

# 한국 금융의 미래 3장

## 노령화와 금융시장의 변화, 그리고 정책과제

2024년 6월 14일

김경록

서강대 경영전문대학원 겸임교수, 미래에셋 자산운용 고문

김세완

이화여자대학교, 경제학과

# 순서

- 1) 우리나라 인구구조 변화에 대한 이해
- 2) 노령화가 금융시장에 미치는 효과의 이론적 배경:  
3세대 중첩세대모형을 중심으로
- 3) 주요 금융시장의 규모변화 추정: 저축, 주식시장, 채권시장, 국민연금 적립금
- 4) 노령화로 인한 금융시장 변화와 정책 과제

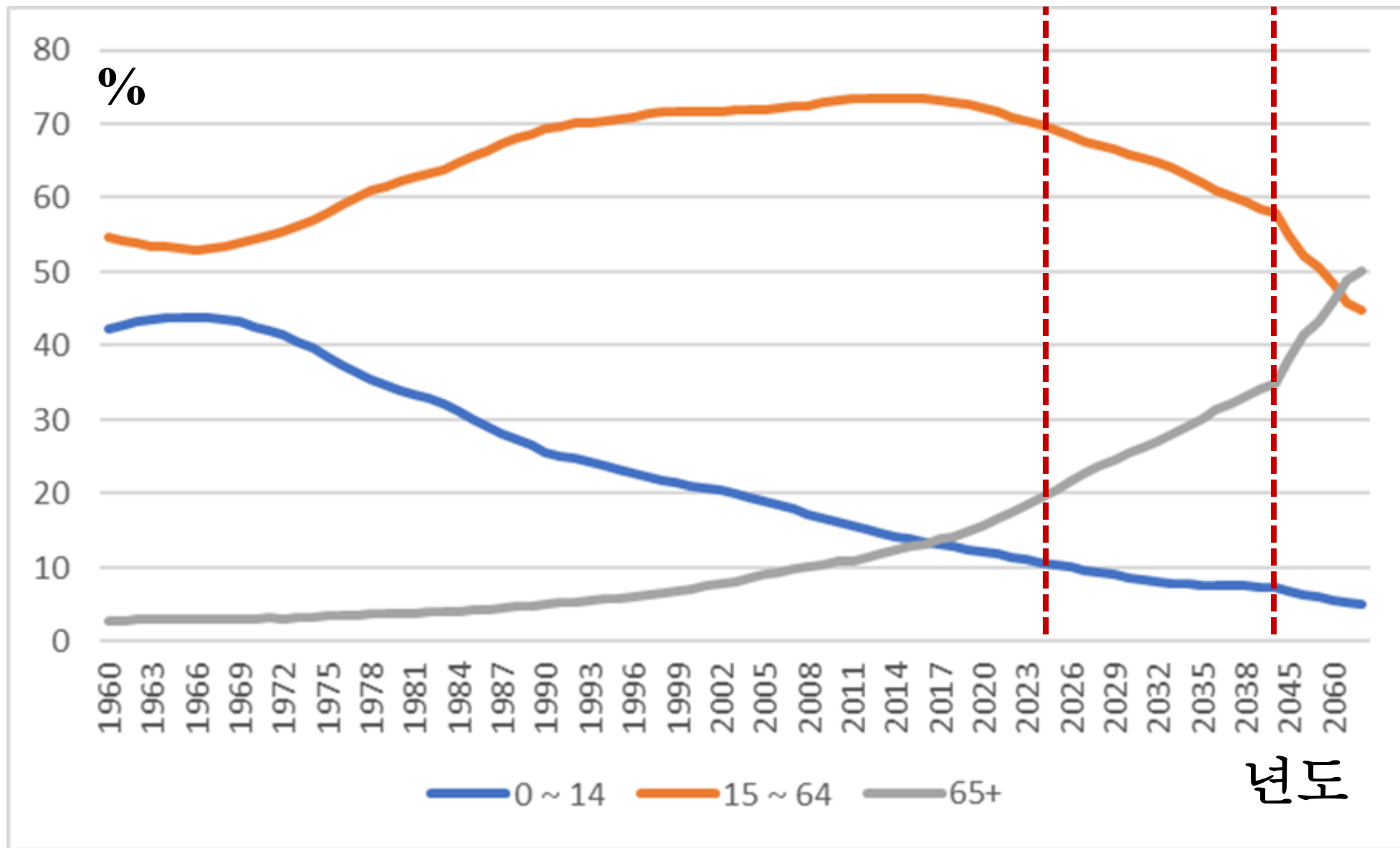
# I. 우리나라 인구구조 변화에 대한 이해

- 인구구조 변화가 금융시장에 미치는 연구는 상대적으로 드문 편
- 고령화의 ‘속도’가 문제이다.
- 데이터에 기반한 이해
- 생산가능 인구가 2016년 정점에 도달한 후 감소하기 시작

## II. 우리나라 인구구조 변화에 대한 인식

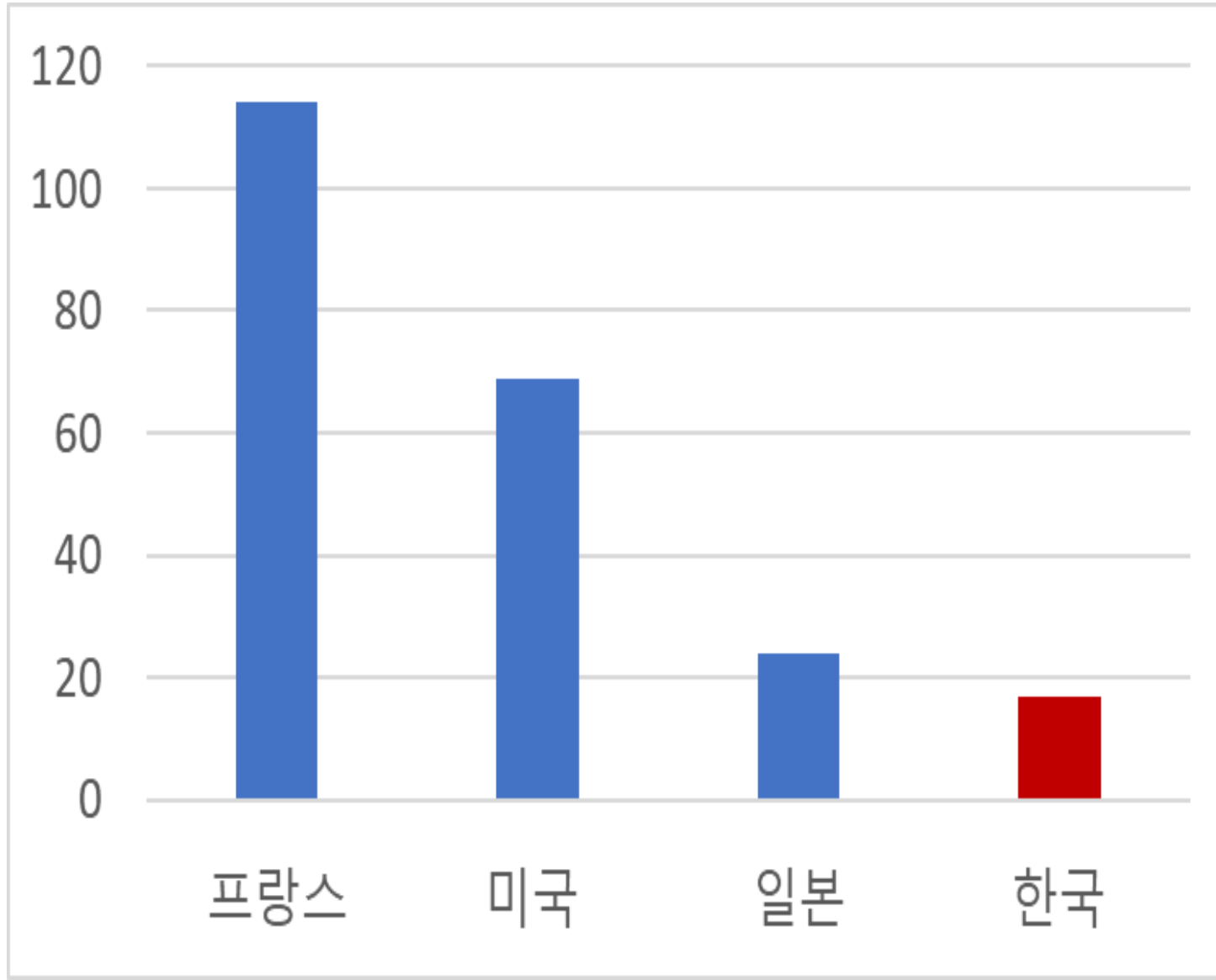
- 3가지 자료의 그래프를 통하여
  - 1) 연령별 인구비율,
  - 2) 주요 국가들과 고령사회 진입연수 비교,
  - 3) 고령인구 증가율과 고령인구 수준의 OECD 25개국과 비교,

# 각 연령대의 비율 (1960년 ~ 2070년)

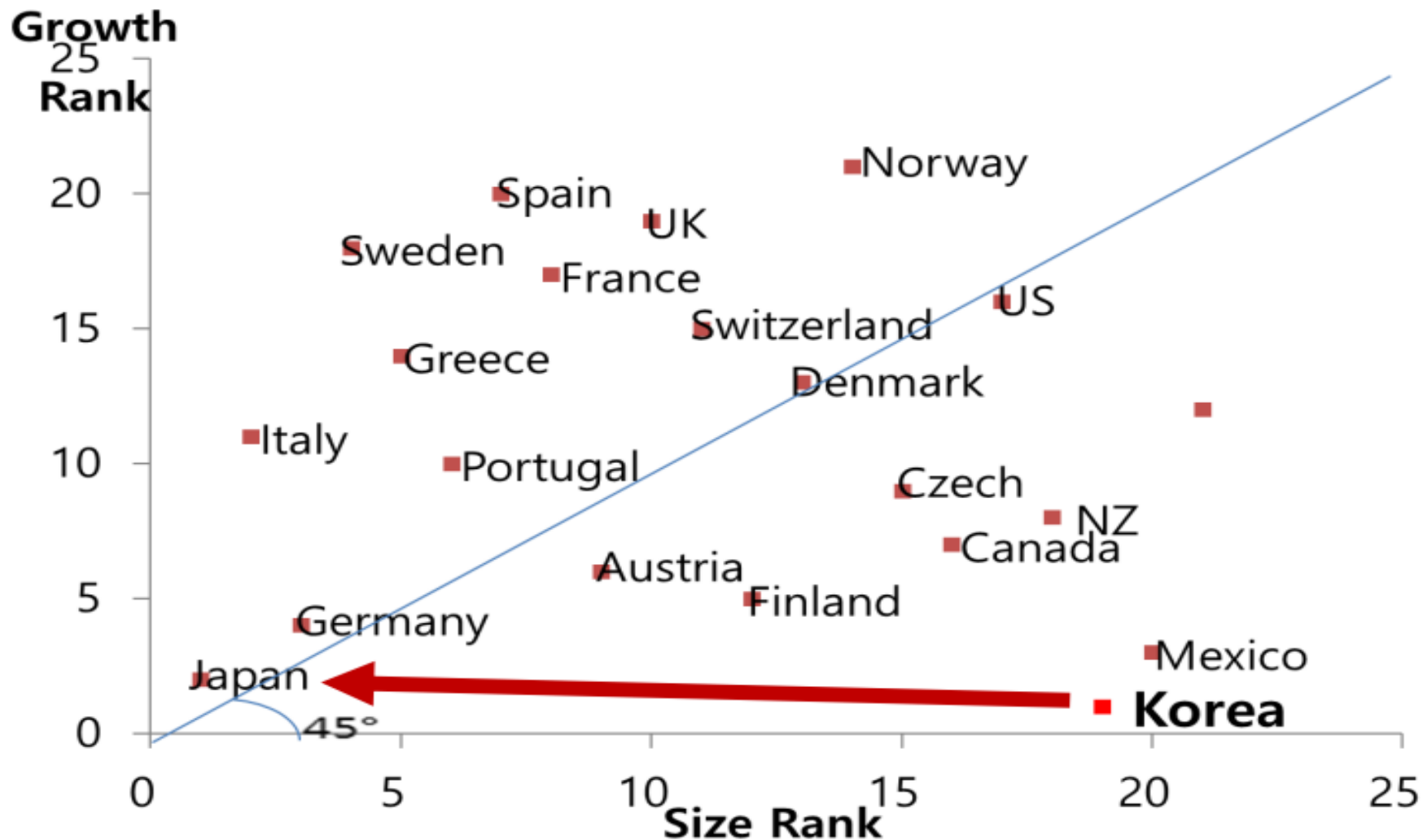


# 고령화 사회에서 고령 사회로 진입 했수

햇수



# 한국의 노령화 순위 (2020년, OECD국가 비교)



## II. 노령화가 주요 금융시장에 미치는 효과: 이론적 배경

- 노령화가 금융시장에 미치는 영향에 대한 이론적 배경: Life Cycle Risk Aversion Hypothesis
- 3-Generation OLG: Constantinides, Donaldson, and Mehra(2001), Goyal(2004), Kim et al. (2014)의 연구



## II. 노령화가 주요 금융시장에 미치는 효과: 이론적 배경

- 노령화가 금융시장에 미치는 핵심 요인: 자본시장에서 2가지 요인의 충돌
  - 1) 노령화로 위험회피 성향의 강화
  - 2) 노령화는 수명연장과 은퇴시기 연장을 뜻하므로 위험회피 성향의 약화

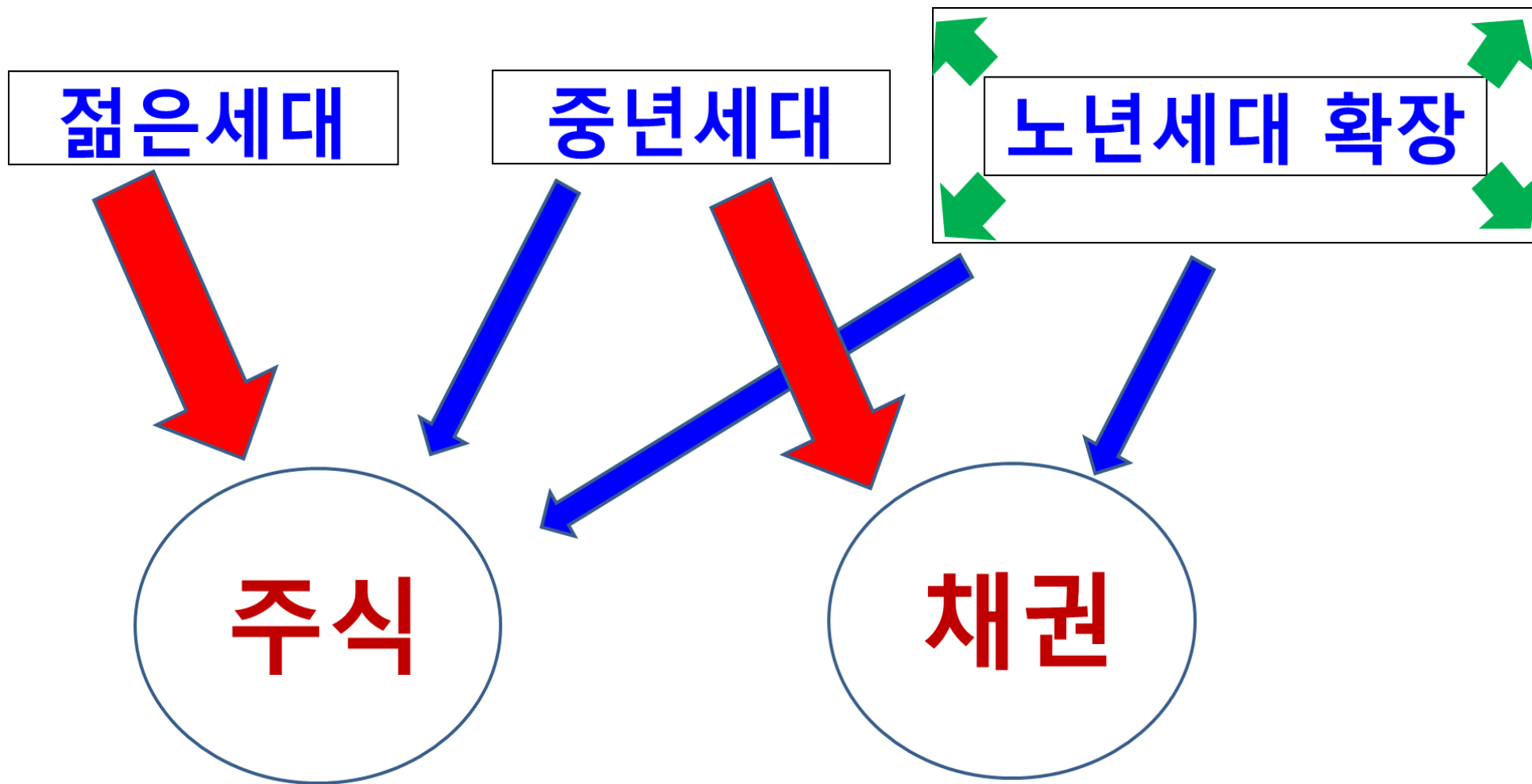
## II. 노령화가 주요 금융시장에 미치는 효과: 이론적 배경

- 투자자는 중년의 시기에 저축을 증가함
- 노령화가 되면서 위험회피 성향이 강해지며 주식에 대한 수요 감소하고 채권에 대한 수요가 증가함

# 각 세대가 금융시장 규모에 미치는 영향: 전통적인 이론

세대 시장	Young Generation (0세 ~ 14세)	Middle Generation (15세 ~ 64세)	Old Generation (65세 이상)
저축규모	---	+	-
주식시장 규모	---	-	-
채권시장 규모	---	+	-

# 노령화가 금융시장에 미치는 영향



## II. 노령화가 주요 금융시장에 미치는 효과: 이론적 배경

- 하지만 최근의 연구들에서는 평균수명의 연장과 은퇴 시기 후퇴로 노령화가 위험회피 성향을 악화시키지 않는다는 결과: Kim et al (2019), Kim and Hyung (2023)
- 방향을 알 수 없는 두 요인의 충돌: 실증분석을 통한 예측의 필요

## IV. 노령화로 인한 주요 금융시장의 규모변화 추정

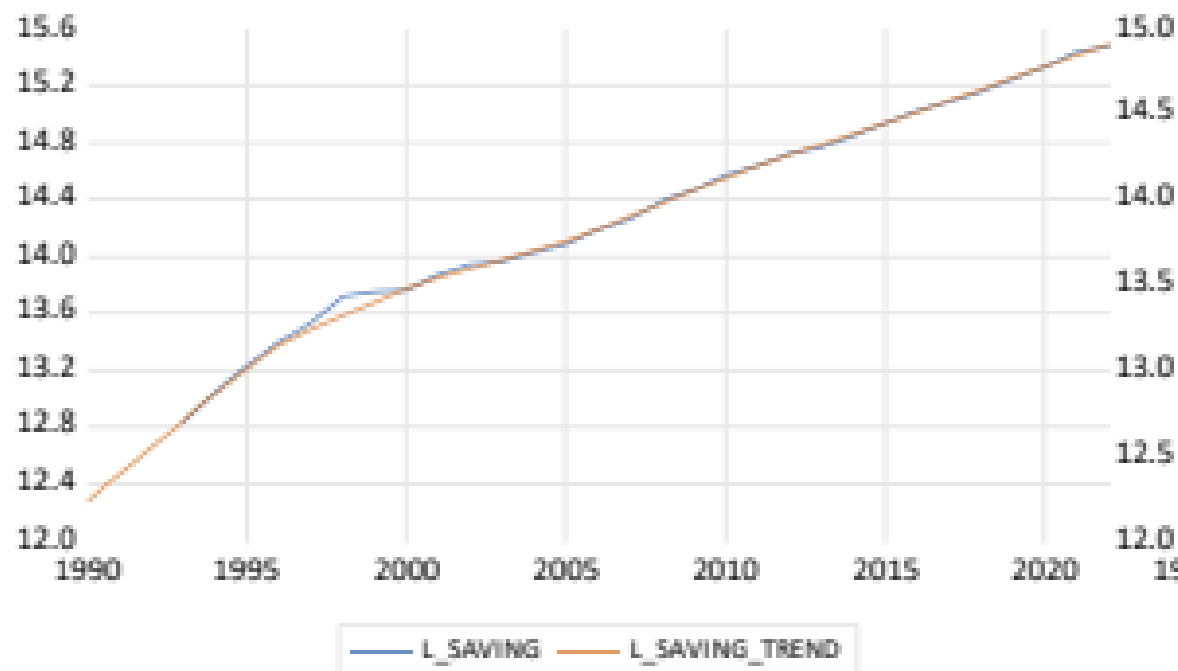
- 시계열 추정 (time series estimation) 을 이용하여  
2070년까지 예측
- 2022년 통계청에서 2070년까지 연령 별 인구 규모  
추정 발표: 신뢰성 높은 미래 변수
- 1) 저축 규모, 2) 주식 시장 규모, 3) 채권 시장 규모

## IV. 노령화로 인한 주요 금융시장의 규모변화 추정

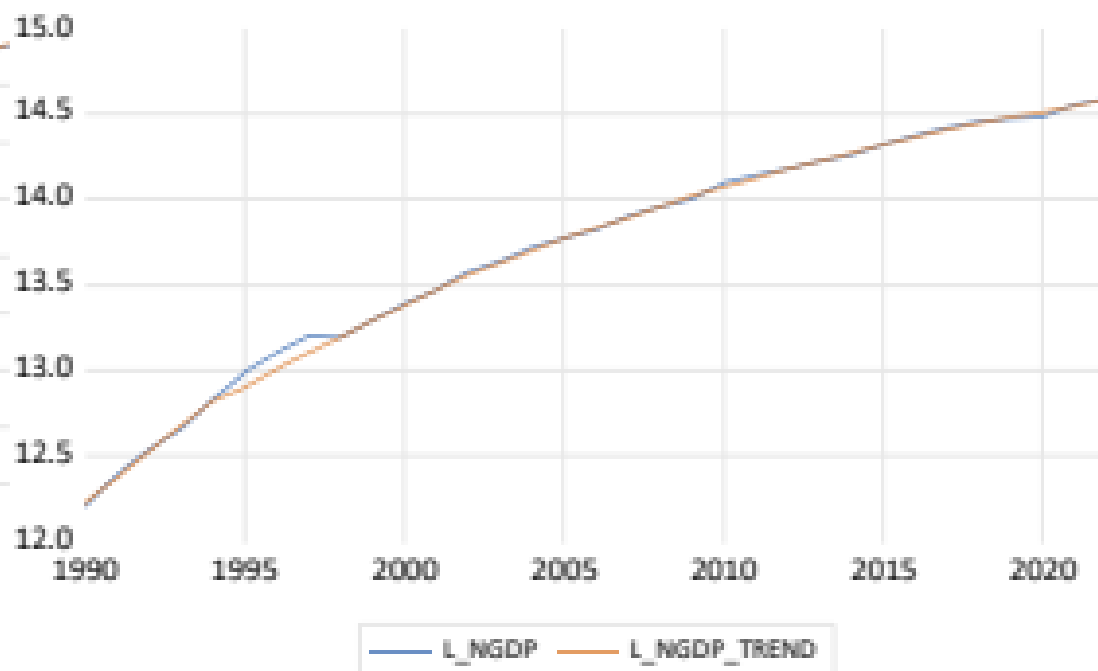
- 각 자료의 장기 추세 (trend)를 STL방법을 이용하여 추출
- 사용 데이터: 저축, 주식시장 시총, 장외+장내 채권 평가액, 실질GDP, 이자율, 3 세대 인구 자료

# 원시데이터와 STL 추세의 비교

저축 총액



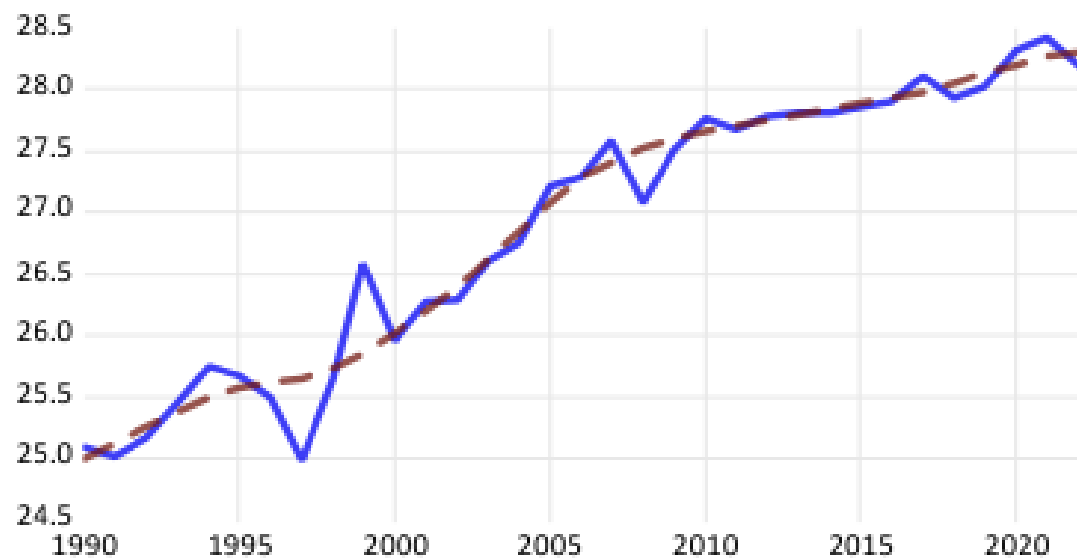
실질 GDP



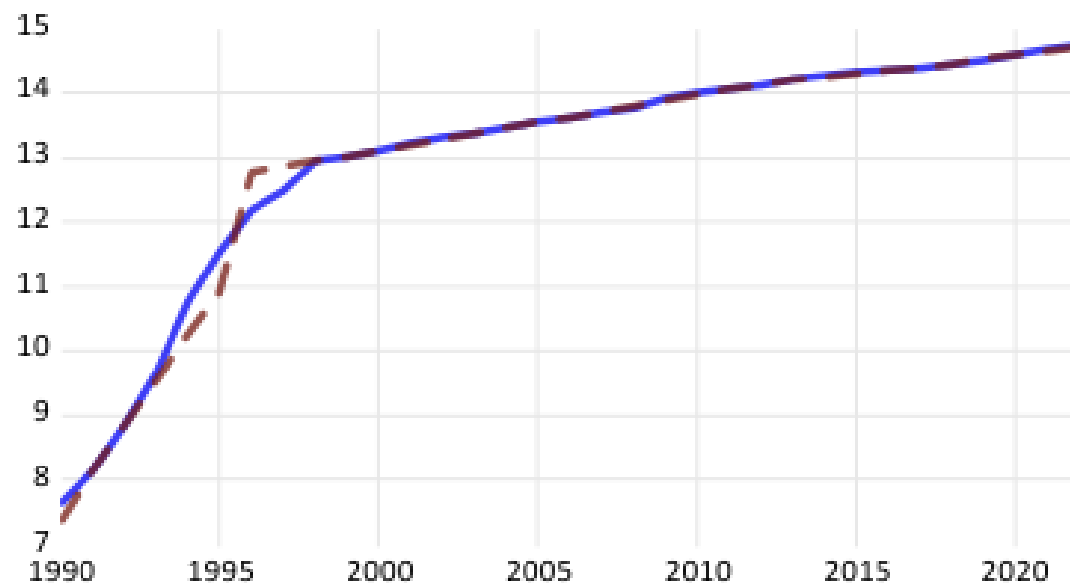


# 원시데이터와 STL 추세의 비교

## 주식시장 규모



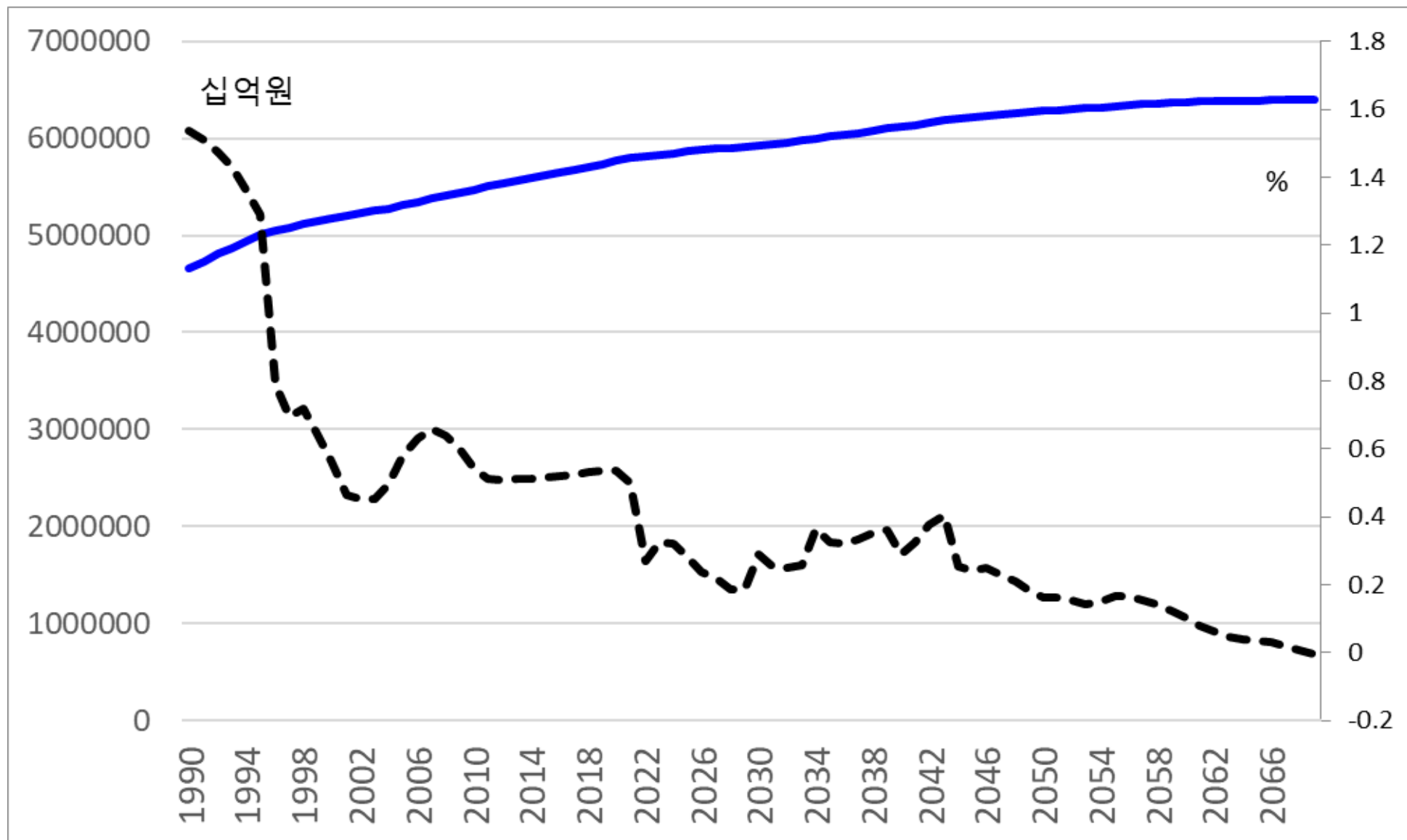
## 채권시장 규모



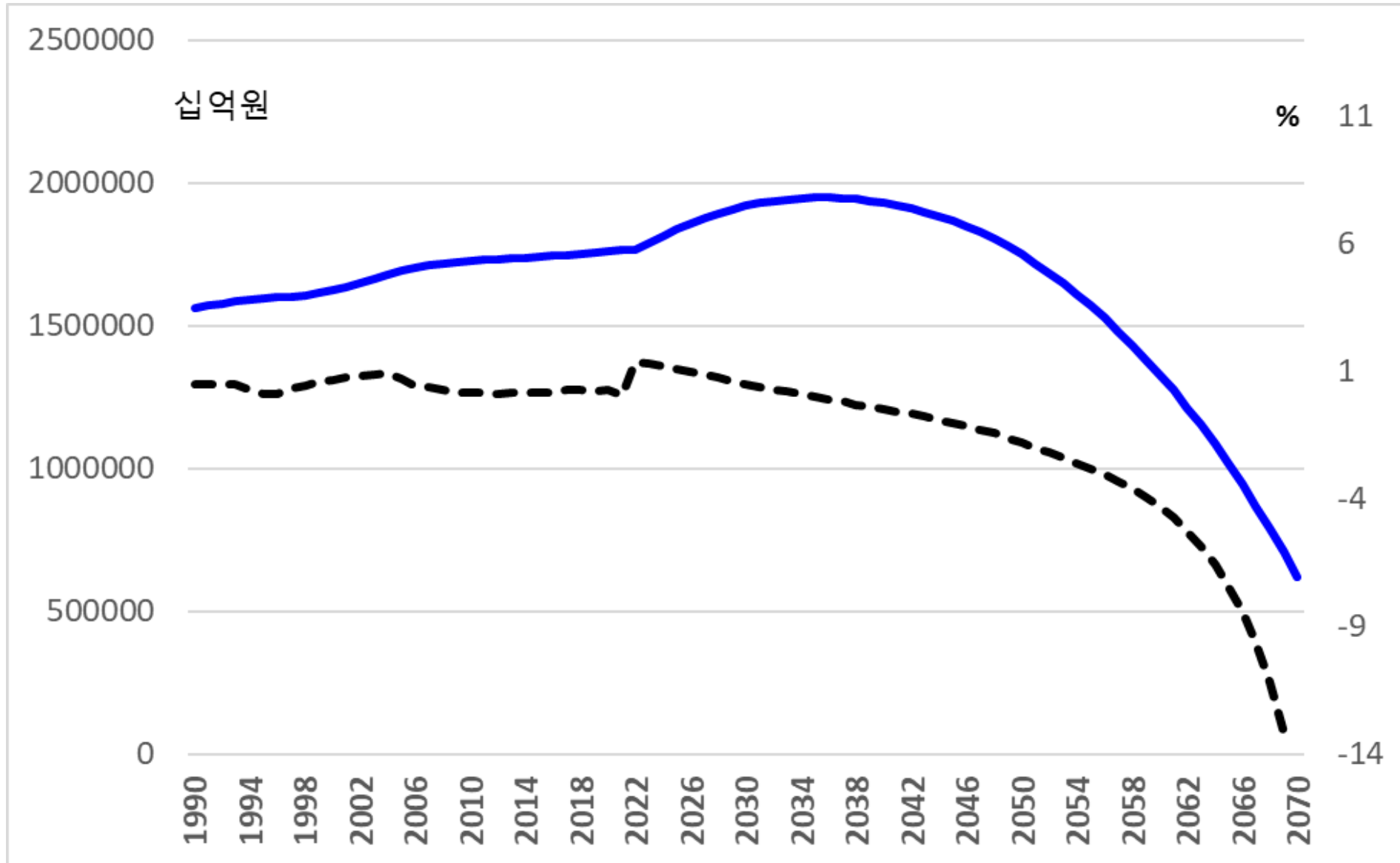
## IV. 노령화로 인한 주요 금융시장의 규모변화 추정

- 사용 데이터에서 안정성 (stationarity) 문제를 회피하기 위하여 Bayesian VAR를 사용하여 2023년에서 2070년 까지 예측
- 2단계 추정:
  - 1) 1990년 ~ 2022년까지 인구효과를 추정
  - 2) 추정치를 이용하여 2023년 ~ 2070년까지 예측

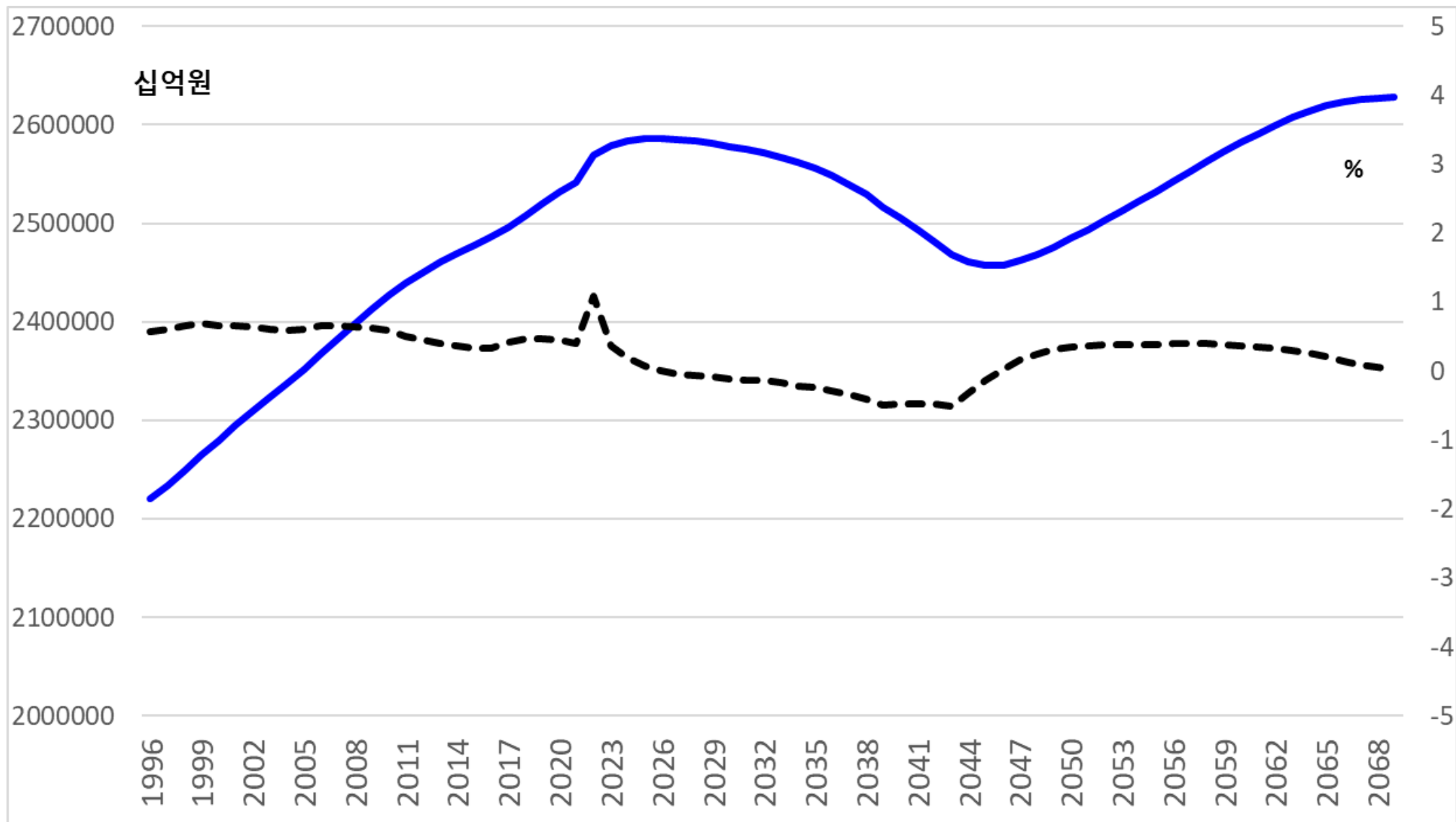
# 저축 규모의 예측: 1990년 ~ 2070년



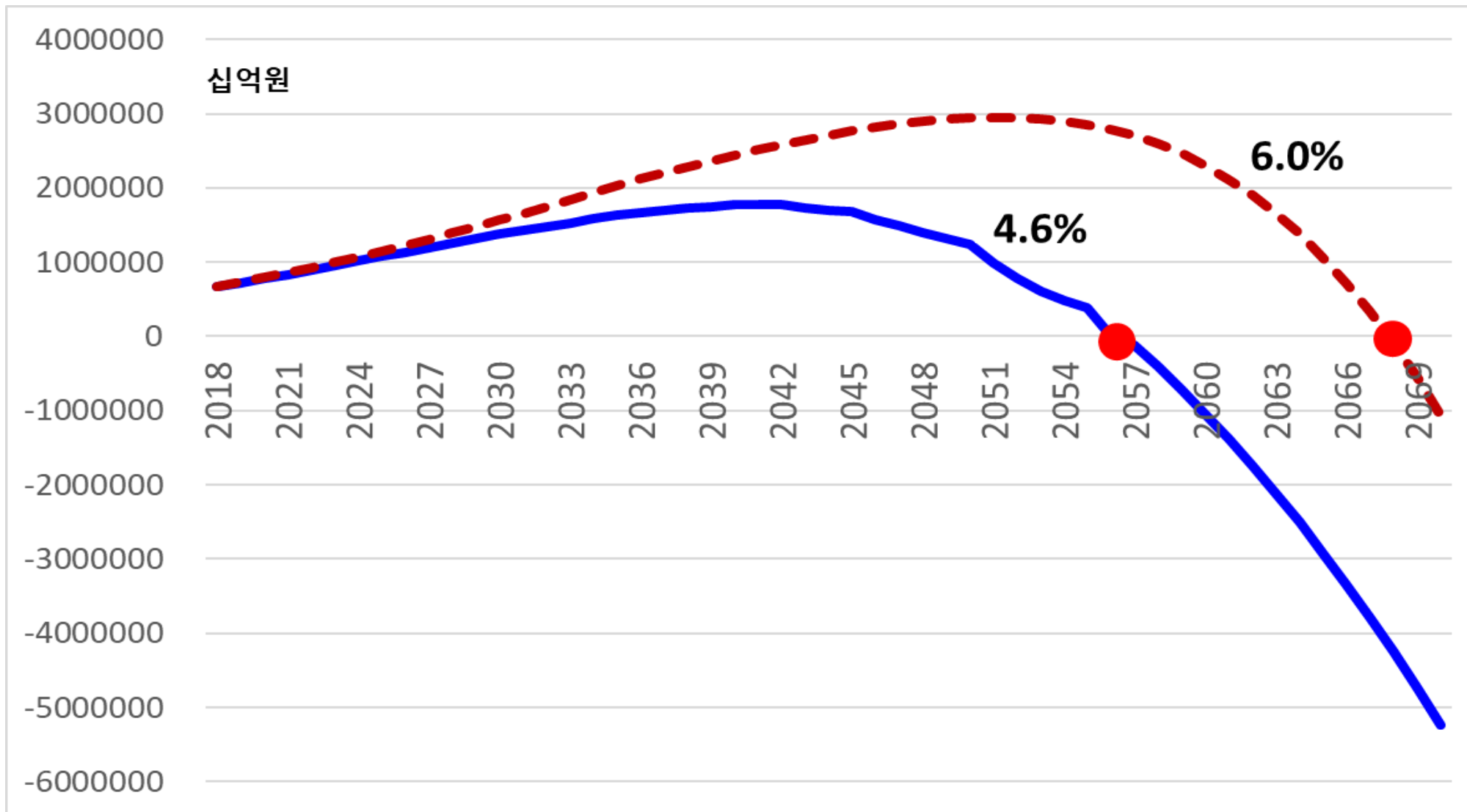
# 주식시장 규모의 예측: 1990년 ~ 2070년



# 채권시장 규모의 예측: 1990년 ~ 2070년



# 국민연금 규모의 예측: 2018년 ~ 2070년



## V. 노령화로 인한 금융시장 변화와 정책 과제: 저축

- 금융시장 참여자들은 가장 합리적 기대(rational expectation) → 인구변화와 시장 변화가 발생하기 훨씬 이전에 포트폴리오를 조정
- 저축의 장기적인 감소로 소형 수신기관의 영업 악화  
→ 중소기업, 지방에 대한 대출 감소 대비
- 저축의 장기적인 감소로 주택담보 대출의 감소 →  
주택시장 연착륙 유도

## V. 노령화로 인한 금융시장 변화와 정책 과제: 주식

- 노령화로 가장 영향을 받게 되는 시장
- 젊은 세대 감소로 위험자산인 주식 수요 감소 → 외국의 젊은 투자자들의 국내 주식 매입: Value up program과 기업의 지배구조 개선
- 현재 10% 수준인 국내 연금의 주식시장 유도
- 국내 투자자의 자금도 해외로 분산투자 되도록 유도: 세제 개편



## V. 노령화로 인한 금융시장 변화와 정책 과제: 채권

- 노령화로 사회복지 지출이 증가하지만 정부의 채권 수요 기반 약화
- 채권수요 기반을 확충하기 위하여 연금채권과 은퇴 채권 발행 → 연금과 같은 현금 흐름 제공

## V. 노령화로 인한 금융시장 변화와 정책 과제: 인출사회

- 저축 + 주식 + 채권의 합은 2040년까지 증가하다가 그 이후 감소 → 자산사회에서 인출사회로의 전환
- 장수 리스크, 수익률 순서 리스크, 구매력 리스크 등을 극복하고 은퇴소득을 지속적으로 유지해야

## V. 노령화로 인한 금융시장 변화와 정책 과제: 연금산업

- 국민연금 감소하는 2040년 이후에도 퇴직연금은 증가
- 퇴직 연금의 효율적 운용 제고
- 연금 사각지대와 세대간 불평등
- 노동시장에서 오래 일 할 수 있도록