

# 인구 고령화 시대, 부동산 가격 하락한다

## 1. 한국의 인구 변화 추이와 전망

평균 수명 연장, 출산율 하락으로 고령화가 가속화되고 있음  
 ○ 평균 수명 연장, 출산율 하락 등으로 인해 유년 인구는 감소, 노령 인구는 증가하는 추세를 보이고 있음

- 평균 수명 연장 : 의료 기술의 발달로 인해 평균 수명은 2000년 75.9세에서 2030년 81.5세, 2050년 83.0세로 연장될 것으로 통계청은 전망함
- 출산율 하락 : 통계청에 따르면 최근의 미혼율 증가 및 초혼 연령 상승이 출산율 하락을 가져왔으며, 이러한 현상은 당분간 지속될 것으로 전망함
  - 일본(1999년)의 1.34명, 이탈리아(1999년)의 1.21명, 독일(1999년)의 1.37명보다는 높지만, 미국(1998년)의 2.06명보다는 낮은 추세를 보이고 있음

### < 평균 수명 추이 >

(단위 : %)

	1981	1991	2000	2010	2020	2030	2050
계	66.2	71.7	75.9	78.8	80.7	81.5	83.0
남 자	62.3	67.7	72.1	75.5	77.5	78.4	80.0
여 자	70.5	75.9	79.5	82.2	84.1	84.8	86.2

자료 : 통계청, 『장래인구추계』 .

### < 합계 출산율 및 출생아수 추이 >

(단위 : 명, 천명)

	1980	1990	2000	2010	2020	2030
합계출산율	2.83	1.59	1.47	1.36	1.37	1.39
출생아수	865	659	637	503	424	388

자료 : 통계청, 『장래인구추계』 .

- 한국의 인구 성장률은 2022년 경 0%를 기록한 후 마이너스로 돌아설 전망이다, 고령화 속도는 기타 선진국보다 빠름
- (인구 변화 전망) 低출산 및 평균 수명의 연장으로 2023년 경 총인구는 감소세로 전환될 전망이다, 한국의 고령화 속도는 기타 선진국보다 빠른 것으로 나타남
  - 마이너스 인구 성장률 : 한국의 총인구는 2023년 5,068만 명으로 정점에 도달한 후 하락할 전망이다, 인구 성장률은 지속적으로 하락하여 2022년 0%를 기록한 후 마이너스(-) 성장을 기록할 전망이다
  - 빠른 인구 고령화 속도 : 한국은 이미 고령화 사회에 진입하였으며, 고령 사회로 진입하는데 약 19년, 初고령 사회로 진입하는데 7년으로 기타 선진국보다 고령화 속도가 빠름

< 인구 성장률 전망 >

(단위 : 만 명, %)

	1980	1990	2000	2010	2020	2030	2040	2050
총인구	3,812	4,287	4,701	4,959	5,065	5,030	4,820	4,434
인구 성장률	1.57	0.99	0.71	0.38	0.04	-0.24	-0.64	-1.04

자료 : 통계청, 『장래인구추계』 .

< 인구 고령화 속도 추이 >

	도달 년도			증가 소요 연수	
	7%	14%	20%	7%→14%	14%→20%
일본	1970	1994	2006	24	12
프랑스	1864	1979	2020	115	41
독일	1932	1972	2012	40	40
미국	1942	2013	2028	71	15
영국	1929	1976	2021	47	45
한국	2000	2019	2026	19	7

자료 : 통계청, 『장래인구추계』 .

주 : 노령 인구 비율(65세 이상)이 7% 이상이면 고령화 사회, 14% 이상이면 고령 사회, 20% 이상이면 初고령 사회로 정의됨.

## II. 한국 자산 시장의 변화

### 1. 개요

- (한국 자산 시장 변화의 분석) 인구 고령화에 따라 한국 자산 시장이 어떤 변화가 발생할 지에 대한 분석과 전망을 제시함<sup>1)</sup>
  - 이를 위해 한국 자산 시장을 부동산과 금융(주식 및 저축)으로 나누어 분석함
  - 또한 인구 고령화에 따른 개별 시장의 변화에 따른 대응 방안을 제시함

### 2. 한국 자산 시장의 특징

#### (1) 높은 실물 자산, 낮은 금융 자산 비중

- 한국의 가계는 전체 자산의 27.0%에 불과한 금융 자산을 보유하고 있으며, 이는 선진국보다 낮은 수치임
- (자산 포트폴리오의 불균형 현상) 1997년 기준 한국 가계의 보유 자산 비중을 살펴보면, 실물 자산이 금융 자산보다 약 2.7배 높으며, 이러한 현상은 더욱더 심화되고 있는 것으로 판단됨
  - 낮은 금융 자산 : 1997년 기준 민간 부문의 금융 자산은 전체의 27.0%로 73%를 차지하고 있는 실물 자산에 비하여 그 비중이 낮음

1) 인구 고령화가 경제에 미치는 영향에 대하여 별첨에 상세하게 설명되어 있음.

- 감소하는 금융 자산 비중 : 최근 연구 논문<sup>2)</sup>에 따르면 2001년 한국의 금융 자산 비율은 더 떨어져 17%, 실물 자산은 83.0%에 달하는 것으로 분석됨

○ (선진국의 높은 금융 자산 비중) 미국과 일본을 비교하여 보면 한국의 금융 자산 수치가 상당히 낮음을 알 수 있음

- 선진국 주식 시장의 적은 변동폭과 장기 투자가 그 원인인 것으로 판단됨

< 한·미·일 민간부문의 자산 구조 (1997년) >

(단위 : 조 원, 조 달러, 조 엔, %)

	한국	미국	일본
금융 자산	27.0%(1,037.5)	63.1%(33.4)	44.6%(2,036.6)
실물 자산	73.0%(2,801.7)	36.9%(19.5)	55.4%(2,524.9)

자료 : 한국은행, 『민간부문 금융자산운용의 특징과 시사점』, 2001.6.

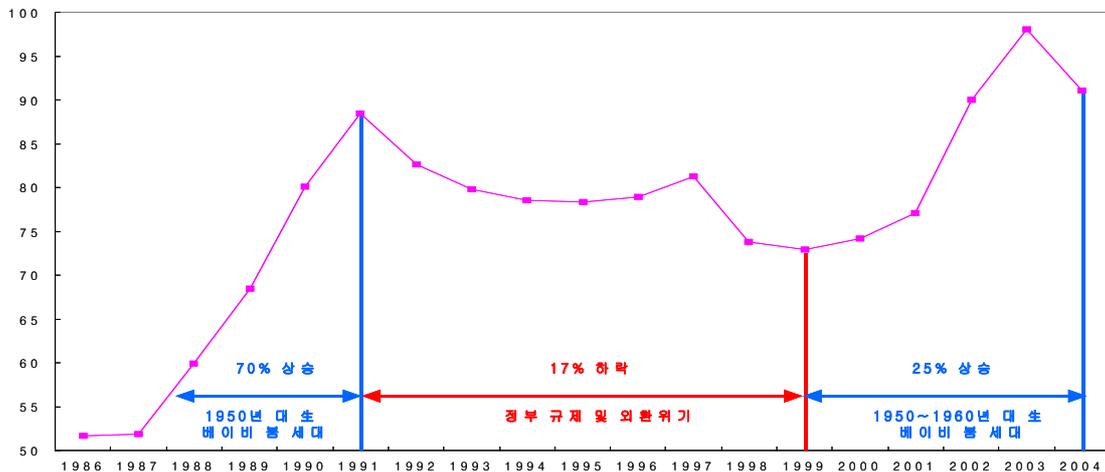
베이비 붐 세대들의 주택 구입 시점인 1986 ~1992년과 1999 ~2003년 동안 부동산 가격은 상승함

- (베이비 붐 세대의 부동산 가격 견인) 1950년~1960년 초반에 출생한 베이비 붐 세대들에 의해 주택 시장 가격이 상승함
- 1986~1991년 주택 가격 상승기 : 1950년대 출생한 베이비 붐 세대들이 30대 중반이 이룬 1986년부터 40대 초반에 이룬 1991년까지 주택 가격은 상승함(이 당시 평균 주택 구입 연령은 36세임)

2) 유경원, 『우리나라 가계의 금융자산선택 결정요인 분석』, 한국은행.

- 1991~1999년 주택 가격 하락기 : 정부의 주택 시장 억제 정책과 IMF로 심각한 재정적 타격을 입은 베이비 붐 세대들의 주택 구매 감소로 1991~1999년 주택 가격은 하락함
- 1999~2004년 주택 가격 상승기 : IMF 외환위기에서 어느 정도 회복한 1960년대 출생한 베이비 붐 세대들이 40대 초반에 이른 2000년 초반 주택 가격은 다시 상승함(이 당시 평균 주택 구입 연령은 41세임)

< 주택 매매 가격 지수 (2003=100) >



자료 : 국민은행 도시주택가격조사동향.

## (2) 위험 회피 형태의 금융 자산 포트폴리오 구성

금융 자산 중 예금이 ○ (높은 예금 비중) 한국 가계의 금융 자산 포트폴리오 구성 차지하는 비중은 전 의 대부분(2004년 기준 70%)을 예금이 차지하고 있으며, 체 금융 자산의 60% 위험 자산인 주식 비중은 전체 금융 자산의 5%에 불과함

이상으로 위험 회피 형태의 포트폴리오 - 위험 부담이 적은 부동산 과다 보유 : 또한 실물 자산 73% 보유는 한국의 가계가 단기간 가치 하락이 적은 부동산 선호도가 높다는 것을 보여줌(위험 회피 성향)

전략을 가지고 있음

○ (주식 보유 비중이 높은 미국) 미국의 경우 주식(2003년 기준 46.4%)이 금융 자산의 대부분을 차지하고 있으며 보험·예금이 그 다음을 차지하고 있음

- 주가 상승 : 금융 자산의 순증가 측면도 있지만 베이비 붐 세대들의 주식 구입에 따른 주가 상승도 한몫을 함

< 한국의 금융 자산 포트폴리오 구성 >

(단위 : %)

	1980	1985	1990	1995	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
주식	16	11	10	6	6	6	6	6	5	5	5	5
채권	10	11	13	12	11	14	11	7	7	8	7	8
예금	67	64	60	66	67	65	68	72	73	72	73	70
보험·연금	8	14	16	16	17	15	15	15	15	15	16	17

자료 : ECOS.

주 : 예금은 통화성 예금을 포함함.

< 미국의 금융 자산 포트폴리오 구성 >

(단위 : %)

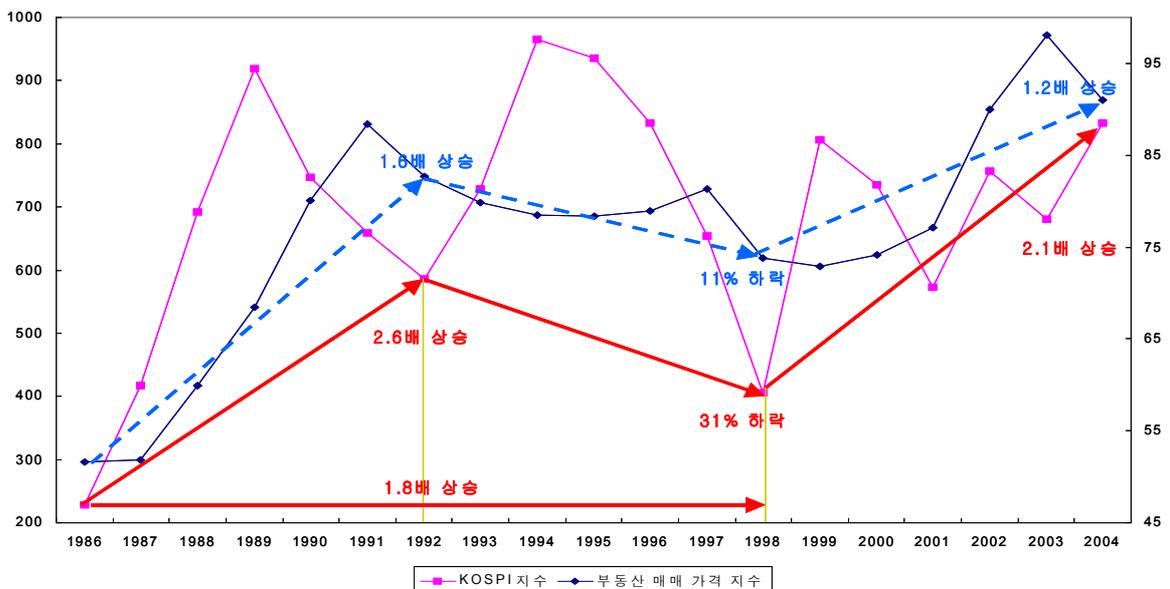
	1945	1975	1985	1995	2003
주식	47.0	58.5	28.9	43.3	46.4
채권	18.2	8.3	21.8	9.6	7.1
보험·연금	14.0	15.0	27.6	30.7	29.7
예금	20.8	18.2	21.7	16.4	16.8

자료 : McKinsey & Company.

주 : 주식은 비영리법인 및 무추얼 펀드를 포함함.

- (변동폭이 큰 주식 시장) 높은 주가 상승률에도 불구하고 부동산을 선호하는 이유는 부동산에 대한 전통적 선호와 단기간 변동폭이 큰 주가로 주식의 자산 비중이 적음
- 부동산 가격보다 높은 주가의 가격 상승률 : 부동산 경기와 주식 시장이 호황기였던 1986~1992년, IMF 외환위기를 겪었던 1992~1998년, IMF 외환위기 이후 동안 주가 상승률이 부동산 가치 상승률 보다 높음
- 베이비 붐 세대, 시장 충격으로 인한 주식 비중 축소 : 1992년 주가 폭락, IMF 외환위기로 인한 주가 폭락 등으로 베이비 붐 세대들은 주식 비중을 축소한 것으로 판단됨
- 일련의 기간 동안 발생된 충격으로 주식 비중 축소 : 한국 가계가 보유한 금융 자산 중 주식의 비중은 주가가 하락한 1990~92년부터 감소하고 결정적인 비중 축소로 들어간 시점은 IMF 외환위기인 1998년 이후인 것으로 판단됨

< 주택 매매 가격 지수 및 KOSPI 지수 변화 (2003년=100) >



자료 : 국민은행 도시주택가격조사동향, KRX.

### III. 한국 자산 시장 전망

#### 1. 부동산 시장 전망

주택 구입을 위한  
가계 대출의 급증,  
금융 자산 및 연금  
자산의 부족 등으  
로 베이비 붐 세대  
들의 노령 소득 부  
족 현상 발생

- (베이비 붐 세대의 퇴직 후 소득 부족) 부채에 의한 주택 구매, 금융 자산의 부족, 연금 자산의 부족으로 베이비 붐 세대들의 퇴직 후 소득 부족 현상이 발생할 전망
- 부채에 의한 주택 구매 : 베이비 붐 세대들이 주택을 구입한 1980년대 말과 2000년대 초반부터 가계 대출은 급증하였으며, 특히 2000년대 대출 중 절반 이상이 주택 관련 대출임
  - 퇴직 후 소비 재원 부족 : 따라서 베이비 붐 세대들의 퇴직 후 소득은 자산의 80%를 차지하는 부동산 관련 빚을 청산하지 않는 경우, 노령 소비를 충당할 충분한 재원이 부족
- 금융 자산 부족 : 2020년경 금융 자산은 16.6% 증가한 1,541조원, 64세 인구 1인당 보유하는 금융 자산은 지속적으로 감소하여 2020년경 약 2,000만원에 불과할 전망이다
  - 금융 자산 악화의 지속 : 부채 상환 기일이 10년 이상일 경우 베이비 붐 세대들의 금융 자산은 더 떨어질 전망

#### < 가계 부채 현황 >

(단위 : 조 원 %)

	1988	1989	1991	2000	2001	2002	2003	2004
은행권 가계 대출	-	-	-	118(28.3%)	161(36.4%)	222(37.9%)	252(13.5%)	277(10%)
주택 대출	-	-	-	-	85	131	152	171
개인 대출금	29.95	31.82	29.02	20.57	20.20	30.28	5.19	5.30

자료 : 금융감독원., 한국은행

주 : 괄호와 개인 대출금은 전년대비 증가율.

#### < 금융 자산 보유 전망 >

(단위 : 조원, 만원, %)

	1993~1999	2000~2004	2004	2010	2015	2020
평균 금융 자산	607	1,191	1,322	1,777	2,260	2,886
실질 평균 금융 자산	-	-	1,322	1,400	1,469	1,541
15세 이상 인구당	-	-	3,570	3,415	3,431	3,532
64세 이상 인구당	-	-	3,894	2,641	2,098	2,009

자료 : 금융감독원.

주 : 2004년 인구는 2000년 기준임. 실질 평균 금융 자산은 2004년 기준임.

- 연금 부족 : 금융 자산 부족분을 보완해줄 국민연금의 퇴직 후 1당 수령 가능한 연금급여액의 감액이 이루어지면, 베이비 붐 세대들의 유동성 위기가 발생할 수 있음

○ (퇴직 후 소득 부족분 충당을 위한 부동산 매각) 금융 자산의 부족분을 충당하기 위해 보유 부동산의 매각이 불가피할 전망이므로 이로 인해 대량 매물로 인한 주택 가격 하락이 전망됨

- 주택 가격 하락 : 따라서 노령 소비를 충당할 재원 확보를 위해 부동산 매각 혹은 역모기지 활용이 있으나, 대량의 매물 출현으로 가치 하락이 예상됨

· 역모기지 수익률 하락 : 역모기지를 활용한 종신 연금화 (Annuitization) 자체도 운영 주체들의 매도 혹은 Rent로 가치 하락 발생과 전·월세가의 동시 하락 가능성 존재

- 유산 동기의 가치 하락 방지 미미 : X세대를 위한 부동산 상속은 부동산 보유로 인한 세금과 자산 이익 실현을 위해 대량 매물 출현으로 이어져 가치 하락(부동산 및 전·월세가의 하락)이 발생될 전망

■ 전망 : 베이비 붐 세대들의 퇴직 후 소비를 위한 재원 부족 사태가 발생할 전망이며, 이의 해결을 위해 부동산 매각 혹은 역모기지가 활용될 수 있으나 대량의 매물로 부동산 가치 하락은 베이비 붐 세대가 퇴직하는 2015년경 이후 가시화될 전망이다

3) 미국의 부동산 시장도 베이비 붐 세대로 인한 수급 불균형으로 가치 하락이 예상될 것이란 전망임 있음. (참조: Mankiw, N and D. Weil. 1989. "The Baby Boom, the Baby Bust and the Housing Market" Regional Science and Urban Economics, 19, 235-259)

## 2. 금융 시장 전망

### (1) 저축률 하락

- 중위 연령층의 감소, 저축의 주요 동인인 주택 가격의 하락, 조세 부담의 증가로 저축 하락이 예상됨
- (저축률 하락 예상) 중위 연령층의 감소, 주택 가격 하락으로 인한 주택 동인 감소, 고령화로 인한 조세부담률 증가 등으로 인해 저축률 하락이 예상됨
  - 주요 저축 계층(Prime Savers) 감소 : 저축을 가장 많이 하는 중위 연령 계층 나이가 고령화될수록, 개인 저축률 하락과 맞물려 총저축률은 하락할 수 있음
    - 한국의 중위 연령층 상승 : 한국의 중위 연령이 2000년 31.8세에서 2030년 경 47.7세로 높아질 전망이다
  - 주택 가격 하락→저축률 하락 : 인구 고령화로 인한 주택 시장의 수급 불균형으로 주택 가격이 하락할 경우, 35~41세에 주택을 구입하는 경제 주체들의 저축을 줄이는 요인으로 작용할 수 있음
    - 저축에 의한 높은 주택 구입 비중 : 한국의 내 집 마련의 방법으로 저축(1987년~2001년 평균 : 45.9%), 상속 및 증여(1987년~2001년 평균 : 37.7%), 대출 및 기타(1987년~2001년 평균 : 16.5%) 등으로 저축의 비중이 가장 높음

#### < 중위 연령 추이 >

(단위 : 세)

	1980	1990	2000	2010	2020	2030
한국	21.8	27.0	31.8	37.5	42.8	47.7
미국	-	-	35.8	37.8	39.0	40.6
일본	-	-	41.2	43.8	46.9	49.3
중국	-	-	30.0	34.5	37.3	40.8

자료 : 통계청, 『장래인구추계』.

- 사회보장비 각출률 증가→저축률 하락 : 인구 고령화로 인한 사회보장비 각출 증대가 이루어질 경우 가처분 소득의 감소를 가져와 저축률 하락을 가져올 수 있음

■ **전망** : 주택 시장 수급 불일치로 인한 주택 가격 하락과 고령화로 인한 사회 보장 부담비 증가 등으로 개인 저축률 하락은 주요 저축 계층의 감소와 맞물려 총저축률 하락을 가져올 전망이다

## (2) 주식 시장의 가치 상승

- (주식 시장 및 베이비 붐 세대에 미치는 영향은 미미) 베이비 붐 세대가 보유한 금융 자산 중 주식이 차지하고 있는 비중이 극히 작아 향후 이들이 은퇴하더라도 주식 시장에 미치는 충격과 가치 상실은 미미할 전망이다
- 보수적 포트폴리오 구성 : 전체 금융 자산 중 5%를 주식으로 보유하고 있는 보수적(위험 회피) 투자 성향을 유지한다면, 향후 베이비 붐 세대의 주식 가치 상실은 미미할 전망이다
- 미미한 1인당 주식 보유액 : 베이비 붐 세대 1인당 주식 보유액은 2004년 기준 약 857만원으로 부동산 가치에 비하면 미미하여, 주가가 폭락하여도 그 가치 하락은 크지 않을 전망이다

### < 베이비 붐 세대 1인당 주식 보유액 >

(단위 : %, 백억 원, 만원)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
주식 액수(A)	75	3,972	4,637	5,321	5,486	5,797	6,016	5,856	6,000
1인당 보유액	11	567	662	760	784	828	859	837	857

자료 : ECOS, KRX.

주 : 베이비 붐 세대 인구가 2000년 기준 약 700만 명으로 가정함.

- **주가 하락 미미** : 가계가 보유한 주식이 전체 시가 총액에서 차지하는 비중은 감소하여 2004년 기준 약 14.5%를 차지하여 베이비 붐 세대의 공급 과잉에 따른 주가하락은 없을 전망이다

○ (대규모 주식 수요 증대로 주가 상승 기대) 베이비 붐 세대 및 X세대들의 주식 구입, 이자율 상승으로 인한 해외 자본 유입, 퇴직 연금 제도 도입, 연기금의 주식 투자 확대 등으로 주가 상승이 전망됨

- **베이비 붐 및 X 세대의 주식 구입 증대** : 부동산 시장의 폭락으로 투자 매력을 잃은 X 세대들의 주식 구입 유인과 부동산 가치 하락을 예상한 베이비 붐 세대들의 주식 매입으로 주가 상승이 예상됨

- **금융 선진화와 주식 상승 기대감에 따른 해외 자본 유입** : 한국 금융 시장의 선진화와 미래 주식 시장에 대한 기대감 증대로 인하여 해외 자본의 국내 유입으로 주식 시장의 상승세가 예상됨

< 가계 보유 주식의 시가 총액 비중 >

(단위 : %, 백억 원)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
주식 비중	11	6	6	6	6	5	5	5	5
주식 액수(A)	75	3,972	4,637	5,321	5,486	5,797	6,016	5,856	6,000
시가 총액(B)	11,737	7,099	13,780	34,950	18,804	25,585	25,868	35,536	41,259
비중(A/B)	0.6	55.9	33.6	15.2	29.2	22.7	23.3	16.5	14.5

자료 : ECOS.

- 퇴직 연금 제도의 도입 : 70~80조 원으로 추산되는 퇴직금은 향후 '근로자퇴직급여보장법'에 따라 사외(社外)에서 적립되는 펀드 운용으로 주식 시장의 상승세가 전망됨
  - 미국 사례 : IRAs(Individual Retirement Accounts)와 401(k)과 같은 퇴직연금을 선택한 사람들로 가계의 주식 보유 비율이 1989년 32%에서 1995년 41%로 증가하였으며 개인 투자자 수는 약 4000만 명 증가했음
  
- 국민연금의 주식 시장 참여 : 현재 채권 위주의 국민연금 투자 포트폴리오의 개선을 위해 주식 투자 비중을 높일 전망이어서 향후 주식 가치의 상승이 예상됨
  - 높은 채권 비중 : 국민연금의 포트폴리오 구성은 채권 비중이 2004년 86.1%, 주식 비중이 7.6%로 주식 비중이 낮음
  
- 전망 : 낮은 주식 보유율로 주식 시장 가치 하락 가능성은 미미하며, 부동산 가치 하락의 사전 전망에 따른 베이비 붐 및 X 세대의 주식 참여 증가 및 국민연금의 주식 투자 비중 확대 등으로 주식 가치 상승이 예상
  
- 또한 인구 고령화로 인해 실물 자산의 가치 하락, 상대적으로 주식과 같은 금융 자산의 가치가 상승할 전망임에 따라 가계의 포트폴리오 구성도 실물에서 금융 자산으로 변화될 전망

< 현행 국민연금 투자 대비 채권 및 주식 비중 >

(단위 : %, 백억 원)

	2000	2001	2002	2003	2004
투자 총계	6,087	7,591	9,306	11,257	13,328
채권(비중)	1,989(32.7%)	3,859(50.8%)	5,641(60.6%)	8,879(78.9%)	11,476(86.1%)
주식(비중)	341(5.6%)	393(5.2%)	504(5.4%)	710(6.3%)	1,013(7.6%)

자료 : ECOS, KRX.

## V. 정책 과제

### 1. 개인

주식의 높은 장기 투자 수익률을 감안한다면, 장기적인 관점에서 주식의 비중을 높일 시점임

○ (장기 투자 목적을 가지고 주식 보유를 늘려라!) 앞에서 보았듯이 주식의 장기 투자는 동기간의 부동산 수익률보다 높으므로 고령화 사회에 대비해 주식 비중을 높이는 것이 바람직함

- 주식 비중 제고 : 향후 가치 하락할 부동산은 노령 소비를 위한 투자 재원으로서 역할을 수행하지 못할 전망이므로 X 세대들은 주식 비중을 높일 필요가 있음

- 단기성 매매 패턴 지양 : 만일 IMF 외환위기 때의 우량 주식을 가지고 있었다면, 현재 그 가치는 2배 이상 상승하였을 것이므로 단기성 매매 패턴을 버리고 장기적 관점에서 투자를 하는 자세를 가져야 함

○ (노후 소득 확충을 위해 자기 개발을 하라!) 부동산 시장의 침체로 인한 노령 소득 하락을 보존하기 위해 향후 노동 시장에서 필요로 하는 기술 습득 혹은 베이비 붐 세대들 간의 연대 구성을 통한 노동 공급 등이 필요함

### 2. 정부

○ (정부의 인위적 부동산 개입을 최소화하라!) 부동산 가격이 하락할 2015년 경 부동산 시장의 개입은 부동산 가격의 왜곡을 가져와 심각한 경제적 손실을 입힐 전망이므로 정부는 개입을 최소화하여야 함

정부는 부동산 시장의 개입 자제, 퇴직 연령 연장 법안 마련, 노령 인구를 위한 서비스 산업 육성책을 조기에 실현해야 함

- 시장 원리 도입 : 정부의 인위적인 시장 개입에 의한 부동산 가격 안정화가 취해지면, X세대들이 지불해야 하는 가격이 시장 자체의 가격보다 높아져 가격 부담이 커지는 결과를 초래하게 됨

- 규제 철폐 : 정부의 인위적인 시장 개입 보다, 원활한 거래 형성을 위한 규제 철폐가 필요함

○ (퇴직 연령 연장 법안 마련) 생산 가능 인구의 감소 및 고령화로 인한 국가 재정 부담 증대를 해소하기 위해 퇴직 연령 연장이 필요함

- 노령 인구 고용 활용 방안 마련 : 고급의 숙련도를 요하지 않는 직업<sup>4)</sup>을 개발하여 노령 인구 고용 확대 방안을 마련해야 할 것임

· 노령 인구 기술 지원 센터 운용 : 노령 인구의 기술력 향상을 위한 노령자 대상 기술 지원 센터 운용 필요

· 노령 인력 차별화 금지 법안 마련 : 고령자가 채용 및 해고 등에서 차별 받지 않도록 1991년 제정된 『고령자고용촉진법』의 수정이 필요함

○ (내수 소비 성향이 큰 노령 인구 대책 마련) 경제성장을 향상을 위해 내수 진작이 필요함. 현재와 같은 제조업 수출 지향 성장 모델은 향후 내수 소비 성향이 큰 고령화 층의 증가로 성장률은 더욱더 위축될 전망이다

- 서비스 산업의 육성 : 노령 계층들은 서비스 재화의 소비 계층이기 때문에 이들을 위한 서비스 산업의 적극적 육성 없다면 성장률 하락은 불가피할 전망

4) 미국의 경우 McGregor(2000)의 설문 조사에 따르면 설문 참여자 중 48%가 노령 인구는 기술을 다루는데 있어 문제가 있다고 여김.

## < 별첨 > 인구 고령화의 경제적 영향

### 1. 거시 경제 변수의 영향

생산 가능 인구 감소로 노동 공급 하락이 예상되며, 이는 인당 자본 증가와 함께 경제성장을 하락의 원인으로 작용할 전망이다

- (노동 공급 감소) 생산 가능 인구(15~64세)가 총인구에서 차지하는 비중이 적어지면서, 노동 공급 감소가 예상됨
  - 생산 가능 인구(15~64세)는 2000년 3,370만 명에서 2030년 3.6% 감소한 3,248만 명으로 변화가 거의 없지만, 총인구 대비 생산 가능 인구는 지속적으로 감소하여 2030년 64.6%에 달할 전망이다
  - 65세 이상 인구의 증가 : 65세 이상의 인구가 2000년 340만 명에서 2030년 240% 증가한 1,160만 명에 이를 전망
    - 그러나 퇴직 연령을 64세에서 상향조정할 경우 총 노동 공급은 증가할 수 있음
  - 실업률 상승 가능성 : 만약 퇴직 연령이 상승할 경우, 증가할 노령 계층의 노동 공급 인력이 생산 가능 인구의 노동 영역과 상충되면 실업률 상승 가능성도 존재함
  - 수요 시장의 수급 불일치 : 자산의 주 수요 계층인 생산 가능 인구의 감소는 자산 시장의 수요 부족 현상을 유발할 전망이다

#### < 연령 계층별 인구 및 구성비 추이 >

(단위 : 만 명, %)

	1980	1990	2000	2010	2020	2030
총인구	3,812	4,287	4,701	4,959	5,065	5,030
0~14세	1,300	1,100	991	855	703	622
15~64세	2,372	2,970	3,370	3,574	3,595	3,248
65세 이상	146	220	340	530	767	1,160
15~64세(총인구 대비)	62.2	69.3	71.7	72.1	71.0	64.6

자료 : 통계청, 『장래인구추계』.

- (경제 성장을 하락) 노동 공급 감소와 인당 자본 증가에 따른 투자 유인 감소는 경제성장률 하락을 가져올 전망이다, 이는 투자 수익률 하락을 가져와 투자 감소가 다시 이루어지는 구축효과를 발생시킬 전망이다
  - 노동 공급 감소 : 생산 가능 인구(15~64세)가 총인구에서 차지하는 비중이 적어지면서, 노동 공급 감소로 총 생산량 하락을 이끌 전망
  - 인당 자본의 증가 : 생산 가능 인구의 하락으로 인하여 유희 자본의 증가가 발생하고 이는 투자 유인을 감소시킴
  - 구축 효과에 따른 성장률 추가 하락 : 생산 가능 인구 하락과 투자 감소는 성장률을 하락시키고 이는 다시 자본 투자 수익을 하락시켜 투자를 감소시키는 구축 효과를 발생시킴

## 2. 정부 재정의 영향

고령화는 국민연금 및 의료비와 같은 조세 수요를 증대시키나 성장률 하락과 노동 공급 감소로 조세 공급을 감소시킬 전망이다

- (정부 지출 증가에 따른 조세 부담률 증가) 고령화로 인해 국민연금 및 의료비 지급의 증가와 조세 부담 인원 및 성장률 감소 인해 인당 조세부담률 증가가 예상됨
  - 조세 수요 측면 : 국민연금 및 의료비 증대 예상
    - 국민연금 지급 증가 : 低출산 및 평균 수명 연장에 따른 부양비 증가는 국민연금의 장기 재정 수요를 증가시킬 전망이다, 국민연금은 2046년 경 고갈될 전망이다

### < 국민연금 장기 재정 전망 >

(단위 : 10억 원)

	2010	2020	2035	2040	2045	2046
총수입	54,928	117,990	193,973	197,185	168,792	159,019
총지출	10,616	44,593	213,113	327,241	447,410	477,410
적립기금	353,267	953,777	1,593,324	1,180,636	109,339	0
수지차	44,312	73,397	-19,140	-130,056	-278,817	-318,391

자료 : 한국사회보험연구소, 『국민연금재정추계모형』, 2002.12.

- **의료비 지급 증가** : 국민연금 지급 증가와 함께 고령화로 인한 의료비 지급도 급증할 전망이며, 의료의 질적 수준 향상에 필요한 비용을 고려하면 의료비 지급 비중은 높아질 전망
- **조세 공급** : 노동 공급 하락으로 인한 조세 부담 인원 감소와 성장률 하락으로 인한 세원 감소는 정부의 조세 수입을 감소시킬 전망이다
  - **조세 부담 인원 감소** : 노동 공급의 하락은 정부가 부과해야 할 조세 부담 인원을 감소시켜 조세 수입 감소를 야기할 전망이다
  - **성장률 하락으로 인한 세원 감소** : 자본 축적 감소로 인한 성장률 하락은 세원(Tax Base)을 감소시켜 정부의 조세 수입을 감소시킬 전망이다
- **조세 부담률 상승은 근로 의욕 저하를 유발** : 인당 조세 부담률의 증가는 다른 조건이 일정하다면, 개인의 근로 의욕 감소 및 교육 투자의 감소로 성장률 하락이 예상된다
  - **근로 의욕 감소** : 인당 조세 부담률의 증가는 다른 조건이 일정하다면, 개인의 근로 의욕을 감소시켜 경제 성장률 하락을 이끌 수 있음
  - **인적 자원 투자 감소** : 고령화로 연금 및 건강 보험에 대한 지출을 확대할수록 교육과 같은 인적 자원 투자를 감소시켜 성장률 하락이 발생할 수 있음<sup>5)</sup>

< 건강 보험 관련 재정의 GDP 비율 >

(단위 : %)

	2010	2015	2020	2030	2040	2050
총진료비	0.033	0.034	0.035	0.039	0.040	0.041
총급여비	0.023	0.024	0.025	0.028	0.029	0.030
정부지원금	0.006	0.006	0.006	0.007	0.007	0.007
의료보호	0.003	0.003	0.003	0.004	0.004	0.004

자료 : 한국사회보험연구소, 『국민연금재정추계모형』, 2002.12.

5) Turner D, Giorno C, De Serres A, Vourch A and Richardson P. 1998. "The Macroeconomic Implication of Ageing in a Global Context," OECD.

### 3. 자산 시장의 영향

#### (1) 자산 시장 붕괴 가설(Asset Market Meltdown Hypothesis)

- 베이비 붐 세대가 은퇴하면 이들의 보유 자산을 수용할 X 세대의 부족으로 자산 가격 하락이 예상됨
- (자산 시장 붕괴) 베이비 붐 세대가 은퇴하게 되면 이들의 자산 공급을 충분히 흡수할 수 있는 계층의 수요 부족으로 인하여 자산 가격 하락이 예상됨
  - 자산 수급 불일치로 인한 자산 가격 폭락 : Siegel<sup>6)</sup>은 1950~60년대 초반에 태어난 베이비 붐 세대들이 보유한 자산을 구입할 수 있는 X 세대(Generation Xers: 1960년대 후반~1970년대 초반에 태어난 세대)의 양적 부족으로 인해 자산 가격(주식, 채권, 부동산 등)의 폭락을 주장함
    - 사회 보장 기금의 이익 실현, 자산 가격 붕괴 역할 : 2042년 경 고갈될 미국의 사회 보장 기금(Social Security Trust Fund)이 2042년 전에 시장에 매물로 출현될 경우 자산 가격의 하락이 예상된다고 주장함
    - 과거 구매 패턴의 지속, 자산 가격 붕괴 역할 : Bergantino<sup>7)</sup>는 전후 자산 가격 상승은 戰後 인구학적 변화(Demographic Change)에 의해 발생하였으며, 이러한 패턴이 지속된다면 향후 인구 고령화는 자산 가격 붕괴를 가져올 수 있다고 주장함
  - 주가 하락 : Geanakoplos와 2인<sup>8)</sup>은 베이비 붐 세대로 인하여 미국의 주가는 하락할 것이라고 주장함
    - 중위 연령층 감소, 주가 하락의 원인 : S&P 500으로 측정되는 실질 주가는 중위 연령층(40~49세)과 청년층(20~29세)의 비율과 관계가 있다고 주장함
    - S&P 500은 2000~2050년 기간 동안 매년 실질 가치로 약 60 베이스 포인트 하락할 것이라고 전망함

6) Siegel, The Future for Investors, Crown Business, 2005.

7) Bergantino, Steven. 1998. "Lifecycle Investment Behavior, Demographics, and Asset Prices," Doctoral Dissertation, MIT, Department of Economics.

8) Geanakoplos, John, Michael Magill, and Martine Quinzii. 2004. "Demography and the Long-Run Predictability of the Stock Market" Brookings Papers on Economic Activity.

- 위험 프리미엄의 증가 : Brooks<sup>9)</sup>는 노령 계층은 無위험 자산 (Riskless Asset)을 선호하기 때문에 고령화 사회가 되면 위험 자산과 無위험 자산의 수익률 차이인 위험 프리미엄(Risk Premium)을 증대시킨다고 주장함. 이는 위험 및 無위험 자산 가격의 하락을 의미함
  - 無위험 자산 수익률 하락 : 無위험 자산 수익은 베이비 붐 세대들이 젊고 근로하는 기간에는 증가하나, 나이가 들수록 無위험 자산을 선호하기 때문에 퇴직 연령에 도달할 시점에 無위험 자산 수익률은 떨어짐
  - 시뮬레이션 결과 : 베이비 붐 세대가 젊었을 때의 無위험 자산 수익률은 4.5%에서 4.8%로 상승하였으나, 이들이 은퇴하는 시점에 4.1%로 하락한다고 증명함

## (2) 자산 시장 非붕괴 가설

- 자식을 위한 유산 동기로 인해 자산 수요는 증가할 전망이다이어서, 급격한 자산 가격 하락은 없을 것임
- (유산 동기 가설) Poterba<sup>10)</sup>의 주장에 따르면 경제 주체들은 자식을 위한 유산 제공을 위해 퇴직 후에도 자산 소비를 급격하게 감소시키지 않기 때문에 자산 시장의 붕괴 가설은 희박하다고 주장함
  - 유산 동기 가설 :Poterba는 유산 동기 가설을 내세워 자산 시장 붕괴 가설을 기각함
    - 연령별로 자산 보유 현황을 보여주는 소비자금융조사(SCF: Survey of Consumer Finance) 분석을 통하여 자산 시장 붕괴 가설을 반박함
    - 생애 주기 가설(Life Cycle Hypothesis)에 따르면, 富의 축적은 퇴직 전까지 증가하고 그 이후 감소하는 낙타등 모양 (Hump Shape)을 보임에 따라 低출산에 따른 노동 인력의 감소는 一國의 총자산을 감소시키는 결과를 초래함

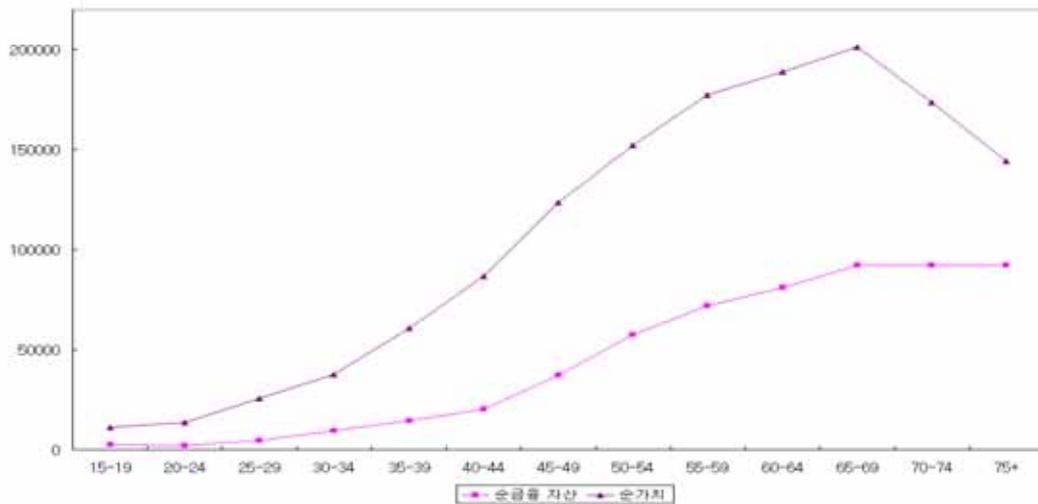
9) Brooks, Robin. 2000. Life' Cycle Portfolio Choice and Asset Market Effects of the Baby Boom" IMF.

10) Poterba, James M. 2001. "Demographic Structure and Asset Returns" Review of Economics and Statistics, 83, 565-584.

- 퇴직 후 자산 소비의 완만함 : 그러나, Poterba는 SCF 데이터를 이용하여 퇴직 후(64세 이후) 미국인의 자산은 급격하게 감소하지 않으므로 인구 고령화에 따른 자산 시장은 붕괴하지 않는다고 기존의 논문들과 상반된 결론을 제시함
- 유산 동기 : 자산 시장이 붕괴하지 않을 근거로 Poterba는 유산 동기를 제시함. 즉 경제 주체들의 자산 축적 목적은 유산 동기에 기인한 바가 있으므로 유산 동기에 따른 자산 수요가 자산 시장 붕괴를 어느 정도 완화시킨다고 주장함
- 유산 동기 가설 기각설 : 그러나 경제 주체들이 유산 동기 (Bequest Motive)를 가지고 자산 구입하더라도 자산 가격 하락은 완화되지 않을 것이라고 Abel<sup>11)</sup>은 주장함

< 미국의 연령별 자산 보유 현황 (1983~95) >

(단위 : \$, 세)



자료 : Poterba(2001).

주 : 본 데이터는 연령(Age) 및 세대(Cohort) 효과<sup>12)</sup>를 허용한 것임.

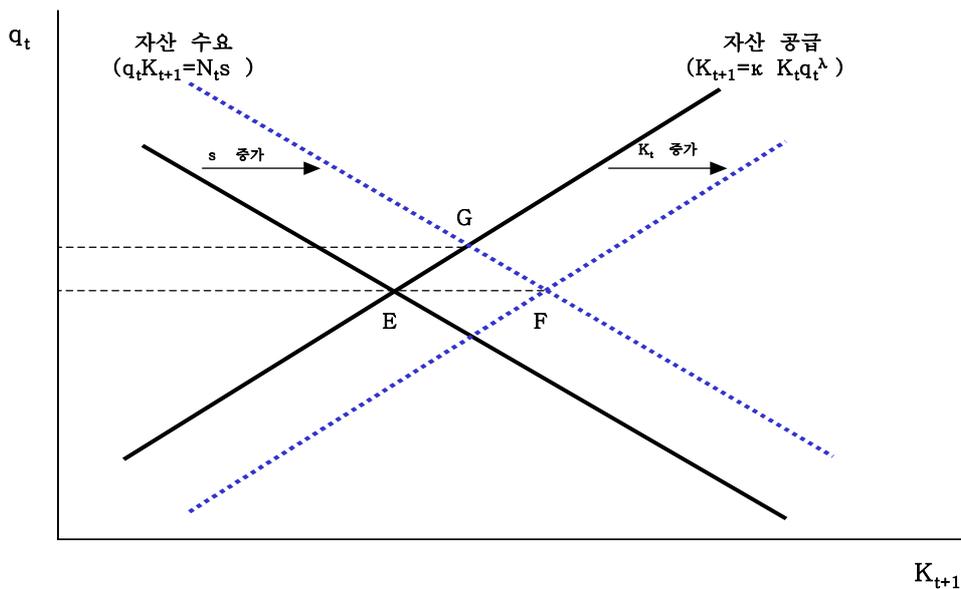
- 11) Abel, Andrew B. 2001. "Will Bequest Attenuate the Predicted Meltdown in Stock Prices When Baby Boomers Retire?" *Review of Economics and Statistics*, 83, 589-595
- Abel, Andrew B. 2003. "The Effects of a Baby Boom on Stock Prices and Capital Accumulation in the Presence of Social Security," *Econometrica*, 71, 551-578.
- 12) 연령 효과란 특정 연령대에 자산을 보유하는 효과, 즉 40 대의 연령대가 되면 생애 소비 평탄화를 위해 어느 정도 자산을 보유하고 있는지를 보여주기 위함이며, 세대 효과란 특정 기간을 산 세대 집단과 그렇지 못한 세대 집단의 다른 소득과 소비 패턴을 구분하기 위한 것, 즉 1997년 IMF 위기 때의 40대(1957 중반 生)와 2005년 내수부진 경험을 겪고 있는 40세대(1965년 生)의 자산 보유 패턴은 다를 것이기 때문에 이러한 효과들을 구분할 필요가 있음.

그러나 유산 동기는 자산 수요를 증가시키고 동시에 자산 공급을 증가시켜 자산 가격 하락을 약화시키지 못 할 전망이다

- 유산 동기는 자산 수요 증대 : 유산 동기를 가진 경제 주체들은 자식을 위해 유산을 남겨야 하기 때문에 유산 동기가 없는 상황보다 더 많은 자산을 구입함. 따라서 총자산 수요가 늘어나 총자산 공급이 일정하다면 자산 가격은 상승함
- 유산 동기는 자산 공급 증대 : 그러나 유산 동기를 가진 경제는 상속으로 인해 每期마다 자산 공급을 늘려, 총자산 수요 증가에 따른 자산 가격 상승을 일대일로 상쇄시켜 자산 가격 하락을 약화시키지 못한다고 주장함
- 유산 동기, 無의 자산 완화 효과 : 유산 동기로 인해 자산 수요는 증가하여 기존의 균형점 E에서 G로 증가함. 그러나 유산 동기로 인해 t기의 자본의 증가는 t+1기의 자본 공급을 늘려 자산 공급 곡선이 우하향 이동함. 따라서 유산 동기로 인한 균형가격은 원래의 수준인 F로 회귀하게 됨 

윤여필 연구위원 ypy@hri.co.kr ☎ 3669-4181

< 자산 수요와 공급 >



자료 : Abel(2001).