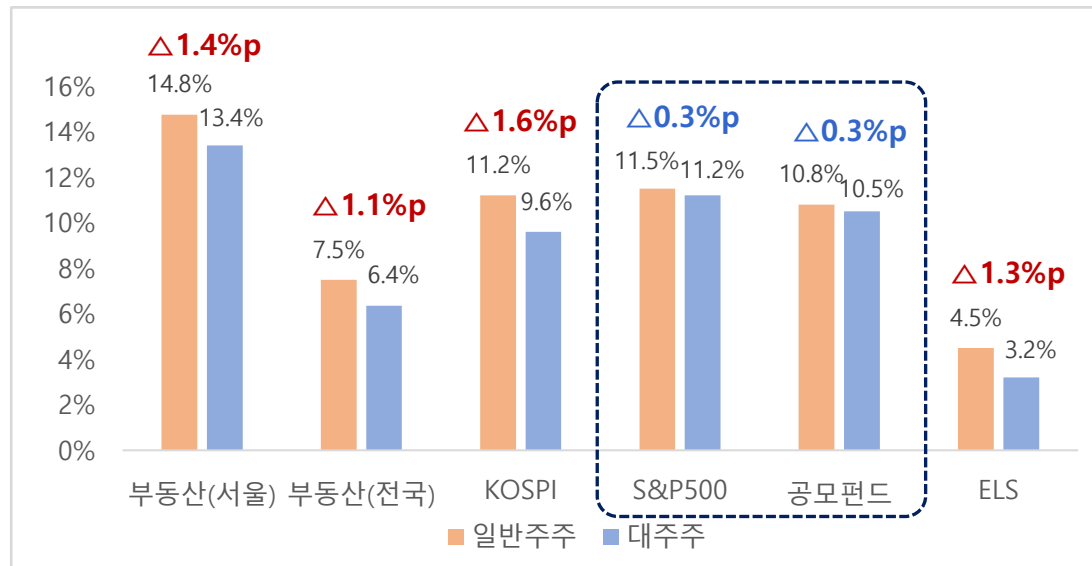


3. 투자자 유형별(일반주주 VS. 대주주) 세후 투자 수익률

❖ 대주주는 해외주식, 공모펀드 투자시 상대적으로 매력적인 수익률 향유

- 대주주의 상대적 투자 매력도: 해외주식 · 공모펀드 > ELS > 부동산 > 국내주식
- 대주주는 KOSPI 투자시 양도세 과세, ELS 투자시 종합과세(+2천만원 이자·배당소득), 서울부동산 보유시 증부세 과세 등으로 일반주주 대비 국내주식, ELS, 부동산 수익률이 상대적으로 낮음

금융자산의 세후 20년 투자 수익률 - 일반주주, 대주주 비교



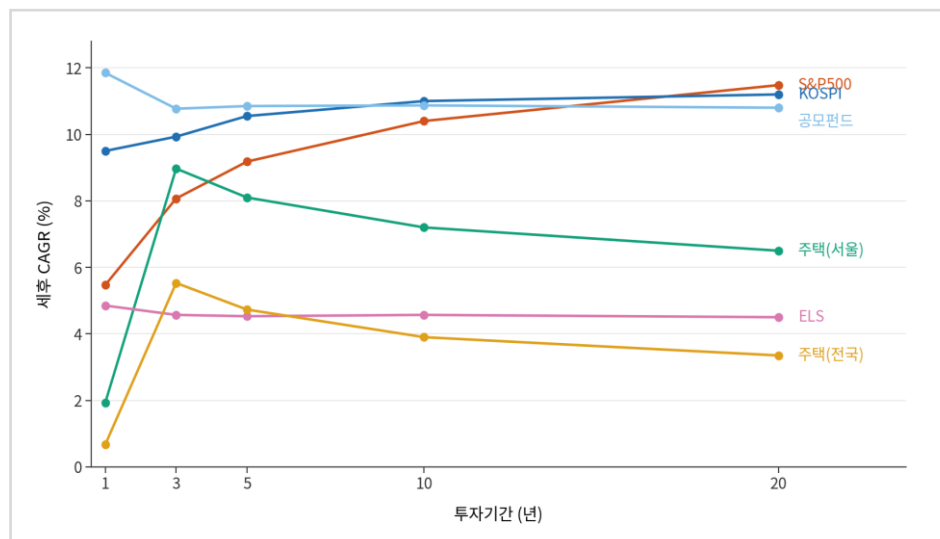
주 : LTV70% 가정, 2013년 1월부터 2025년 12월 월간 수익률 기준, 기회비용 미고려
자료: KB주택가격 동향조사, 코스콤(CHECK)

4. 장기보유에 따른 세후 투자 수익률

❖ 미국 주식이 한국 주식 대비 장기 보유에 따른 투자 수익률이 높음

- 미국 주식의 경우 배당 재투자 효과 및 낮은 변동성에 따른 복리 효과가 우수
- 한국 주식은 최근 주가 상승률을 반영하여 단기 수익률은 높으나 장기 투자 성과는 미국보다 낮음
- 부동산은 장기 보유시 보유세 부담으로 투자 수익률이 하락
 - 3년 미만 보유시 장기보유특별공제 미적용 & 장기 보유시 매년 보유세 납부로 투자 수익률이 다소 하락

투자 기간에 따른 금융자산별 수익률 - 일반주주



주 : 2013년 1월부터 2025년 12월까지 월간 수익률 기준, 레버리지 및 기회비용 미고려
자료: KB주택가격 동향조사, 코스콤(CHECK)

소결) 세후 금융자산 수익률 분석

부동산
매력적
수익률



기회비용 고려시 서울부동산이 연간 11.6%로 가장 높은 투자 성과

- 美 주식(7.1%), 韓 주식(6.0%), 공모펀드(5.7%), ELS(2.1%) 순서

기회비용 고려시 고액 자산가일수록 부동산, 해외주식 성과가 우수

자산가
해외투자
선호



자산가는 해외주식에서 상대적으로 매력적인 투자 성과를 실현

대주주 양도세, 금융소득종합과세 → 국내 금융투자상품의 매력도를 낮춤

- 간접투자를 대표했던 공모펀드, ELS 등의 투자성과도 다소 낮음

장기투자
유인부족



국내 금융투자상품은 장기투자 유인 부족

해외주식은 높은 배당수익률, 낮은 변동성 등으로 장기보유시 높은 성과

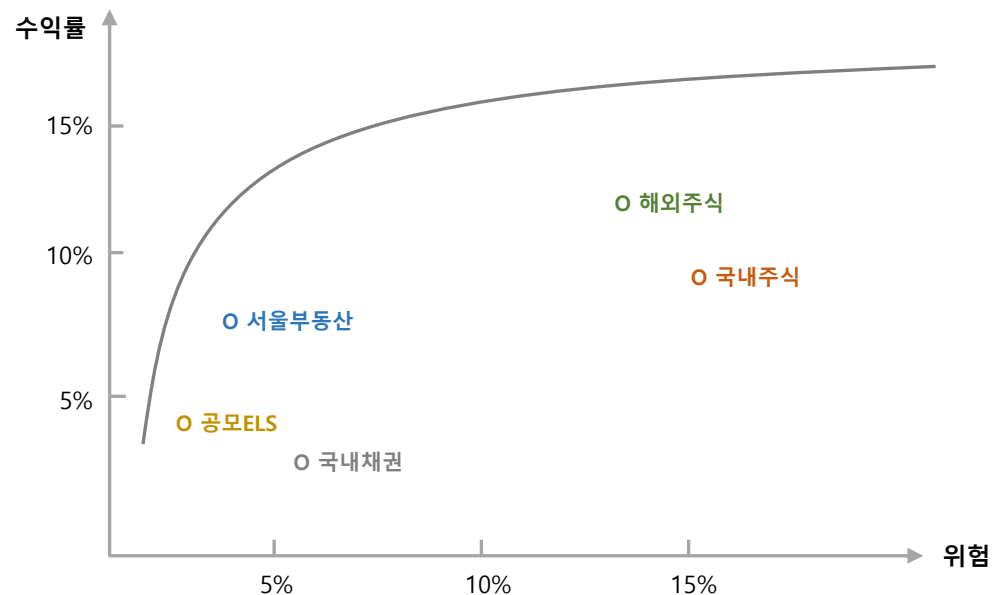
가계 포트폴리오의 적정성 진단

세후 금융자산 수익률을 고려한 최적 가계 포트폴리오는?

❖ 합리적 개인은 포트폴리오 위험 대비 기대수익을 최대화하기 위한 자산배분을 선택

- 자산 포트폴리오: 서울 부동산, KOSPI, S&P500, 공모 ELS, 한국10년물 국채
- 마코위츠(1952)의 MVO(Mean Variance Optimization) 모델을 기초로 포트폴리오 위험 대비 기대수익률을 최대화하는 자산군별 최적 포트폴리오를 산출
 - 국민연금기금 등 국내외 주요 연기금이 MVO 모델을 통해 최적 자산배분을 수행하고 있음

세후 금융자산 수익률 및 위험을 고려한 포트폴리오 집합



가계는 합리적 이유로 자산의 약 65%를 부동산으로 보유

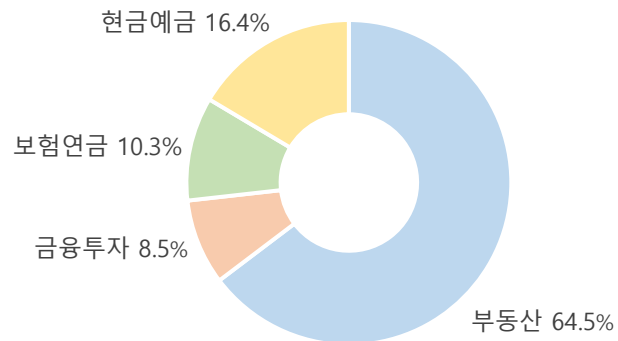
❖ 가계 포트폴리오와 MVO 모형 모두 부동산에 약 65~67%를 배분

- 부동산: 실제(64.5%) VS MVO 모형(67.1%)
- 위험자산: 금융투자상품(8.5%) VS MVO모형(국내주식(2.1%) & 해외주식(10.8%))
- 안전자산, 중위험자산: 현금예금(16.4%) + 보험연금(10.3%) VS 국내 ELS(ELB 포함)(20.0%), 국내채권(0%)

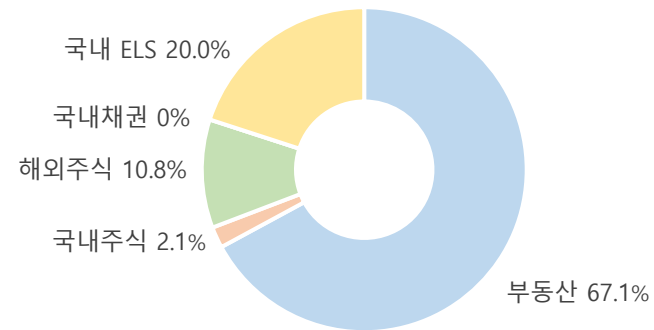
❖ 위험 대비 기대수익률이 높은 자산일수록 최적 보유 비중이 높게 산출

- 위험 대비 기대수익률이 높고, 타 자산과의 수익률 상관계수가 낮을수록 높은 비중이 산출

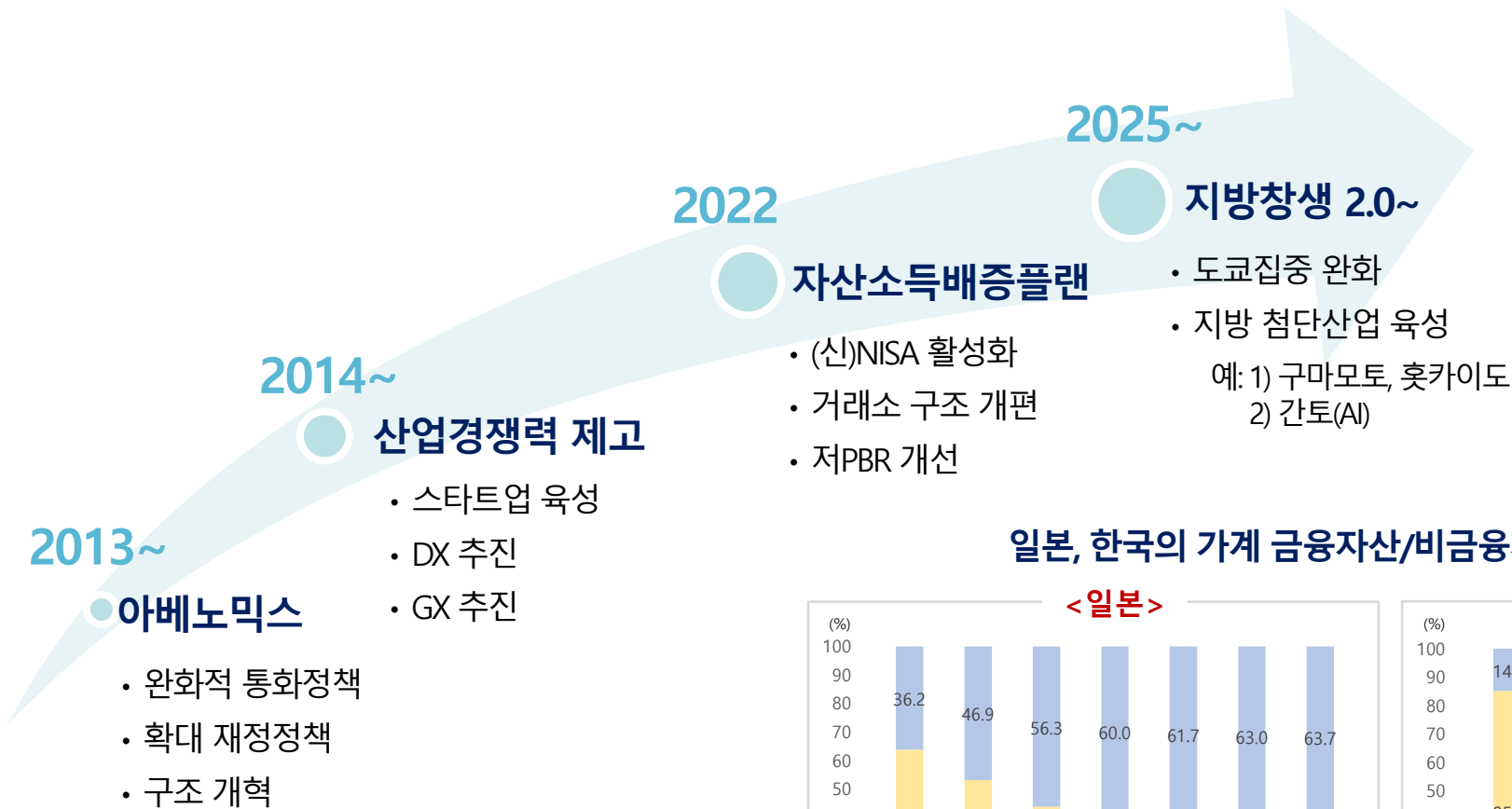
가계 실제 포트폴리오(2024년)



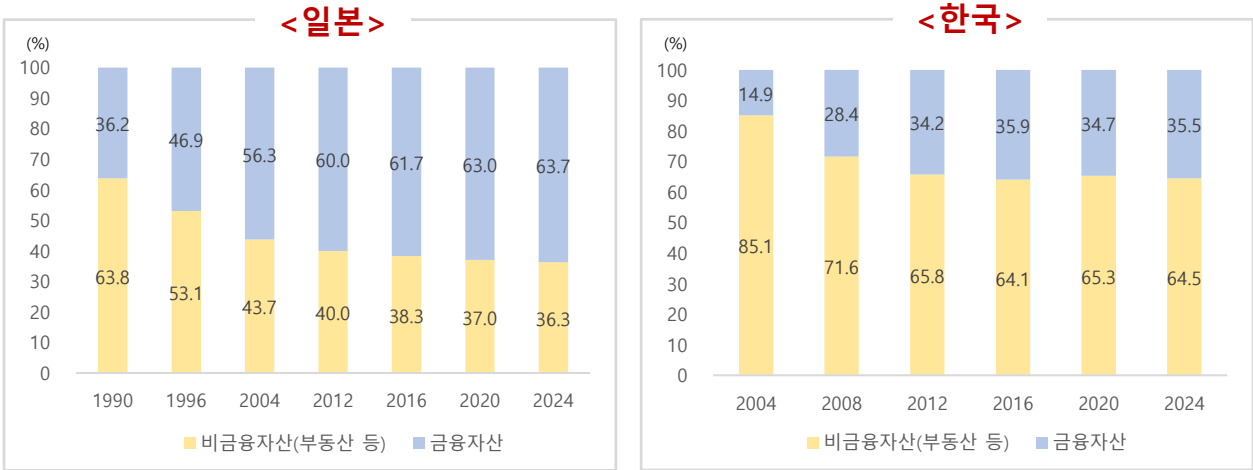
MVO 기반 모형 최적 포트폴리오



가계 포트폴리오 재조정을 통한 생산적 금융 대전환 추진



일본, 한국의 가계 금융자산/비금융자산 보유 비중 추이



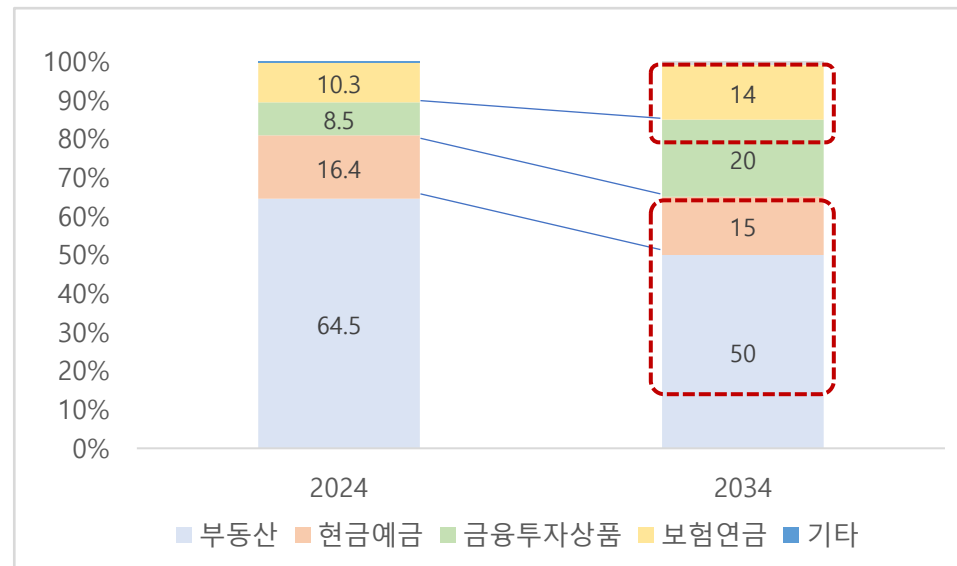
자료: 한국은행, 일본 내각부, KRX 재인용

세제 개선 등을 통한 가계 포트폴리오 비중 변화 필요성

❖ 가계 부동산보유 비중을 50%까지 낮추고 금융투자상품 비중을 20%까지 확대

- 가계의 비금융자산 보유 비중을 현재 65%에서 50%로 낮추고, 금융투자상품 비중을 20% 수준까지 확대
- '24년 한국 가계의 비금융자산(부동산) 보유 비중은 64.5%로 주요국 대비 부동산 보유 비중이 매우 높음
 - 가계 부동산 비중 - 한국 64.5%, 미국 32.0%, 일본 36.4%, 영국 51.6%
 - 가계 금융투자상품 비중 - 한국 8.5%, 미국 38.1%, 일본 13.3%, 영국 8.4%

생산적 금융 활성화를 통한 가계 포트폴리오 비중 변화 목표



자료: 한국은행 경제통계시스템

금융세제 개선 방향

금융세제 개선 방향

부동산과 세제 격차 해소

부동산 쏠림 완화



부동산 보유세 인상
ISA 세제혜택 확대

국내외 금융투자상품 세제 격차 해소

국내 장기보유 유도



배당 분리과세 혜택 확대
국내 장기보유 인센티브

투자 수단별 세제 격차 해소

상품유형별
세제 격차 해소



동일자산, 동일과세
중장기적으로 세제혜택
상품을 단일 계좌로 통합

생산적 금융 대전환을 위한 금융세제 개선안



부동산과 금융투자상품 간 세제 격차 해소

부동산 보유세 단계적 조정, 부동산 처분자금의 자본시장 유입 시 세제 인센티브
ISA 세제혜택 확대로 머니무브 유도 & 중장기 선진형 금융투자과세(손실이월공제) 도입



국내·외 금융투자상품 간 세제 격차 해소

국내주식 배당소득 분리과세 대상 확대
장기보유 시 세제 우대 도입(미국·영국·프랑스 등은 보유기간 연동 우대)



투자수단 간 세제 격차 해소

동일 편입자산에는 동일 과세 원칙 적용(펀드·일임·신탁·ELS/DLS)
중장기적으로 세제혜택 상품을 단일 계좌로 통합(예: 생산적 금융 ISA)

Thank you

본 자료의 견해와 주장은 필자 개인의 것으로 자본시장연구원과 조세재정연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다. 또한 사전동의 없는 자료 복제 및 배포, 개작 행위를 금지합니다.