
Ⅲ. 저출산·고령화와 경제성장, 재정 및 금융시장

앞 장에서 설명한 바와 같이 저출산·고령화로 인해 생산가능인구가 감소하고 노인인구에 대한 부양부담이 증가할 경우 경제성장에 부정적인 영향을 미치는 한편, 조세수입 감소와 사회복지 지출 증가에 따라 재정건전성이 위협을 받을 수 있다. 또한 베이비 붐 세대의 은퇴와 기대수명 연장에 따른 가계의 자산수요 변화로 금융시장이 충격이 받을 수 있다. 본 장은 저출산·고령화가 야기할 거시경제위험에 대해 금융이 어떠한 역할을 해야 하는지를 살펴보기에 앞서 저출산·고령화가 가져올 거시경제위험에 대해 보다 구체적으로 살펴보았다.

1. 저출산·고령화와 경제성장

인구와 경제성장에 관한 연구는 18세기 Malthus의 인구론까지 거슬러 올라갈 정도로 역사가 오래되었는데, 시대에 따라 그 관점이 변화하여 왔다(Bloom et al., 2001). 최근 들어 저출산·고령화로 인해 인구와 경제성장간의 관계에 대한 연구는 인구 규모나 증가율 보다는 인구의 연령별 분포나 인구구조 변화가 경제 성장에 미치는 영향에 더 큰 관심을 기울이고 있다.

먼저, 저출산·고령화가 진전될수록 저축률이 하락할 가능성이 높다. 생애주기 가설에 의하면 개인은 노동소득이 증가하는 청년기나 장년기에 소득 이하로 소비를 억제하고 저축함으로써 자산을 축적하며, 은퇴 이후 노년기에 축적된 자산을 소비함으로써 은퇴 이전의 소비 수준을 유지한다. 고령화로 인해 자산을 소비하는 가계가 증가하여 가계 저축률이 저하됨에 따라 저축률이 낮아질 것으

로 예상된다. 또한 저출산·고령화로 노동공급이 감소할 경우 조세수입 감소와 사회보장 증대에 따른 재정수지 악화로 정부의 재정 측면에서도 저축률에 부정적인 영향을 미칠 것이다.

Feldstein-Horioka(1980)는 투자와 저축은 강한 양(+)의 상관관계가 있기 때문에 저축률이 떨어지면 투자가 감소하고, 이에 따라 자본 축적이 둔화된다는 연구 결과를 발표하였다. 동 가설을 받아들인다면 저출산·고령화로 저축률이 하락할 경우 투자도 감소할 가능성이 높다. 물론, 최근 국제자본 이동이 활발해지면서 투자와 저축 사이의 상관관계가 약해지고 있어 부족한 저축을 해외로부터의 투자로 충당할 수 있다는 견해도 존재한다(일본경제산업성, 2006). 이하에서는 인구구조 변화가 경제성장에 미치는 영향에 대한 국내외 연구를 정리하였다.

가. 해외 연구

저출산·고령화가 잠재성장률에 미치는 영향은 공급측면을 강조한 연구와 공급과 수요 측면 모두를 강조한 연구 등으로 구분될 수 있는데, 먼저 공급측면을 강조한 연구를 살펴보면 다음과 같다.

첫째, 외생적 인구구조 변화 및 외생적 성장이론에 기초한 연구로는 Auerbach and Kotlikoff(1987), Hviding and Merette(1998), Miles(1999) 등이 있다. 이들은 중첩세대모형(Overlapping Generations Model)을 이용하여 미국, 영국, 독일, 스웨덴, 일본, 이탈리아 등 선진국을 대상으로 분석한 결과, 인구구조 고령화는 주로 저축률 하락 및 노동공급 감소의 경로를 통하여 소득을 감소시킨다는 결과를 도출하였다.

둘째, 외생적 인구구조 변화 및 내생적 성장이론에 입각한 연구가 있다. 이러한 연구에는 Fougere and Merette(1999), Sadahiro and Shimasawa(2002) 등이 대표적이다. 이들은 일반균형모형을 이용하였는데 출산율 하락에 따른 인구증가를 하락과 피부양인구 비율 증가가 저축률을 감소시키지만 교육투자 증대가 노동의 질을 향상시켜 인적자본 축적을 촉진함으로써 경제성장에 대한 부정적

인 효과가 완화될 수 있다고 주장하였다. 특히, Cutler et al.(1990)은 동태적 최적화 모형을 설정하고 미국의 고령화에 대한 실증분석을 시도하였는데, 저출산·고령화는 노동력의 희소성을 증가시켜 생산성 향상을 촉진하기 때문에 오히려 성장의 기회로 작용할 수도 있다고 주장하였다.

셋째, Becker, Murphy and Tamura(1990) 등 내생적 인구구조 변화 및 내생적 성장이론에 기초한 연구를 발표하였다. 이들은 자녀 수 감소에 따라 자녀의 인적자본에 대한 투자수익률이 상승한다면 이러한 내생적인 동인에 경제성장률이 제고될 수 있음을 증명하였다.

결론적으로 공급측면을 강조한 연구에서 저출산·고령화가 경제성장에 미치는 부정적인 영향이 완화되기 위해서는 무엇보다도 인적자본 축적이 중요하다는 시사점을 얻을 수 있다.

다음으로는 공급과 수요 모두를 강조한 연구를 살펴보도록 한다. 2000년대 중반부터는 공급뿐만 아니라 수요의 다양한 파급영향을 분석한 연구와 더불어 세대 간 경제적 행태의 변화를 고려한 연구들이 발표되고 있다. 대표적인 연구로는 OECD 국가를 대상으로 한 Martins et al.(2005), 전 세계 174개 국가를 대상으로 한 Bloom et al.(2008) 등이 있다.

Martins et al.(2005)은 저출산·고령화가 생산가능인구 감소, 노인부양비율 상승을 통하여 소비 및 투자, 경상수지, 재정수지 등 총수요 측면과 노동공급, 생산성 등 총 공급 측면에 동시에 영향을 미침으로써 경제성장에 부정적인 영향을 초래한다고 전망하였다. 상술하면 직접적 효과로는 생산가능인구 감소에 의한 노동공급 축소로 생산이 감소됨으로써 성장률이 둔화되며, 간접적 효과로는 노인부양비율 상승으로 저축(자본공급)이 감소하여 투자 등 총수요가 감소하면서 성장률 둔화를 초래한다는 것이다. 이에 고령화로 인한 성장 둔화를 보완하기 위해서는 기술혁신, 1인당 자본비율 제고, 노동의 질적 수준 향상 등 생산성 제고 노력과 더불어 고령자의 노동시장 참여 확대 정책을 강조하였다⁸⁾.

8) 정부의 추가적인 개혁이 없는 한 고령화가 진행되고 있는 OECD 국가와 고령화에 크게 영향을 받지 않는 미국과의 1인당 GDP 격차는 확대될 것으로 예상하였다. 즉, 고령

한편, Bloom et al.(2008)은 인구구조 변화와 함께 연령별 경제적 행태도 변화하기 때문에 저출산·고령화가 경제성장에 미치는 부정적인 영향은 완화될 가능성이 있으며, 경제성장보다는 후생수준 변화가 더 중요하다는 점을 강조하였다. 인구구조 변화가 경제성장에 미치는 영향을 분석한 대부분의 연구는 임금, 고용, 저축 등에 대한 연령별 경제적 행태가 일정하다고 가정하고, 연령별 상대적 인구 규모의 변화가 임금, 고용, 저축 등에 미치는 영향을 반영하여 경제성장에 대한 효과를 분석하였다. 그러나 인구의 연령별 구조가 변화함과 동시에 연령별 생애주기(Life Cycle)에 따른 기대도 변화하기 때문에 연령별 경제행태 자체가 시간흐름에 따라 변화한다는 것을 반영할 필요가 있다. 즉, 현재의 청년층은 이전 세대의 청년층에 비해 기대수명의 연장을 기대하여 이전 세대 보다 경제활동기간의 연장이나 저축 증대, 소비시기 지연 등의 다른 행태를 보일 것이며, 특히 기존 세대에서 비경제활동으로 존재하던 여성들의 경제활동참가가 크게 늘어날 수 있다. Bloom et al.(2008)은 이처럼 고령화가 경제성장에 미치는 전통적인 경로인 노동공급과 자본축적 이외에 연령별 경제행태 자체의 변화에 따른 영향을 포괄적으로 고려할 경우 국가별 인구의 연령별·성별 구조나 연령별·성별 경제활동참가율에 따라 그 영향력이 상이하다는 결과를 도출하였다.

공급과 수요 측면을 동시에 강조한 연구에서도 생산성 제고와 여성의 경제활동참여 확대 및 노인인구에 대한 일자리 창출이 저출산·고령화의 부정적인 영향을 상쇄하는데 중요하다는 시사점을 제공하고 있다.

나. 우리나라 연구

우리나라에서도 저출산·고령화가 경제성장에 미치는 영향에 대해 많은 연구가 진행되어 왔다. 일반적으로 저출산·고령화가 진전될 경우 노동의 양적

화가 계속 진전되고 있는 일본, 프랑스, 독일 등은 2050년까지 1인당 GDP 성장률이 연평균 0.2-0.3%p의 감소할 것이며 이에 따라 현재 미국과의 1인당 GDP 격차가 25% 수준에서 2050년에는 30% 수준까지 벌어질 것으로 전망하였다.

투입이 감소하고, 또한 자본축적도 저축률 하락에 의해 둔화될 것이며, 경제성장에 부정적인 영향이 초래된다는 견해가 지배적이다. 대표적인 연구로는 생산함수를 이용하여 성장회계방식으로 고령화가 경제성장에 미치는 영향을 분석한 김동석(2004), 동태적 성장최적화 모형을 이용한 김원규(2004), 인적자본의 축적과정을 고려한 김기호(2005) 등을 들 수 있다. 이들 연구는 방법론에 있어서 차이가 있지만 공급측면에서 다양한 시나리오를 설정하여 분석한 결과 공통적으로 저출산·고령화에 따른 인구구조 변화는 경제성장에 부정적인 영향을 초래한다는 결과를 도출하고 있다.

또한 저출산·고령화가 노동생산성에 미치는 영향에 초점을 두고 있는 김대일(2004), 신관호·황윤재(2005) 등은 저출산·고령화가 노동생산성의 급격한 저하를 초래할 것으로 전망하고 있다. 노동생산성의 저하는 경제성장 둔화 내지 하락의 원인으로 작용하기 때문에 앞의 연구 결과와 맥을 같이한다.

한편, 수요측면에서 저출산·고령화의 영향에 대한 분석은 대부분 연금제도의 성숙이나 사회복지지출 등 노년부양비의 증가로 소비 감소와 저축 둔화를 예상하고 있고, 소비패턴은 보건의료비를 증가시키거나 교육비 비중을 낮추는 방향으로 작용한다는 결론을 도출하고 있다. 구체적으로는 일반균형모형을 이용하여 사회보장정책에 대한 후생을 분석한 전영준·유일호(2004)는 국민연금제도 도입은 노후대비 예비적 동기를 약화시켜 저축을 감소시키고, 조기은퇴 형태로 노동공급 감소를 유발하는 한편, 각종 사회보장제도의 보험료 부담도 소비를 감소시켜 경제주체의 후생수준을 낮춘다는 결과를 도출하고 있다. 강희돈·소인환(2005) 또한 국민연금과 인구고령화가 소비 및 저축에 미치는 영향은 연령별, 계층별로 그 방향과 정도에 차이를 보인다는 결과를 보였다. 가구주의 은퇴 전후 소비 수준의 변화를 분석한 안종범·전승훈(2004)은 가구주의 은퇴 전후 소비 수준은 변하지 않으며, 이러한 소비 수준 불변은 생애주기가설의 소비평탄화와 부합한다고 주장하였다. 성명기(2009)는 총공급, 총수요, 재정, 금융, 노동, 물가 및 대외 7개 부문을 연계한 거시모형을 이용하여 노인부양비 증가에 대한 거시경제적 영향을 분석하였다. 고령화가 진전되어 노인부양비가 증가될 경우

총저축 하락과 금리 상승으로 투자와 소비가 감소하여 경제성장을 둔화시킬 것으로 분석하였다.

다. 일본 연구

세계에서 인구 고령화가 가장 심화되어 있는 일본에서는 1990년대 말부터 저출산·고령화가 경제성장에 미치는 영향에 대해 활발한 논의가 이루어졌다. 우선 노동투입은 중장기 경제성장을 결정하는 중요한 요인 중의 하나인데, 일본에서는 저출산·고령화로 노동인구의 지속적 감소가 불가피하며, 이는 경제성장을 둔화시킬 것이라는 의견이 지배적이다. 일본 인구는 1998년을 정점으로 계속해서 감소하고 있는데, 2005년 후생노동성은 연령별·성별의 경제활동참가율이 2005년 수준을 유지한다고 가정할 경우에도 노동인구는 2030년까지 약 1,050만 명 줄어든다고 전망하였다. 더욱이 노동시간이 짧은 노인인구의 비중 증가로 1인당 노동시간이 축소하여 노동공급이 더욱 축소될 가능성이 높다고 예측하였다⁹⁾.

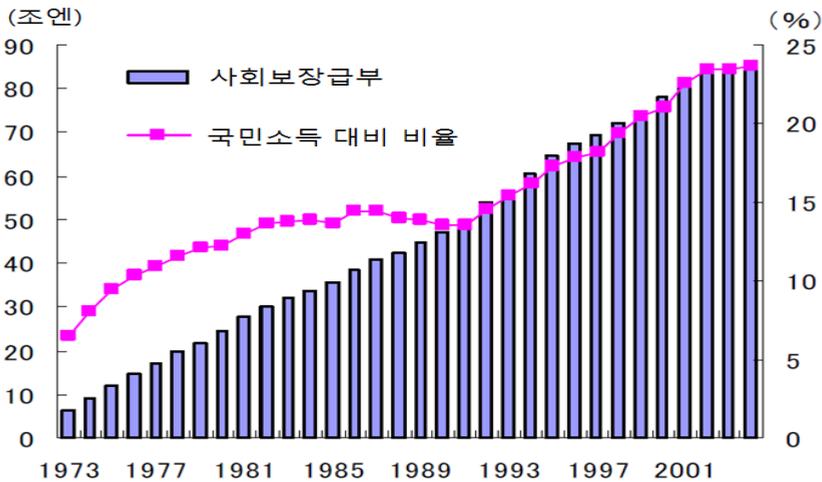
이러한 노동인구 감소는 경제성장에 부정적인 영향을 미치는 것으로 분석되고 있다. 内閣府(2000)는 생산성이 연율 1.5% 상승할 경우 경제성장률(연율)은 취업자 수의 감소에 따라 2010~20년 1.5%, 2020~35년 1.4%, 2035~50년 1.2%로 둔화될 것이라는 분석 결과를 제시하였다.

그러나 노동공급 감소에 따른 부정적 영향을 자본축적이나 생산성, 특히 총요소생산성(TFP: Total Factor Productivity)의 향상으로 상쇄가 가능한가에 대해서는 다소 상반된 주장이 존재한다. 일본 경제성장에는 노동 투입보다는 자본 투입이나 TFP의 기여가 더 크기 때문에 노동공급이 향후 감소할지라도 자본축적이나 생산성 향상에 의해 성장은 지속될 수 있다는 견해가 지배적이다. 内閣

9) 즉, OECD 국가에서 65세 이상 인구비율이 1%p 상승하면 연간 노동시간이 36시간 줄어드는 경향이 보이고 있다는 점을 감안할 경우 향후 노동투입은 2000년대 후반에는 연평균 -0.1%, 2010년대 전반에는 -1.2%, 후반에는 -0.9%의 속도로 계속 감소할 것으로 전망되고 있다.

府(2005)는 노동력 감소는 노동자 1인당 자본량(자본장비율)을 제고하여 노동 생산성을 높일 수 있으며, 노동력의 희소성이 높아져서 노동집약형 기술혁신이 촉진될 수도 있다고 주장하였다. 그리고 經濟産業省(2006)은 자본축적이나 지적자산의 활용, 기술개발 등을 통해 TFP가 향상되면 그 자체가 잠재성장력의 향상과 더불어 기대 자본수익률을 상승시킴으로서 자본축적을 유인하여 경제성장을 높이기 때문에 자본소득, 기술진보, 인적자본 등 인구 이외에 경제적 여건을 향상시키는 것이 중요하다고 주장하였다. 이에 반해 인구감소 혹은 노동력 감소가 노동의 질적 저하나 제품혁신을 저해할 가능성도 있어 자본축적이나 TFP 향상이 낙관적일 수만은 없다는 견해도 있다(牧野, 2006; 吉川, 2006).

〈그림 Ⅲ-1〉 일본의 사회보장급부 추세



자료: 국립사회보장·인구문제연구소(2006).

한편, 사회보장재정의 악화에 따른 국민부담 증대로 인해 기업의 경쟁력 약화, 노동자의 근로의욕 저하 등 부정적 영향이 초래될 가능성이 높다는 지적도 있다. 저출산·고령화로 인해 사회보장 급부비(연금·의료·복지 및 기타를 합한 금액)가 큰 폭으로 증가함에 따라 국민소득 대비 조세 및 사회보장부담 비율(국민부담률)이 지속적으로 높아져 왔으며 향후에도 이러한 추세가 지속될 것

으로 예상되고 있다. 이에 따라 가계나 기업의 사회보장 부담으로 인해 경제적 활력이 저하되어 경제성장이 둔화될 수도 있다는 것이다. 즉, 국민부담률이 높아지면 노동비용이 상승하여 기업의 고용이나 가계의 노동 인센티브를 저해하고, 이윤율을 저하(가치분소득 감소)시켜 기업의 투자나 가계의 저축 유인을 떨어뜨려 경제성장을 억제한다는 것이다.

저출산·고령화가 저축률에 미치는 영향에 대해서도 많은 연구가 발표되었다. 일본에서는 1990년대부터 저출산·고령화가 가계 저축률 하락의 주요인으로 작용하고 있으며, 저축률은 더욱 하락할 것이라는 주장이 우세하다. 일본의 가계 저축률은 1980년대 중반을 정점으로 이후 계속 하락하여 2004년에는 3.1%까지 낮아졌다. 이러한 가계 저축률의 급격한 저하에는 경기침체에 의한 가치분소득의 감소도 작용하고 있어 모두 저출산·고령화의 영향으로만 볼 수 없지만 주요 요인으로 작용하였다는 것이 일반적인 견해이다.

또한 일본에서도 생애주기가설이 어느 정도 타당하다는 견해가 제시되고 있고, 이를 전제로 인구고령화는 저축률 저하를 초래한다는 결론이 도출되고 있다. 經濟産業省(2005, 2006)도 퇴직한 노인인구의 저축률이 하락하는 경향을 보이고 있다고 보고하였다. 그러나 일부 연구에서는 생애주기가설의 성립여부에 대해 반대 의견을 제시하고 있다. ホリカワ(1996)는 증여나 유산이 반드시 이타적인 동기에 의한다고는 할 수 없기 때문에 어느 가설이 현실에 타당한가는 전적으로 말할 수 없다고 주장하였다.

이러한 기존 연구 결과를 고려할 때 일본에서는 저출산·고령화에 의해 장기적으로는 저축률이 저하된다는 견해가 우세하지만 저축률 저하의 원인에 관해서는 명확한 결론이 도출되지 못하고 있는 상황이라고 볼 수 있다. 장기적으로 저축률이 저하된다는 견해는 국내저축의 감소가 국내투자를 억제하고 자본소득 축적을 둔화시켜 경제성장에 부정적인 영향을 미칠 가능성이 높다는 것을 의미한다.

라. 소결

저출산·고령화가 경제성장에 미치는 경로는 노동의 양적·질적 공급, 자본스톡 형성, 생산성, 국민부담 등 다양한 요인이 복잡하게 얽혀 있다. 그러나 이 상에서 살펴본 저출산·고령화가 경제성장에 미치는 영향은 공급과 수요 양 측면에서 대체로 경제성장 둔화를 초래하는 부정적인 영향이 지배적이라고 볼 수 있다. 저출산·고령화가 저축률을 하락시키고, 저축률 하락이 투자 둔화와 자본축적을 저해함으로써 생산가능인구 감소와 함께 경제성장을 억제한다는 것이다. OECD(2010)에 따르면 우리나라의 경우 생산가능인구 감소로 잠재성장률이 2010~11년 4.0%에서 2012~25년 2.4%로 하락할 것으로 전망하였다. 조세연구원도 우리나라 잠재성장률은 인구 감소와 인구고령화에 따른 취업자 수 감소로 2009년 4% 중반 대에서 2020년 3%, 2030년 2%, 2050년 0.5%로 하락할 것으로 추정하였다.

〈표 III-1〉 OECD 잠재성장률 전망치

(단위: %)

국가	2010~11	2012~25	국가	2010~11	2012~25
한국	4.0	2.4	프랑스	1.2	1.5
터키	3.6	3.4	독일	1.3	1.3
호주	3.2	2.9	유로존	0.8	1.5
멕시코	1.9	2.2	일본	0.8	0.9
뉴질랜드	1.6	2.4	이탈리아	0.3	1.5
캐나다	1.6	1.6	그리스	0.3	1.4
미국	1.4	2.3	스페인	-0.2	2.0
영국	1.2	1.8	OECD 평균	1.2	1.9

자료: OECD(2010).

저출산·고령화는 경제성장에 부정적인 영향을 미칠 것으로 보이나 이에 대한 대응으로 앞서 살펴본 기존 연구는 많은 시사점을 제공하고 있다. 첫째, 모

든 연구에서 총요소생산성을 강조하고 있다. 생산성과 관련하여서는 두 가지 측면에서 생각해 볼 수 있다. 저출산으로 인해 1인당 교육비가 증가할 경우 인적자본이 축적되어 노동생산성이 높아질 수 있다는 점에서 향후 저출산·고령화에 대비하여 교육이 더욱 중요해 질 것이다. 다행히도 OECD 회원국 중 우리나라는 GDP 대비 교육비 비중 및 IT와 결합한 인적자본 수준이 최상위인 것으로 평가되고 있다. 또한 우리나라 가계자료를 이용한 분석 결과에 따르면 실제로 출산을 저하 과정에서 가계의 인적자본에 대한 투자가 더욱 확대되는 것으로 나타났으며, 소비에서 교육비가 차지하는 비중은 매년 꾸준히 증가하고 있다(이찬영, 2009). 즉, 우리나라는 저출산·고령화가 빠르게 진행되고 있으나 이와 함께 인적자본에 대한 투자도 확대되고 있어 인적자본 투자의 효율성이 제고될 경우 고령화가 잠재성장률에 미치는 부정적인 효과는 상당 부분 상쇄될 수 있을 것으로 생각된다. 이를 위해서는 공교육 개혁 등 교육 시스템과 대학교육의 질이 개선되어야 할 것이다.

둘째, 제조업과는 달리 서비스업의 생산성이 정체 내지 하락하고 있기 때문에 서비스업을 발전시킬 필요가 있다. 우리나라 경제는 수출 의존도가 지나치게 높아 대외충격에 취약하며 수출의 고용유발도 낮아지고 있기 때문에 내수를 기반으로 한 성장이 요구되고 있는 상황이다. 이를 위해서는 우리나라 서비스업의 생산성이 제고되어야 할 것이다.

셋째, 저출산·고령화로 생산가능인구가 감소하는 것을 완화하기 위해서는 여성의 경제활동참여가 보다 적극적으로 이루어져야 할 것이다. 무엇보다도 직장 양육 및 가사를 병행할 수 있는 환경이 조성되어야 한다. 이러한 시각에서 정부가 저출산·고령화에 대응하여 2011년부터 시행할 제2차 기본계획¹⁰⁾이 '출산과 양육에 유리한 환경 조성'에 맞추어져 있다는 것은 매우 올바른 방향이라고 생각된다. 또한 베이비 붐 세대의 은퇴에 대비하고 있다는 점 역시 시의적절해 보인다.

10) 이에 대해서 IV장에서 구체적으로 설명하였다.

2. 저출산·고령화와 재정

저출산·고령화가 진행됨에 따라 노인인구 부양부담이 크게 증가할 것으로 예상되고 있다. 노인인구에 대한 부양이 연금 등 사회보장서비스의 형태로 이루어지는 것을 고려하면 향후 재정부담도 크게 증가할 것이다. 본 절에서는 저출산·고령화가 진행됨에 따라 예상되는 재정부담의 변화를 조세수입과 재정지출로 구분하여 살펴본다.

가. 조세수입 및 세입구조의 변화

저출산·고령화 진전으로 생산가능인구가 감소하여 근로소득자가 감소할 경우 조세수입이 줄어들 것이다. 그리고 은퇴인구의 소득 및 소비성향에 따라 조세수입이 감소할 가능성도 존재한다. 본 절은 최근 우리나라의 조세수입 구조와 저출산·고령화가 진전됨에 따라 전개될 것으로 예상되는 조세수입 및 세입구조의 변화에 대해 논의한다.

〈표 Ⅲ-2〉 세목별 조세수입 국제비교(2006년 기준)

(단위: %)

국가	소득과세		사회보장기여		소비과세	재산과세	기타
	개인	근로자					
호주	59.8	36.7	-	-	26.6	8.9	4.7
캐나다	49.8	37.4	14.4	5.8	23.6	9.9	2.3
프랑스	23.9	17.0	37.1	9.3	24.7	8.1	6.2
독일	31.2	25.1	36.6	16.1	29.3	2.5	0.4
이탈리아	33.7	25.6	30.0	5.3	25.2	4.9	6.2
일본	36.4	19.6	36.4	15.9	18.0	9.0	0.2
한국	31.8	16.7	20.8	11.6	31.3	12.8	3.3
멕시코	27.7	-	15.3	-	53.1	1.7	2.2
스페인	33.2	19.8	32.6	4.9	25.5	8.0	0.7
터키	23.7	17.0	21.7	8.8	47.7	3.8	3.1
영국	39.5	30.1	18.4	7.5	29.2	3.8	3.1
미국	49.0	38.1	23.4	10.3	16.6	11.0	0.0

자료: OECD(2009c); 전승훈(2009)을 재인용함.

2006년 기준 우리나라의 조세수입 구조를 살펴보면 개인소득과세 비중이 선진국에 비하여 낮은 반면 소비과세 비중이 높다. <표 Ⅲ-2>에서 정리한 바와 같이 우리나라의 경우 조세수입에서 개인소득세가 차지하는 비중은 16.7%이나 미국, 캐나다, 호주 및 영국의 경우 30% 이상에 달하고, 프랑스와 일본의 경우 우리나라와 비슷한 각각 17%와 19.6%이다. 그리고 소비세가 조세수입에서 차지하는 비중은 우리나라의 경우 31.3%인데 이는 프랑스, 캐나다, 호주, 영국, 미국 및 일본에 비해 높은 수준이다. 프랑스, 캐나다, 호주의 소비세 비중은 23~29%, 미국과 일본의 소비세 비중은 각각 16.6%와 18%이다.

2007년 기준 미국, 캐나다 및 호주의 경우 60세 이상 인구 비중이 17% 이상이고, 영국 및 프랑스는 동 비중이 21% 이상이다. 부양해야 하는 고령인구의 비율이 높은 국가의 경우 소득세 비중이 높은 경향을 보인다. 우리나라 60세 이상 인구 비중은 14.2%로 여타 선진국보다 낮고 고령인구에 대한 부양부담도 낮다.

<표 Ⅲ-3> 60세 이상 인구비중의 국제비교

(단위: %)

구분	호주	캐나다	프랑스	독일	이탈리아	일본	한국	멕시코	스페인	영국	미국
2007	18.3	18.6	21.6	25.3	25.7	28.1	14.2	8.7	21.9	21.0	17.2
2040	20.5	31.5	31.6	39.0	39.9	43.3	38.6	22.3	37.9	27.9	25.4

자료: Jackson et al. (2010).

소득과세의 경우 선진국에 비해 비중이 낮기 때문에 늘릴 여지가 있지만 세제가 현행을 유지할 경우 저출산·고령화가 진행됨에 따라 소득을 통한 조세수입은 감소할 가능성이 높다. 가계소득을 근로소득과 자산보유이득으로 구분하여 구체적으로 살펴보자.

근로소득의 경우 생산가능인구 감소의 영향을 크게 받을 것으로 예상된다. 노동시장에 참여하는 인구가 감소함에 따라 근로소득은 하락할 것이다. 그런데 근로소득이 하락하는 속도는 은퇴가구의 증가 속도보다 낮을 개연성이 존재한다. 또한 저출산 기조가 유지될 경우 1인당 교육투자가 증가하고 이로 인하여

인적자본 축적이 심화될 수 있다. 자본장비율이 상승하여 노동생산성도 높아질 수 있다. 따라서 소득 감소에 따라 근로소득세가 감소할 수 있지만 1인당 근로소득이 증가하고 또한 근로소득세가 누진적으로 적용되는 만큼 근로소득세 하락이 다소 완화될 수 있는 여지가 있을 것으로 예상된다.

자본보유이득 가운데 은퇴가계와 관련된 항목은 연금저축이다. 퇴직연금에 대한 과세체제는 기여단계와 운용단계에 소득공제와 비과세 등의 세제혜택을 부여하고 수급단계에서 과세하는 방식이다. 동 과세체제는 퇴직연금 활성화를 위해서 2006년 1월에 도입되었는데 퇴직연금 적립금 및 도입 사업장도 빠르게 증가하고 있다. <표 Ⅲ-4>에서 정리한 바와 같이 퇴직금 적립액은 2005년 163억 원에서 2010년 12월에 약 29조 원으로 증가하였고 가입사업장 수도 2005년에는 미미하였는데 2010년 12월에 9,400여 개로 증가하였다. 현재 노동시장에 잔존한 베이비 붐 세대의 연금저축 추이가 지속될 경우 향후 동 세대가 은퇴하고 연금을 수령하는 시점에 이르면 연금에 대한 조세수입이 증가할 가능성이 높아 보인다.

<표 Ⅲ-4> 퇴직연금 적립금 및 도입 사업장 수 추이

(단위: 억 원, 개)

구분	2005. 12	2006. 12	2007. 12	2008. 12	2009. 12	2010. 12
적립금	163	7,568	27,550	66,122	140,248	291,472
사업장 수	-	16,87	30,882	50,462	70,503	94,455

자료: 금융감독원(2010).

연금저축의 경우 연금을 수령하는 시점까지 과세가 지연되기 때문에 연금수령인구가 증가하면서 동 부분에서 조세수입이 늘어날 수 있다. 최근 들어 노후 준비에 대한 관심이 높아지고 은퇴 후 생활에 대비하여 연금저축이 늘어나고 있기 때문에 향후 생산가능인구가 감소하더라도 이와 함께 발생하는 연금소득에 대한 과세로 근로소득세 하락이 완화될 수 있을 것이다.

또한 생산가능인구가 감소하더라도 1인당 근로소득이 높아지고 그에 따라 1

인당 보유하는 금융자산도 증가할 것으로 예상된다. 은퇴한 세대가 은퇴와 동시에 금융자산을 일괄 매각하지 않는다¹¹⁾면 금융자산 보유에 따른 이득은 지속적으로 발생할 것이고 저출산·고령화의 영향을 크게 받지 않을 수도 있다.

소득과세 이외의 조세수입 항목은 소비과세와 재산과세를 고려할 수 있다. 소비과세의 경우 은퇴가구의 소비행태 변화에 크게 영향을 받을 것이다. 가계가 은퇴하면서 소비를 줄이는 경향이 있기 때문에 총 소비세는 다소 줄어들 수 있다. 그리고 재산과세의 경우 부동산에 대한 조세수입을 고려할 수 있는데, 부동산 가격변동이 가장 큰 영향을 미친다. 부동산 시장은 10년 주기로 변동을 보여 왔지만 저출산·고령화에 따른 향후 추세를 예측하기 어렵다. 다만 장기적인 관점에서 저출산·고령화 추세에 따라 부동산에 대한 수요가 감소하고 부동산 가격이 하락할 것으로 예상¹²⁾되기 때문에 부동산 관련 재산과세는 감소할 것으로 전망된다.

나. 재정규모 및 세출구조의 변화

저출산·고령화가 진행되면서 사회복지서비스 수요가 증가할 것이다. 우선 노인인구의 소비 및 건강 유지를 위한 서비스 수요가 증가할 것이고, 또한 인적 자본에 대한 중요도가 상승하면서 교육, 복지 등의 포괄적인 사회복지 서비스 수요도 증가할 것이다. 본 절은 노인인구 증가로 인하여 발생할 것으로 예상되는 재정규모와 세출구조의 변화에 대하여 살펴보았다.

우리나라의 재정지출 규모(2006년 기준)는 GDP 대비 30.2%이고, 미국과 영국은 각각 36.7%와 44.3%, 프랑스와 이탈리아는 각각 52.7%와 49.9%에 달한

11) 금융자산 가치가 급격히 하락하는 경우 근로가구에 부과되는 자본보유 이득세는 급격히 하락할 가능성이 높다. 가계가 은퇴하면서 자산을 일시에 매각하는 경우 금융자본보유에 따른 손실이 발생하기 때문에 과표대상이 사라지기 때문이다. 그런데 미국 등 베이비 붐 세대의 은퇴를 경험한 나라의 경우 은퇴와 동시에 자산의 일괄 매각이 관찰되지 않았고, 인구구조 변화가 자산가치 변동에 미치는 영향에 대한 연구결과도 일관된 결론에 도달하지 않았다.

12) 최준욱 외(2005); 현대경제연구원(2005).

다. 그리고 우리나라의 경우 재정지출에서 사회개발이 차지하는 비중은 약 52%인데 반해 프랑스 및 이탈리아의 경우 각각 75.5%와 64.1%이다. 우리나라는 사회개발 지출 비중이 상대적으로 낮고 경제사업에 지출되는 비중이 높다.

〈표 Ⅲ-5〉 분야별 재정지출 국제비교(2006년 기준)

(단위: GDP 대비 %)

국가	일반행정	경제사업	사회개발			합계	
			사회보장	보건	교육		
캐나다	9.9 (25.3)	3.4 (8.7)	25.9 (66.1)	9.2	7.3	7.2	39.2 (100)
프랑스	10.0 (19.0)	2.9 (5.5)	39.8 (75.5)	22.3	7.2	6.0	52.7 (100)
독일	8.7 (19.2)	3.3 (7.3)	33.4 (73.6)	21.2	6.2	4.0	45.4 (100)
이탈리아	12.0 (24.0)	5.9 (11.8)	32.0 (64.1)	18.2	7.0	4.5	49.9 (100)
일본	7.3 (20.2)	3.6 (10.0)	25.2 (69.8)	12.2	7.1	3.8	36.1 (100)
한국	8.2 (27.2)	6.4 (21.2)	15.6 (51.7)	3.7	4.1	4.7	30.2 (100)
스페인	7.5 (19.5)	5.0 (13.0)	26.0 (67.5)	12.8	5.6	4.3	38.5 (100)
영국	10.0 (22.6)	2.8 (6.3)	31.5 (71.1)	15.9	7.1	5.8	44.3 (100)
미국	11.2 (30.5)	3.7 (10.1)	21.8 (59.4)	7.0	7.7	6.2	36.7 (100)

자료: OECD(2009a).

우리나라와 일본 및 유럽국가의 재정지출 규모 및 구성항목에서 발견되는 차이는 노인인구에 대한 부양부담이며 이는 상대적으로 잘 갖추어진 사회보장 시스템에서 비롯된 것으로 보인다. 프랑스, 독일 및 이탈리아의 경우 2007년 기준 노인인구 비중이 21%를 넘어서는 초고령사회이고, 미국과 캐나다의 경우 고령인구 비중이 각각 17.2%와 18.6%로 고령사회이기 때문이다. 그리고 우리나라는 사회보장에 대한 재정지출이 GDP의 3.7%인데, 일본 및 유럽국가의 경우 12~23%에 달한다.

〈표 Ⅲ-6〉 OECD 사회복지 항목별 지출 추계 비교(2005년 기준)

(단위: GDP 대비 %)

국가	1.노령	2.유족	3. 근로 무능력	4.보건	5.가족	6.적극적 노동시장	7.실업	8.주거	9.기타	합계
캐나다	3.7	0.4	0.9	6.8	1.0	0.3	0.6	0.4	2.2	16.5
프랑스	10.9	1.8	1.9	7.8	3.0	0.9	1.7	0.8	0.4	29.2
독일	11.2	0.4	1.9	7.7	2.2	1.0	1.7	0.6	0.2	26.7
이탈리아	11.6	2.5	1.7	6.8	1.3	0.6	0.5	0.0	0.0	25.0
일본	8.6	1.3	0.7	6.3	0.8	0.3	0.3	-	0.3	18.6
영국	6.1	0.2	2.4	7.0	3.2	0.5	0.3	1.4	0.2	21.3
미국	5.3	0.8	1.3	7.0	0.6	0.1	0.3	(a)	0.6	15.9
G-7평균	8.2	1.1	1.5	7.1	1.7	0.5	0.8	0.6	0.6	21.9
OECD평균	7.0	0.7	2.3	6.2	2.0	0.6	1.0	0.4	0.7	20.5
한국(2005)	1.5	0.2	0.6	3.2	0.3	0.1	0.2	-	0.7	6.9
한국(2030)	5.6		0.8	5.1	0.5	0.4	0.4	-	1.0	14.4
한국(2050)	10.2		1.3	6.5	0.4	0.4	0.4	-	1.2	20.8

주: 포르투갈은 2004년 자료임.

자료: 박형수·전병목(2009).

사회복지에 대한 재정지출을 OECD에서 발표하는 9개 기준에 따라 분류¹³⁾하여 미국, 영국, 일본 등과 비교하였다. 동 결과에서도 프랑스, 독일, 이탈리아 및 일본은 노령 및 보건 항목에 대한 지출이 가장 높다. 노인인구의 비중이 21%를 넘어서는 나라의 경우 노인인구의 소득보장과 건강을 위한 사회복지 지출 부담이 매우 높다. 2005년 기준 우리나라는 보건 및 노인인구의 소득보장을 위한 재정지출이 주요국에 비하여 크지 않다. 그러나 우리나라도 2030년이 되면 노인인구의 비중이 21%를 넘어설 것으로 예상되고 노인인구의 보건 및 소득보장을

13) OECD에서 발표하는 사회보장비 통계기준은 9개 항목으로 분류하는데, 노령·유족은 4대 공적연금, 기초노령연금 및 장애인연금을 포함하고, 근로무능력은 산재보험 및 보훈(보상) 지급액을 포함한다. 보건의 경우 건강보험, 요양보험 및 보건의료 등이 해당하고, 가족은 여성, 보육 및 보훈복지 등을 포함한다. 그리고 적극적 노동시장 프로그램은 고용보험, 기타항목은 기초생활보장 등 사회복지 일반 항목이 해당한다. 주택분야 지출은 OECD 기준 사회보장비 통계대상에 포함되지 않는다.

위한 지출도 빠르게 증가할 것이다.

노인인구의 부양비율이 빠르게 높아지면서 재정수지가 빠르게 악화될 것으로 우려되는 부분이 공적연금과 국민건강보험이다. 두 부분 모두 저출산·고령화가 진행되면서 수입보험료는 감소하는 반면 급여지출은 증가할 것이기 때문이다. 적립기금의 운용에 따라 운용수익이 발생하지만 재정적자보다 클 것으로 기대하기 어렵다. 결국 적립기금 적자가 누적되면 정부의 재정부담이 증가할 것이다.

박형수·전병목(2009)은 인구고령화가 진행되면서 예상되는 국민연금 및 특수직역연금의 재정적자 규모와 그에 따른 국고부담을 추계하였는데 그 결과를 <표 Ⅲ-7>에 인용하였다. 2009년 기준 공적연금 재정적자로 인한 국고부담은 GDP 대비 0.3%인데 2030년에 이르면 국고부담 비중은 GDP 대비 1.22%로 상승하고 2050년에는 1.64%까지 상승할 것으로 추계되고 있다.

<표 Ⅲ-7> 공적연금 재정추계

(단위: GDP 대비 %)

연도	국민연금	특수직역연금	총지출	국고부담
2009년	0.83	1.01	1.84	0.30
2010년	0.86	1.04	1.90	0.32
2030년	2.46	2.11	4.57	1.22
2050년	5.48	2.91	8.39	1.64

자료: 박형수·전병목(2009).

건강보험의 경우에도 건강보험료는 개인소득에 근거하여 책정되기 때문에 생산가능인구가 감소하면 수입보험료는 축소될 것이다. 건강보험 급여지출 측면에서 수진자가 늘어나고 진료단가가 상승하여 진료비가 증가할 것이다¹⁴⁾. 이

14) 노인인구의 평균 진료비는 다른 연령층보다 높다. 2008년 기준 65세 이상 평균진료비는 약 230만 원이고 이는 33~54세 연령 평균진료비 약 67만 원의 3.5배, 55~64세 연령 평균진료비 140만 원의 1.7배이다. 그리고 2008년 기준 건강보험 등록인구 가운데 가장 큰 비중을 차지하는 연령층은 33~54세이고 이들 연령층의 인구는 15세 미만 인구의 약 2배에 달한다. 33~54세 연령층이 은퇴하기 시작할 때 보험료 수입

에 따라 건강보험 재정수지가 악화될 것이다.

박형수·전병목(2009)은 인구고령화에 따른 건강보험 재정적자와 그로 인한 국고부담을 추계하였는데 그 결과를 <표 Ⅲ-8>에 인용하였다. 건강보험은 공적 연금과 달리 매년 국고지원을 통하여 정산되기 때문에 국고부담이 누적되어 증가하지 않는다. 그러나 재정적자는 2009년 GDP 대비 0.28%에서 2030년 1.65%, 2050년 2.71%로 빠르게 증가할 것으로 전망된다.

<표 Ⅲ-8> 건강보험 재정추계

(단위: GDP 대비 %)

연도	총지출	국고부담	보험료	재정적자
2009년	2.72	0.41	2.03	0.28
2010년	2.77	0.41	2.03	0.33
2030년	4.08	0.41	2.03	1.65
2050년	5.12	0.40	2.01	2.71

자료: 박형수·전병목(2009).

다. 소결

저출산·고령화 추세가 지속되면서 미래 생산가능인구 감소와 동시에 부양해야 하는 노인인구의 비중이 크게 증가할 것이다. 이러한 인구구조 변화는 조세수입 감소와 사회복지서비스 지출을 크게 늘릴 것이다. 그런데 사회복지서비스의 재원을 100% 재정지출에 의존하게 되면 재정수지가 악화될 것이 자명하다. 그리고 재정수지 문제가 불거진 후에는 사회복지 지출 축소 이외의 해결방안을 모색하는 것도 용이하지 않다. 재정수지 및 국가부채 문제가 심화되기 이전에 이에 대비할 필요가 있다.

은 감소하는 한편 이들의 진료비는 증가할 것으로 예상되기 때문에 재정수지는 크게 악화될 것으로 보인다.

재정수지가 악화되는 것을 예방하기 위하여 고려할 수 있는 사항은 크게 두 가지이다. 첫째는 사회복지서비스의 수요자가 자활할 수 있는 환경을 조성하는 것이다. 둘째, 사회복지시스템이 재정지출에 의존(tax-based system)하는 비중을 줄이고 민간 비즈니스 모형을 응용한 민간 투자시스템에 의하여 운영(individual investment system)¹⁵⁾하도록 하는 것이다.

사회복지수요자의 자활과 사회복지시스템이 민간투자시스템에 의하여 운영되도록 하기 위해서는 금융의 역할이 중요하다. 가령 미소금융과 금융교육은 빈곤에서 벗어나는 계기를 마련하는데 필요하다. 또한 사회복지서비스가 민간 투자 시스템에 의하여 운영되도록 전환되기 위해서는 고령친화산업 등에 대한 투자의 유인체계가 요구된다.

3. 저출산·고령화와 금융시장

저출산·고령화가 금융시장에 영향을 미치는 경로는 다음과 같이 정리될 수 있다. 첫째, 저축률 하락에 따라 투자로 연결될 자금이 감소하여 금융시장이 영향을 받을 수 있다. 둘째, 은퇴가구의 금융자산 수요가 감소하면서 자산시장이 위축되고 그에 따라 수익률이 하락할 가능성이 높다. 셋째, 인구구조가 고령화되면서 위험회피성향이 높아지기 때문에 자산 포트폴리오를 재구성하고 그에 따라 금융시장이 영향을 받을 수 있다. 본 장은 저출산·고령화에 따라 예상되는 금융자산 수요 변화, 금융자산 포트폴리오 변화 및 그에 따른 금융시장 변화에 대하여 논의하였다.

15) Feldstein and Ranguelova(2001), Feldstein(2010)은 미국의 재정적자 및 국가부채가 급증하는 것에 대해 두 가지 방안을 제시하였다. 그 첫째로 재정지출 규모를 줄이는 것이고, 둘째 건강보험(Medicare, Medicaid) 등의 사회복지시스템을 가능한 민간에 의하여 운영하도록 하는 방안(individual investment based)이다.

가. 저축률 하락

인구구조 고령화가 금융시장에 미치는 영향에 대한 이론은 생애주기가설(Life-Cycle Hypothesis)과 밀접한 관련이 있다. 생애주기가설에 따르면 합리적인 가계는 일생에 걸쳐 소비를 평활화하기 때문에 은퇴 직전까지 자산을 축적하고 축적한 자산을 이용하여 은퇴 전과 유사한 소비수준을 유지한다. 그러나 실증분석 결과 은퇴가구의 경우 소비수준을 줄이는 것이 관찰되었고, 축적된 자산이 감소하는 경우에도 감소하는 속도는 생애주기가설이 예측하는 것처럼 빠르지 않았다¹⁶⁾. 그리고 우리나라 은퇴가구의 소득이 은퇴 직전에 비해 약 57%로 감소하고 평균 저축은 양(+)¹⁷⁾의 수준을 유지하고 있는 것으로 나타났다.

〈표 III-9〉 연령별 월평균소득·평균지출 차이¹⁾

(단위: 천 원)

연령집단 ²⁾	평균소득 (A)	평균지출 (B)	평균 저축 (A-B)	55세 이상 가구대비	
				소득차	지출차
20~24세	2,249	1,760	489	896	545
25~29세	2,389	1,911	478	1,037	697
30~34세	2,510	2,020	491	1,158	805
35~39세	2,563	2,091	472	1,210	876
40~44세	2,536	2,076	460	1,184	862
45~49세	2,346	1,932	415	994	717
50~54세	2,000	1,667	333	647	452
55세 이상	1,353	1,215	138	-	-

주: 1) 1987~2007년 기간평균임.

2) 1986년 당시 연령기준, 즉 55세 이상 연령층은 1932년 이전 출생자임.

자료: 통계개발원(2008).

16) Hamermesh(1984); Banks et al.(1998); Bernheim et al.(2001).

17) 우리나라 은퇴가구의 상당수가 은퇴 후 생활을 대비하여 자산을 충분히 축적하였다고 판단하기 어렵기 때문에 생애주기가설을 적용하는데 한계가 있다.

은퇴가구가 소득을 모두 소비지출에 사용하지 않고 일부 저축하는 이유는 잔존 기대여명이 불확실하기 때문인 것으로 추정된다. 이미 초고령사회에 진입한 일본의 경우 가계저축률은 1990년부터 지속적으로 하락하고 있는데, 사회보장비 지출 수준이 저하되거나 고용환경이 악화되어 은퇴 후 생활을 위한 소득원이 불안정해지면서 저축률 하락은 다소 완화되는 것으로 나타났다¹⁸⁾. 그런데 잔존여명 및 의료비 지출에 대비한 예비적 동기 또는 자산증여 동기를 추가하여 생애주기이론을 확장한 경우에도 은퇴가구의 저축률 증가 또는 하락 속도를 설명하기에는 충분하지 않다¹⁹⁾.

나. 자산수요 및 자산시장의 변화

저출산·고령화는 실물자산시장과 금융시장의 세부 자산시장에도 영향을 미친다. 저출산·고령화로 위험회피성향에 변화가 생기면 이를 반영하여 가계는 보유하고 있는 자산의 포트폴리오를 재구성하기 때문이다.

우리나라 가계의 자산구성을 살펴보면 부동산 비중(80%)이 가장 높다. 미국, 영국, 프랑스, 독일 등의 선진국 가계는 이보다 낮은 자산의 40~60%를 부동산으로 보유한다. 일반적으로 가계가 다른 자산보다 부동산을 선호하는 이유는 그동안 주거서비스에 대한 효용이 높고 또한 투자리스크 분산 등에 큰 장점이 있었기 때문이다²⁰⁾.

18) 정후식(2007).

19) Carroll(1997, 2001); Munnell and Sunden(2003); Hurd(1989); Bernheim(1991); Kotlikoff and Summers(1981).

20) IMF(2005)는 미국, 일본, 독일, 프랑스 및 네덜란드를 대상으로 안전자산(예금) 대비 비안전자산(가치변동 리스크에 노출된 자산)의 투자변동성을 계산하였는데, 부동산을 비안전자산에 포함하게 되면 비안전자산의 투자변동성은 크게 하락하였다.

〈표 Ⅲ-10〉 한국·일본·미국 가계의 자산구성비 비교

(단위: %)

자산 종류	한국	일본	프랑스	독일	영국	미국
금융자산	20	57	43	42	48	62
비금융자산	80	43	57	58	52	38

주: 한국은 2006년, 다른 나라는 2003년 자료임.

자료: 이상호(2010); IMF(2005).

저출산·고령화가 진전되면서 우리나라 가계의 자산구성 포트폴리오에 커다란 변화가 생길 것으로 예상되는데 고령인구의 비중이 큰 일본의 예를 참조하면 다음과 같다²¹⁾. 일본의 경우 부동산 보유비중이 줄어들고 유동성이 크고 안전한 자산(예·적금)과 안정적인 소득을 확보할 수 있는 자산(연금 및 보험)의 비중이 늘어났다.

〈표 Ⅲ-11〉 일본가계의 자산구성 추이

(단위: %)

자산 종류	1970년대	1980년대	1990년대	2000~2003년
비금융자산	66	65	61	44
금융자산				
• 주식·채권	10	10	12	10
• 예·적금	21	21	17	27
• 연금·보험	3	4	10	19

자료: IMF(2005).

인구구조 고령화에 따라 우리나라 가계도 부동산 비중은 줄고, 채권과 연금 및 보험의 비중은 늘어날 것으로 예상된다. 부동산의 경우 은퇴인구가 필요로 하는 정기적인 소득을 제공하는데 한계가 있을 뿐만 아니라, 소비에 필요한 유동자산으로 전환하는 비용이 크다. 연금 및 보험의 경우 고령화에 대한 문제의식과 소득공제 등에 힘입어 비중이 증가하는 추세이다. 베이비 붐 세대의 대다

21) IMF(2005) 자료에서 일본 가계 자산구성비 응답자 가운데 30~49세 및 50세 이상 연령층의 비중이 각각 31%, 63%이다.

수가 아직까지 노후를 대비하여 자산을 축적하는 단계이기 때문에 연금 및 보험의 비중 증가는 상당기간 지속될 것으로 예상된다.

〈표 Ⅲ-12〉 우리나라 가계의 금융자산 구성

(단위: 조 원, %)

구분	2002 4/4	2005 2/4	2008 2/4	2010 2/4
통화·예금	589 (54)	644 (49)	763 (44)	956 (47)
연금·보험	232 (21)	289 (22)	409 (23)	498 (24)
주식·채권	247 (22)	357 (27)	560 (32)	584 (29)
채권	91 (8)	121 (9)	204 (12)	200 (10)
주식	156 (14)	236 (18)	356 (20)	384 (19)
금융자산	1,084 (100)	1,306 (100)	1,745 (100)	2,054 (100)

주: ()는 각 금융자산의 비중임.
자료: 한국은행, 자금순환표.

주식 및 채권의 경우 가계 자산에서 차지하는 비중은 2002년 2/4분기 22%에서 2010년 2/4분기 29%로 증가하였다. 가계는 금융시장 활황기를 경험한 이후에 주식 및 채권 보유 비중을 늘리는 경향이 있다. 독일 및 프랑스 등의 유럽지역에서도 1990년대 주식시장 활황기를 지나면서 가계가 예·적금 보유비중을 줄이고 주식 및 채권의 비중을 늘리는 모습을 보였다²²⁾.

우리나라의 경우 은퇴를 앞둔 세대인 베이비 붐 세대는 그 이전 세대에 비하여 주식시장 참여 경험이 많기 때문에 은퇴 후 주식 보유 비중은 현재 은퇴인구보다 높을 것으로 추측된다. 채권의 경우 장기보유 또는 만기보유하게 되면 해당기간 동안 안정적인 수익(이표)이 창출되기 때문에 은퇴 후 안정적인 소득원이 필요한 은퇴가구에게 유용한 금융자산이 될 수 있다. 더욱이 채권 유통시장을 개선하는 정책적 노력이 계속 진행²³⁾중이기 때문에 가계가 채권을 보유할 유인은 증가할 것이다.

22) IMF(2005).

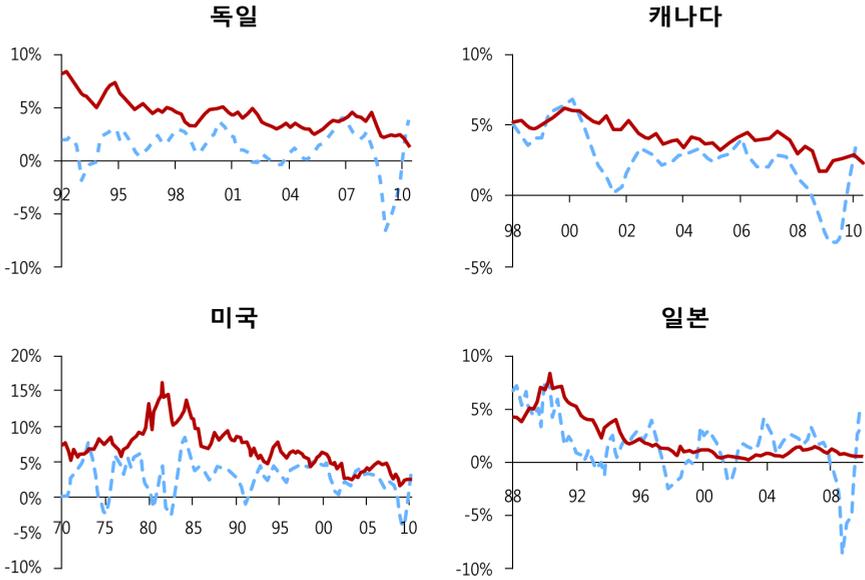
23) 2010년 3월 채권거래시스템(ATS)을 도입하여 장외거래에 대한 거래 내역 및 매매호가 등에 투명성을 제고하여 채권 유통시장 활성화에 기여할 것으로 예상된다.

다. 자산가격 및 수익률 변화

저출산·고령화가 진전됨에 따라 자산가격과 수익률이 어떻게 변할 지에 대해서는 아직까지 합의된 결과는 없다. 예를 들면, Mankiw and Weil(1989)은 미국의 경우 고령화로 인해 1990년대 주택가격이 하락할 것으로 예측한 바 있으며, Abel(2000)도 저축률 하락에 따른 자산수요 감소로 주식 및 주택가격이 하락할 것이라고 주장하였다. 특히 주택은 내국인에 의해 수요되기 때문에 고령화에 따라 급락할 가능성이 크다. 이에 반해 Poterba(2001, 2004)는 저출산·고령화로 주택 및 주식가격이 하락할 가능성이 있으나 통계적으로 유의하지는 않다는 결과를 얻었다. 최공필·남재현(2005)은 자산가격 변화에 따라 자산공급이 변하기 때문에 저출산·고령화가 자산가격에 미치는 영향을 파악하기가 어렵다고 주장하였다. 이처럼 기존연구를 보면 저출산·고령화가 자산가격에 미치는 영향에 대한 결과가 혼재되어 있다. 주택 및 주식가격이 하락할 가능성에 대해서 언급하고 있으나 분석의 어려움 때문에 관계가 불확실하다는 연구가 대부분이다.

그러나 실질기준으로 볼 때 저출산·고령화가 진전됨에 따라 자산수익률이 하락할 개연성이 매우 크다고 하겠다. <그림 Ⅲ-2>는 독일, 캐나다, 미국, 일본의 실질경제성장률과 실질이자율 추이를 보여주는데, 양자가 같은 추세를 보이는 것을 알 수 있다. 우리나라 역시 마찬가지이다. 이러한 점에 비추어 볼 때 저출산·고령화에 따라 잠재성장률이 하락한다면 실질이자율도 같이 하락할 것으로 예상된다.

〈그림 Ⅲ-2〉 실질경제성장률과 실질이자율 추이



주: 실선은 실질이자율을, 점선은 실질경제성장률을 의미함.
 자료: Bloomberg.

라. 금융중개기능 약화

금융의 주요 역할 중의 하나가 저축을 투자로 연결하는 금융중개기능이다. 구체적으로는 흑자경제주체에게 금융상품을 판매하여 조달한 자금으로 적자경제주체에게 신용을 공여하는 행위를 말한다(강종구, 2005).

금융중개기능은 기본적으로 자금수요자와 공급자에 대한 정보생산 및 모니터링을 수반한다. 따라서 이러한 정보생산 및 모니터링 기능이 강화될 경우 상대적으로 리스크가 높은 부문에 대한 자금공급이 확대될 수 있다. 이러한 점에서 금융중개기능이 강화되면 가계대출이나 담보대출, 그리고 국·공채에 대한 투자가 감소하는 대신 중소기업을 중심으로 기업대출 및 신용대출이 증가하여 자금이 보다 생산적인 곳으로 흘러갈 수 있게 되기(Berger and Udell, 1996; Gorton and Winton, 2002) 때문에 자원배분의 효율성이 제고되어 장기적으로

경제성장이 촉진되는 긍정적인 효과가 발생하게 된다. 또한 성장 가능성이 높은 기업이 선별되어 기술혁신도 촉진된다(King and Levine, 1993). 정보생산 및 모니터링 기능이 제고되면 증권 인수 및 증개 등 자본시장을 통한 자금증개도 보다 효율적으로 수행될 수 있다. 앞서서도 살펴본 바와 같이 저출산·고령화가 진전될 경우 저축률과 투자율이 동시에 하락할 것으로 예상되기 때문에 자금 배분을 의미하는 금융증개기능의 역할이 더욱 중요해질 수밖에 없다.

저출산·고령화가 금융증개기능에 미치는 영향에 대해서는 아직까지 이렇다할 연구가 진행되지 않았으나 저출산·고령화의 진전에 따라 금융증개기능이 약화될 가능성이 매우 높다. 무엇보다도 저축률 하락으로 투자로 연결될 자금이 줄어들 것이기 때문이다. 또한 예금 수요와 주식 수요가 고령화에 따라 어떻게 변할지 불확실한 점도 금융증개기능에 부정적인 요소이다. 금융이 자산수요 변화를 적절하게 충족시키지 못할 경우 자산가격의 변동성이 커질 수 있으며 이럴 경우 금융회사의 위험회피 성향이 높아질 것이기 때문에 금융증개기능이 약화될 수 있다.

마. 소결

저출산·고령화 진전은 무엇보다도 저축률 하락과 자산수요의 변화를 통해 금융시장에 영향을 미칠 것이다. 부동산 수요는 감소할 것이나 안정된 소득흐름을 보장하는 노후보장수단에 대한 수요가 증가할 것이다. 그러나 우리나라의 경우 이에 대한 시장이 아직 선진국에 비해 성숙되어 있지 않다. 금융은 이러한 노후보장수단을 제공하여 가계의 자산수요 변화를 충족시켜 주어야 한다. 그렇지 못할 경우 노후에 대한 불확실성이 높아지고 이는 노동시장 참여자들의 경제활동을 크게 제약할 것이다. 따라서 이러한 측면에서 금융의 역할이 매우 중요하다.

저출산·고령화로 자산가격은 어떻게 될 것인가? 베이비붐 세대가 본격적으로 은퇴할 경우 대량의 주택이 매물로 나오게 되어서 주택가격이 급락할 것이라

는 우려도 있으나 기존연구를 보면 저출산·고령화가 자산가격에 미치는 영향에 대한 결과가 혼재되어 있다. 주택 및 주식가격이 하락할 가능성에 대해서 언급하고 있으나 분석의 어려움 때문에 관계가 불확실하다는 연구가 대부분이다. 분석이 어려운 점은 기본적으로 자산수요가 변화하여 자산가격이 변화할 때 자산공급도 달라지기 때문이다. 즉 공급이 일정하다면 자산가격이 수요에 의해 결정되겠지만 수요와 공급이 동시에 변하기 때문에 저출산·고령화에 따라 자산가격이 어떻게 영향을 받을지 예측하기가 어렵다는 것이다.

그런데 이처럼 자산공급이 자산수요 변화에 따라 원활하게 변한다는 것은 금융시스템이 성숙되고 원활하게 작동하는 경우에만 가능하다. 만일 저출산·고령화에 따라 나타날 자산수요 변화에 대해 적절한 금융상품 공급으로 금융이 대응한다면 자산가격에 미치는 저출산·고령화의 영향은 매우 제한적일 것이다. 예를 들면, 역모기지 등 주택연금이 활성화된다면 베이비 붐 세대의 본격적인 은퇴에도 주택가격은 별다른 충격을 받지 않을 것이다. 또한 노후의 안정적인 소득흐름이 어느 정도 보장될 때 주식 등 위험자산에 대한 수요도 증가할 수 있을 것이다. 그러나 금융이 자산수요 변화를 원활하게 충족시키지 못한다면, 즉 관련된 시장이 성장하지 못한다면 일부 자산가격의 변동성이 커질 수 있으며 이는 특정 자산에 대한 투기 유발, 쏠림 현상 등 금융시장에 부정적인 결과를 유발할 수 있다. 따라서 금융이 적절한 노후보장수단을 제공할 경우 자산가격이 안정되는 긍정적인 효과도 거둘 수 있을 것으로 생각된다.

마지막으로 저출산·고령화가 금융중개기능에 미치는 영향이다. 저출산·고령화는 저축률의 하락으로 투자로 연결될 자금이 줄어들 가능성이 크기 때문에 금융중개기능을 약화시킬 것이다. 또한 예금 수요와 주식 수요가 고령화에 따라 어떻게 변할지 불확실한 점도 금융중개기능에 부정적인 요소이다. 금융이 자산수요 변화를 적절하게 충족시키지 못할 경우 자산가격의 변동성도 커질 가능성이 높기 때문에 이 경우 또한 문제가 될 것이다.