

베이비 붐 세대의 은퇴가 주식 및 부동산 시장에 미칠 영향

2006. 1.

이 철 용 · 윤 상 하

본 보고서는 정책분석그룹 이철용 부연구위원과
윤상하 연구원이 집필한 것입니다.

본 보고서의 내용은 필자들의 개인적인 견해이며
LG 경제연구원의 공식 견해가 아님을 밝혀드립니다.

< 목 차 >

< 요 약 >

I. 서론·1

II. 베이비 붐 세대의 은퇴가 자산시장에 미칠 영향·3

1. 분석 방법론과 선행 연구 검토·3
2. 베이비 붐 세대의 자산 보유 실태 국제 비교·8
3. 각국 가계의 자산 축적 및 처분 행태 분석·19
4. 가계의 자산 구성 등 기타 요인 분석·34

III. 결론 및 정책 시사점·41

<참고문헌>·45

< 표·그림 목차 >

- <표 1> 2000~2001년 현재 미국 가계의 가구주 연령대별 주식 보유 비중·13
- <표 2> 미국 가계의 가구주 연령대별 주거용 부동산 보유 비중·18
- <표 3> 한국인의 노부모 부양에 대한 견해·28
- <표 4> 한국 가계 가구주의 노후대비 방법·28
- <표 5> 주요 OECD 국가들의 경제활동참가율 비교·29
- <표 6> 고령자와 비고령자의 저축 목적 비교·33

- <그림 1> 생애 주기 가설에 따른 합리적 개인의 소비와 저축, 부의 시간경로·3
- <그림 2> 미국에서 인구 구조와 주가 간의 관계·5
- <그림 3> 한국, 일본, 미국의 출생자지수 추이·8
- <그림 4> 2000년 말 현재 한국 개인투자자의 연령대별 주식 직접보유 비중·9
- <그림 5> 한국 개인투자자의 주식 보유 비중 추이·10
- <그림 6> 1999~2000년 일본 가계의 가구주 연령대별 주식 직접 보유 비중·12
- <그림 7> 일본 개인투자자의 주식 보유 비중 추이·12
- <그림 8> 미국 가계의 주식 보유 비중 추이·14
- <그림 9> 2000~2001년 미국 가계의 가구주 연령대별 주식 직접 보유 비중·15
- <그림 10> 2004년 말 현재 한국의 소유자 연령대별 부동산 보유 비중·17
- <그림 11> 1999년 말 현재 일본 가계의 가구주 연령대별 주택 및 택지 보유 비중·17
- <그림 12> 미국 가계의 가구주 연령대별 주거용 자산 보유 비중·18
- <그림 13> 미국 가계의 가구주 연령대별 평균 실질 부·20
- <그림 14> 일본, 캐나다, 이탈리아 가계의 가구주 연령대별 부 수준·21
- <그림 15> 주요 OECD 국가들의 연령대별 가계 저축률 패턴·21
- <그림 16> 일본 가계의 가구주 연령대별 저축률 패턴·22
- <그림 17> 한국 가계의 가구주 연령대별 저축률 추이·23
- <그림 18> 한국 가계의 가구주 연령대별 저축률에 대한 가상 패널 자료·24

- <그림 19> 한국 가계의 가구주 연령대별 부 수준 추정_박창균(2003)과
강석훈(2005)·25
- <그림 20> 한국 가계의 가구주 연령대별 부 수준 추정_남주하 외(2005)·25
- <그림 21> 노후생활의 세 가지 버팀목·26
- <그림 22> 국민연금 기금 예상 적립금 추이·27
- <그림 23> 실제 및 공식 은퇴 연령 국제 비교·29
- <그림 24> 한국 가계의 가구주 연령대별 교육비 지출 비중·30
- <그림 25> 한국의 결혼 비용 부담 구조·31
- <그림 26> 미국인과 일본인의 유산 상속에 대한 태도 비교·32
- <그림 27> 연령대별 주택 구입 자금 마련 방법 비교·33
- <그림 28> 가계 자산에서 금융 및 비금융자산이 차지하는 비중 국제 비교·34
- <그림 29> 가계 보유 총자산 대비 주택자산 비중·35
- <그림 30> 가구주 연령대별 가계 금융자산 평균 보유 금액과 주식 비중
국제 비교·36
- <그림 31> 우리나라 주택보급률 추이·40

< 요약 >

분석 결과

베이비 붐 세대의 은퇴는 향후 10~20 년 안에 국내 주식 및 부동산 시장에 가장 큰 충격을 줄 우려가 있는 요인으로 꼽히고 있음. 하지만 이러한 우려가 현실로 드러날 가능성은 크지 않으며, 우려가 현실화될 경우 주식시장보다는 부동산 시장이 상대적으로 더 큰 충격을 받을 가능성이 높은 것으로 분석됨.

- 국제 비교를 위해 베이비 붐 세대를 1946~1965년생으로 재정의하고 한국과 미국, 일본 등 3개 국가에서 베이비 붐 세대가 보유중인 자산이 전체 자산에서 차지하는 비중을 2000년경을 기준으로 추정, 비교한 결과 우리나라 베이비 붐 세대의 자산 보유 집중도는 주식보다는 부동산에서 높게 나타났음.
 - 주식의 경우 △직접투자분만 감안할 경우 한국 베이비 붐 세대가 보유하고 있는 주식 금액이 전체 주식 시가총액에서 차지하는 비중은 16.1%로 일본(최대 약 5%)이나 미국(15%)보다 높으나 △간접투자분까지 포함할 경우 한국은 20.1%로 일본(최대 약 7%)보다는 높으나 미국(약 30%)보다 낮은 것으로 추정됨.
 - 부동산의 경우 각국 공식 통계자료의 비교 기준과 항목이 달라 직접 비교하기는 어려우나, 베이비 붐 세대의 보유 비중이 한국과 미국, 일본 등 3개 국가에서 대체로 비슷한 수준으로 나타남.
- 가구주 연령대별 가계의 자산 구성 패턴을 살펴볼 때, 우리나라 가계는 가구주 은퇴 이전인 40대부터 주식 비중을 꾸준히 줄이는 대신 부동산 비중을 점차 늘리는 행태가 뚜렷이 나타남. 이에 따라 부동산 시장에서 베이비 붐 세대의 연령 증가에 따라 △베이비 붐 세대의 은퇴 이전에는 가격 상승 압력 △베이비 붐 세대의 은퇴 이후에는 가격 하락 압력이 가중될 가능성이 있음.

- 하지만 우리나라에서는 자녀 교육 및 결혼 관련 대규모 지출의 일단락, 자녀에게 물려줄 유산 마련, 부모 세대의 노후 대비 등의 요인에 의해 가구주 연령이 50대를 넘어서도 가계 저축률이 높은 수준을 유지하거나 40대 이전에 비해 오히려 증가하는 양상이 두드러짐. 이는 베이비 붐 세대가 은퇴 이후에 노후 생활비 마련을 위해 보유 자산을 일시에 대량 처분해 ‘자산시장 붕괴’를 가져올 가능성이 높지 않음을 시사함.

정책 대응 방향

그럼에도 베이비 붐 세대가 향후 10~20 년 안에 지속적으로 국내 자산시장의 수급 구조를 교란할 개연성이 매우 높으며, 이에 대응해 장기시야에서 자산시장의 동태적 수급 균형을 유도하는 정책이 필요함.

- 무엇보다 부동산 가격이 안정돼 부동산 투자에 대한 기대 수익률이 하향 안정화됨으로써 자산시장 간 수익률 균형이 이루어지는 것이 긴요함. 충격적인 가격 조정보다 투자자들의 자산 배분 선호를 점진적으로 바꿔나가는 시장 친화적인 가격 안정 정책이 우선시돼야 할 것임.
- 금융 부문의 체질 개선과 경쟁력 제고를 통해 시중 여유자금의 단기부동화 또는 부동산시장 집중 현상을 예방해야 함. 이를 위해 공급 측면에서 금융회사의 상품개발 및 자산운용 역량 강화, 금융 서비스의 질 향상 등을 위한 노력이 요구되며, 수요 측면에서는 지나치게 낮은 금융자산의 비중을 적정화하기 위해 투자자 교육을 강화할 필요가 있음.
- 아울러 △인구 고령화 추세에 부합하는 장기상품 개발 △국민연금의 자산시장에서 건전한 수급 조정자 역할을 할 수 있도록 뒷받침하는 기금 운용 관련 제도적 보완책 마련 △자산 인플레이션 및 디플레이션 압력을 완충하기 위한 해외투자 활성화 △갈수록 광범위해지고 통제하기 힘들어지는 금융 리스크에 대한 상시적 모니터링 및 관리 등의 대응책 마련이 시급함.

I. 서론

- 인구구조 변동은 주식, 채권, 부동산 등 자산의 가격에 장기에 걸쳐 지속적인 영향을 주는 요인임.
 - 평균수명 연장과 출산율 저하로 인한 인구 고령화 추세는 성장 잠재력, 고용, 재정, 복지 등의 부문뿐만 아니라 금융시장, 부동산시장 등 자산시장에 큰 영향을 줄 것으로 예상됨.
 - 자산시장은 가계의 재테크가 이루어지는 곳이자 주가, 금리 등 기업의 자금 조달 여건이 결정되고 필수적 생산요소인 부동산의 가격이 형성되는 시장임.
 - 고령화가 경제성장, 고용, 재정, 복지 등에 미치는 영향에 대해서는 그 동안 국내에서도 많은 연구가 이루어졌음. 하지만 고령화가 자산시장에 주는 영향에 대해서는 본격적인 분석을 찾아보기 힘들.
- 근년 들어 주식과 부동산 가격이 각각 추세 변화 조짐을 나타내면서 자산시장의 중장기 수급 여건에 대한 관심이 높아짐.
 - 그 동안 견조한 상승세를 나타냈던 부동산시장은 현 정부 들어 ‘10.29 대책’(2003년), ‘8.31대책’(2005년) 등 강력한 가격 안정 대책이 잇달아 발표되면서 가격 조정 양상을 보여주고 있음.
 - 2005년 하반기에 500~1000포인트의 장기 박스권을 돌파한 코스피지수가 탄탄한 흐름세를 보이고 있는 가운데 한국 주식시장은 △기관투자가와 개인투자자들의 시장 주도권 회복 △적립식 펀드를 매개로 한 간접투자 자금의 지속 유입 등 의미 있는 체질 변화 조짐을 나타내고 있음.
- 본고에서는 베이비 붐 세대의 은퇴가 자산시장의 수급 여건 변화를 통해 자산 가격에 미칠 영향을 관측해봄.
 - 생애 주기 가설(Life Cycle Hypothesis)에 따르면 인구 구조 변화는 연령대별 자산 보유 및 처분 행태의 변화를 통해 자산 수요 및 공급의 변화를 낳고, 이는 궁극적으로는 자산 가격의 변동을 낳음.
 - 각국의 현존 세대 중 연령대별 인구 비중이 가장 높은 베이비 붐 세대의 은퇴는 향후 10~20년 내 자산시장에 영향을 미치는 중대한 인구 구조 요인 중 하나임.
 - 본고에서는 ‘자산 붕괴 가설(Asset Meltdown Hypothesis)’에 대한 점검을 통해 인구 구조 변화가 자산 가격에 미치는 영향을 살펴봄.

- 자산 붕괴 가설은 1990년대 미국 월가에서 처음 제기된 뒤 외국에서는 활발한 검증 작업이 진행돼 왔으나 국내에서는 ‘베이비 붐 세대가 은퇴하면 주식이나 부동산 가격이 급락할 우려가 있다’는 정도의 개략적인 내용만 소개돼 있음.
- 본고는 아울러 인구 구조 변동이 자산시장에 미치는 영향에 대한 분석을 바탕으로 자산시장 관련 정책의 개선 방향을 제시함.
 - 인구 구조 변동의 충격을 완충시키면서 각 자산시장의 수요와 공급을 적정 균형 상태로 유도해나가는 적응적(adaptive) 자산시장 관리가 핵심임.
 - 자산 수요 및 공급 주체가 다양한 만큼 노후 안전망 확충, 국민연금 개혁, 건전한 자본이동 활성화, 금융산업 경쟁력 강화 등 다양한 수준의 대응책을 마련할 필요가 있음.
 - 고령화는 자산시장은 물론 우리나라 경제 전반에 걸쳐 장기적이고 포괄적이고 구조적인 영향을 주는 요인임. 따라서 고령화에 대한 정책 대응 역시 장기 시야에 입각해 체계적으로 이뤄져야 할 것임.

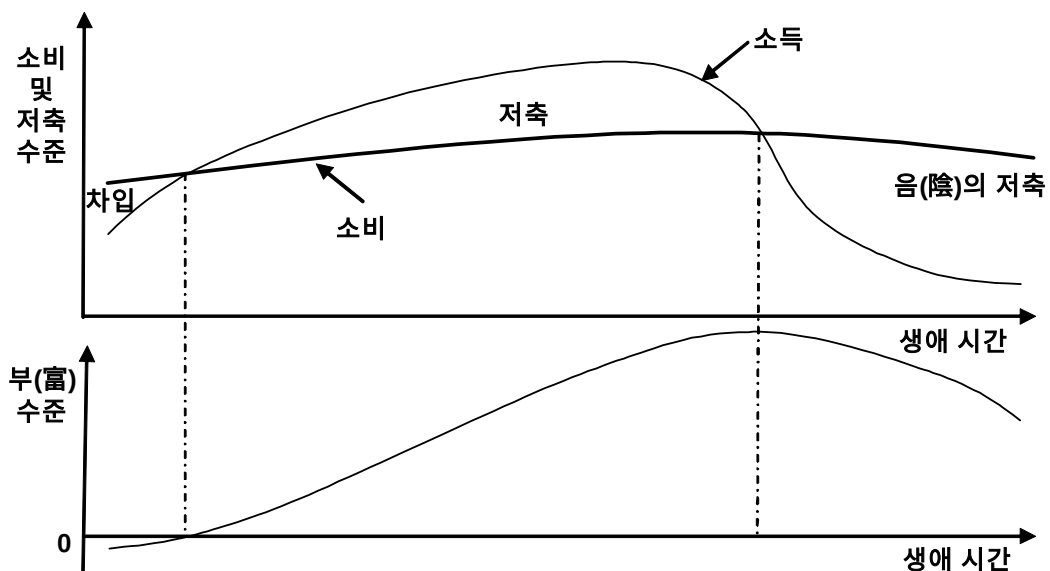
II. 베이비 붐 세대의 은퇴가 자산시장에 미칠 영향

1. 분석 방법론과 선행 연구 검토

생애 주기 가설

- 인구 구조 변동이 자산시장에 미치는 영향을 규명하는데 이론적 기초가 되는 것이 생애 주기 가설임.
 - 모딜리아니(F. Modigliani) 등이 1950~1970년대에 창안·정교화한 이 가설은 개인의 연령에 따른 소비 및 저축 패턴은 물론 경제 전체의 연령대별 인구 구성 변화로 인한 저축률 및 투자율 변화까지 설명하고 예측하는 데 활용되고 있음.
 - 실증 분석 결과는 연구자에 따라 크게 엇갈리기도 하지만, 대체로 생애 주기 가설이 다양한 경제 주체의 소비 및 저축 패턴을 분석하고 규명하는데 유효한 분석틀이라는 점에 대해서는 이론이 없음.

<그림 1> 생애 주기 가설에 따른 합리적 개인의 소비와 저축, 부의 시간 경로



주: 소득이 유일한 수입원이며 금리는 0%라고 가정.

- 생애 주기 가설에 따르면 합리적 개인의 연령별 부(富) 수준 변화 패턴은 낙타 등(hump) 모습을 띠(<그림 1> 참조).

- 일생에 걸친 개인의 소득 규모는 대개 일정한 연령까지 꾸준히 증가하다가 이후 감소하는 형태를 띤다. 합리적 판단을 하는 개인이라면 이러한 소득 흐름을 예상하고 소비를 일생 동안 비교적 일정한 수준으로 유지할 것이다.
 - 그 결과 생애 초기와 말기에는 음(-)의 저축(소비>소득)을 하며 중기에는 양(+)의 저축(소비<소득)을 통해 부를 축적한다. 축적된 부는 생애 초기의 차입금을 갚는데 쓰거나 소득 수준이 떨어지는 생애 말기의 생계비로 활용한다.
- 생애 주기 가설은 인구 구성 및 소득 변화에 따른 경제 전체의 저축률 변화 패턴을 살펴보는 데 유용한 분석틀임(Deaton, 2005).
- 생애 주기 가설에 따르면 본격적인 소득 활동을 시작하기 전의 아동 또는 젊은 세대와 소득 활동에서 벗어나 있는 은퇴자나 노인은 음의 저축자가 되고, 한창 소득 활동을 하고 있는 근로 세대는 양의 저축자가 된다.
 - 인구가 증가하면 젊은 세대의 양의 저축이 노인 세대의 음의 저축을 초과함으로써 경제 전체의 저축률이 높아질 것으로 예상된다.
 - 소득 수준이 향상될 경우에도 젊은 세대의 양의 저축이 노인 세대의 음의 저축을 능가할 것이기 때문에 경제 전체의 저축률이 높아질 것이다.
 - 총소득(1인당 소득×인구)의 증가가 빠르게 진행될수록 경제 전체의 저축률의 상승 폭은 더욱 커질 것이다.
- 생애 주기 가설은 또한 세대 간 부의 이전 패턴을 간명하게 설명해준다.
- 은퇴자나 노인들은 소득을 상회하는 소비 수준을 유지하기 위해 축적된 부(자산)를 팔 것이며 그 가운데 상당 부분은 자산 축적기의 젊은 세대가 사들이게 될 것이다.
 - 정부나 공공부문, 외국인 등 제 3의 거래자가 자산시장 참여도가 낮을수록 노인 세대와 젊은 세대 간에 직접적인 자산 매매가 이루어질 가능성이 높음.

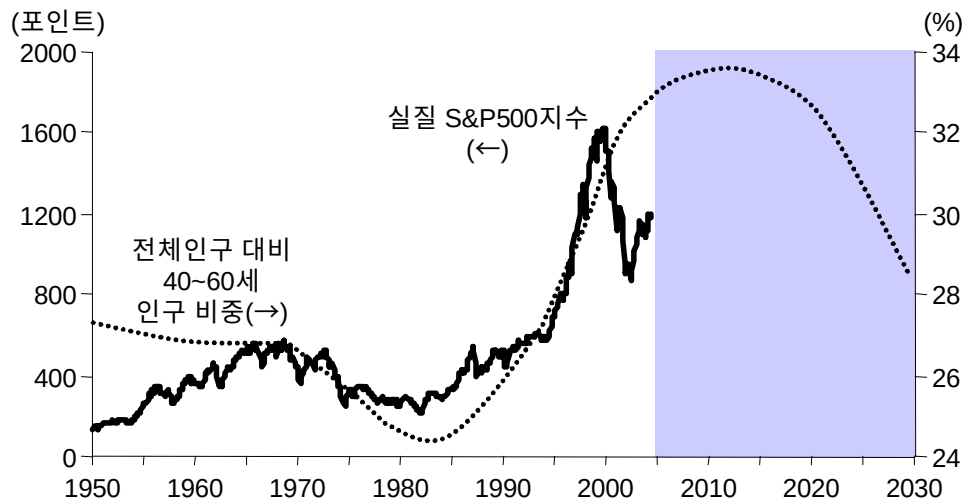
자산 붕괴 가설

- 자산 붕괴 가설은 연령별 인구 구조 변화가 생애 주기 가설에서 예상되는 세대 간 부 이전 메커니즘을 거쳐 자산시장에 미치는 영향을 설명하는 이론임(<그림 2> 참조).
- 미국 월 스트리트의 증권시장 분석가들이 1990년대에 처음 제기한 이론으로, 전체 인구에서 차지하는 비중이 가장 높은 세대인 베이비 붐 세대의 고령화가 미국 자

산시장에 미치는 영향을 조명함.

- 자산 붕괴 가설의 주창자들은 1980년대 이후 미국 주가의 급등세는 베이비 붐 세대(1946~1964년생)가 본격적인 재산 형성기(40~64세)에 진입한 것과 밀접한 관계가 있는 것으로 추정함.
- 아울러 베이비 붐 세대가 은퇴기에 접어드는 2006~2010년 이후 이 세대가 노후생활에 필요한 소비 재원을 마련하기 위해 보유 자산을 대거 처분함으로써 주식과 부동산의 가격이 폭락하게 될 것으로 예상함.

<그림 2> 미국에서 인구 구조와 주가 간의 관계



자료: Poterba(2004), p.47 Figure 3 을 바탕으로 다시 그림.

■ 자산 붕괴 가설이 향후 인구 구조 변화와 자산 가격의 움직임 간의 관계를 제대로 설명하려면 두 가지 조건이 충족돼야 함.

- 자산 붕괴 가설은 생애 주기 가설을 이론적 전제로 삼고 있는 바, 베이비 붐 세대에 속하는 개인들의 소비 및 저축 행동이 생애 주기 가설에서 묘사된 바대로 이뤄져야 함. 즉 은퇴 이후 젊었을 때 모아둔 재산을 처분해 생활비로 쓰는 음(-)의 저축(Dissaving) 현상이 관찰되고, 연령 증가에 따른 저축률 변화 양상이 역(逆) U 자형으로 나타나야 함.
- 베이비 붐 세대가 자산시장에서 행사하는 영향력이 커야 함. 그렇게 되려면 △전체 자산 스톡(stock)에서 베이비 붐 세대가 보유하는 자산 규모가 차지하는 비중이 높고 △베이비 붐 세대에 속하는 개인들이 자산 처분을 일시에 단행하며 △이들이 매각하는 자산을 사들이는 매수세가 강하지 않아 자산 디플레이션 현상이 뚜렷이 나타나야 함.

선행 연구 검토

- 실증분석 결과 인구 고령화가 개인이나 경제 전체의 저축률 패턴에 미치는 영향은 단순한 형태의 생애 주기 가설의 예측과 다르게 나타나는 경우가 적지 않았음.
 - 개인 또는 가구주 연령 변화에 따른 개인 또는 가계의 저축 패턴이 젊을 때 자산을 축적하고 은퇴 이후 자산을 털어 쓰는 양상으로 나타나는데에 대한 실증분석 결과는 연구자와 연구대상 국가가 다름에 따라 상당히 엇갈렸음.
 - 은퇴 이후 음의 저축의 정도는 예상보다 미약하게 나타나거나 아예 발견되지 않은 경우가 대부분이었음. 특히 개인보다는 가구 수준의 실증분석에서 이 같은 양상이 두드러짐. 유산 동기와 예비적 저축 등이 이러한 현상의 주 요인으로 지목됐음.
 - 경제 전체 수준에서 저축률 변화와 인구 고령화 간에는 대체로 생애 주기 가설의 예상과 부합하는 상관관계가 관찰됨. 하지만 이를 곧바로 인구 고령화를 설명변수로 하는 인과관계로 해석하는 데는 무리가 따른다는 보고가 많음.
- 생애 주기 가설이 실제의 저축 행동을 제대로 설명하고 예측할 수 있는지에 대한 최종적인 판단은 유보돼 있는 상황임.
 - 생애 주기 가설을 직접적으로 검증할 수 있는 패널 자료가 워낙 드물고, 소비 및 저축 패턴에 영향을 주는 많은 변수 가운데 연령 요인의 영향만을 분리해내야 하는 분석상의 어려움이 자주 지적되고 있음.
 - 다양한 경제 주체의 소비 및 저축 패턴을 규명하고자 할 때 활용할 수 있는 간명한 분석틀로서 생애 주기 가설의 활용 가치는 여전히 폭넓게 인정을 받고 있음.
- 인구의 연령별 구조 변화가 자산의 가격이나 투자수익률에 미치는 영향에 대해서는 연구 결과가 서로 엇갈리고 있어 분명한 결론을 내리기 어려움.
 - 관련 연구는 ‘20대 대비 40대의 인구 비중’과 주식, 채권 등 각 자산 가격의 상관관계를 분석하거나, 일정 기간 각 자산의 투자수익률을 고령 인구 부양비 등 갖가지 인구 구조 관련 변수에 회귀시키는 등의 접근방식을 취함.
 - 동일 국가의 동일 자산시장을 다루더라도 어떤 인구 변수를 설명변수로 쓰는지와 분석 대상 기간을 어떻게 설정하느냐에 따라 결과가 제각각 달리 나오고 있음.
 - 인구 구조 요인과 특정 자산의 가격 또는 투자수익률 간에 뚜렷한 상관관계가 관찰됐지만 이를 곧바로 인과관계로 해석하기가 곤란한 케이스가 적지 않았음. 자산 가격에 영향을 주는 요인은 경제성장률 등 다른 변수이며 인구 구조 요인은 다만

그 변수와 같은 방향으로 변화한 것에 불과한 경우가 대표적임.

- 국제 자본이동은 인구 구조 요인이 자산 시장이나 국내 거시경제 변수에 미치는 영향을 완충시킬 수 있는 것으로 나타남.
 - 대체로 인구 고령화가 빠른 속도로 진행되고 있는 국가들, 예컨대 경제협력개발기구(OECD) 회원국들로부터 고령화 속도가 더딘 개발도상국들로 자본이 이동하는 현상이 관찰됨.
 - 이는 자본 유출 국가의 입장에서 고령화에 따르는 부작용을 줄이고 위험 분산 투자를 통해 초과수익률을 노릴 수 있는 기회가 될 수 있음. 자본 유입 국가로서는 국제 자본이동을 통해 부족한 국내 저축을 보충할 수 있는 이점이 있음.
 - 물론 이러한 이득은 자본 유입 국가의 금융시장 여건과 거시경제 환경에 지속적인 모니터링과 국제 자본이동 흐름에 대한 신중한 감독을 통한 자본이동 리스크의 제거 또는 완화 없이는 기대할 수 없을 것임.

분석 방법론

- 본고는 자산 붕괴 가설에서 예측되는 현상이 한국 자산시장에서 나타날 가능성이 어느 정도인지를 점검함.
 - 원천자료의 생산·분석이 아니라 분석 대상 국가들의 입수 가능한 공식 통계자료 및 기존 문헌들의 해석과 적용에 주안점을 둠.
 - 선행 연구에서와 같이, 생애 주기 가설이 개인 뿐만 아니라 가계(가구) 수준의 소비 및 저축 패턴을 잘 묘사한다고 가정함. 우리나라를 비롯한 대부분 국가에서 개인의 저축 행태와 관련된 자료를 구할 수가 없어 불가피하게 가구 수준의 조사자료를 활용해야 하기 때문임.
- 한국 베이비 붐 세대의 자산 보유 실태와 자산 처분 행태, 가계 자산구성의 변화 추세를 미국, 일본의 베이비 붐 세대와 비교해봄.
 - 우리나라에 자산 붕괴 가설이 잘 적용되는지를 판정할 수 있는 보편적인 기준이 없기 때문에 국가별 비교를 통해 접근해보자는 것임.
 - 먼저, 3개 국가에서 베이비 붐 세대 인구가 전체 인구에서 차지하는 비중을 비교함.
 - 둘째, 각국에서 베이비 붐 세대가 보유중인 주식과 부동산의 규모가 해당 자산의 전체 스톡에서 차지하는 비중을 비교함. 베이비 붐 세대가 자산시장에 미치는 영향

은 이 세대의 자산 보유 비중이 높을수록 크다고 볼 수 있음.

- 셋째, 각국 가계의 자산 처분 행태를 비교 분석함. 베이비 붐 세대의 자산시장에 대한 영향력은 이 세대가 은퇴 이후 자산을 일시에 대거 처분하거나 음의 저축 행태를 강하게 드러낼수록 커짐.
- 넷째, 인구 구조 변동으로 인해 주식시장과 부동산시장에 가해지는 인플레이션 또는 디플레이션 압력의 차이가 어느 정도인지를 살펴보기 위해 각국의 연령대별 가계 자산구성의 변화 추세를 점검해봄.

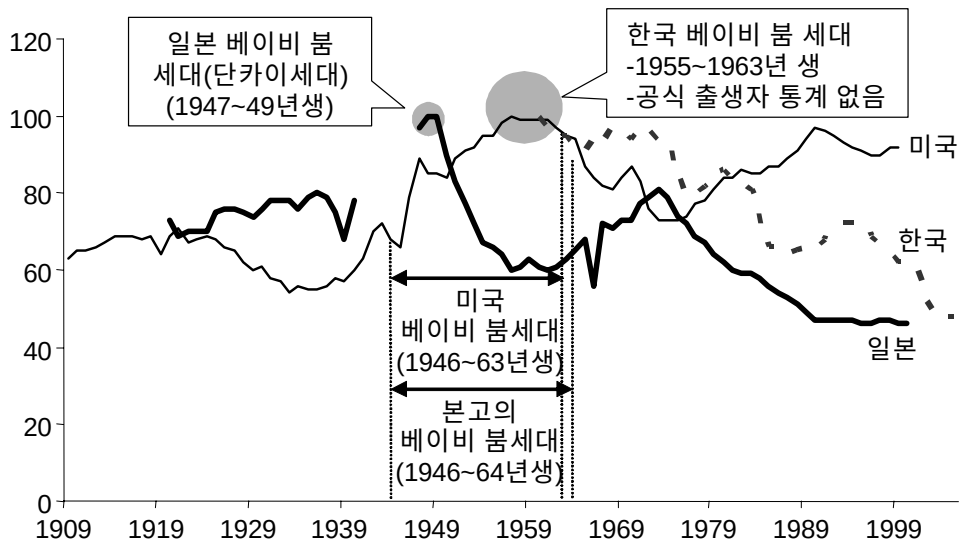
2. 베이비 붐 세대의 자산 보유 실태 국제 비교

(1) 베이비 붐 세대의 정의와 국가별 인구 비중

- 한국, 미국, 일본에서 통용되는 베이비 붐 세대의 정의는 각각 다름(<그림 3> 참조).

- 베이비 붐 세대는 국제 공통의 통계적 기준 하에 분류된 세대 개념이 아님.
- 한국의 경우 학계와 언론계에서 1955~1963년 생을 베이비 붐 세대로 통칭함.
- 미국은 1946~1964년 생, 일본은 1947~1949년 생을 각각 베이비 붐 세대로 지칭함.

<그림 3> 한국, 일본, 미국의 출생자지수 추이



주: 베이비 붐 기간 중 출생자 수가 가장 많은 해의 출생자 수를 100으로 놓음.

한국은 1959년 이전, 일본은 1951~46년의 경우 공식 출생자 통계가 없음.

자료: 통계청, 일본 통계청, 미국 통계국.

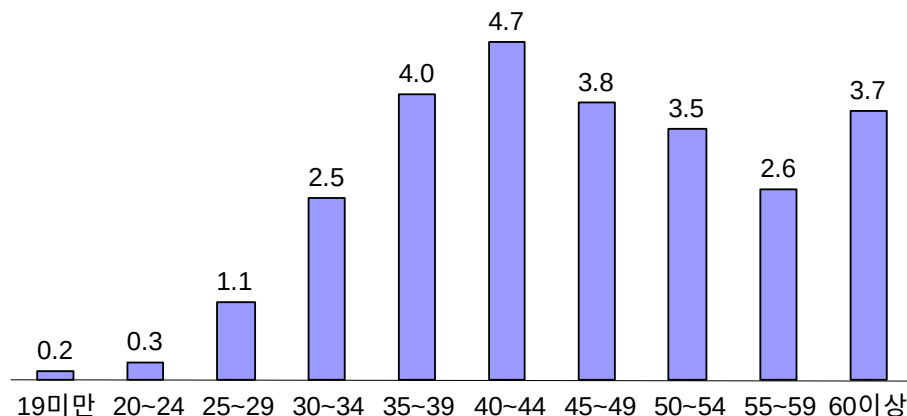
- 본고에서는 국제 비교가 가능하도록 1946~1965년생(2000년 현재 35~54세)인 사람들을 ‘베이비 붐 세대’로 정의함.

- 본고의 목적은 현 시점부터 향후 10~20년 후까지 베이비 붐 세대의 은퇴라는 인구 구조 상의 두드러진 충격 요인이 각국의 자산시장에 미치는 영향을 대등한 조건에서 비교하는 것이므로 이 같은 조작적 정의가 필요함.
- 이 같은 정의를 따를 경우 베이비 붐 세대가 전체 인구에서 차지하는 비중은 한국 29.3%, 미국 29.4%, 일본 27.8% 등으로 큰 차이가 없음.

(2) 베이비 붐 세대의 금융자산 보유 비중 국제 비교

한국

<그림 4> 2000년 말 현재 한국 개인투자자의 연령대별 주식 직접보유 비중(%)



주: 상장 및 등록 주식 모두 포함.

자료: 증권거래소, “2000년도 상장법인 주식분포 상황 조사”, 『주식』 2001년 4월호.

- 2000년 말 현재 한국의 베이비 붐 세대의 주식 보유 비중은 직접투자자로 취득한 보유분만 감안할 때 전체 상장 및 등록 주식의 16.1%임(<그림 4> 참조).
- 2000년 말 현재 상장 주식 가운데 개인투자자들이 보유중인 주식의 비중은 시가총액 기준으로 전체의 20%이며 당시 35~54세인 개인투자자들의 주식 보유 비중은 개인투자자 보유분 전체의 58.1%임. 따라서 전체 상장 주식 중 베이비 붐 세대 보유 주식이 전체 주식에서 차지하는 비중은 11.6%(20%×58.1%)임.
- 한편 코스닥증권시장에 등록된 기업의 주식 가운데 개인 보유 주식의 비중은 44.9%이며 당시 베이비 붐 세대에 속하는 개인이 보유한 주식의 비중은 전체 개인 보유분의 64.7%임. 따라서 전체 등록 주식 가운데 베이비 붐 세대가 보유중인 주식

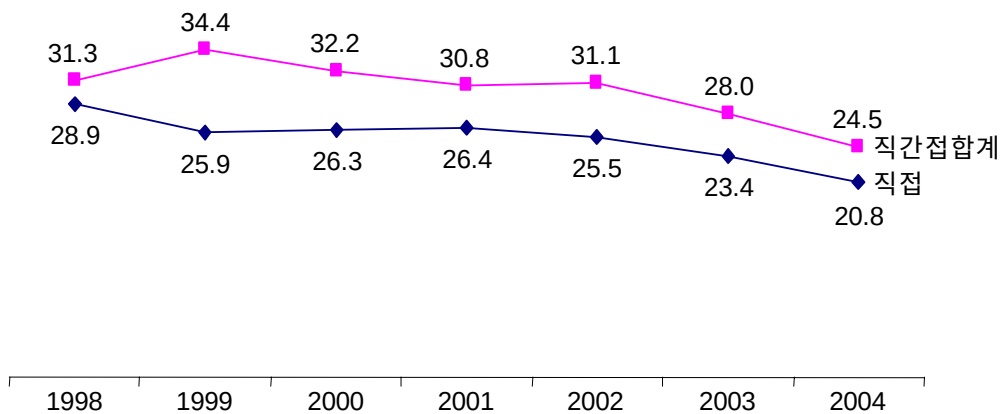
의 비중은 29.1%(44.9%×64.7%)임.

- 각 시장의 시가총액을 기준으로 가중평균한 결과 전체 상장 및 등록 주식 가운데 개인 보유분의 비중은 26.3%이며, 베이비 붐 세대의 보유 비중은 16.1%임.

■ 2004년 말 현재 한국 베이비 붐 세대의 직접투자분 기준 주식 보유 비중은 10% 남짓 수준으로 하락한 것으로 추정됨.

- 2004년 말 현재 40~59세 개인투자자의 주식 보유 비중은 개인투자자 전체의 56%, 상장 및 등록 기업 주식 전체의 11.6%임. 2004년 현재 39~58세인 베이비 붐 세대의 주식 보유 비중도 이와 크게 다르지 않을 것으로 추정됨.
- 1990년대 말의 ‘코스닥 버블’ 시기에 개인투자자들의 주식 투자가 급격히 증가했으나 1999년 말에 시작된 코스닥 버블 붕괴 이후 상당수 개인투자자들이 주식을 처분하면서 베이비 붐 세대의 주식 보유 비중도 덩달아 감소한 것으로 추정됨.

<그림 5> 한국 개인투자자의 주식 보유 비중 추이(%)



주: 시가총액 기준. 20001년부터 단주를 포함해 계산. 직간접 합계는 투신사 보유 금액을 전액 개인 보유 금액으로 귀속시켜 계산.

자료: 증권거래소, "주식 분포 상황 조사", 각 연도.

■ 투신사를 통한 간접투자로 취득한 물량까지 감안하면 베이비 붐 세대의 주식 보유 비중은 2000년 20% 선에서 2004년 15% 수준으로 하락함.

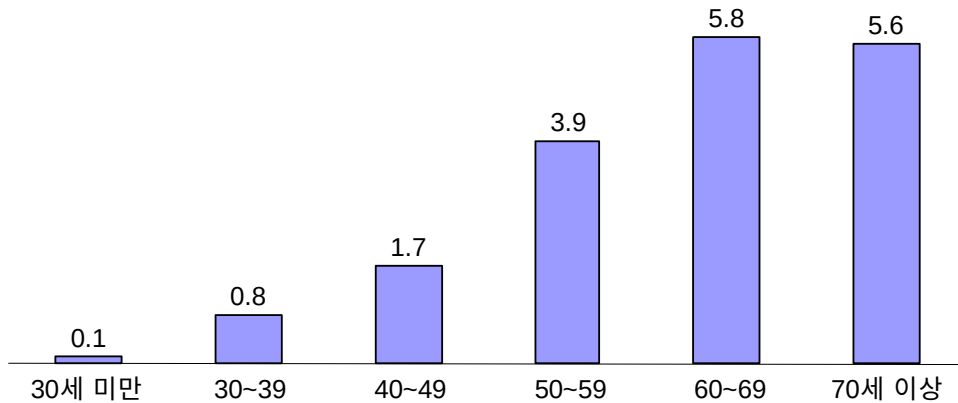
- 투신사 보유 주식을 전액 개인의 간접 주식투자 물량으로 귀속시킬 경우 개인의 주식 보유 비중은 2000년 전체 상장 및 등록 주식의 32.2%에서 2002년 31.1%, 2003년 28%, 2004년 24.5% 등으로 점차 감소하고 있음.
- 이 경우 베이비 붐 세대의 주식 보유 비중은 2000년 전체 상장 및 등록 주식의 19.5%에서 2004년(40~59세 기준) 14.8%로 하락했음.

- 개인투자자 전체의 보유 주식 가운데 베이비 붐 세대의 보유 주식 비중은 주식 수 기준으로 1995년 47.3%, 2000년 58.1%, 2004년(40~59세) 55.9% 등으로 2000년을 분기점으로 감소 추세를 나타내고 있음.
 - 이상의 두 가지 변화를 고려할 때 베이비 붐 세대의 주식 보유 비중이 단기간에 급증할 것으로 기대하기는 힘든 상황임.
- 투신사 이외에 은행, 보험사 등 기타 금융회사를 통한 간접투자분까지 포함할 경우 베이비 붐 세대의 주식 보유 비중은 2000년 기준 20%가량으로 추정됨.
- 한국은행이 작성한 2000년 기준 ‘금융 자산 부채 잔액 표’에 따르면 개인 순자산(자산-부채)은 금액 기준으로 금융 부문 전체 자산의 19.3%에 해당함. 즉 금융회사 자산의 19.3%는 개인 소유로 귀속시킬 수 있음.
 - 금융회사 보유 주식 금액 가운데 투신은 100%, 은행과 보험은 각각 19.3%를 개인 투자자 소유로 귀속시킬 경우 2000년 현재 상장 및 등록 주식의 시가총액 전체의 20.1%는 베이비 붐 세대의 보유분으로 나타남.

일본

- 1999~2000년 현재 일본 베이비 붐 세대의 주식 보유 비중은 10%에 훨씬 못 미칠 것으로 추정됨.
- 도쿄 증권거래소가 발간한 『Fact book』에 따르면 ‘개인 및 기타’(기타는 주로 비영리법인)의 주식 보유 비중은 시가총액 기준으로 1999년 3월 현재 상장 기업 주식 전체의 18.9%, 2000년 3월 현재는 18.0%임.
 - 한편 일본 통계청의 ‘전국 가계 소비지출 조사’에 따르면 1999년 말 현재 가계의 유가증권(주식, 채권, 대부신탁, 화폐신탁 등) 보유 금액 가운데 가구주가 30~50대인 가계가 차지하는 비중은 35.8%임.
 - 가구주 연령대별 주식 보유 비중이 유가증권 보유 비중과 같다고 가정하면 1999년 말 현재 가구주 연령대별 가계의 주식 보유 비중은 30대 0.8%, 40대 1.7%, 50대 3.9%임. 즉 30, 40대 2.5%, 40, 50대 5.6%, 30~50대 6.4% 등이며, 베이비 붐 세대의 주식 보유 비중은 5% 안팎에 머물 것으로 추정됨.

<그림 6> 1999년 현재 일본 가계의 가구주 연령대별 주식 직접보유 비중(%)



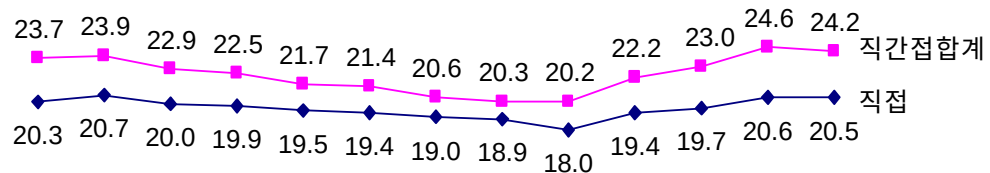
주: 1999 년말 가구주 연령대별 유가증권 보유 비중을 2000 년 10 월 1 일 현재 가구 구성 현황과 2000 년 3 월말 현재 개인투자자의 주식 보유 비중에 적용해 계산.

자료: 일본 통계청.

■ 간접투자까지 감안할 경우 베이비 붐 주식보유 비중도 한국에 비해 상당히 낮은 수준임.

- 투신사를 통한 간접투자분까지 포함할 경우 ‘개인 및 기타’의 보유 비중은 각 연도 3월말 현재 1995년 22.5%에서 2000년 20.2%, 2004년 24.2% 등으로 한국보다 다소 낮은 수준임.
- 가구주 연령이 30~50대 가계의 투신사를 통한 간접투자분을 포함한 주식 보유 비중은 7.2%로 추정됨. 따라서 일본 베이비 붐 세대의 주식 보유 비중은 간접투자분을 감안할 경우에도 한국(2000년 현재 20.3%)에 비해 상당히 낮은 수준이라고 볼 수 있음.

<그림 7> 일본 개인투자자의 주식 보유 비중 추이(%)



1992 1993 1994 1995 1996 1997 1998 1999 2000 2001 2002 2003 2004

주: 개인투자자는 ‘개인 및 기타’로 이뤄지며, 직·간접 합계는 투신사 보유 금액을 전액 개인 보유 금액으로 귀속시켜 계산.

자료: 도쿄 증권거래소, 『Fact Book 2005』.

미국

- 2001년 현재 미국 가계가 보유중인 주식 가운데 가구주가 베이비 붐 세대인 가계가 차지하는 비중은 시가총액 기준 37%가량으로 추정됨.
 - 2001년 현재(조사 시점 5~12월) 가구주가 35~54세(베이비 붐 세대와는 상단과 하단의 연령이 각각 1년이 적음)인 가계는 전체 가구의 42.9%임.
 - 2001년 현재 가구주 연령대별 가계 주식 보유 비중은 35~44세 12.5%, 45~54세 24.9%로 베이비 붐 세대 가구주가 이끄는 가계의 주식 보유 비중은 가계 전체의 37.4%로 추정됨. 이는 2000년 말 현재 한국의 같은 비율(거래소 58.1%, 코스닥 64.7%)보다 낮은 수준임.

<표 1> 2001년 현재 미국 가계의 가구주 연령대별 주식 보유 비중(%)

가구주 연령	전체 가구 대비 해당가구 수의 비율(a_j)	직간접으로 주식을 보유중인 가구 비율(B_i)	보유 주식 금액의 평균값(C_i) (2001년 1000 달러)	가계 보유 주식 중 연령대별 보유 비중
35 세 미만	22.7	48.9	7	4.5
35~44	22.3	59.5	27.5	12.5
45~54	20.6	59.2	50	24.9
55~64	13.2	57.1	81.2	26.7
65~74	10.7	39.2	150	17.6
75 세 이상	10.4	34.2	120	13.7

주: 가구주 연령대별 가구 수를 A_i , 해당 가구주 연령대 가구 중 주식 보유 가구의 비율을 B_i , 해당 가구주 연령대의 주식을 보유한 가구의 보유 주식 금액의 평균을 C_i 라고 하면, 가계 전체의 주식 보유 금액은 다음과 같은 산식으로 계산됨.

$$\sum_{i=1}^n A_i \times B_i \times C_i$$

전체 가구 수($\bar{A}$) 대비 각 연령대별 가구의 가구 수 비중을 a_j 라고 할 경우(즉, $a_j = A_j / \bar{A}$) 가계 전체의 주식 보유 금액 대비 각 가구주 연령대별 가구의 주식 보유 금액의 비중은 다음과 같이 계산됨.

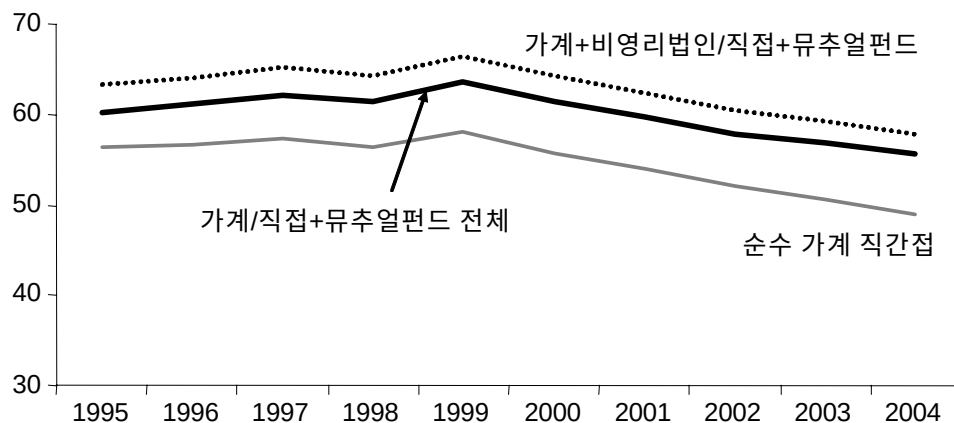
$$A_j \times B_j \times C_j / \sum_{i=1}^n A_i \times B_i \times C_i = a_j \times B_j \times C_j / \sum_{i=1}^n a_i \times B_i \times C_i$$

자료: Federal Reserve, "Recent Changes in U.S. Family Finances: Evidence From the 1998 and 2001 Survey of Consumer Finances"의 통계 자료를 이용해 재작성.

- 미국의 전체 주식의 시가총액 가운데 가계 부문이 보유한 주식 금액이 차지하는 비중은 뮤추얼펀드를 통한 간접투자를 포함할 경우 2000년 현재 61.5%로 추정됨.

- 미국 연방준비제도가사회가 발표하는 『Flow of Fund』에서는 ‘가계 부문’(Household)은 가계(household)뿐만 아니라 비영리법인(nonprofit organizations)까지 포함함.
- 2000년 현재 비영리법인이 보유한 주식의 비중은 ‘가계 부문’(가계 +비영리법인) 보유 주식 금액의 8.76%를 차지함. 이를 2001년 수치에 적용할 경우 미국의 전체 주식 시가총액 가운데 가계가 보유한 주식의 비중은 40.1%로 2000년 말 현재 한국의 26.3%보다 훨씬 큼.
- 한편 뮤추얼펀드를 통한 간접투자 부분을 포함한 미국 가계의 직간접 보유 주식의 비중은 2000년 61.5%, 2001년 59.8% 등으로 한국(2000년 32.2%)보다 훨씬 높음.
- 또한 실제로 뮤추얼펀드 잔고 중 개인이 위탁한 금액의 비중은 2000년 말 현재 68.6%로 나타남. 이를 감안할 경우 가계의 순수 직간접 주식 보유 금액의 비중은 전체 주식 시가총액의 55.7%임.
- 생명보험, 연금펀드(private pension fund), 공무원은퇴펀드(government retirement fund) 등 여타 금융회사를 통한 간접투자분까지 포함할 경우 가계의 직간접 주식 보유 금액은 전체 주식 시가총액의 80%를 상회하는 것으로 추정됨.

<그림 8> 미국 가계의 주식 보유 비중 추이(%)

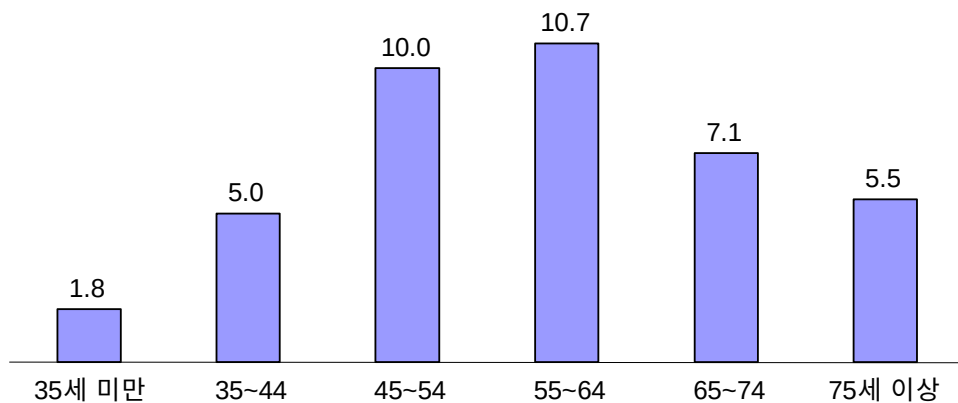


자료: 미국 연방준비제도가사회가 발간한 “Flow of Fund” 각 연도 수치를 이용해 추정..

- 미국의 전체 주식 시가총액 가운데 가구주가 베이비 붐 세대인 미국 가계가 보유한 주식의 비중은 간접투자를 포함할 경우 최소 20% 안팎, 최대 30% 가량으로 추정됨.
- 가구주가 베이비 붐 세대인 가구의 주식 보유 금액의 비중은 직접투자만 감안할 경우 2001년 현재 15%임. 이는 2000년 말 현재 한국 개인투자자의 보유 비중 16.1%보다 낮은 수준임.

- 하지만 뮤추얼펀드가 보유하는 주식을 전액 개인 소유로 귀속시킬 경우 베이비 붐 세대의 직간접 주식 보유 금액의 비중은 2000년 현재 23%로 추정됨. 이는 한국 (2000년 전체의 19.5%, 2004년 14.8%)보다 높음. 뮤추얼펀드 잔고 중 개인의 기여 비중인 68.6%에 해당하는 금액만 포함시키면 베이비 붐 세대의 직간접 주식 보유 금액은 20.8%(한국은 관련 추정치 없음)로 추정됨.
- 연금펀드, 생명보험 등 뮤추얼펀드 이외의 간접투자 경로를 통해 가계가 실질적으로 지배하고 있는 주식 물량을 모두 포함할 경우 베이비 붐 세대의 주식 보유 비중은 30%가량으로 추정됨.

<그림 9> 2000~ 2001년 현재 미국 가계의 가구주 연령대별 주식 직접 보유 비중(%)



자료: Federal Reserve, "Recent Changes in U.S. Family Finances: Evidence From the 1998 and 2001 Survey of Consumer Finances"의 통계 자료를 이용해 재작성.

소결

- 한국과 미국, 일본에서 각국 베이비 붐 세대의 주식 보유 금액이 해당 국가의 주식 시가총액에서 차지하는 비중을 비교해본 결과 한국은 일본보다 높고 미국보다 낮았음.
 - 한국은 2000년 말 기준 직접투자만 감안하면 16.1%, 투신사를 통한 간접투자 감안 시 19.5%, 보험 은행 등을 통한 간접투자까지 포함할 경우 20.1% 등으로 추정되며, 2000년 이후 하락세를 나타내고 있음.
 - 일본은 1999~2000년 현재 직접투자만 고려하면 최대 5% 가량, 투신사를 통한 간접투자까지 감안할 경우 최대 7% 가량으로 추정됨.
 - 미국은 2000~2001년 현재 직접투자만 감안 시 15%이며 투신사를 통한 간접투자 감안 시 23%, 기타 금융회사를 통한 간접투자까지 포함할 경우 30%가량으로 추정됨.

- 이상의 분석에는 명확한 한계가 있으므로 해석에 주의를 요함. 분석에 쓰인 통계 작성의 기준이 한국은 개인인데 반해 미국과 일본은 가구 기준임. 이에 따라 일대일로 직접 비교하는데는 제약이 따름. 다만 한국의 경우 비(非) 가구주 투자자가 전체 개인투자자 중에서 차지하는 비율이 상대적으로 크지 않고, 비가구주 투자자의 가구주 연령대별 분포가 유의미할 정도로 불균등하다고 간주할 이유가 없음. 따라서 가구주 연령을 기준으로 한 가계의 주식 보유 분포가 연령대별 개인의 주식 보유 분포와 크게 다르지 않다고 가정해도 무리가 없을 것임.

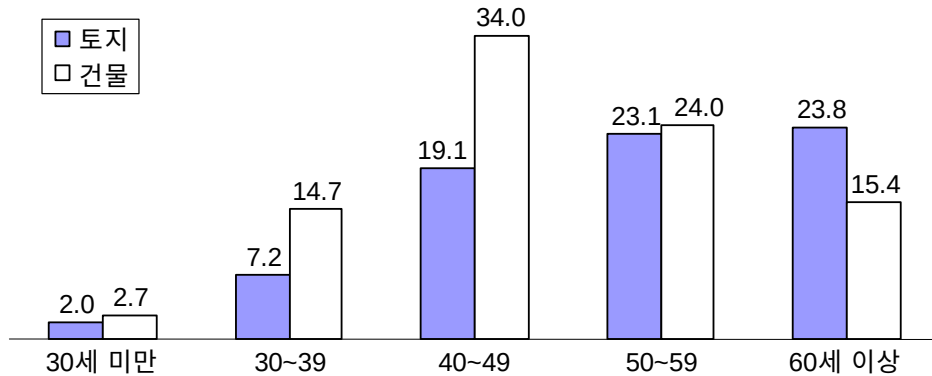
(2) 베이비 붐 세대의 부동산 자산 보유 비중 국제 비교

- 부동산 자산의 경우 연령대별 보유 비중을 추정할 수 있는 근거자료가 절대적으로 부족한데다 국가별로 접근 가능한 데이터의 조사 시기와 항목, 연령 기준이 상이해 직접 비교에 어려움이 있음.
 - 한국의 경우 2003년 '10.29' 대책의 일환으로 부동산 관련 정보의 통합 관리를 위해 2004년 본격 가동에 들어간 '부동산 정보 관리센터'가 2005년 2월 15일 발표한 2004년 말 현재 연령대별 부동산 보유 비중 데이터가 유일하게 공개된 공식자료임.
 - 일본은 1999년 말 기준 '전국 가계 소비지출 조사', 미국은 2001년 기준 '소비자 금융 조사(Survey of Consumer Finances)'가 전국적인 연령대별 부동산 자산 보유 관련 데이터를 포함하면서 본고의 분석 대상 시점인 2000년으로부터 가장 가까운 시점에 이뤄진 조사임.
 - 하지만 부동산 자산의 보유 패턴 변화가 금융자산의 경우보다 훨씬 느리게 진행되는 점을 감안, 이용 가능한 데이터를 최대한 활용해 각국의 부동산 보유 현황을 추정·비교하기로 함.

한국

- 2004년 말 현재 한국 베이비 붐 세대의 토지 및 건물 보유 비중은 각각 42%와 58%로 추정됨.
 - 2004년 말 현재 소유자 연령대별 부동산 보유 비중을 조사한 결과 40~59세(베이비 붐 세대는 39~58세)의 토지(면적 기준)와 건물(연면적 기준) 보유 비중은 각각 전체의 42.2%와 58%로 나타남.
 - 2005년 한 해 동안 소유자 연령대별 토지 보유 분포가 큰 변화가 없다면 두 개의 수치를 2005년 말 현재 베이비 붐 세대의 부동산 보유 비중으로 같음할 수 있음.

<그림 10> 2004년 말 현재 한국의 소유자 연령대별 부동산 보유 비중(%)

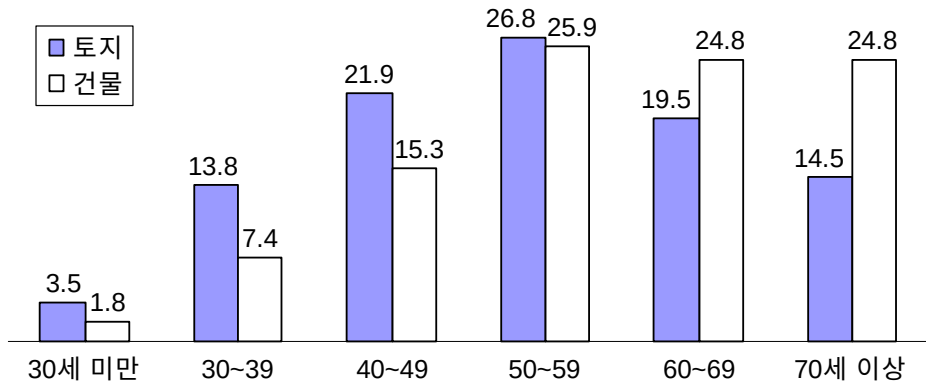


주: 2004년 12월 31일 현재. 소유 면적 기준.

자료: 행정자치부 보도자료, “부동산 보유 현황을 개인별·지자체별로 연중 파악 관리”, 2005년 2월 15일.

일본

<그림 11> 1999년 말 현재 일본 가계의 가구주 연령대별 주택 및 택지 보유 비중(%)



자료: 일본 통계청의 1999년 전국 가계 소비지출 조사와 2000년 인구 센서스 결과를 이용해 추정.

- 1999년 말 현재 30~50대가 개인 소유 주택의 62.4%와 개인 소유 택지의 48.6%를 차지함.
 - 일본 통계청의 ‘전국 가계 소비지출 조사’에 따르면 1999년 현재 가구주 연령대별 가계의 주택 보유 비중은 금액 기준으로 △30대가 전체의 13.8% △40대 21.9% △50대 26.8%임. 가구주 연령대별 가계의 분포 비율은 2000년 10월에 이뤄진 2000년 인구 센서스 조사 결과를 적용해 계산함.
 - 같은 조사에 따르면 택지의 가구주 연령대별 보유 비중은 금액 기준으로 △30대 7.4% △40대 15.3% △50대 25.9% 등임.

- 한국과 조사 항목(한국은 건물과 토지, 일본은 주택과 택지) 및 기준(한국은 면적 또는 연면적 기준, 일본은 금액 기준)이 달라 직접 비교하기는 어려우나, 베이비 붐 세대를 포괄하는 30~50대의 토지 및 주택 보유 비중이 대체로 비슷하다고 볼 수 있겠음.

미국

- 2001년 현재 가구주가 베이비 붐 세대인 가계의 주거용 자산 보유 비중이 46.4%로 추정됨.

- 이는 가계가 주거용 자산을 100% 보유하고 있다는 가정 하에 산출된 수치임. 연령대별 주거용 자산 보유 비중은 35~44세 20.6%, 45~54세는 25.8%임.

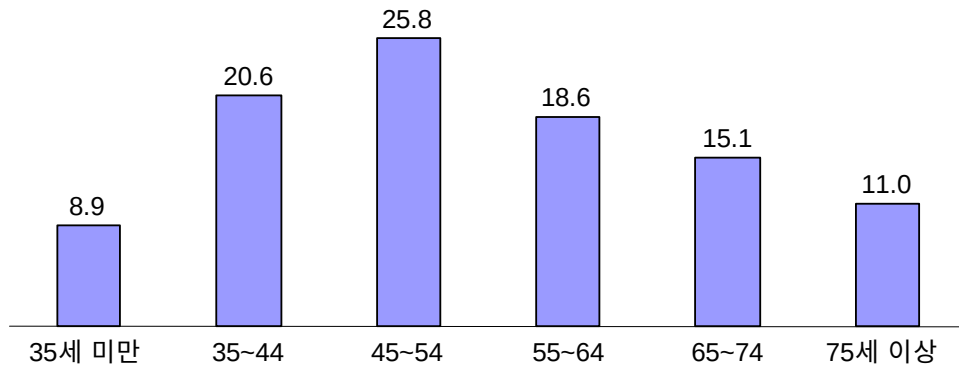
<표 2> 미국 가계의 가구주 연령대별 주거용 부동산 보유 비중(천달러, %)

가구주 연령	전체가구 대비 해당 가구 수 비율	보유 부동산 평균값 (2001년 1000 달러 기준)		전체 가구 중 부동산 보유 가구의 비율		연령대별 주거용부동산 보유 비중
		기본 주거	기타 주거용 부동산	기본 주거	기타 주거용 부동산	
35 세 미만	22.7	127.6	158	39.9	3.4	8.9
35~44	22.3	179.7	117.1	67.8	9.2	20.6
45~54	20.6	202.9	168.9	76.2	14.7	25.8
55~64	13.2	199.7	198.2	83.2	18.3	18.6
65~74	10.7	186.1	352.5	82.5	13.7	15.1
75 세 이상	10.4	167.9	151.1	76.2	15.2	11.0

주: 2001년 5~12월 기준. 금액 기준 <표 1>과 같은 방식으로 계산.

자료: Federal Reserve, "Recent Changes in U.S. Family Finances: Evidence From the 1998 and 2001 Survey of Consumer Finances"의 통계자료를 이용해 재작성.

<그림 12> 미국 가계의 가구주 연령대별 주거용 자산 보유 비중(%)



자료: Federal Reserve, "Recent Changes in U.S. Family Finances: Evidence From the 1998 and 2001 Survey of Consumer Finances"의 통계자료를 이용해 재작성.

소결

- 비교 기준과 항목이 달라 직접 비교하기는 어려우나, 베이비 붐 세대의 부동산 보유 비중은 한국과 미국, 일본 등 3개 국가가 대체로 비슷한 수준이라고 볼 수 있음.
 - 주거용 부동산의 경우 미국은 46.4%(2001년·당시 45~54세), 일본은 62.4%(1999년 말·당시 40~50대)임. 한국의 경우 2004년 말 현재 40, 50대가 건물을 58% 소유중임.
 - 한편 토지 자산의 경우 한국은 2004년 말 현재 40, 50대가 토지를 42%를 소유하고 있으며, 일본은 30~50대가 택지의 48.6%를 보유하고 있음.

2 절의 결론

- 베이비 붐 세대의 주식 및 부동산 보유 비중을 국가별로 비교해본 결과, 자산 수요 및 공급의 변화를 통해 자산 가격에 영향을 줄 수 있는 잠재력 측면에서, 한국 베이비 붐 세대는 △주식의 경우 미국의 동 세대보다 약하고 일본의 동 세대보다 강하며 △부동산의 경우 미국이나 일본의 동 세대와 비슷한 수준인 것으로 나타남.

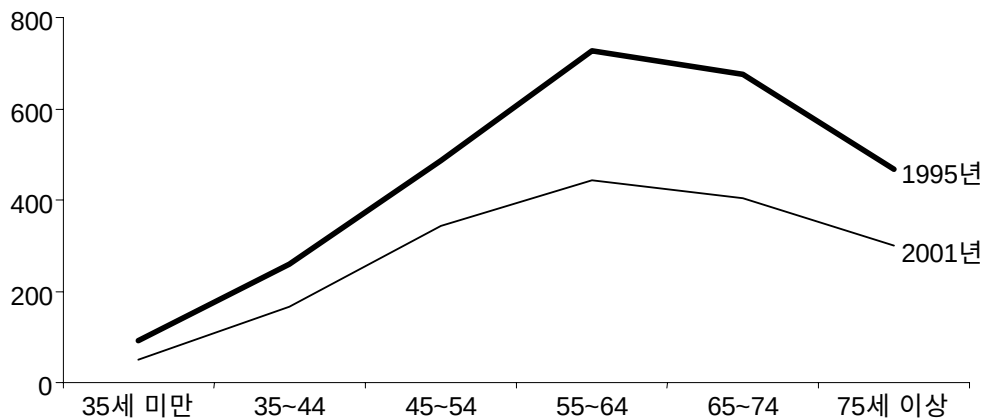
3. 각국 가계의 자산 축적 및 처분 행태 분석

- 이 절에서는 한국과 미국, 일본 등 다른 나라의 가계가 생애 주기 가설이 예상하는 바대로 자산을 축적하고 처분하는지를 살펴봄.
 - 자산 붕괴 가설이 잘 들어맞으려면 부, 즉 자산의 축적과 처분이 생애 주기 가설에 부합해야 함. 자산을 축적하거나 처분하는 기초 행위인 저축 행동 패턴도 생애 주기 가설의 예상과 일치해야 함.
 - 생애 주기 가설을 제대로 검증하려면 개인의 부 스톡 수준이나 저축률에 대한 장기 시계열 자료가 필요함. 하지만 개인 수준의 부 또는 저축률에 관한 공식 데이터는 거의 없음. 본고는 개인이 아닌 가구 수준의 부 또는 저축률 데이터를 주로 활용함.

(1) 연령대별 부 및 저축률 수준의 국가별 비교

외국 사례

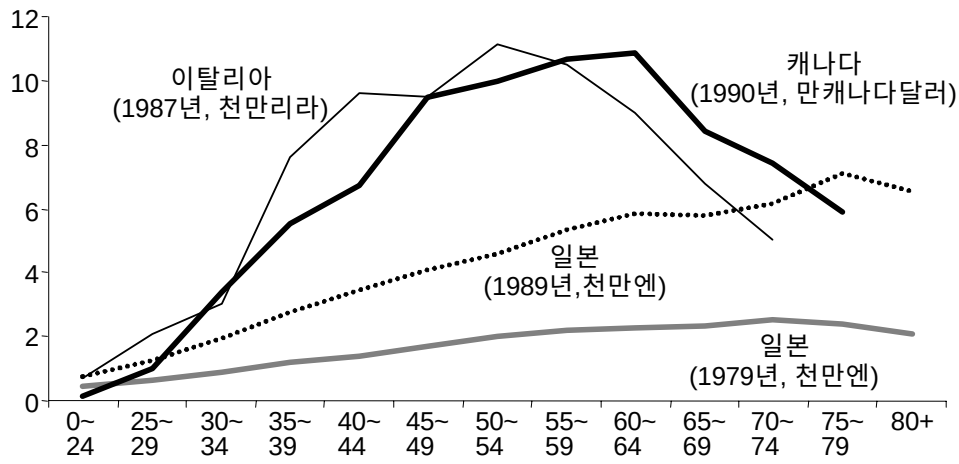
<그림 13> 미국 가계의 가구주 연령대별 평균 실질 부(2001년 천달러 기준)



자료: FRB, Survey of Consumer Finances, 2001.

- 횡단면 분석 결과, 미국 가계의 가구주 연령대별 실질 부(총자산-부채) 곡선은 전형적인 낙타 등 모습(hump)으로 나타남(<그림 13> 참조).
 - 1995년과 2001년 모두 연령 증가에 따라 가계의 실질 부가 증가하다가 55~64세 시기에 정점에 이른 뒤 점차 감소하는 형태임.
 - 이는 일정한 조건을 전제했을 경우 ‘합리적 개인은 소득활동이 왕성하게 이뤄지는 중장년기에 재산을 모아 은퇴 이후의 노후 생활 자금으로 쓴다’는 생애 주기 가설의 관측을 뒷받침하는 사례가 될 수 있음.
 - 여기서 일정한 조건이란, 예컨대 2001년에 가구주 연령이 60세인 가구의 부 축적 및 처분 패턴이 당시 가구주 연령이 45세인 가구의 15년(60에서 45를 뺀 값) 후 부 축적 및 처분 패턴과 동일하다는 조건임. 현실에서 이런 조건이 충족되는 경우는 매우 드물 것임.
 - 따라서 횡단면 분석 결과 연령대별 가계 부 곡선이 hump 형태를 띤다는 점이 생애 주기 가설을 곧바로 입증하는 것은 아님. 연령 이외에 다른 요인들도 작용하고 있기 때문임. 마찬가지로 저축률 곡선이 hump 모양이 아니라고 해서 생애 주기 가설이 잘 들어맞지 않는다고 단언할 수 없음. 횡단면 분석에서 도출된 저축률 곡선이 hump 형태인지 여부는 그 자체로 생애 주기 가설의 채택 또는 기각의 증거가 될 수 없으며, 이 가설의 적용 가능성과 관련한 심증을 보강하는 논거일 따름임.

<그림 14> 일본, 캐나다, 이탈리아 가계의 가구주 연령대별 부 수준

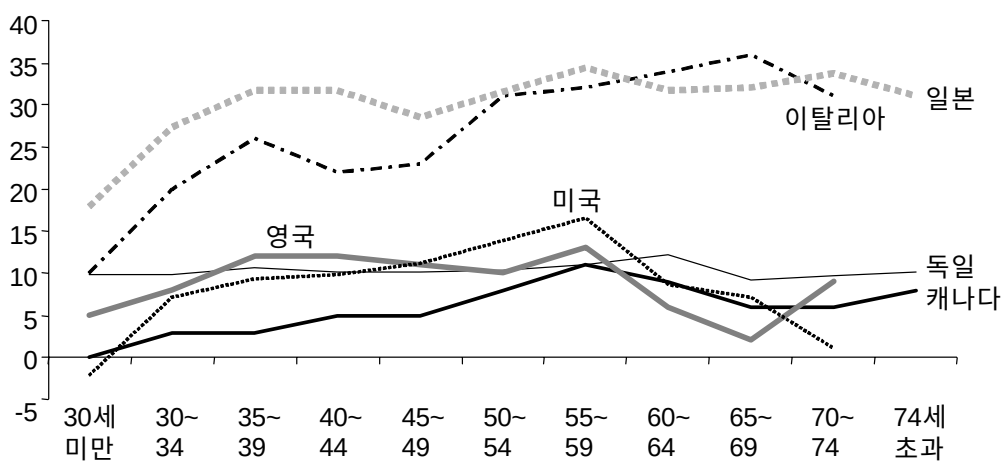


자료: Poterba ed.(1994)에 나오는 그림들을 합성함.

■ 기타 외국의 연령대별 부에 대한 횡단면 분석 결과 hump 형태가 나타나지 않는 경우가 적지 않음(<그림 14> 참조).

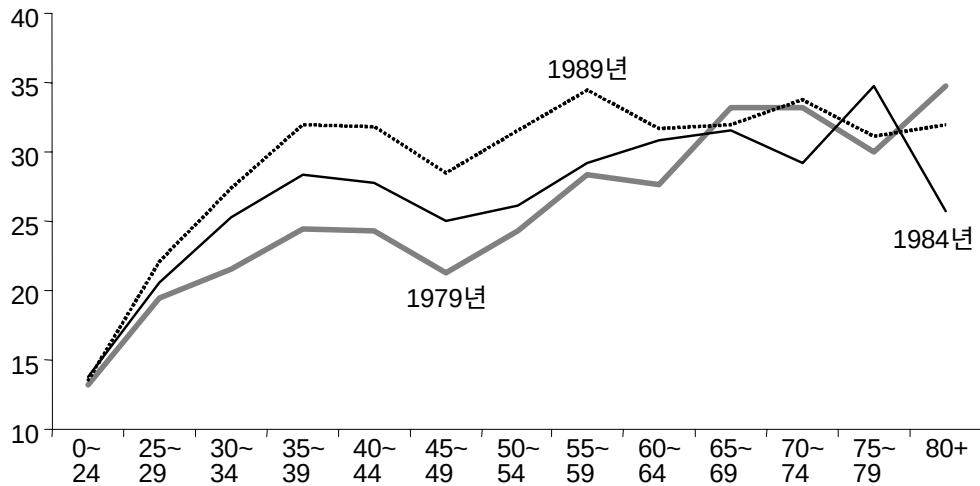
- 캐나다와 이탈리아는 hump 형태가 뚜렷이 나타남. 하지만 <그림 15>에서 보는 바와 같이 저축률 곡선이 생애 주기 가설에서 예상되는 역 U자형과는 전혀 다른 모습을 보이고 있기 때문에 부 곡선이 hump 형태라는 점을 생애 주기 가설을 채택하는 직접적인 논거로 삼을 수 없음(Burbidge and Davies, 1994).
- 일본의 경우 부 축적이 인생의 전 시기에 걸쳐 지속적으로 이뤄지고 있는 것으로 조사됨. 이는 일본 가계의 저축률이 가구주 연령 증가와 함께 꾸준히 상승하는 현상(<그림 16>)과 관련이 있음.

<그림 15> 주요 OECD 국가들의 연령대별 가계 저축률 패턴(%)



자료: Poterba ed.(1994)에 수록된 각국 데이터를 취합해 그림.

<그림 16> 일본 가계의 가구주 연령대별 저축률 패턴(%)



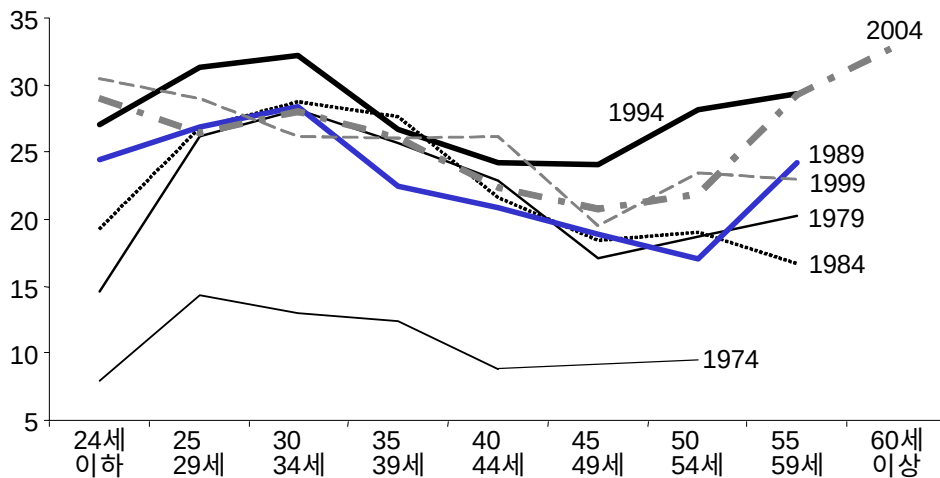
주: Takayama and Kitamura(1994).

- 가계의 저축률 패턴을 살펴보면 미국을 제외한 국가에서는 역 U자형이 뚜렷이 나타나지 않아 생애 주기 가설에서 예상되는 은퇴 이후 음의 저축 현상이 일반적이지 않음을 시사함.
 - 미국의 경우 은퇴 이후 음의 저축 현상은 관찰되지 않았으나 저축률 곡선이 대체로 역 U자형 모습을 하고 있음. 소득 분위별로 살펴보면 저소득 계층 가구에서 음의 저축 현상이 뚜렷이 나타남.
 - 미국 이외의 국가들에서는 고령 가구주 가계가 높은 저축률을 유지하는 현상이 두드러짐. 특히 일본과 이탈리아의 경우 70세 이상 가구주가 이끄는 가계가 그보다 젊은 가구주 가계보다 저축률이 높은 현상이 여러 해에 걸쳐 나타남.

한국 가계의 저축률 패턴

- 통계청이 조사, 발표하는 가구별 저축률 데이터를 이용해 우리나라 가계의 가구주 연령대별 자산 축적 및 처분 패턴을 살펴봄.
 - 우리나라에는 개인별 또는 가구별 부(富)와 관련한 공식 데이터가 존재하지 않음. 도시 가계 조사 자료를 이용해 가구주 연령대별 저축 행태가 생애 주기 가설과 부합하는지를 살펴봄.
 - 여기서 저축은 가처분소득에서 소비지출을 뺀 나머지 부분으로 정의함. 분석의 편의를 위해 내구재는 전액 소비지출 항목에 넣어 저축률을 계산함. 내구재의 일부를 저축으로 간주한 다른 연구들에서도 본고와 동일한 결론이 도출된 바 있음.

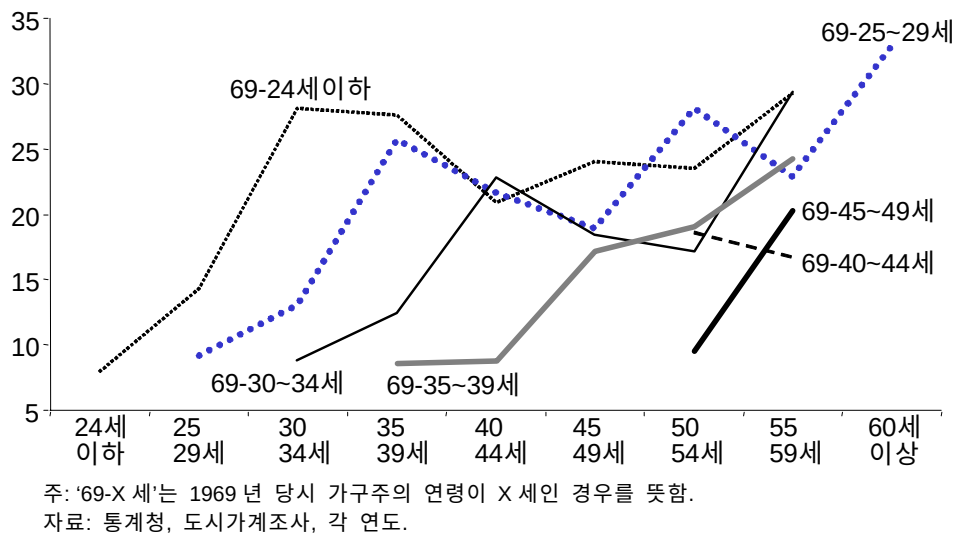
<그림 17> 한국 가계의 가구주 연령대별 저축률 추이(%)



주: 고령층의 경우 1974년까지는 50세 이상, 그 뒤 2002년까지는 55세 이상, 2003년 이후는 60세 이상 기준으로 집계됨.
자료: 통계청, 도시 가계 조사, 각 연도.

- 도시 근로자 가구의 저축률 곡선은 기대와 달리 역 U자형이 아니라 40대 후반에서 저점에 이른 뒤 다시 상승하는 N자형임(<그림 17> 참조).
 - 이 같은 저축률 패턴은 근년에 올수록 더욱 두드러지는 양상을 나타냄.
 - 2003년 조사, 발표되기 시작한 전국 전(全) 가구 데이터를 이용한 가구주 연령대별 저축률 곡선도 동일한 모습을 보여줌.
- 가상 패널 분석에서도 이 같은 N자형 패턴이 관찰됨(<그림 18> 참조).
 - 개인 또는 가계 수준의 장기 패널 데이터를 활용할 수 없는 분석의 한계를 우회하는 방법이 가상 패널 분석 또는 합성 코호트 분석(Synthetic Cohort Analysis)임. 이는 예컨대 1969년에 25세인 사람이 1974년에 30세, 1979년 35세가 될 것이라는 점에 착안해 가상의 패널 데이터를 만들어 평균적인 세대인(世代人)의 행태를 추적함.
 - 우리나라 도시 근로자 가구의 저축률에 대한 가상 패널 분석 결과 저축률 곡선은 대체로 20대 이후 꾸준히 상승하다가 일정 시간 동안 하락세를 보인 뒤, 또다시 40, 50대의 특정 시점에 상승세로 반전하는 양상을 띠며.
 - 도시 가계 조사 자료는 60대 이상 가구주 연령 기준이 세분화돼 있지 않기 때문에 생애의 마지막 시기의 저축률 패턴을 추정하기 어려움. 60대 이상 연령 기준을 좀 더 세분화할 경우 저축률 곡선이 M자형을 띠게 될 가능성, 즉 생애의 말기에 음의 저축 현상이 나타날 가능성을 전적으로 배제할 수는 없음.

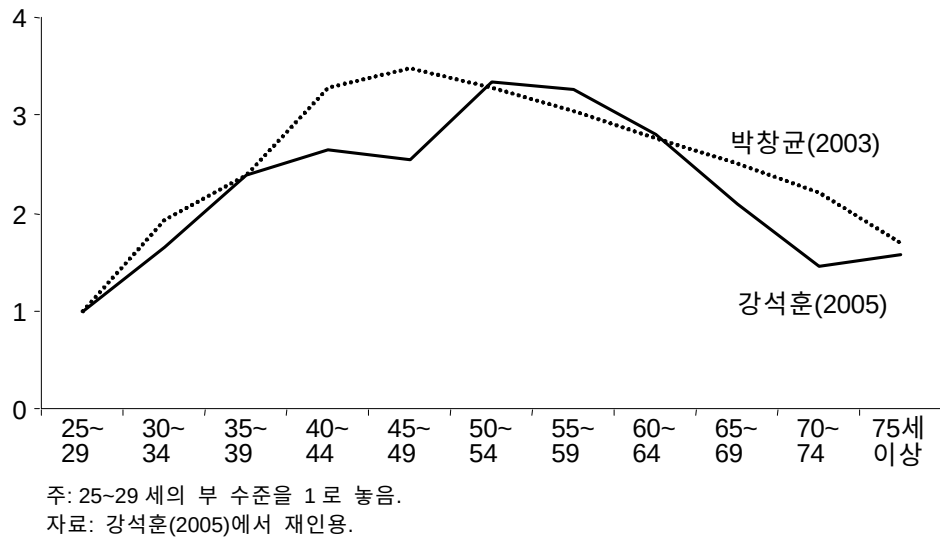
<그림 18> 한국 가계의 가구주 연령대별 저축률에 대한 가상 패널 자료(%)



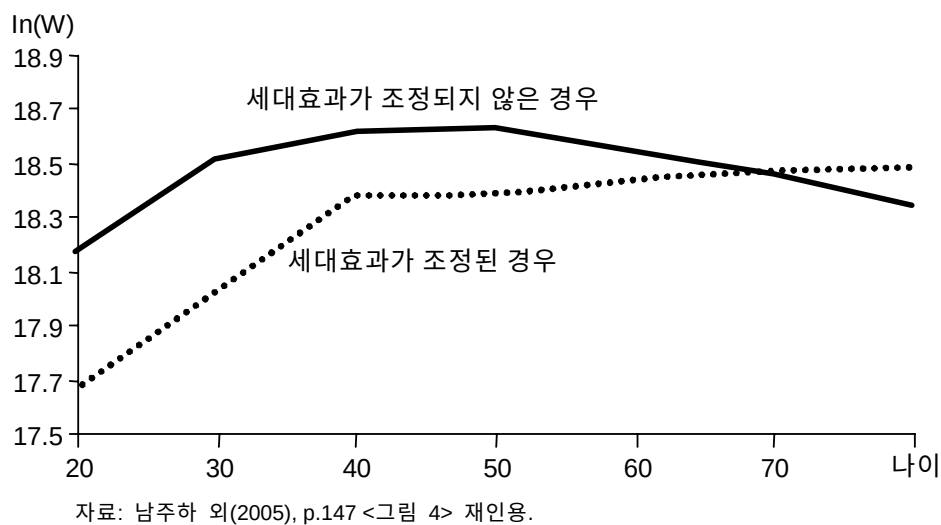
■ 우리나라 가계의 연령대별 부 수준을 추정한 최근의 연구들도 생애 주기 가설이 우리나라 현실을 잘 설명한다고 볼 수 있는 뚜렷한 논거를 찾지 못함.

- 박창균(2003)과 강석훈(2005)은 각각 대우패널의 1997년 자료와 한국보건사회연구원의 '2002 자활사업실태조사' 자료를 이용해 연령대별 자산 현황을 분석한 결과 역 U자형을 발견했음. 하지만 이 결과가 평균적인 한국인의 세대별 저축 행동 특성을 반영한다고 보기에는 자료의 대표성이 약한 것으로 판단됨. 또한 그러한 부 축적 및 처분 행태를 위에서 살펴본 연령대별 저축 패턴과 어떻게 조화롭게 설명할 수 있는지는 여전히 의문점으로 남음(<그림 19> 참조).
- 남주하 외(2005)는 1990~2000년 중 6개 연도의 도시 가계 조사 횡단면 자료를 이용해 추정한 개별 가계의 부 수준을 연령에 회귀한 결과 출생연도를 감안하지 않을 경우, 예컨대 1990년에 가구주가 40세인 가계와 1995년에 가구주가 40세인 가계를 구분해 취급하지 않을 경우 연령대별 부 수준 그래프는 역 U자형으로 나타났음. 60세 이후로 부가 감소하고 평균 부 처분률은 0.6~1%로 추정됐음. 하지만 세대 효과(cohort effect)를 감안했을 경우, 다시 말해 설명변수로 연령 이외에 출생연도까지 포함시켜 회귀했을 경우 연령대별 부 수준 그래프는 역 U자형과 전혀 다른 형태를 띠며 생애 말기 부 처분 현상이 나타나지 않았음. 이 논문의 리뷰에 따르면 미국, 캐나다, 이탈리아의 경우 가계의 부 처분률이 1~8%로 추정돼 저자들이 추정한 한국 가계의 부 처분률보다 높은 수준임(<그림 20> 참조).

<그림 19> 한국 가계의 가구주 연령대별 부 수준 추정_박창균(2003)과 강석훈(2005)



<그림 20> 한국 가계의 가구주 연령대별 부 수준 추정_남주하 외(2005)



- 결론적으로 우리나라 가계가 가구주 생애의 마지막 시기에 음의 저축을 하거나 부를 대규모로 처분할 가능성은 외국 가계에 비해 낮을 것으로 추정됨.
 - 우리나라에서는 횡단면 자료나 가상 패널 자료에서 40, 50대 이후 저축률이 상승하는 현상이 외국에 비해 뚜렷이 나타남.
 - 우리나라 가계가 가구주 은퇴 이후 부를 처분하는지 여부는 현재까지는 실증적으로 확인되지 않았으며, 부 처분이 어느 정도 이뤄진다고 하더라도 그 강도는 외국의 비슷한 연령대의 가계에 비해 강하지 않을 것으로 추정됨.

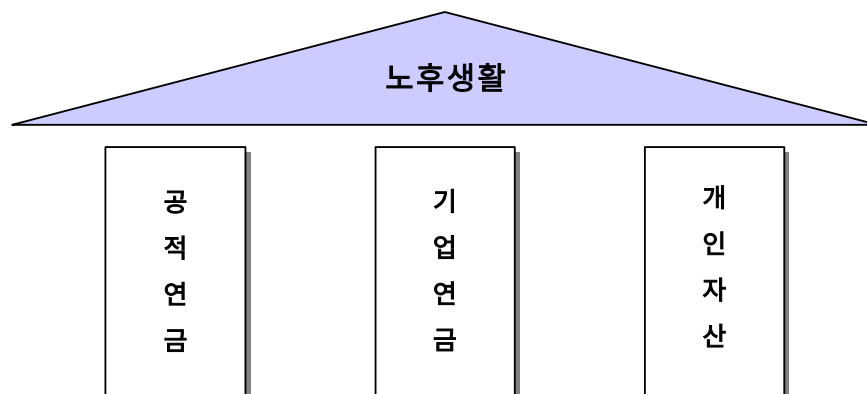
(2) 한국 가계의 저축률 곡선이 N자형인 원인

- 우리나라 가계가 저축률 곡선이 N자형으로 나타나는 원인으로 다음의 세 가지를 꼽을 수 있음.
 - 급속한 수명 연장과 사회 안전망 미비에 따른 노후 불안.
 - 중장년기에 자녀 교육 및 결혼 관련 대규모 지출 일단락.
 - 유산을 마련하기 위해 고령기에도 저축을 늘리고 자산을 처분하지 않는 점.

노후 불안

- 안정적인 노후생활에는 공적연금(국민연금), 기업연금(퇴직연금), 개인자산 등 세 가지 버팀목(Three Pillars)이 필요함(<그림 21> 참조).
 - 근로소득이 줄어들거나 없어지는 은퇴 이후 기간의 생활자금의 대부분은 연금이나 자산소득(이자, 임대료 등)에 의존할 수밖에 없음. 이런 비근로소득까지 바닥이 날 경우에는 그 때까지 축적한 자산을 현금화하는 수밖에 없음.
 - 연금의 수급자는 개인이며, 기여자는 △공적연금은 국가+기업+개인 △기업연금은 기업+개인 △개인연금은 개인임. 따라서 노후의 버팀목에 대한 국가와 기업의 기여가 줄어들면 최종적인 부담자인 개인의 부담이 늘어나게 됨.
 - 유럽 국가들의 경우 공적연금과 기업연금이 근로 시기 평균소득의 60~80%를 보장하고 있음. 즉 소득대체율이 60~80%임.

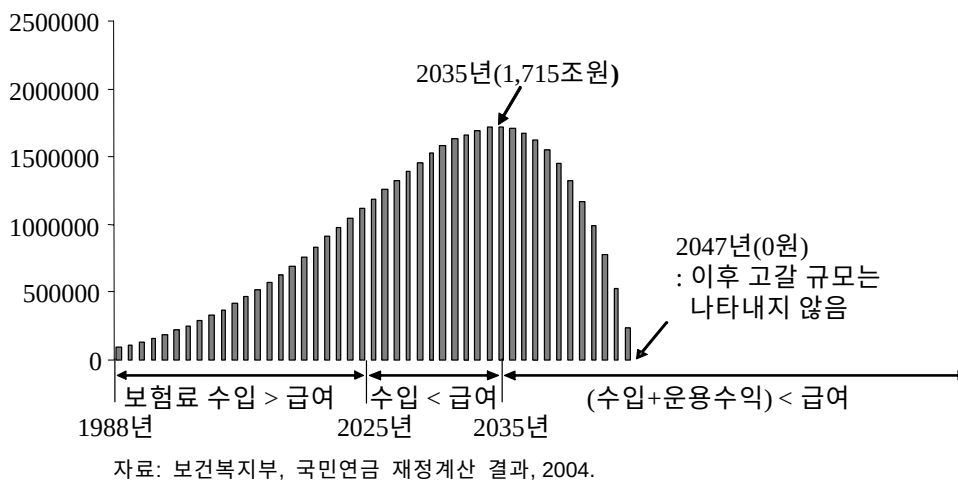
<그림 21> 노후생활의 세 가지 버팀목



- 우리나라에서 공적연금인 국민연금의 노후보장 기능은 불신을 사고 있음.

- 우리나라의 공적연금 제도인 국민연금은 2005년 말 현재 40년 동안 가입한 평균 소득자 기준으로 60%의 소득대체율을 약속하고 있음.
- 하지만 재정 구조의 근본적인 취약성과 급속한 인구 고령화 추세로 인해 현행 보험료율과 지급수준이 유지될 경우 2047년에 연금 기금이 고갈될 것으로 추정되고 있음(<그림 22> 참조).
- 정부와 여당이 제출한 개선안대로 국민연금 재정 개혁이 이뤄진다면 현재 40년 가입한 평균소득자 기준 소득대체율은 현행 60%에서 50%로 감소함.
- 인구 고령화, 즉 평균수명 연장과 출산율 감소가 현재의 예상보다 더 급속히 진행 된다면 국민연금 재정은 더욱 빠른 속도로 악화할 것이며, 그 결과 국민연금의 소득대체율은 추가로 하락할 것임.

<그림 22> 국민연금 기금 예상적립금 추이(십억원)



- 퇴직연금의 노후보장 기능은 아직 검증을 받지 못한 상황임.
 - 퇴직연금 제도는 노후보장의 두 번째 버팀목으로서, 국민연금을 보완해줄 것이라는 기대를 모으며 2005년 말 5인 이상 사업장에 도입됐음.
 - 하지만 △근로자 입장에서 기존의 퇴직금제도에 비해 장점이 뚜렷하지 않고 △기업은 퇴직적립금 사외적립에 따른 법인세 감소 효과가 종전의 사내적립을 통한 경상경비의 원활한 조달 효과보다 클 지 확신하지 못하고 있으며 △금융회사들이 높은 수준의 수수료율을 유지하면서 근로자들이 요구하는 적정 투자수익률을 거둘 수 있는 운용 능력이 부족한 상황이기 때문에 조기 정착 가능성이 높지 않음.
- 자녀들이나 가족에 노후를 의지할 수 있는 가능성도 점점 줄어들고 있음.

- 통계청의 조사에 따르면 2002년 노부모 부양에 대한 견해를 묻는 항목에서 ‘가족’이라는 응답은 70.7%로 1998년의 89.9%에 비해 크게 낮아졌으며, ‘스스로 해결’은 9.6%로 1998년보다 높아졌음(<표 3> 참조).

<표 3> 한국인의 노부모 부양에 대한 견해(%)

	스스로 해결	가족	가족과 정부사회	정부사회	기타
1998 년	8.1	89.9	-	1.9	0.1
2002 년	9.6	70.7	18.2	1.3	0.2

주: 15 세 이상 가구원 대상.

자료: 통계청, 사회통계조사, 각 연도.

■ 따라서 우리나라에서는 노후를 주로 개인 자산에 의지해야 하는 형편임.

- 통계청의 사회통계조사 결과에 따르면 2002년과 2005년 모두 노후준비 방법으로 개인연금을 비롯한 개인자산에 의지하는 비중이 국민연금이나 퇴직금에 의존하는 비중보다 높았음(<표 4> 참조).

<표 4> 한국 가계 가구주의 노후대비 방법(%)

	준비 있음	국민연금	퇴직금	개인자산	준비 없음
2002 년	64.5	28.4	2.3	33.6	35.5
2005 년	63.5	28.8	2.7	32.0	36.5

자료: 통계청, 사회통계조사, 각 연도.

■ 우리나라에서는 고령기에 어느 정도의 내핍생활은 불가피하며, 이런 현실이 N자형 저축률 곡선에 반영돼 있는 것으로 추정됨.

- 경제의 성장 잠재력 저하, 조기퇴직 관행 정착 등 악화되는 경제 여건을 감안할 때 평균적인 한국인이 퇴직 전에 안정적인 노후생활을 뒷받침할 수 있을 정도의 많은 자산을 축적하기는 어려운 상황임.
- 또한 자산 가격의 움직임이 안정적이지 못해 개인 자산 축적을 위한 투자(재테크)에 많은 위험이 따르고 있음.
- 이처럼 개인 자산에 의지해서는 안정적인 노후를 기약하기 어려운 만큼 나이가 들수록 허리 띠를 죄면서 만일의 경우에 대비해 예비적 저축을 늘려가는 생활양식이 확산되고 있는 것으로 추정됨.

자녀 관련 대규모 지출 일단락

- 우리나라에서는 고령기에도 노후 대비 자구책 차원에서 소득활동이 계속되는 경향이 뚜렷해, 고령자들이 어느 정도 저축 여력을 갖고 있음.
 - 55~64세의 경제활동참가율을 살펴보면 우리나라는 일본과 스웨덴에 이어 세 번째로 높게 나타남(<표 5> 참조).
 - 우리나라 고령층은 또한 50대 중반 이전에 주요 소득원(major job)에서 물러나지만 어떤 형태로든 제 2의 소득원을 찾아 근로활동을 계속하고 있음(<그림 23> 참조).

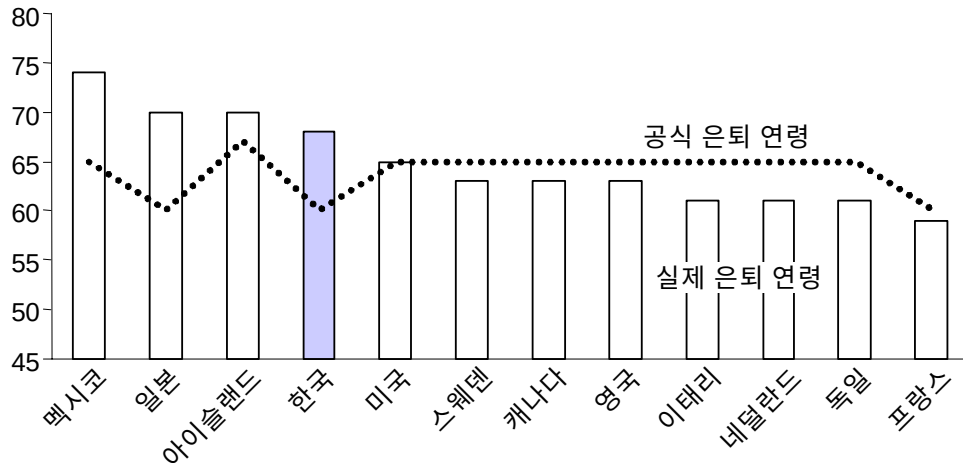
<표 5> 주요 OECD 국가들의 경제활동참가율 비교(%)

	일본	스웨덴	한국	미국	영국	호주	독일	프랑스
55~64 세	83.0	75.5	72.6	68.7	67.9	63.3	52.0	47.0
전체	84.6	80.8	77.9	82.2	83.9	81.0	78.0	73.8

주: 2003 년 기준.

자료: OECD, "Economic Outlook", 2004.

<그림 23> 실제 및 공식 은퇴 연령 국제 비교(세)



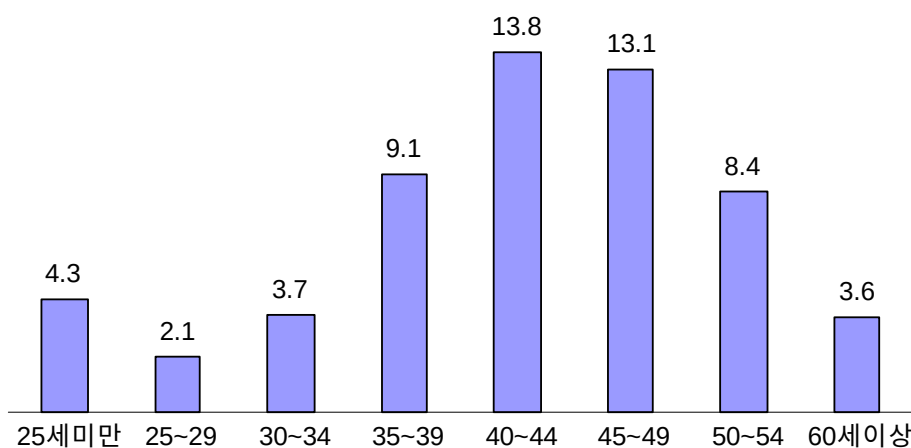
주: 40 세 이상 연령층을 대상으로 한 1997~2007 기준 OECD 의 추정치임.

자료: OECD, "Ageing and Employment Policies: Korea", 2004.

- 이처럼 50대 이후에 소득활동은 지속되는 반면 자녀에 대한 대규모 지출은 일단락됨으로써 저축률을 높일 수 있는 여지가 있음.
 - 우리나라에서 자녀교육 관련 지출이 가계 지출에서 차지하는 비중은 40대에 정점에 이르며, 자녀 결혼과 관련한 지출은 주로 50대에 이뤄짐.

- 가구주가 50대 이상인 가구의 저축률이 뚜렷이 상승하는 현상은 이처럼 일생에 걸친 대규모 지출을 일단락 짓고 자신의 노후 대비를 위해 줄어든 자산 스톡을 만회하기 위한 노력으로 해석할 수 있음.
- 가계 소비지출의 20% 이상을 차지하고 있는 교육비 부담이 40대에 절정에 이른 뒤 50대 들어 급격히 감소함(<그림 24> 참조).
 - 도시가계조사 자료에서는 가계 소비 지출에서 교육비가 차지하는 비중이 2004년 현재 평균 8.6%로 나타남. 하지만 여기에 보고되지 않은 사교육비 지출을 감안할 경우 교육비 비중은 훨씬 높다는 것이 일반적 평가임. 자산운용 업계에서는 한국 가계의 지출에서 총교육비가 차지하는 비중을 20~40%로 추정하고 있음.
 - 한국은행의 추정에 따르면 2004년 현재 국내 사교육비 규모는 연간 7조9000억원으로 OECD 회원국 가운데 가장 높은 수준임. 사교육비가 가계의 교육비 지출액에서 차지하는 비중은 34.1%에 달하며 해마다 증가 추세를 보이고 있음. 여기에 유학, 연수 등 자녀들의 해외 교육비를 포함하면 사교육비 규모는 16조원으로 늘어남.
 - 또한 한국교육개발원이 추정한 2003년 기준 사교육비 규모는 13조6,000억원이며, 한국산업연구원이 1999년 기준으로 추정한 총사교육비는 29조4,000억원에 이름.
 - 가구주 연령 기준으로 보면 가처분소득에서 교육비 지출이 차지하는 비중은 40대에 가장 높고 50대 이후 급감함. 즉 비중이 큰 자녀 교육비 지출이 40대에 일단락 되면서 50대 이후 저축률을 높일 수 있는 여지가 생긴다고 볼 수 있음.

<그림 24> 한국 가계의 가구주 연령대별 교육비 지출 비중(%)



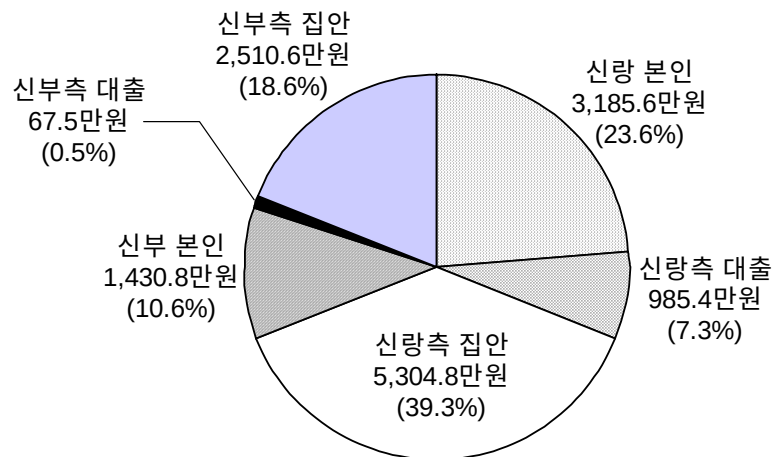
자료: 통계청, 도시가계조사, 2004.

- 일시에 대규모로 지출되는 자녀 결혼 관련 비용은 50대에 일단락됨으로써 60

대 이후 저축률 증가 여지를 넓혀줌.

- 한국결혼문화연구소의 설문조사에 따르면 2003년 현재 우리나라 초혼자의 평균 결혼비용은 1억3484만원이며, 신랑 신부측 집안이 각각 이 비용의 39.3%와 18.6%를 부담하는 것으로 나타남. 1남 1녀를 둔 가구주의 경우 자녀 결혼 비용으로 약 7815만원을 지출하는 셈임(<그림 25> 참조).
- 이 조사 당시 평균 초혼 연령이 30.1세임을 감안하면 이러한 결혼비용은 대체로 가구주 연령이 50대일 때 발생하는 것으로 추정됨.
- 자녀 결혼으로 인해 발생한 대규모 지출은 부모의 자산 가운데 상당 부분을 처분하도록 만들며, 그 뒤 부모가 줄어든 자산을 회복하기 위해 저축률을 높이고자 하는 심리를 유발하는 요인임.

<그림 25> 한국의 결혼비용 부담 구조



자료: 한국결혼문화연구소, "한국의 결혼비용과 결혼문화 조사 보고서", 2003.

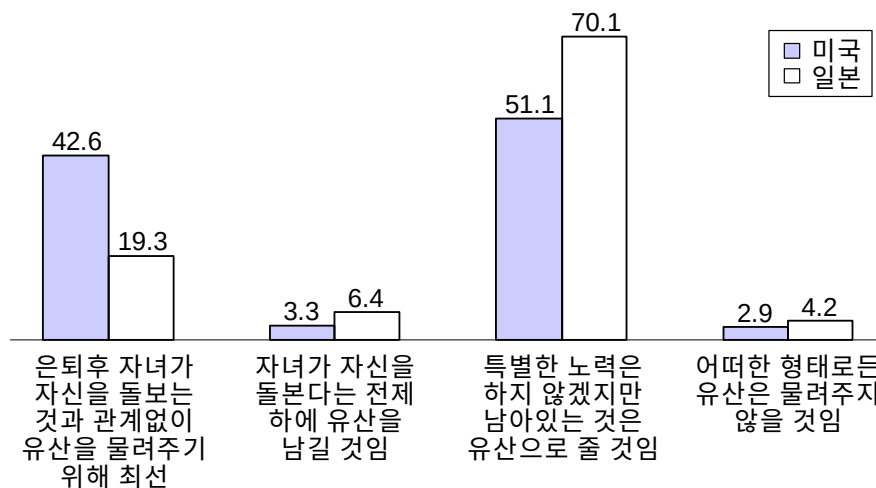
유산 동기

- 자녀에게 가급적 많은 재산을 물려주기 위해 저축을 하는 것도 고령층의 저축률이 떨어지지 않는 한 가지 배경임.
 - 부모 세대는 여러 가지 이유로 자녀들에게 유산을 남겨주려고 하며, 이에 따라 노년기에 저축률을 낮추지 않으려 하고 부 처분률을 단순한 형태의 생애 주기 가설에서 예상하는 수준 이하로 낮추는 경향이 있음.
- 유산을 통한 세대간 부 이전은 동서양을 막론하고 폭넓게 확인되고 있음.
 - 일본의 경우 1990년대 초 세대 간에 이전된 부가 당시 평균적인 가계의 전체 부의

49.1%에 이르며 나머지 50.9%만이 스스로 축적한 부분이라는 연구결과가 있음 (Noguchi, 1990·Takayama and Kitamura, 1994에서 재인용).

- 미국의 경우 1980년대 초 가계의 자본 축적의 45~80%가 세대 간 부의 이전, 즉 유산 상속을 통해 형성된 것이라는 주장이 있음(Kotlikoff and Summers, 1981).
- 1996년 미국인과 일본인의 유산 상속에 태도에 대한 한 조사에 따르면, ‘어떠한 경우에도 유산을 물려주지 않겠다’는 응답이 각각 2.94%와 4.18%에 그친 반면, ‘자녀가 자신에게 대하는 태도에 상관 없이 유산을 물려주기 위해 최선을 다하겠다’는 응답이 42.6%와 19.29%에 이르렀음.

<그림 26> 미국인과 일본인의 유산 상속에 대한 태도 비교(%)

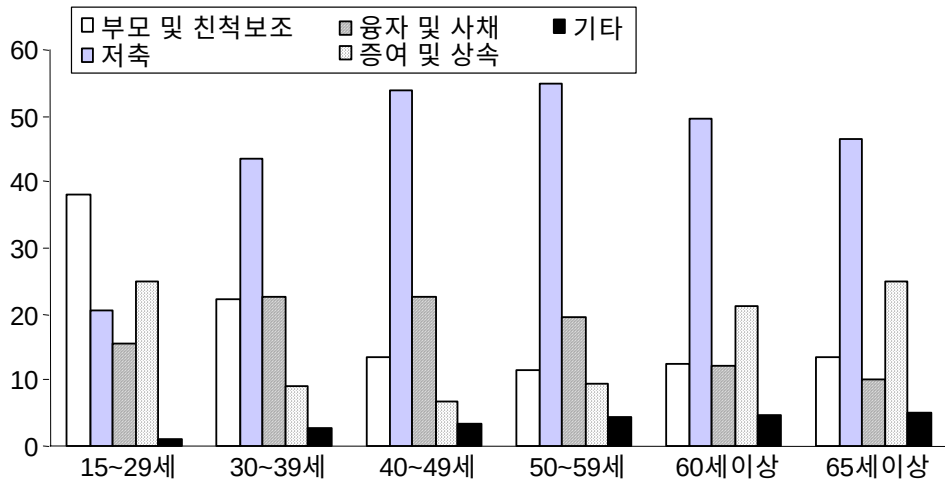


자료: The Institute for Posts and Telecommunications Policy, "A Comparative Survey of Savings in Japan and the United States" 1996.

■ 우리나라에서 고령층 가구의 저축률이 상대적으로 높은 수준으로 유지되는 것도 유산 동기와 일부 관련이 있을 것으로 추정됨.

- 우리나라의 경우 자녀 세대의 자산 형성에서 유산의 비중이나 고령 세대의 유산 상속에 대한 태도를 직접적으로 보여주는 자료는 없으나 정황 자료는 일부 있음.
- 일례로 2004년 사회 통계 조사의 한 항목인 주택 구입자금 마련 방법에 대한 설문에서 ‘증여 및 상속’과 ‘부모 및 친척의 보조’를 꼽은 응답자가 30대의 경우 31.3%, 40대는 20.3%에 달했음(<그림 27> 참조).
- 광주은행이 조사한 ‘광주 전남 지역 도시 가계 금융 실태조사’ 결과 저축 목적을 묻는 설문 항목에서 고령자들은 비고령자들에 비해 질병, 노후, 자녀유산 등을 많이 꼽고 자녀교육, 주택 마련 등을 적게 꼽았음(<표 6> 참조).

<그림 27> 연령대별 주택 구입자금 마련 방법 비교(%)



주: 해당 연령대에서 주택을 마련한 사람을 대상으로 조사함.

자료: 통계청, 사회통계조사, 2004.

<표 6> 고령자와 비고령자의 저축 목적 비교

	연소득 (만원)	저축률 (%)	저축목적(%)						
			질병대비	자녀교육	관혼상제	노후대비	자녀유산	주택마련	여행경비
고령자	104	29.9	36.7	32.2	34.4	55.6	7.8	13.3	2.2
비고령자	108	39.6	35.3	71.4	7.2	51.9	4.4	48.1	1.4

주: 고령은 55 세 이상을 뜻함. 응답자는 제시된 답안 가운데 3 개를 선택함.

자료: 광주은행, "광주전남지역 도시가계금융실태조사" 기초자료. 이정현(2004)에서 재인용.

3 절의 결론

- 우리나라 가계는 자녀 교육 및 결혼 관련 대규모 지출의 일단락, 유산 동기, 고령 구성원의 노후 불안 등의 요인에 의해 가구주 연령이 50대를 넘어서도 저축률을 높은 수준으로 유지하거나 40대에 비해 오히려 증가시키는 것으로 나타남. 이 같은 저축 패턴은 미국 등 외국의 가계와 비교해볼 때 우리나라에서 두드러지게 발견되는 특징으로, 베이비 붐 세대가 은퇴 이후 노후 생활비 마련을 위해 자산을 적극적으로 처분할 가능성은 높지 않을 것이라는 점을 시사함.

4. 가계의 자산 구성 등 기타 요인 분석

(1) 가구주 연령대별 가계의 자산 구성 변화

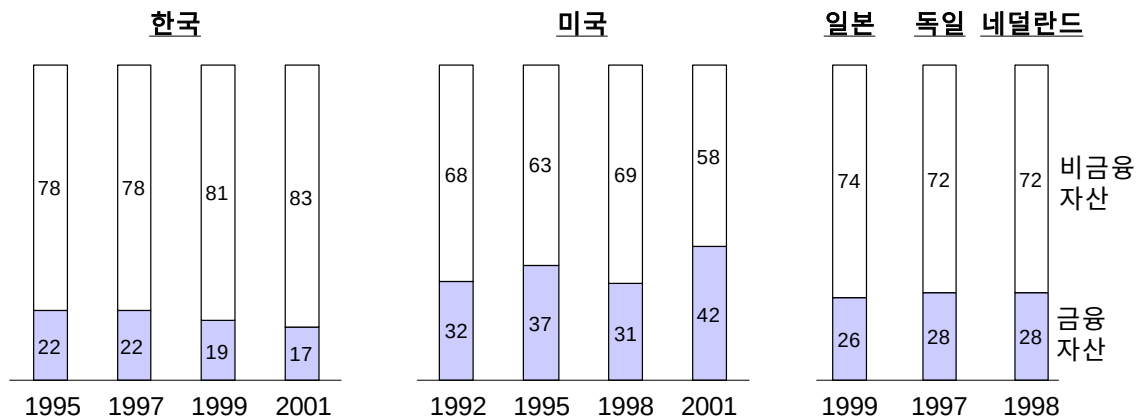
- 베이비 붐 세대의 은퇴가 각 자산시장에 미치는 차별적인 영향을 살펴보면 가계 자산 구성의 특징과 각 자산시장의 수급에 영향을 주는 고유한 요인을 점검해볼 필요가 있음.

- 지금까지 살펴본 가구주 연령대별 가계의 자산 축적 및 처분 패턴과 2000년경 기준 베이비 붐 세대의 자산 보유 현황은 베이비 붐 세대의 은퇴가 주식시장과 부동산시장에 영향을 주는 과정에서 촉매 역할을 하는 공통 환경임. 즉 이 두 가지 요인만 고려하면 베이비 붐 세대의 은퇴가 주식시장과 부동산시장에 미치는 영향의 방향과 강도는 동일하게 나타날 것임.
- 이 절에서는 베이비 붐 세대의 은퇴가 두 시장에 미치는 영향이 서로 다르게 나타나도록 만드는 요인이나 시장 환경을 살펴보겠음.

- 우리나라 가계의 자산 구성은 부동산 자산에 치중돼 있음(<그림 28> 참조).

- 가계의 자산 가운데 금융자산이 차지하는 비중은 2001년 현재 17%로 1995년에 비해 5%포인트 줄어들었음. 이는 미국은 물론 독일, 일본보다 낮은 수준임.

<그림 28> 가계 자산에서 금융 및 비금융자산이 차지하는 비중 국제 비교(%)

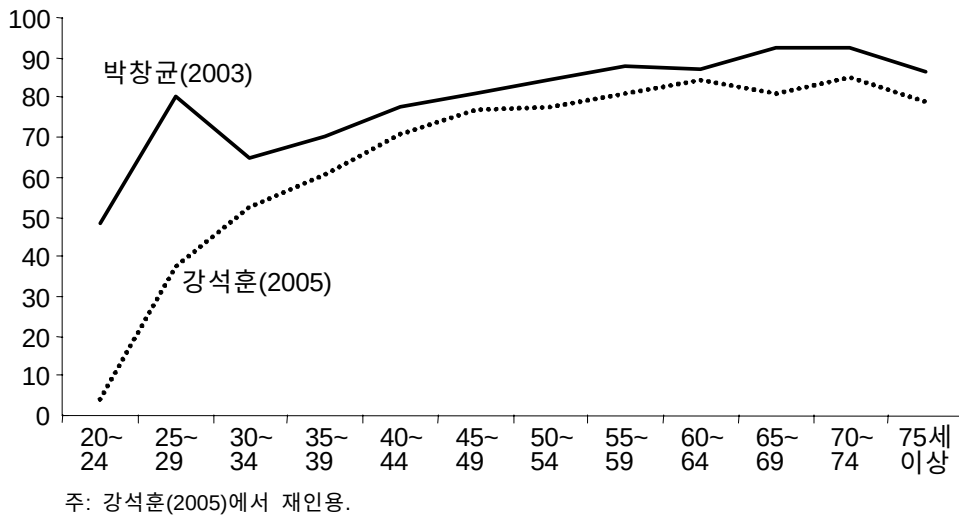


주: 비금융자산은 부동산, 자동차 등을 말함. 한국의 경우 1995, 1997 년은 대우패널, 1999, 2001 년은 한국노동패널 자료 이용. 미국은 SCF 각 연도. 일본 독일 네덜란드는 한국은행(2004)과 최공필 외(2005) 재인용.

- 가계의 총자산 또는 순자산에서 부동산 자산이 차지하는 비중은 가구주 연령이 높아질수록 커짐.

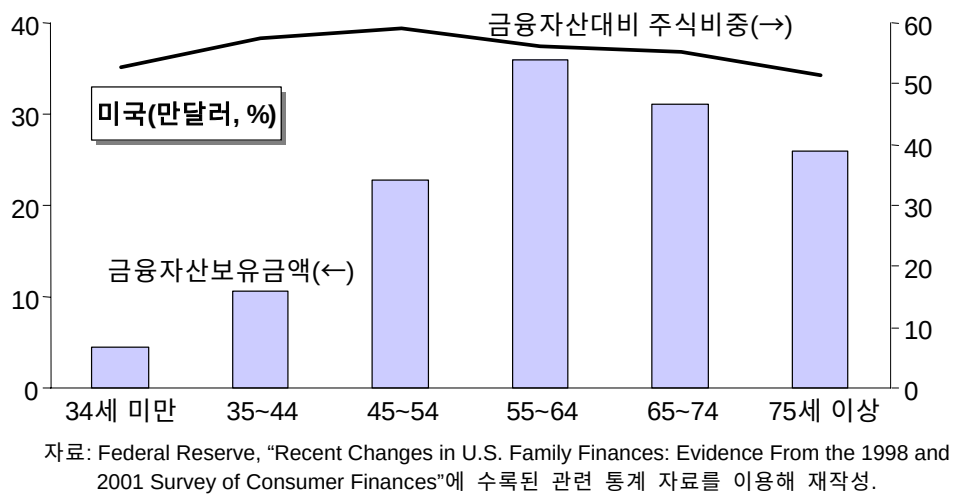
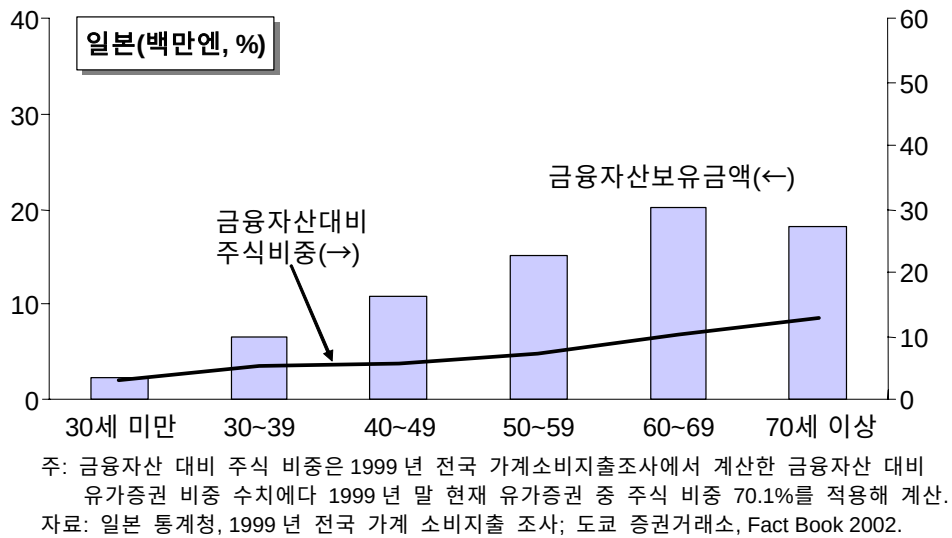
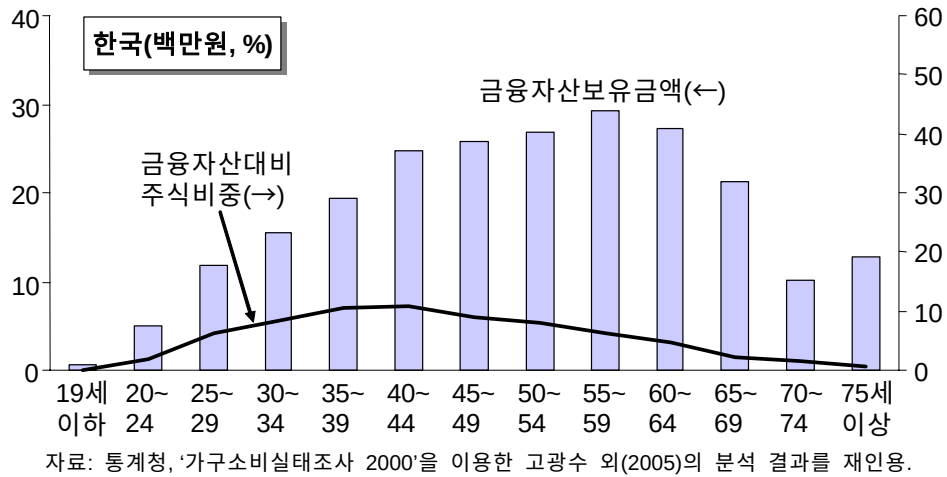
- 최근의 한 연구에 따르면 우리나라 가계의 순자산에서 순금융자산이 차지하는 비중은 30대 전반까지는 미국의 경우와 거의 비슷하게 유지되나 연령대가 높아질수록 꾸준히 하락해 50대 이후의 경우 10% 이하로 떨어지는 것으로 나타남(박창균, 2005). 우리나라 60대 이상 노년층이 보유하고 있는 자산은 주택 등의 실물자산이 대부분이라고 볼 수 있다는 것임.

<그림 29> 가계 보유 총자산 대비 주택자산 비중(%)



- 한국 가계의 금융자산에서 주식이 차지하는 비중은 매우 낮으며 가구주 연령 증가에 따라 빠른 속도로 줄어드는 것이 특징임.
 - 2000년 현재 한국 가계의 금융자산에서 주식이 차지하는 비중을 가구주 연령대별로 살펴보면 40대 전반에 10.9%로 가장 높으며 이후 급속히 줄어들어 60대 전반에 절반 수준으로 떨어짐(<그림 30> 참조).
 - 일본의 경우 금융자산에서 주식이 차지하는 비중이 연령이 증가할수록 점점 증가하는 양상을 보임(<그림 31> 참조).
 - 미국의 경우 50세를 전후해 가장 높은 수치를 보인 뒤 70세 전반까지 상당히 높은 수준을 유지하는 것으로 나타남(<그림 32> 참조).

<그림 30> 가구주 연령대별 가계 금융자산 평균 보유 금액과 주식 비중 국제 비교



- 한국 가계의 이 같은 자산 구성 패턴은 부동산이 부의 귀착점 역할을 하는, 부동산 중심의 재테크 문화와 관련이 깊은 것으로 풀이됨.
 - 한국인들의 전형적인 재테크 행태는 여윌돈이 생기면 일단 정기예금 및 적금, 뮤추얼펀드 등에 넣어 불린 뒤, 목돈이 마련되면 부동산 자산에 투자하는 방식임. 이 같은 패턴은 연령이 증가함에 따라 더욱 뚜렷이 나타나고 있음.
- ‘베이비 붐 세대의 자산 포트폴리오에 대한 선호가 선배 세대들과 크게 달라지고 있다’는 주장이 최근 대두하고 있으나 현재로서는 확증이 불가능함.
 - 최근 1~2년간 저금리 기조가 지속되고 강력한 부동산 대책(2002년 ‘10.29 대책’, 2005년 ‘8.31 대책’ 등이 대표적)이 잇달아 발표되면서 시중 여유자금이 부동산시장에서 주식시장으로 옮겨가는 양상이 두드러진 바 있음.
 - 하지만 이러한 자금 이동에 베이비 붐 세대가 어느 정도 참여하고 있는지를 확인하기는 불가능하며, 이 같은 자금 이동 패턴이 베이비 붐 세대의 은퇴가 본격적으로 이뤄지는 향후 10년 이내에 뚜렷한 추세로 굳어질지 여부도 현재로서는 속단하기 어려움.
 - 따라서 본고에서는 2004년 현재까지의 공식적인 통계자료로 확인된 한국 가계의 자산 구성에 대한 선호가 향후 10년간 베이비 붐 세대의 자산 구성에 대한 분석에도 유용하게 적용된다고 가정했음.
 - 만약 베이비 붐 세대의 주식 선호 성향이 뚜렷이 높아지고 은퇴 이후 자산 처분도 노후불안 심화 등의 요인으로 과거 고령세대보다 더 적극적으로 한다면, 베이비 붐 세대가 주식시장에 미치는 영향은 본고의 예상보다 커질 수 있음.

소결

- 가구주 연령 증가에 따른 우리나라 가계의 자산 구성 변화 패턴을 감안할 때, 베이비 붐 세대는 40대 들어서면서 주식 비중을 낮춰가는 반면 부동산 자산의 비중은 꾸준히 늘어갈 것으로 예상됨. 이로 미뤄볼 때 은퇴 이후 주식 비중의 감축 속도가 갑자기 빨라지지는 않을 것임. 반면 부동산 시장에서는 △ 베이비 붐 세대의 은퇴 이전에는 금융→부동산 교체수요 증가에 따라 가격 거품이 형성될 가능성이 크고 △ 베이비 붐 세대의 은퇴 이후에는 그 동안 축적된 부동산 자산의 처분에 따른 거품 소멸 우려가 주식시장에 비해 상대적으로 높을 것으로 예상됨.

(2) 각 자산시장의 수요 및 공급에 영향을 미치는 기타 요인

주식시장

- 베이비 붐 세대의 은퇴는 향후 20여년 동안 국내 주식시장에 중요한 영향을 미치는 요인이기는 하나, 그것이 가장 결정적인 요인이라고 단정할 수는 없음.
 - 2004년 말 현재 한국 베이비 붐 세대가 보유하고 있는 한국 주식은 간접투자분을 포함할 경우 금액 기준으로 전체의 20% 가량임.
 - 후속 세대가 주식시장 참여를 확대하거나, 국민연금을 비롯한 연·기금 등의 기관투자자들(보유비중 17%)이나 외국인 투자자들(40.1%)이 한국 주식에 대한 매수를 늘린다면 베이비 붐 세대의 은퇴에 따른 파장은 상당부분 완화될 수 있음.
- 가계의 주식시장 참여는 자본시장 외적인 요인에 의해 증가할 수도 있음.
 - 주식 투자에서 초과수익률이 상당기간 지속하는 경우는 물론 기업의 영업 실적이 향상되거나 기업 지배구조가 개선될 경우 주식에 투자하는 가구 수가 늘거나 가구당 주식투자 규모가 증가하는 경향이 있음.
 - 아울러 실증분석 결과, 자영업자 수가 감소하는 대신 임금 근로자가 증가하는 등의 변화에 따라 가계 전반의 소득 불안정성이 감소 또는 해소되거나, 평균 교육수준이 향상될 경우에도 가계의 주식시장 참여도가 높아지는 것으로 밝혀짐.
- 외국인 투자자들이 ‘주식회사 한국’에 대해 호의적인 시각을 유지할 경우 베이비 붐 세대의 은퇴에 따른 영향이 상당부분 상쇄될 수 있음.
 - 외국인들의 국내 주식 보유 비중은 2000년 말 30.2%에서 2004년 말 40.1%로 꾸준한 증가세를 나타내고 있음.
 - 외국인 투자자들은 최근 10여 년 동안 한국 주식시장의 중요한 전환점마다 시장 체질과 분위기를 주도적으로 변화시키는 역할을 수행해왔음.
- 국민연금과 퇴직연금이 베이비 붐 세대의 주식 매물을 받아갈 가능성도 높음.
 - 국민연금이 2004년 말 발표된 중장기 최적 자산 배분안에 따라 당시 전체 연금 자산의 8.9%였던 주식 투자 비중을 2009년 말 10.7%로 높일 경우 국민연금 기금의 주식투자 금액이 우리나라 주식 시가총액에서 차지하는 비중은 2004년 말 2.8%에서 2009년 말 5.1%로 증가함(이철용, 2005).

- 퇴직금의 퇴직연금 전환율이 30%이고 국민연금 포트폴리오에서 주식 투자 비중이 10%일 경우 국민연금과 퇴직연금이 보유하는 주식의 시가총액 비중은 10% 안팎(시가총액 규모에 따라 9.3~11.9%)이 될 것이라는 추정도 있음(고광수 외, 2005).

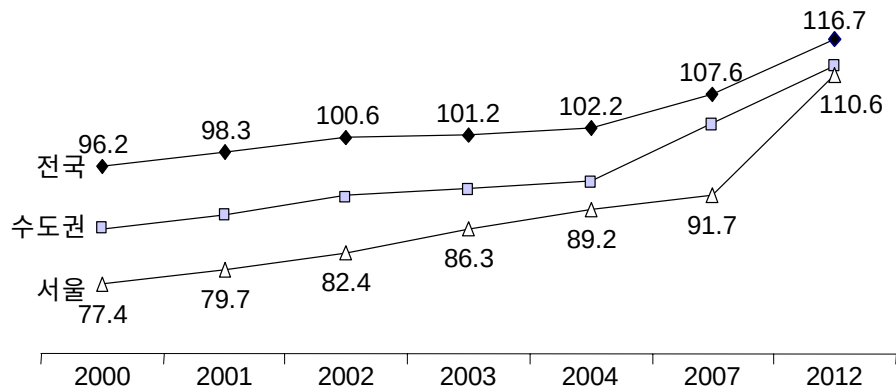
부동산시장

- 주요한 매도 및 매수 주체가 개인이라는 점에서 주식시장보다는 부동산시장이 베이비 붐 세대의 자산 처분 충격에 상대적으로 더 취약할 것으로 전망됨.
 - 베이비 붐 세대의 자산 보유 집중도는 주식보다는 부동산에서 높게 나타남.
 - 일부 오피스 시장을 제외한 주택, 토지 등 주요한 부동산시장에는 외국인 투자자나 연기금 등 기관투자자들의 참여가 활발하지 못함.
 - 국민연금은 부동산 등 대체자산 투자의 비중을 높이는 방안을 검토하고 있으나, 투자 금액에 비해 전체 시장의 규모가 작고 국내 부동산 시장의 가격 변동이 매우 심하다는 점에서 실제로 투자 규모를 늘리는 데 많은 제약이 있을 것으로 예상됨.
- 하지만 부동산 자산이 유산(遺産)의 대종을 이루는 점과 ‘부동산 불패 신화’로 표현되는 개인투자자들의 부동산 자산에 대한 강한 선호, 부동산 가격의 하방경직성 등을 감안할 때 베이비 붐 세대의 은퇴가 부동산 가격 급락으로 이어질 가능성은 높지 않을 것으로 추정됨.
 - 여윳돈이 생기면 정기예금, 펀드 등에 넣어 목돈을 만들고 그 돈을 부동산으로 옮겨 재산을 불리는 우리나라 사람들의 재테크 패턴을 감안할 때 부동산에 대한 매수세는 끊이지 않고 이어질 가능성이 높음.
 - 부동산 자산은 앞으로도 상당 기간 ‘유산 목록 제 1호’로 꼽힐 것으로 관측됨.
 - 우리나라 부동산시장에서는 양떼 행동(herd behavior)이 주식시장에서보다 드물게 나타나며, 공급자가 주도권을 쥐고 있기 때문에 가격의 하방경직성이 강하게 나타남.
- 부동산 시장의 움직임은 내생적인 요인 이외에 정부의 부동산 정책이나 투자자의 자산 배분 선호 변화 등에 의해서도 크게 좌우됨.
 - 전국 기준 주택보급률이 100%를 돌파하는 시점을 전후해 출범한 현 정부는 출범 직후부터 행정수도 이전 등 지방 균형 발전과 수도권을 중심으로 한 투기지역 부동산 시장 안정을 최우선 국정 과제로 추진해왔음.
 - 현 정부의 주택 정책에 대한 입장은 △선분양제 △분양가 자율화 △분양권 전매 허

용 등으로 대표되는, ‘적정한 수준의 투기 유인을 동반한 민간 주도의 주택 공급 정책’에서 △후분양제 △원가연동제 △투기지역 분양권 전매 금지 등 ‘주택 실수요자의 요구에 부응한 가격 안정 정책’으로 근본적으로 선회하고 있는 것으로 판단됨.

- 이처럼 주택시장의 수급 구조 상 의미 있는 전환을 시대적 배경으로 해서 ‘10.29 대책’(2003년), ‘8.31대책’(2005년) 등 강력한 부동산 시장 안정 대책이 잇달아 발표됨으로써 향후 부동산 가격 추세의 변화 여부가 주목됨. 주택 가격의 안정세가 상당기간 지속될 경우 부동산에 치우친 투자자들의 자산 배분 선호에도 일정한 변화가 생길 것으로 예상됨.

<그림 31> 우리나라 주택보급률 추이(%)



주: 2000 년은 센서스 결과, 2001~2004 년은 건설교통부 추계치, 2007, 2012 년은 건교부 전망치임.

자료: 건설교통부.

III. 결론 및 정책 시사점

결론

- 우리나라 베이비 붐 세대의 은퇴가 주식 및 부동산 가격에 미칠 수 있는 충격을 미국, 일본의 경우와 비교해본 결과 주식보다는 부동산 자산에 대한 잠재적 영향력이 클 것으로 추정됨.
 - 베이비 붐 세대의 은퇴가 자산 가격에 미칠 수 있는 잠재적 영향력의 크기는 각 자산의 전체 스톡에서 이 세대의 보유분이 차지하는 비중을 통해 추정할 수 있음.
 - 우리나라 베이비 붐 세대의 주식 보유 비중은 미국의 동 세대보다 훨씬 낮고 일본의 동 세대보다 높음.
 - 부동산의 경우 미국이나 일본의 동 세대와 비슷한 수준으로 나타남.
- 우리나라 가계의 자산 축적 및 처분 패턴을 살펴볼 때 베이비 붐 세대가 은퇴 후 자산을 적극적으로 처분할 가능성은 높지 않을 것으로 보임.
 - 우리나라 가계는 가구주 연령이 50대를 넘어서도 저축률을 높은 수준으로 유지하거나 40대에 비해 오히려 증가시키는 경향이 강한 것으로 나타남.
 - 이는 고령 구성원의 노후 불안, 자녀 교육 및 결혼 관련 대규모 지출의 일단락, 유산 동기 등의 요인에 의한 것으로 분석됨.
- 우리나라 가계의 자산 구성 변화 패턴을 감안할 때 인구 구조 변화에 따른 자산 디플레이션 및 인플레이션 압력은 부동산 시장에서 두드러질 전망이다.
 - 우리나라 가계는 은퇴 이전인 40대 후반부터 꾸준히 주식 비중을 낮춰가는 대신 부동산 비중을 높여가는 행태를 보임.
 - 이에 따라 부동산 시장에서는 베이비 붐 세대의 연령 증가에 따라 △베이비 붐 세대의 은퇴 이전에는 자산 인플레이션 압력 △베이비 붐 세대의 은퇴 이후에는 자산 디플레이션 압력이 가중될 가능성이 높음.
- 베이비 붐 세대의 은퇴는 향후 20여 년 동안 국내 주식 및 부동산 시장에 영향을 주는 중요한 요인이기는 하지만 결정적인 요인이라고 단정할 수는 없음.
 - 주식시장의 경우 후속세대, 기관투자자, 외국인 투자자 등 다른 투자 주체들이 베

이비 붐 세대 개인투자자들과 반대 방향으로 움직일 경우 베이비 붐 세대의 영향력은 크게 줄어들 것임.

- 부동산시장의 경우 정부의 부동산 정책과 투자자들의 자산배분 선호 변화 등에 의해 가격 움직임이 큰 영향을 받을 것으로 보임. 특히 부동산 정책이 ‘부동산 투자의 초과수익률이 계속될 것이라는 투자자들의 기대를 어떻게 바꿔놓느냐’가 향후 부동산 시장의 중장기 흐름을 결정하는 중요한 변수가 될 것으로 전망됨.

정책 시사점

- 베이비 붐 세대의 은퇴가 자산시장에 미치는 충격을 완화시키기 위해서는 동태적 수급 균형을 유도하는 방향으로 자산시장 여건을 개선할 필요가 있음.
 - 베이비 붐 세대의 은퇴는 향후 10~20년까지 우리나라 자산시장에 가장 강력한 영향력을 행사하는 인구 충격 요인이 될 것으로 예상됨.
 - 베이비 붐 세대는 향후 수년 동안의 자산 축적기에는 자산시장, 특히 부동산 시장에 거품 생성 요인으로 작용하고, 본격적인 은퇴기에 접어드는 향후 10년 이후에는 거품 소멸 요인으로 작용할 가능성이 큼. 즉 연령 변화에 따라 포지션을 바꿔가면서 지속적으로 자산시장의 수급을 교란하는 주체가 될 것으로 예상됨.
 - 베이비 붐 세대가 자산시장에 미치는 충격을 완화하기 위해서는 자산시장의 시기별 수급 여건 변화에 주목해 특정 자산시장 내 수급 균형 및 각 자산시장 간 수익률 균형을 유도하는 정책이 바람직함.
- 베이비 붐 세대가 본격 은퇴기에 집중적으로 보유 자산을 처분해 자산 가격이 급락하는 현상을 예방하기 위해서는 부동산시장과 여타 자산시장 간의 균형을 유도하는 것이 시급함.
 - 우리나라 가계의 부는 주로 부동산 형태로 축적돼 있으며 부동산 비중은 가구주 연령 증가에 따라 더욱 증가하는 것으로 나타남. 이로 인해 자산 가격에 대한 충격 우려는 주식시장보다는 부동산 시장에서 더욱 크게 나타날 것으로 예상됨.
 - 부동산 투자에서 초과수익률이 지속적으로 나타나는 경우 향후 10년 동안 부동산 시장에서 거품이 형성되고, 이후 일시에 소멸되는 현상이 초래될 위험성이 큼.
 - 부동산 가격이 조속히 안정돼 부동산과 여타 자산 간에 기대 수익률 격차가 줄어들 필요가 있음. 우리나라 가계의 부가 주로 부동산으로 이루어져 있는 만큼 충격적인 가격 조정보다 투자자들의 자산 배분 선호를 점진적으로 바꿔나가는 시장친화적인 가격 안정 정책이 필요함.

- 금융 부문의 체질 개선과 경쟁력 제고를 통해 금융자산에 대한 투자의 매력도를 높일 필요가 있음.
 - 외환위기 이후 우리나라 금융의 취약성과 낮은 경쟁력이 시중 여유자금의 부동산 시장 집중 또는 단기부동화를 낳고 후자는 다시 전자를 초래하는 악순환이 지속되고 있음. 가계 여유자금을 생산적 자금으로 전환시켜주는 본연의 금융 중개 기능을 회복하지 않고는 자산시장 불균형 현상은 치유하기 힘들.
 - 이를 위해 △공급 측면에서 금융회사들의 상품 개발 및 자산 운용 역량 강화, 금융 서비스의 질 향상 등이 긴요하며 △수요 측면에서는 과도하게 낮은 금융자산 비중을 적정화하기 위한 재무설계 및 투자자 교육을 강화할 필요가 있음.

- 인구 고령화 추세에 맞는 장기 금융 및 부동산 상품을 개발하고 자산시장의 변동성을 줄이는 방향으로 인프라를 개선해야 함.
 - 인구 고령화가 진전될수록 자산 운용 만기가 장기화하는 경향이 있는 만큼 현재 절대 부족한 만기 10년 이상 장기 상품의 개발, 공급이 시급함. 자금 조달과 운용 간 만기 불일치 리스크를 줄이거나 해소하기 위한 헤지 상품을 적극 도입할 필요가 있음.
 - 부동산 자산의 일시 대량 처분의 가능성을 줄이기 위해서는 부동산 자산의 가치를 점진적으로 현금화할 수 있는 역(逆)모기지나 부동산 투자를 소액화·금융화 하는 리츠(Reits) 시장을 활성화하는 것이 바람직함.

- 국민연금이 향후 자산시장에서 건전한 버퍼 역할을 할 수 있도록 기금 운용과 관련한 제도적 보완책을 마련할 필요가 있음.
 - 국민연금은 포트폴리오 적정화를 위해 적어도 향후 10여 년 동안 주식 및 대체투자 비중을 확대해 나가야 하는 실정임. 이는 주식, 부동산 등 채권 이외의 자산에 대한 수요를 증가시킴으로써 베이비 붐 세대 은퇴에 따른 충격을 완화하는 요인으로 작용할 수 있음.
 - 다만, 적정 수준의 기금 운용 수익률을 확보하고 포트폴리오 변경에 따른 부작용을 줄이기 위해 기금 운용 상의 보완책 마련이 필요함.
 - 국내 주식시장에 대한 투자 비중을 높일 경우 주식시장에서 과도한 지배력을 행사하거나 지분 보유 기업의 경영에 대해 불필요한 간섭을 할 수 있다는 등의 우려를 불식하기 위해 5% 룰, 의결권 행사 등 기금 운용과 관련한 쟁점들에 대한 합리적이고 설득력 있는 해법을 도출해내야 할 것임.
 - 국내 부동산시장은 시장 규모가 작고 개인투자자 중심이어서 국민연금이 부동산

투자 규모를 늘릴 경우 단기간에 시장을 주도할 가능성이 큼. 현재로서는 투자 종목을 최대한 신중하게 선정하고 투자 규모를 점진적으로 늘려 가격 거품 발생 우려를 최소화하는 것이 바람직함.

■ 자산 인플레이션 및 디플레이션 압력을 완충하기 위해 해외투자를 활성화할 필요가 있음.

- 경제 성장 잠재력 하락과 기업 투자 위축, 자금의 단기부동화 등으로 인해 향후 수년 동안 국내 자산시장에 대한 인플레이션 압력이 높아질 것으로 우려됨.
- 최근 환율 변동 추세, 외환보유고 등 달러화 자산 보유 정도 등을 감안할 때 한국 경제의 지속적인 안정 성장을 위해서도 건전한 자본이동은 긴요한 과제임.
- 구체적으로 국민연금을 필두로 해서 연기금의 해외투자를 점진적으로 확대하고 개인의 해외자산 취득에 대한 규제를 완화할 필요가 있음.

■ 자산시장 전반에 걸친 상시적 리스크 관리가 필요함.

- 자산시장은 경제에 막대한 영향을 주는 주요 가격 변수가 결정되는 곳으로, 여기서 문제가 생기면 자칫 경제 전체에 일파만파의 후유증을 남게 될 가능성이 큼.
- 부동산 시장에서 인플레이션 및 디플레이션 압력 증가, 다양한 금융 신상품의 등장, 해외투자 확대 등 향후 자산시장의 중장기 환경 변화와 함께 금융 리스크는 더욱 광범위해지고 통제하기 힘들어질 것으로 예상됨.
- 투자자들은 투자 환경 변화에 맞춰 자산 운용 패턴을 바뀌가는 과정에서 파생되는 새로운 리스크를 최소화할 수 있도록 투자 실력을 키우고, 감독 당국은 리스크 모니터링 및 관리 기준을 재정비하고 신중한 규제자(prudential regulator) 역할을 충실히 수행해야 할 것임.

<참고문헌>

- 강석훈, “인구구조 고령화와 자산 선택”, 2005.5.10
- 고광수, 김근수, 김재철, “인구 고령화와 우리나라의 자본시장: 가계의 주식 보유와 3층 사회보장 제도를 중심으로”, 2005년 5월.
- 남주하, 이수희, 김상봉, “고령화가 개별 가구의 소비, 저축 및 자산규모에 미치는 효과 분석”, 이수희 외, 『고령화의 경제적 파급효과와 대응과제Ⅱ』, 한국경제연구원, 2005.
- 도쿄 증권거래소, 『Fact Book』, 2005.
- 보건복지부, 국민연금 재정 계산 결과, 2004.
- 이정현, “저축의 결정요인과 라이프스타일 변화로 인한 저축행동”, 『지역개발연구』 제36권 제1호, 2004년 6월, pp. 195~221.
- 이철용, “국민연금 주식투자 확대의 영향과 쟁점”, LG경제연구원, 2005.5.
- 일본 통계청 “전국 가계 소비지출 조사”, 1999.
- 증권거래소, “2000년도 상장법인 주식분포 상황조사”, 『주식』 2001년 4월호.
- 증권거래소, “2004년도 주식분포 상황조사”, 『주식』 2005년 4월호.
- 최공필, 박대근, 이창용, 남재현, “고령화에 대비하기 위한 금융부문의 대응”, 『금융연구』 19권, 2005.
- 통계청, 도시가계조사, 각 연도.
- 통계청, 사회통계조사, 각 연도.
- 통계청, 생명표, 2005.
- 한국은행, “금융 자산 부채 잔액 표”, 2000.
- 행정자치부 보도자료, “부동산 보유현황을 개인별·지자체별로 연중 파악 관리”, 2005. 2.
- 한국결혼문화연구소, “한국의 결혼비용과 결혼문화 조사 보고서”, 2003.
- 한국은행 보도자료, “우리나라 가계의 금융자산선택 결정요인”, 2004. 6.16.

- Abel, Andrew B., “Will Bequests Attenuate the Predicted Meltdown in Stock Prices When Baby Boomers Retire?”, *Review of Economic and Statistics*, 83, 2001, pp. 589-595.
- Ando, Albert and Franco Modigliani, "The 'Life Cycle' Hypothesis of Saving",
American Economic Review, 53, 1963, pp. 55-84.
- Barro, Robert E., “Are Government Bonds Net Wealth?”, *Journal of Political Economy*, 81,
1974, pp. 1095-1117.
- Bergantino, Steven, “Life Cycle Investment Behavior, Demographics, and Asset Prices”,
Doctoral Dissertation, MIT, Department of Economics, 1998.
- Bernheim, B. Douglas, Shleifer, Andrei and Summers, Lawrence H., “The Strategic Bequest
Motive”, *Journal of Political Economy*, 93, 1985, pp. 1045~1076.
- Bosworth, Barry P., Ralph C. Bryant and Gary Burtless, “The Impact of Aging on Financial
Markets and the Economy: A Survey”, The Brookings Institution, July, 2004.
- Brooks, Robin J., “Asset Market and Saving Effects of Demographic Transitions”,
Doctoral Dissertation, Yale University, Department of Economics, 1998.
- Burbidge, John B. and James B. Davies, “Household Data on Saving Behavior in Canada”,
James M. Poterba ed., *International Comparison of Household Saving*, The University
Of Chicago, 1994.
- Davies, James D., “Uncertain Lifetime, Consumption and Dissaving in Retirement”,
Journal of Political Econom., 89, 1981, pp. 561-577.
- Davis, E. Philip and Christine Li, “Demographics and Financial Asset Prices in the Major
Industrial Economies”, mimeo, Brunel University, West London, 2003.
- Deaton, Angus, “Franco Modigliani and the Life Cycle Theory of Consumption”,
Research Program in Development Studies and Center for Health and Wellbeing,
Princeton University, March, 2005.
- Deaton, Angus and Christina Paxson, “Growth, Demographic Structure and National Saving
in Taiwan”, Research Program in Development Studies, Princeton University, 1999.
- Ehrlich, Issac and Francis T. Lui, “Intergenerational Trade, Longevity, and Economic Growth”,

- Journal of Political Economy*, 99, 1991, pp. 1029-1059.
- Federal Reserve, "Recent Changes in U.S. Family Finances: Evidence From the 1998 and 2001 Survey of Consumer Finances", January, 2003.
- Geanakoplos, John, Michael Magill and Martine Quinzii, "Demography and the Long-Run Predictability of the Stock Market", *Brookings Papers on Economic Activity*, 2004.
- Kotlikoff, Laurence J. and Lawrence H. Summers, "The Role of Intergenerational Transfers in Aggregate Capital Accumulation", *Journal of Political Economy*, 89, 1981, pp. 706-32.
- OECD, "Ageing and Employment Policies: Korea", 2004
- OECD, "Economic Outlook", 2004
- Park, Daekeun and Changyong Rhee, "Saving, Growth, and Demographic Change in Korea," mimeo, 2003.
- Poterba, James M., "Demographic Structure and Asset Returns," *Review of Economic Statistics*, 83, 2001, pp. 565-584.
- Poterba, James M., "The Impact of Population Aging on Financial Markets", NBER Working Paper, 2004.
- Poterba, James M. ed., *International Comparison of Household Saving*, The University Of Chicago, 1994.
- Takayama, Noriyuki and Yukinobu Kitamura, "Household Saving Behavior in Japan", James M. Poterba ed., *International Comparison of Household Saving*, The University of Chicago, 1994.
- The Institute for Posts and Telecommunications Policy, Japan, "A Comparative Survey of Savings in Japan and the United States" 1996.