

2017년 8월

# 글로벌 금융시장 100년의 경험이 주는 부동산 투자 Insight



| 키움증권 리서치센터 투자전략팀 | 키움증권 리서치센터 투자전략팀  
| Strategist/Economist 홍춘욱 | RA 신희연  
02) 3787-4964 02) 3787-4897  
chunukhong@kiwoom.com sheeyoun25@kiwoom.com

- ▶ 글로벌 부동산시장에 대해 투자자들은 크게 네 가지의 의문을 지니고 있음
  - 1990년 이후 시작된 일본 부동산시장의 장기불황은 이례적 현상인가? 아니면 다른 나라에서도 일반적인가?
  - 각국 부동산시장의 동조화 흐름이 강화되고 있는가?
  - ‘부동산의 실질 투자수익률은 0%에 수렴한다’는 주장이 있는데, 사실인가?
  - 베이비 붐 세대의 은퇴가 부동산시장의 붕괴를 유발할 가능성은 없는가?
- ▶ 1913년 이후의 장기 경제통계를 통해 검증한 결과는 아래와 같음
  - **첫째, 12개 주요국 중 일본만 장기불황을 겪었으며 11개 나라 실질 부동산가격지수는 우상향 흐름이 일반적**  
→ “No Price Like Home: Global House Prices, 1870-2012(AER, 2017)” 및 OECD와 BIS 통계 이용
  - **둘째, 주요국 실질 부동산가격의 추세는 제 각각(미국/캐나다, 영국/호주, 북유럽, 서유럽, 일본의 5가지 유형으로 구분 가능)**  
→ 특히 **2008년 대불황의 충격에 대한 반응도 서로 달라 ‘부동산시장의 동조성’은 매우 약한 것으로 판단됨**
  - **셋째, 주요 선진국 실질 부동산 가격은 70년대를 전후해 본격적인 상승 국면에 진입**  
→ 70년대 이전까지 토지가격이 안정되었던 것은 철도망의 확충 및 대규모 주택공급이 이뤄졌기 때문  
→ 닉슨 쇼크 이후 주요국 중앙은행의 경기 대응 능력이 높아진 것도 자산시장 호황 원인으로 작용
  - **넷째, 2000년대 중반부터 시작된 베이비 붐 세대의 은퇴에도 불구하고 부동산시장은 큰 영향을 받지 않았음**  
→ 생산활동인구(15~64세 인구)의 변화보다는 총인구의 변화에 부동산시장이 더 민감한 것으로 추정됨
- ▶ 이상의 분석을 감안할 때, 글로벌 부동산에 대한 분산 투자전략의 효과가 클 것으로 기대됨
  - 한국 부동산시장 역시 완화적인 통화정책 및 공급의 탄력 저하에 힘입어, 강세 기조를 이어갈 것으로 예상됨

# Contents

- I. 선진국 실질 부동산가격, 우상향
- II. 글로벌 동조화? 증거 없음!
- III. 60~70년대부터 상승한 이유는?
- IV. 인구와 주택시장의 관계는?
- V. 한국은 어떻게?
- VI. 토론: 2차대전 후 경기 변동성이 줄어든 이유는?
- VII. 참고자료 및 문헌

Part I

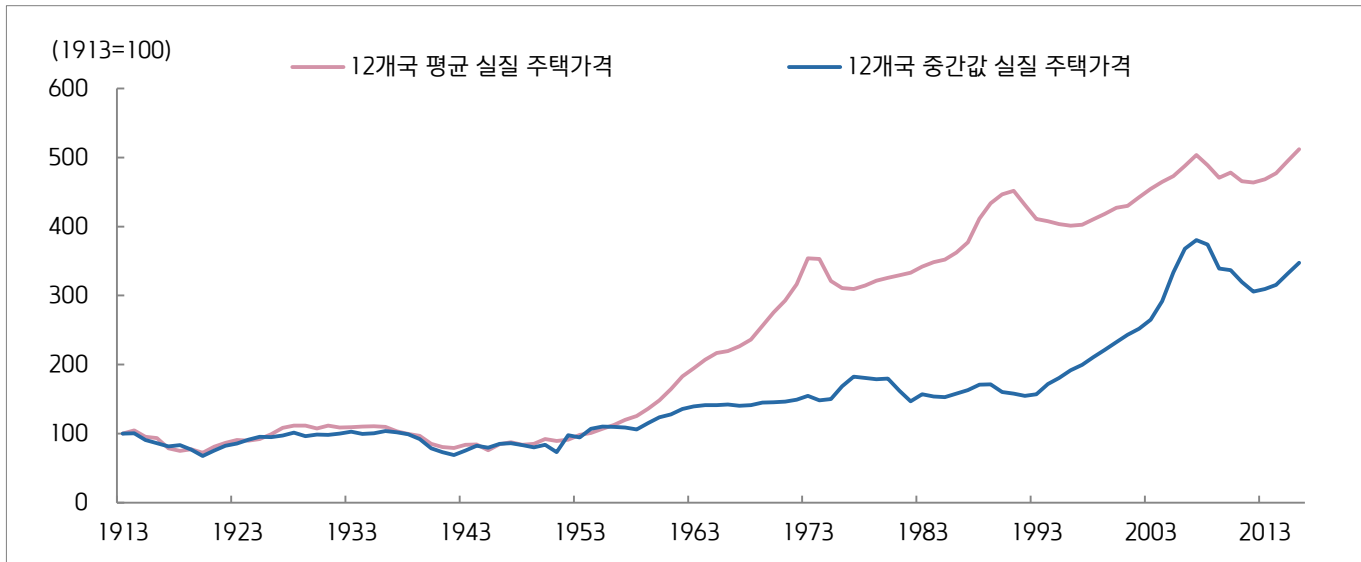
선진국 실질 부동산가격, 이상향



# 1. 글로벌 주요국 주택가격 개관 - 70년대부터 급등

- ▶ Knoll 등이 AER(2017.2)에 발표한 논문, “No Price Like Home: Global House Prices, 1870–2012”에 따르면, 12개 주요국의 실질 주택가격은 1970년대를 고비로 급등
  - 중간값과 평균의 차이가 큰 것은 국가별로 실질 주택 가격의 방향이 달랐기 때문

12개 주요국 실질 주택가격 추이

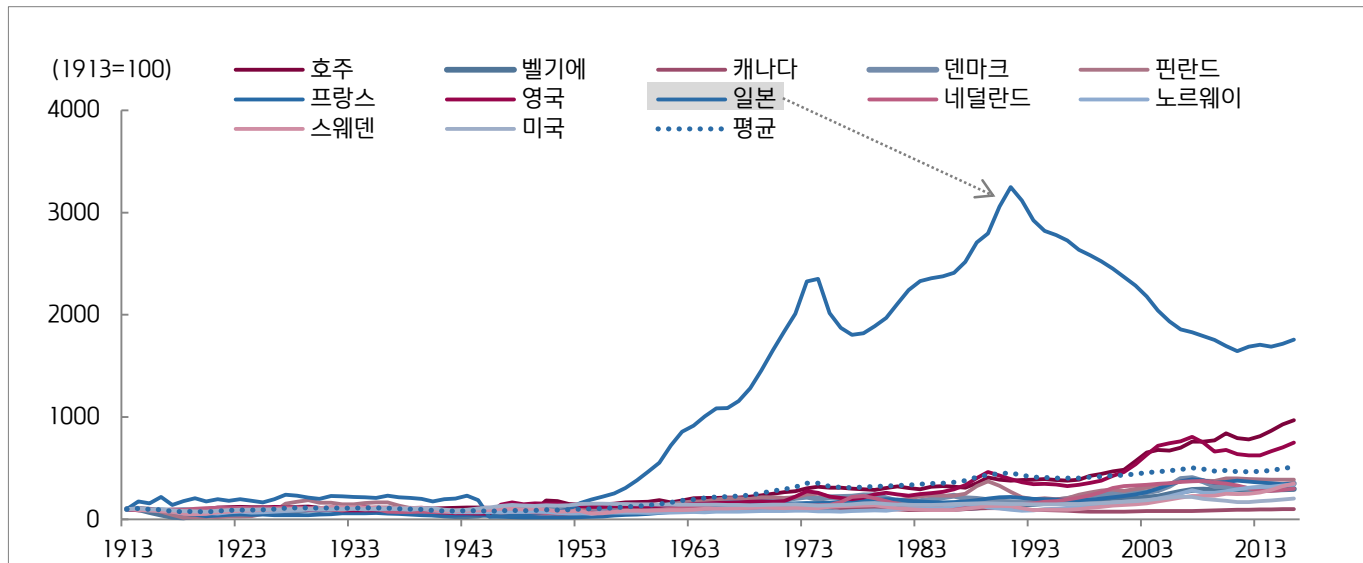


주: 2012년까지는 “No Price Like Home: Global House Prices, 1870–2012”, 2013년 이후는 BIS 및 OECD 통계.

## 2. 일본은 Outlier!!

- ▶ 12개 주요국의 실질 주택가격의 흐름을 살펴보면, 국가별로 가격 수준에 큰 차이가 존재함  
→ 일본은 1950년대부터 상승해 1990년대 정점에 도달, 이후 20년간 하락한 Outlier!

12개 주요국 실질 주택가격 추이



주: 2012년까지는 "No Price Like Home: Global House Prices, 1870-2012", 2013년 이후는 BIS 및 OECD 통계.

Part II

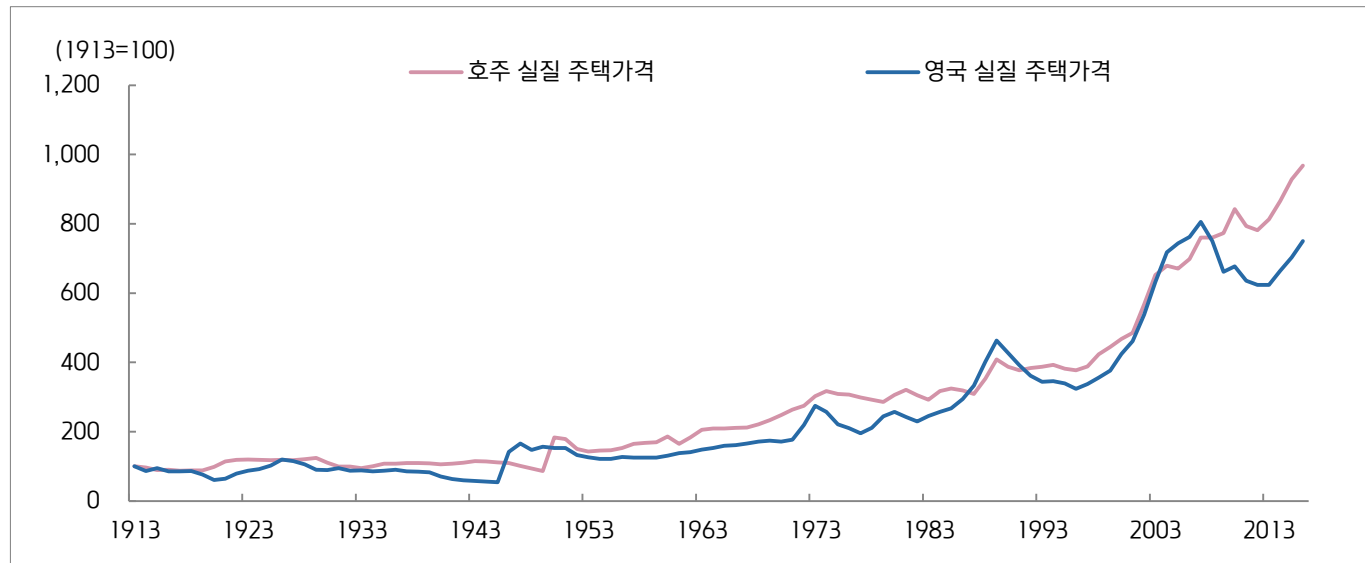
글로벌 동조화? 증거 없음!



# 1. 영국과 호주, 1913년 이후 7배 이상 상승

- ▶ 12개 주요 선진국 중에서 영국과 호주 부동산시장은 강한 동조성을 보였음  
→ 두 나라 모두 실질 주택가격은 1970년대까지 정체되었으나, 이후 7.5배와 9.7배 상승

영국과 호주의 실질주택가격지수 추이



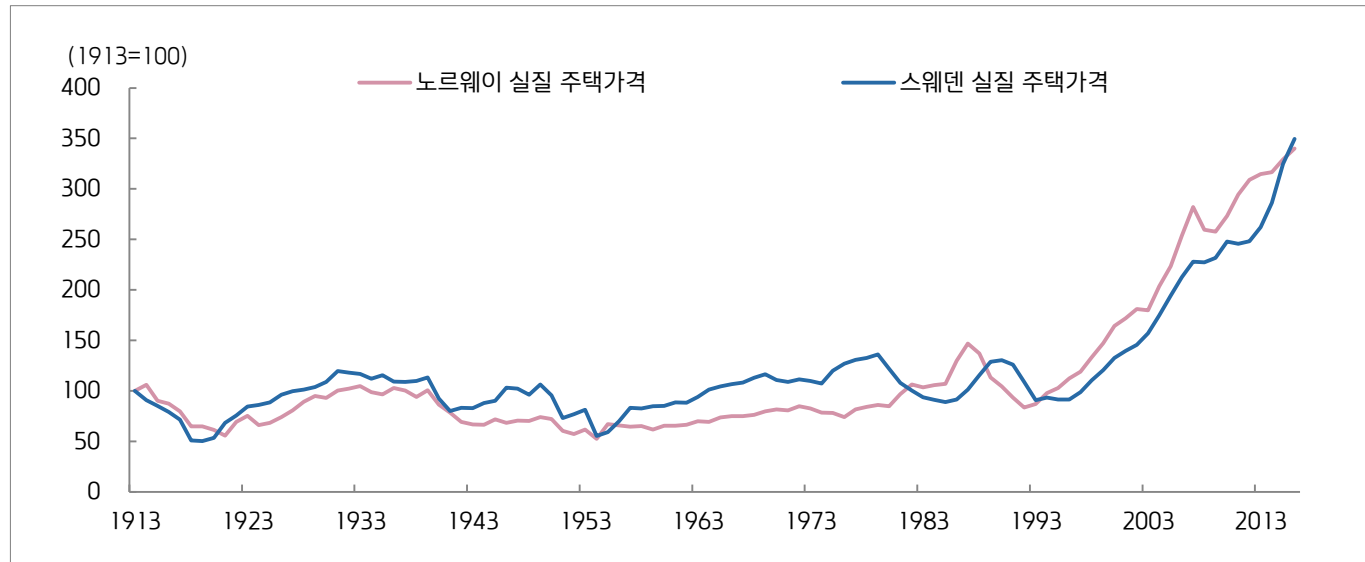
주: 2012년까지는 "No Price Like Home: Global House Prices, 1870-2012", 2013년 이후는 BIS 및 OECD 통계.



## 2. 북유럽, 1990년대 이후 급등

- ▶ 90년대 초반 은행위기까지 노르웨이와 스웨덴 등 북유럽 주택시장은 Box권 흐름 지속
  - 은행 위기에서 회복되면서부터 주요국 중 가장 강력한 상승세를 보였으며,
  - 글로벌 금융위기의 충격도 크지 않았음

노르웨이와 스웨덴의 실질주택가격지수 추이

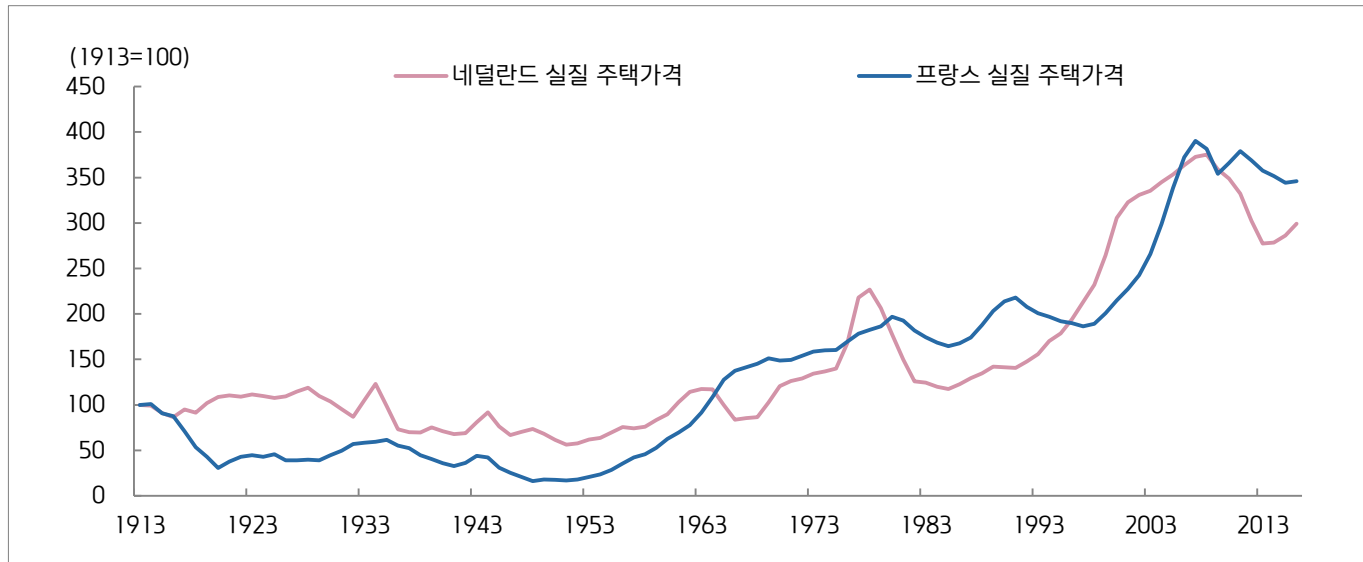


주: 2012년까지는 "No Price Like Home: Global House Prices, 1870-2012", 2013년 이후는 BIS 및 OECD 통계.

### 3. 서유럽, 2008년 금융위기에 큰 타격 받아

- ▶ 네덜란드와 프랑스 등 서유럽 주택시장은 70년대부터 상승했으나 2008년 글로벌 금융위기 이후 큰 타격을 받은 상황

네덜란드와 프랑스의 실질주택가격지수 추이

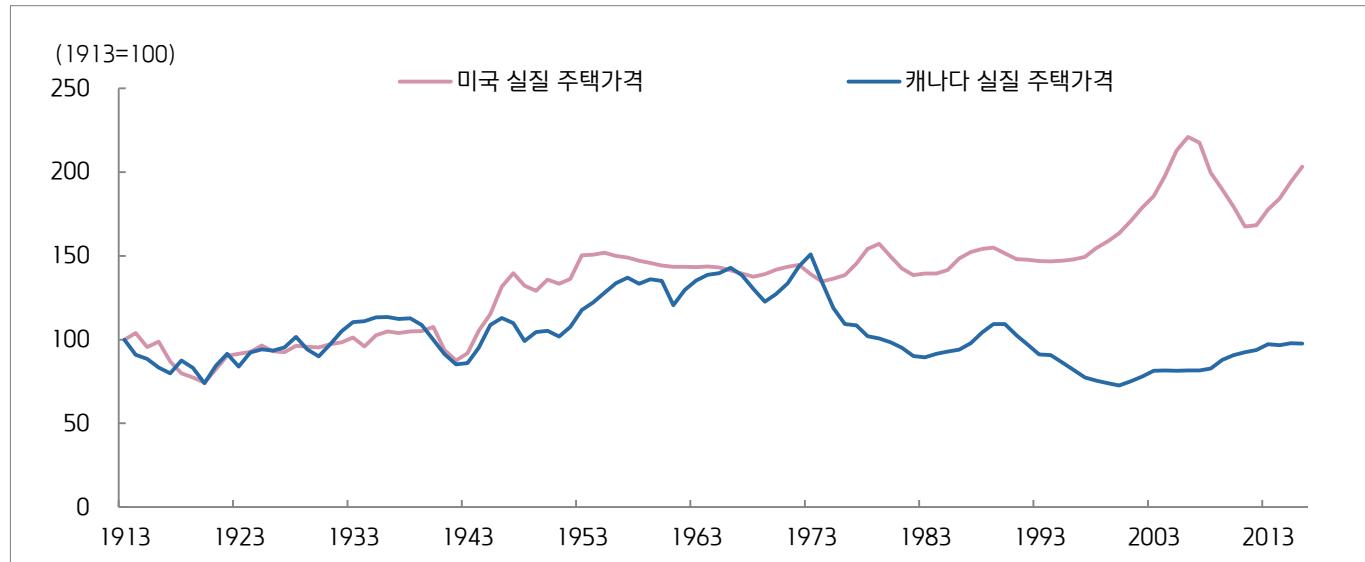


주: 2012년까지는 "No Price Like Home: Global House Prices, 1870-2012", 2013년 이후는 BIS 및 OECD 통계.

## 4. 미국과 캐나다, 제한적 상승에 그쳐

- ▶ 미국과 캐나다 실질 주택가격은 주요국 중 가장 상승 탄력이 약했으며, 2000년대 중반 이후 시작된 베이비붐 세대의 은퇴가 미친 영향 크지 않음

미국과 캐나다의 실질주택가격지수 추이



주: 2012년까지는 “No Price Like Home: Global House Prices, 1870-2012”, 2013년 이후는 BIS 및 OECD 통계.

## Part III

## 60~70년대부터 상승한 이유는?

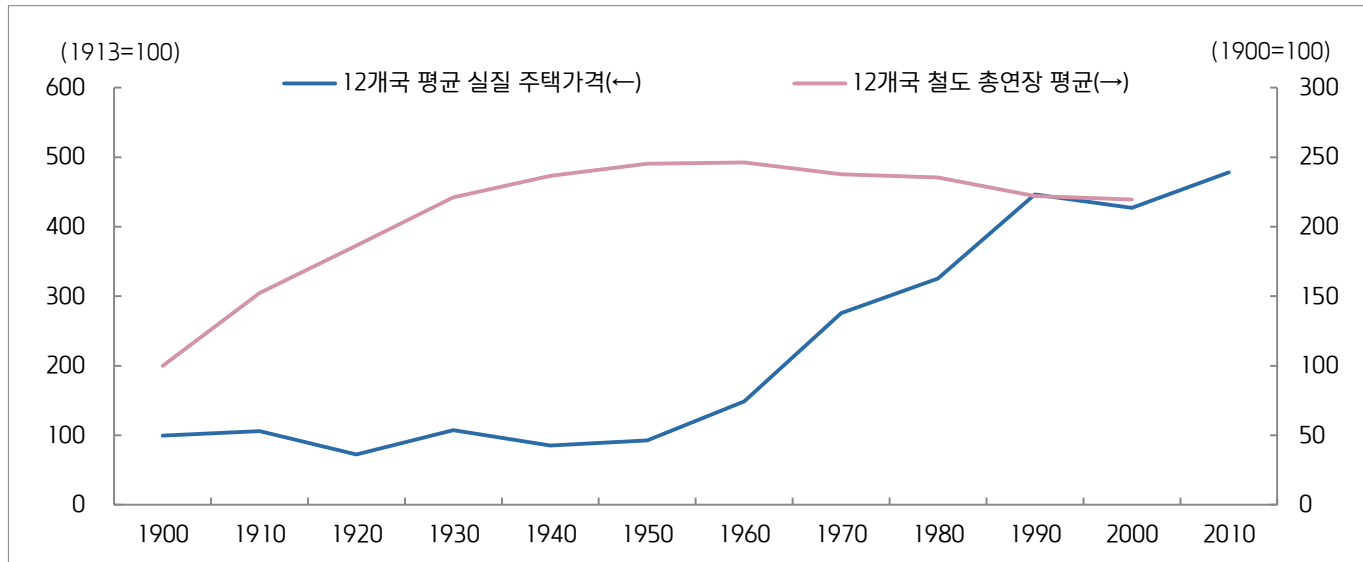


# 1. 주택가격 급등의 첫 번째 원인 - 철도건설 중단

- ▶ Knoll 등(2017)은 세계 2차 대전 이후 “철도 건설이 중단되는 등 (실질적인) 토지공급이 감소”한 것이 실질주택가격 상승의 원인이라고 주장

→ 도로 확장이 본격 이루어졌으나, 교통 체증으로 인한 통근 시간 증가가 유발되어 철도 총연장 감소의 영향을 상쇄시키지 못했음

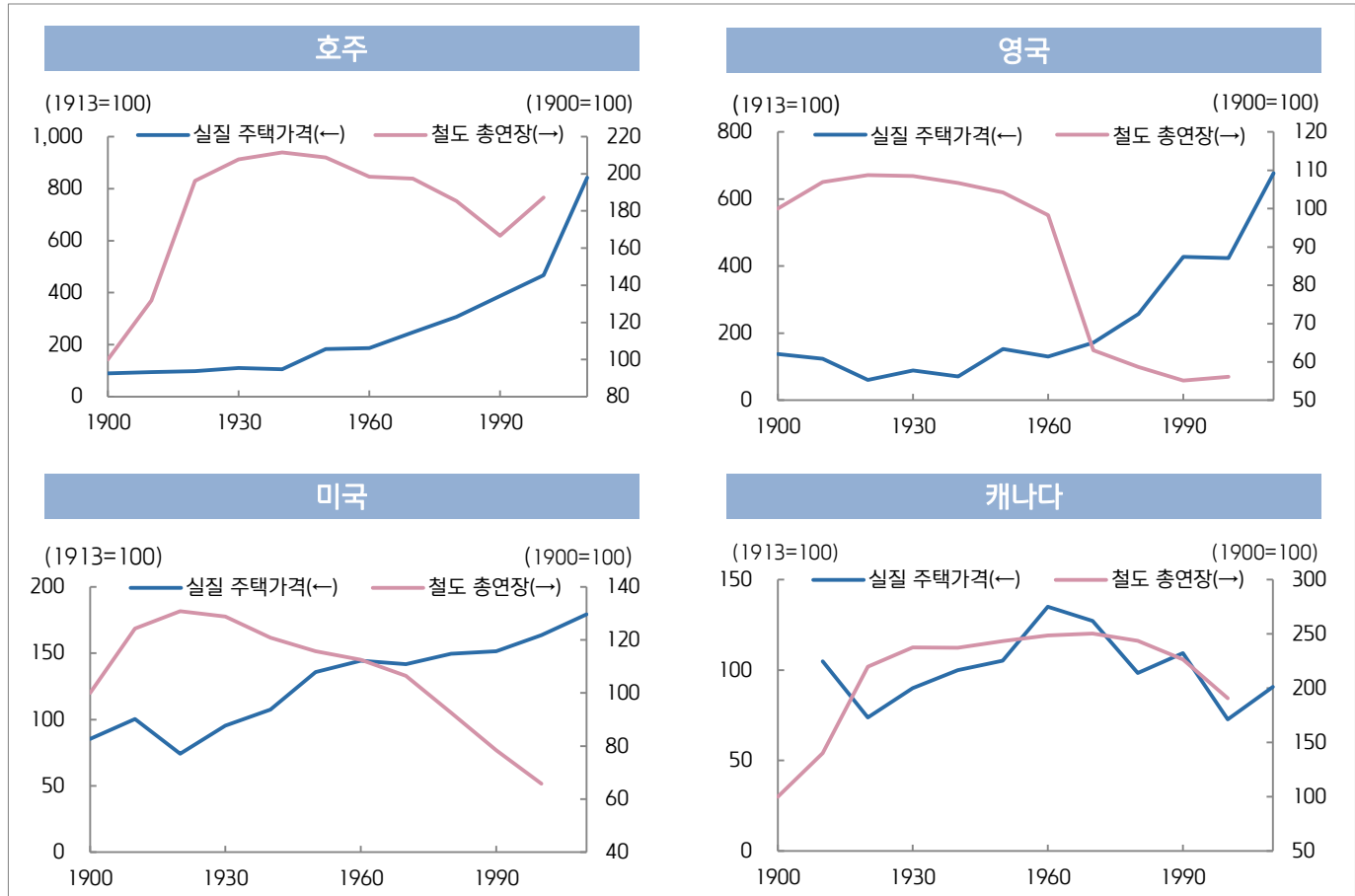
12개국 철도 총연장과 실질 주택가격의 관계



출처: Knoll 등(2017), BIS, 미 연준.

## 2. 철도와 실질주택가격의 관계 ① - 호주/영국/미국/캐나다 사례

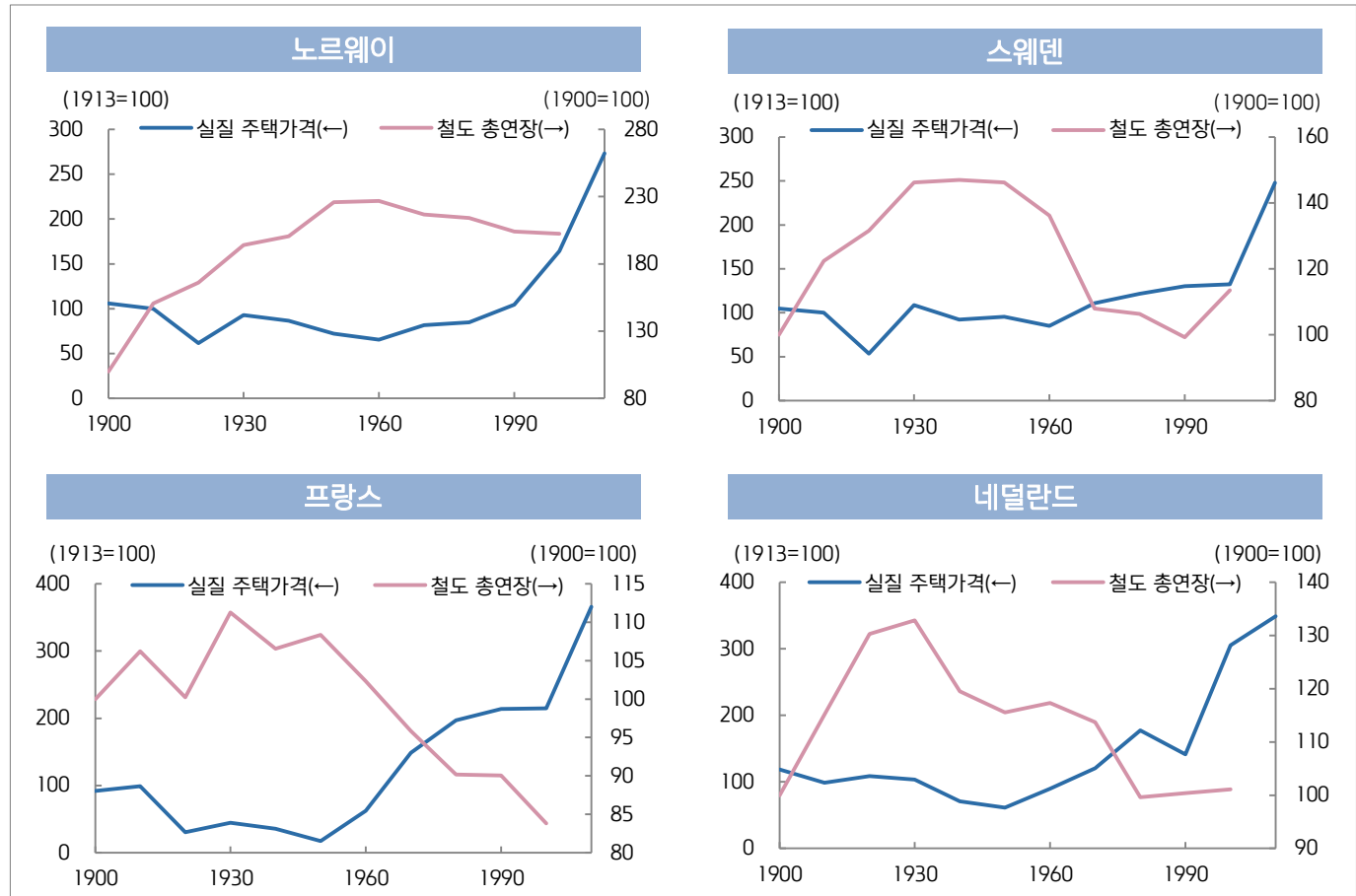
호주/영국/미국/캐나다의 철도 총연장과 실질 주택가격의 관계



출처: Knoll 등(2017), BIS, 미 연준.

## 2. 철도와 실질주택가격의 관계 ② - 노르웨이/스웨덴/프랑스/네덜란드 사례

노르웨이/스웨덴/프랑스/네덜란드의 철도 총연장과 실질 주택가격의 관계

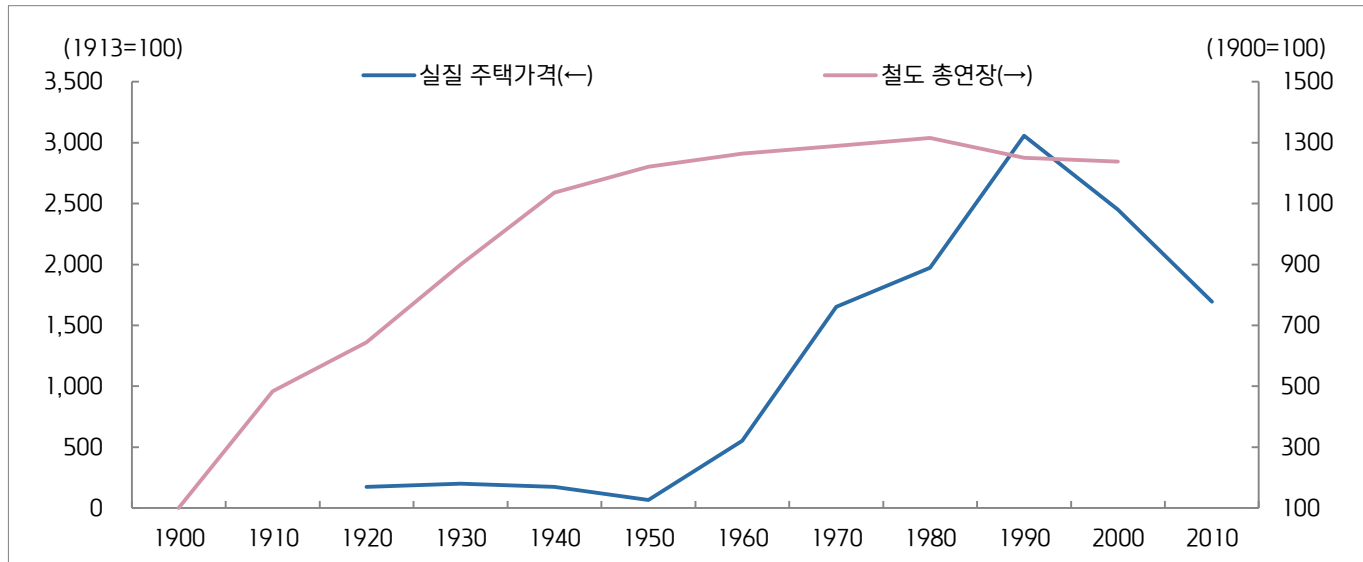


출처: Knoll 등(2017), BIS, 미 연준.

## 2. 철도와 실질주택가격의 관계 ③ - 일본은 예외적 존재

- ▶ 일본의 철도 총연장은 80년대까지 지속적으로 늘어났지만, 주택시장은 90년대 초반까지 상승  
→ 철도 건설을 통한 '토지공급 확대' 이외에 다른 요인이 존재함을 시사

일본의 철도 총연장과 실질 주택가격의 관계



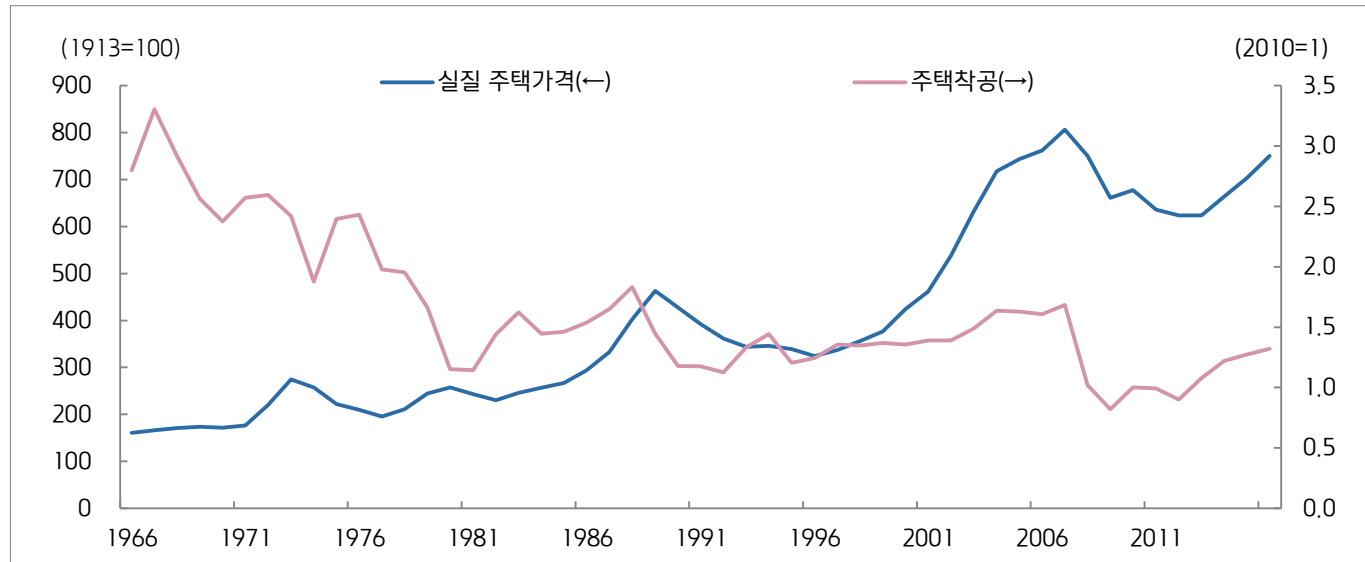
출처: Knoll 등(2017), BIS, 미 연준.



### 3. 주택가격 급등의 두 번째 원인 - 선진국의 주택공급 감소

- ▶ 철도 총연장뿐만 아니라, 주택착공 건수의 변화도 주택가격에 큰 영향 미쳐
  - 영국의 사례를 보면, 1970년대부터 시작된 주택착공의 감소가 주택가격 상승의 결정적 요인이었던 것으로 추정
  - Hiber 등(2016)은 “(엄격한 공급) 규제정책이 없었다면, 주택가격은 현재보다 30% 이상 낮을 것”이라고 주장

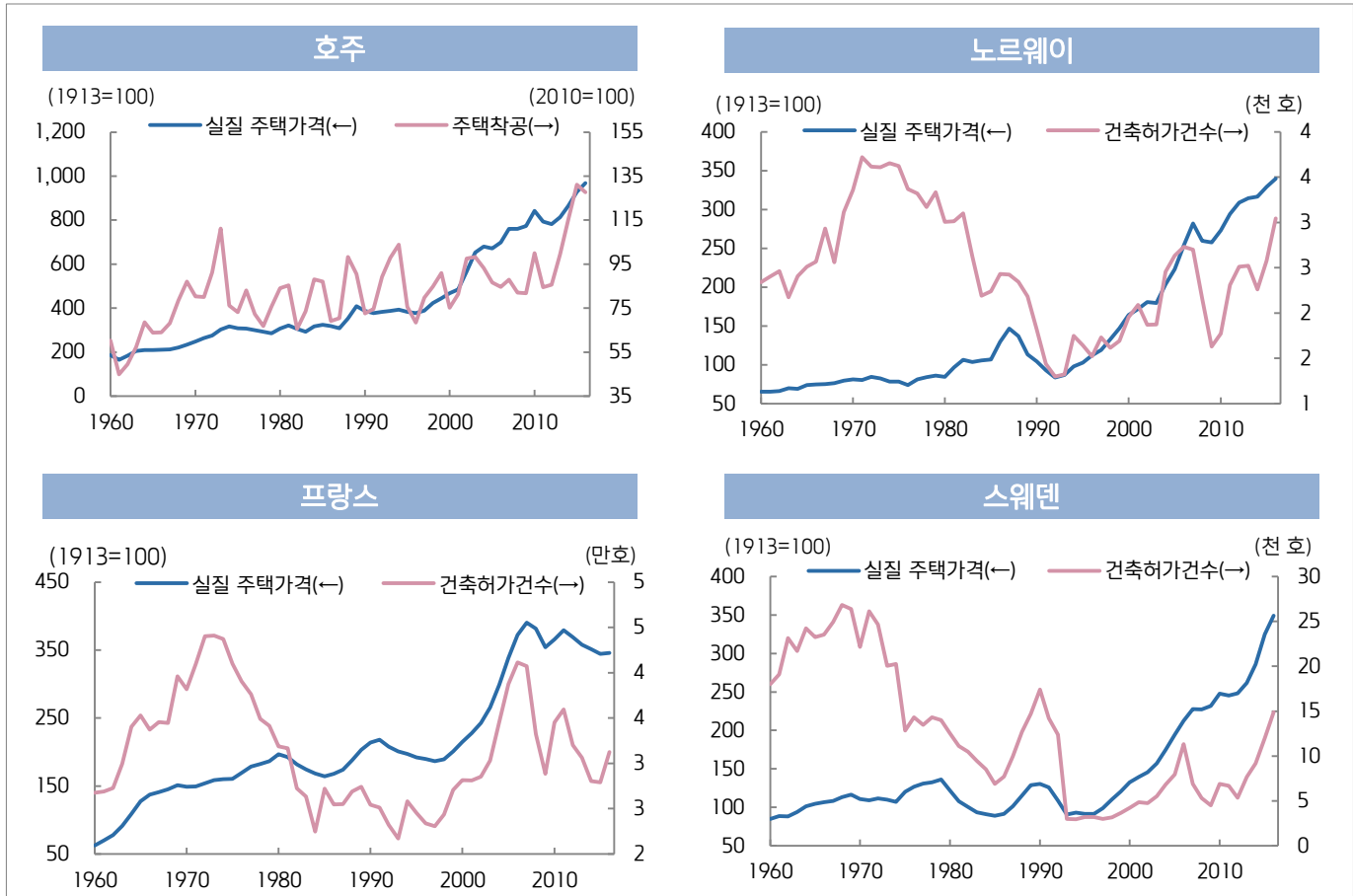
영국 실질주택가격과 신규 주택 착공



출처: Knoll 등(2017), BIS, 미 연준.

# 4. 실질주택가격과 공급의 관계 ① - 호주/노르웨이/프랑스/스웨덴 사례

호주/노르웨이/프랑스/스웨덴의 실질 주택가격과 주택공급의 관계

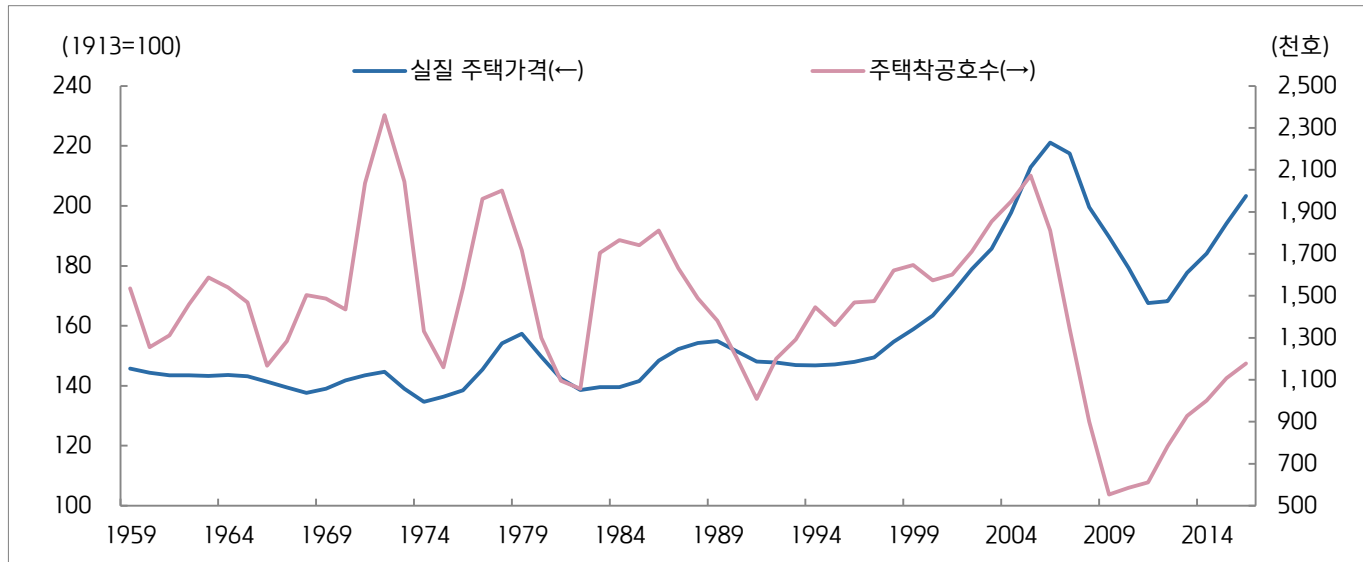


출처: Knoll 등(2017), BIS, 미 연준.

## 4. 실질주택가격과 공급의 관계 ② - 미국 사례

- ▶ 유럽과 달리, 미국의 주택공급은 매우 탄력적으로 조절되는 경향이 있음  
→ 특히 2008년 위기를 전후해 주택공급이 크게 감소하며 주택시장의 반등을 유발

미국 실질주택가격과 신규 주택 착공

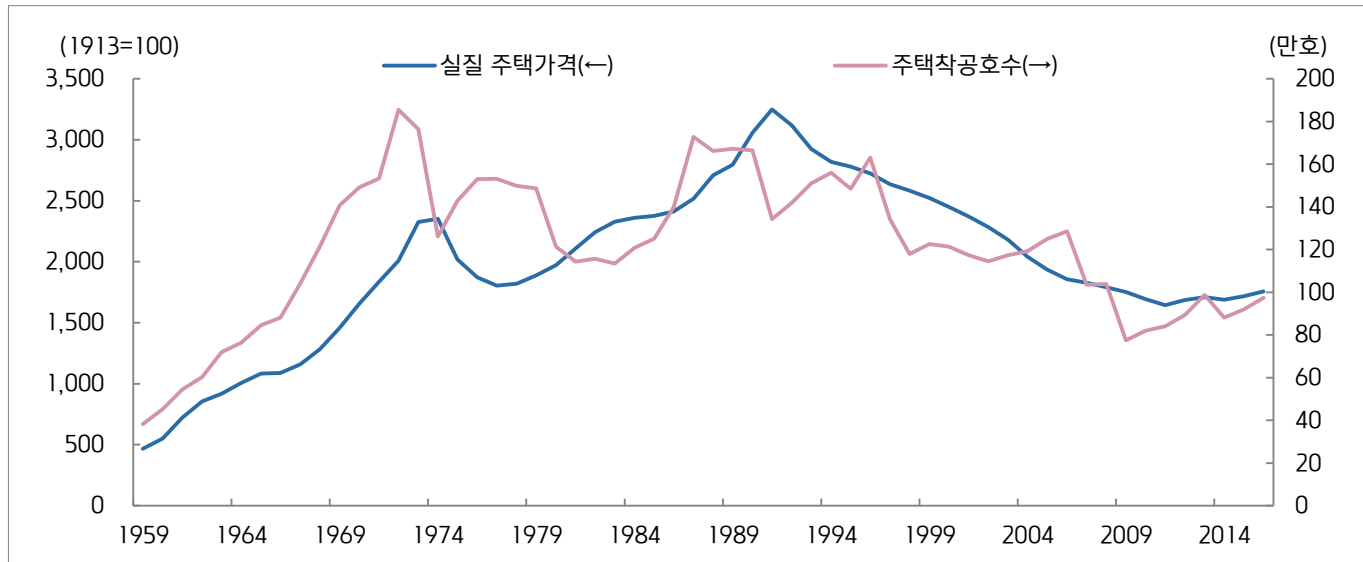


출처: Knoll 등(2017), BIS, 미 연준.

## 4. 실질주택가격과 공급의 관계 ③ - 일본 사례

- ▶ 일본은 90년대까지 철도 총연장뿐만 아니라 주택공급도 폭발적으로 증가
  - 90년대 초반 버블 붕괴 이후에도 주택공급이 계속 높은 수준을 유지한 것이 수급불균형을 심화시켰음

일본 실질주택가격과 신규 주택 착공

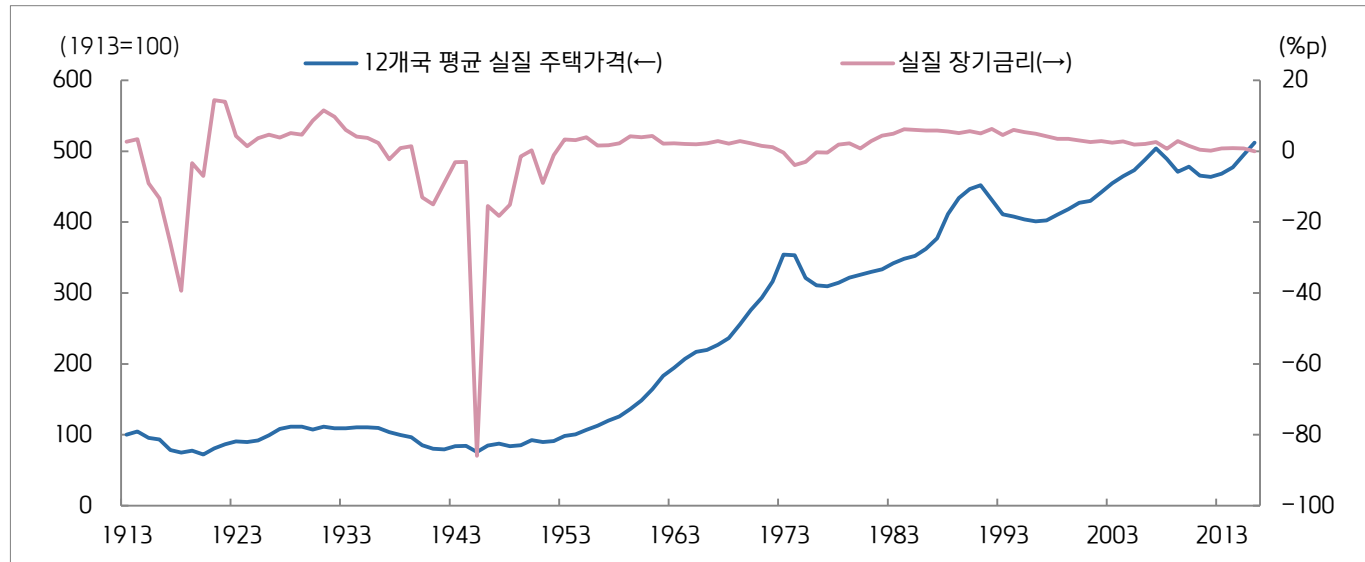


출처: Knoll 등(2017), BIS, 일본 국토교통성.

## 5. 주택가격 급등의 세 번째 원인 - 안정적인 일상

- ▶ 이상의 공급 요인 이외에 수요 요인도 큰 영향 미쳐
  - 강력한 인플레이와 디플레이가 교차하며, 실질 금리가 급등락했던 2차 대전 이전에는 실질주택가격 상승 억제
  - 반면 2차 세계 대전 이후, 실질 금리의 변동성이 축소되는 등 부동산 시장에 우호적 환경 조성

실질주택가격과 실질 장기금리의 관계

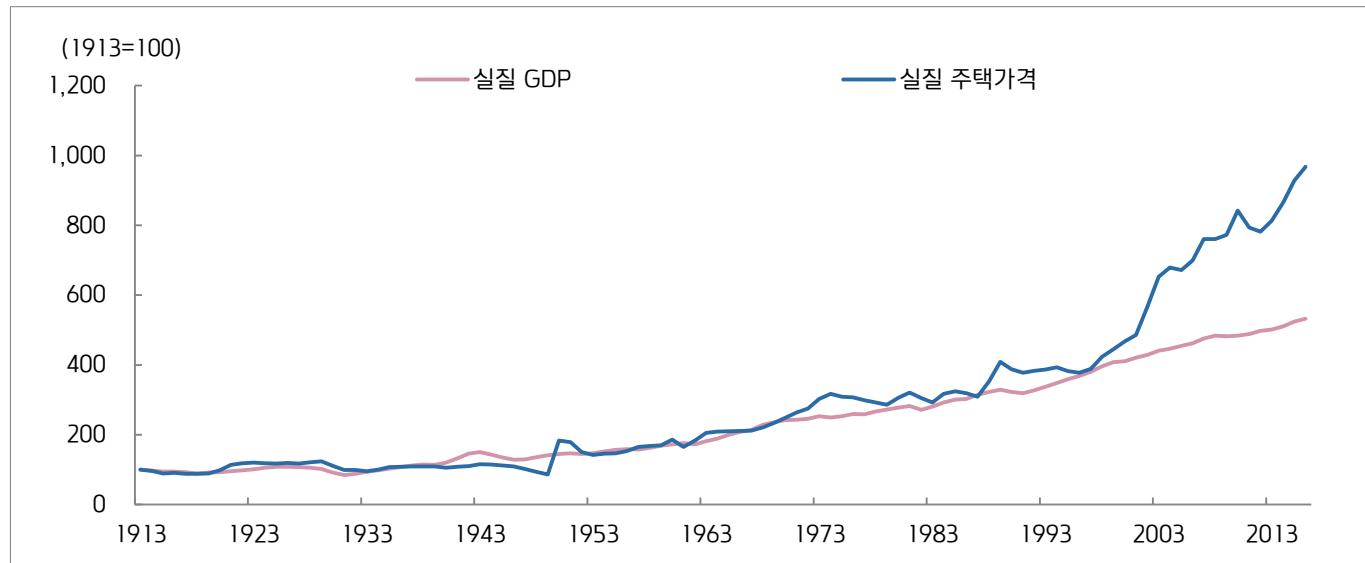


출처: Knoll 등(2017), Jeremy J Siegel(2014), BIS, World Bank.

## 6. 장기평화(및 호황)의 영향 ① - 호주의 사례에 주목하라!

- ▶ 긴 평화뿐만 아니라, 정책당국의 경기조절 능력이 향상된 것도 실질주택가격 상승의 원인으로 작용  
→ 호주와 같이 안정적인 경제성장이 이뤄진 나라일수록 주택시장 호황

호주의 실질주택가격과 실질 GDP 추이



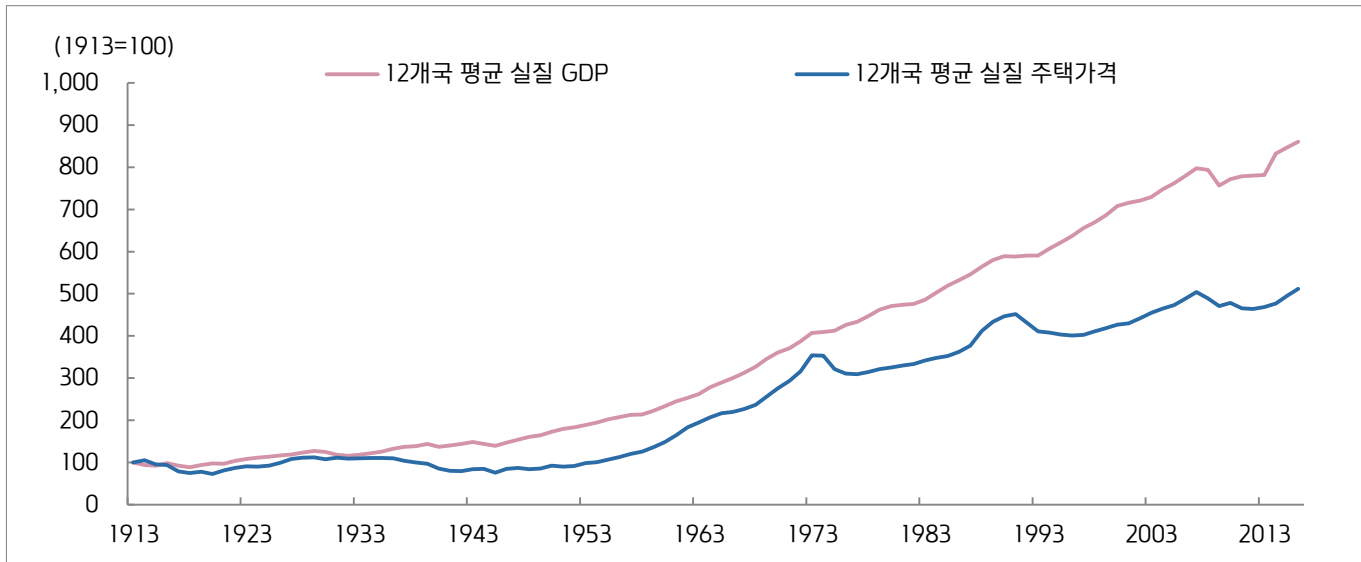
출처: Knoll 등(2017), Jeremy J Siegel(2014), BIS, World Bank.

## 6. 장기평화(및 호황)의 영향 ② - 성장 탄력 떨어지면 주택시장도 흔들린다

### ▶ 호주뿐만 아니라 12개 나라 평균 데이터를 조사해봐도 마찬가지

- 1973년(1차 Oil Shock), 1991년(일본/북유럽 금융위기), 2008년(글로벌 금융위기) 마다 주택가격 상승 탄력 둔화
- 경제 위기 극복 후 부동산 가격 상승 재개

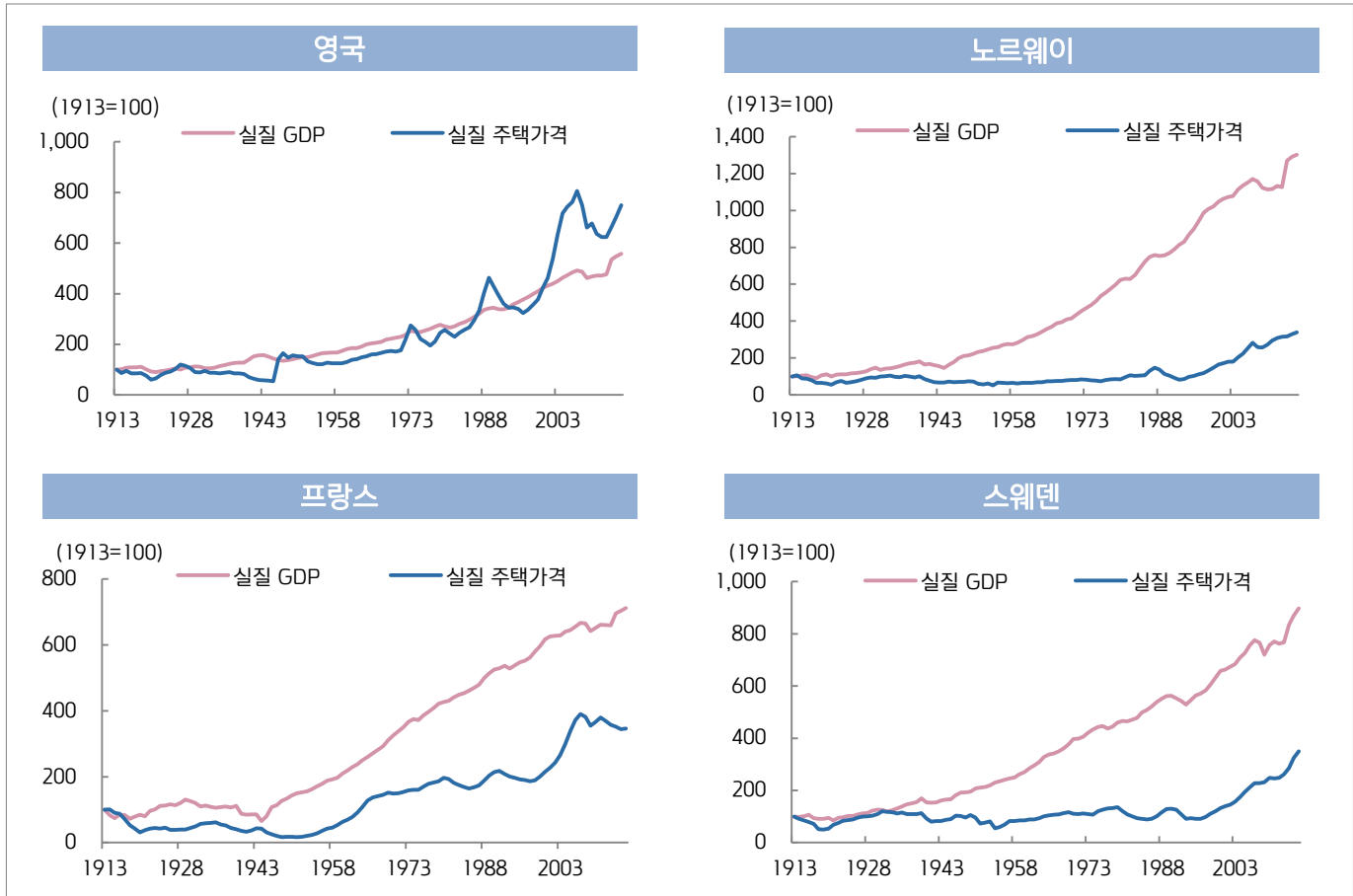
12개국 평균 실질주택가격과 실질 GDP 관계



출처: Knoll 등(2017), Jeremy J Siegel(2014), BIS, World Bank.

## 6. 장기평화(및 호황)의 영향 ③ - 경제 성장이 주택가격 상승의 원동력

영국/노르웨이/프랑스/스웨덴의 실질 주택가격과 GDP 추세



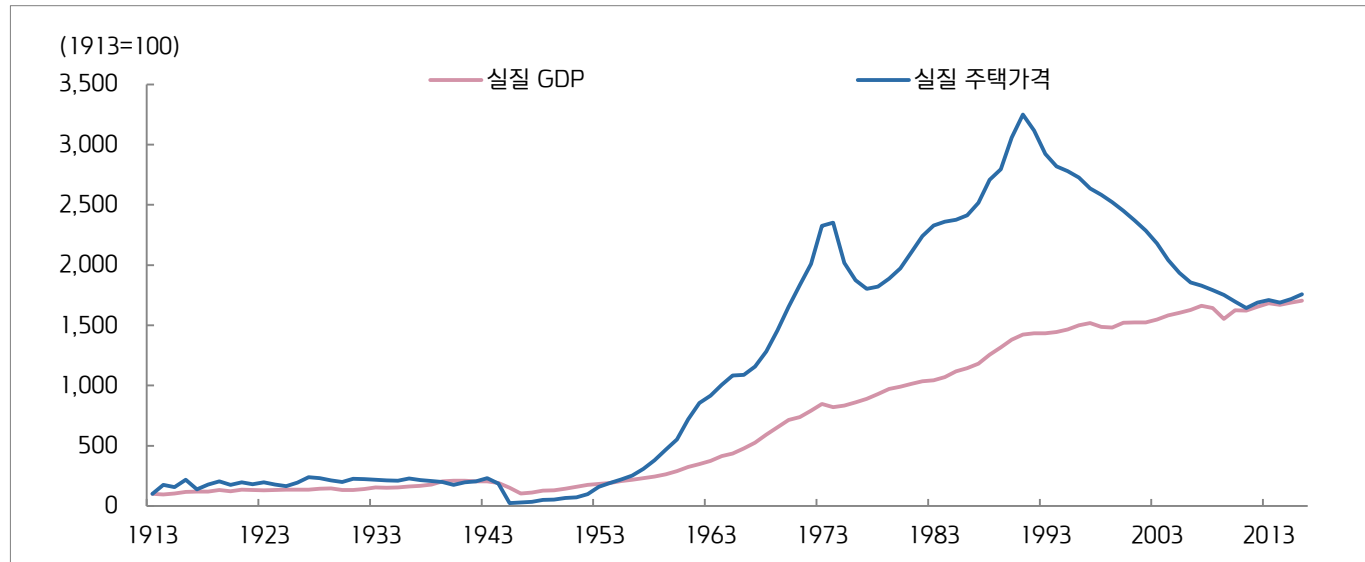
출처: Knoll 등(2017), Jeremy J Siegel(2014), BIS, World Bank.



## 6. 장기평화(및 호황)의 영향 ④ - 일본은 어떻게 봐도 특이 사례

- ▶ 세계 2차 대전 이후 가속화된 경제성장이 일본 주택시장에 강한 상승 Energy를 공급  
→ GDP 성장 속도보다 더 빠르게 주택가격이 상승한 후, 90년대부터 가격 조정 지속

일본 실질주택가격과 실질 GDP 관계

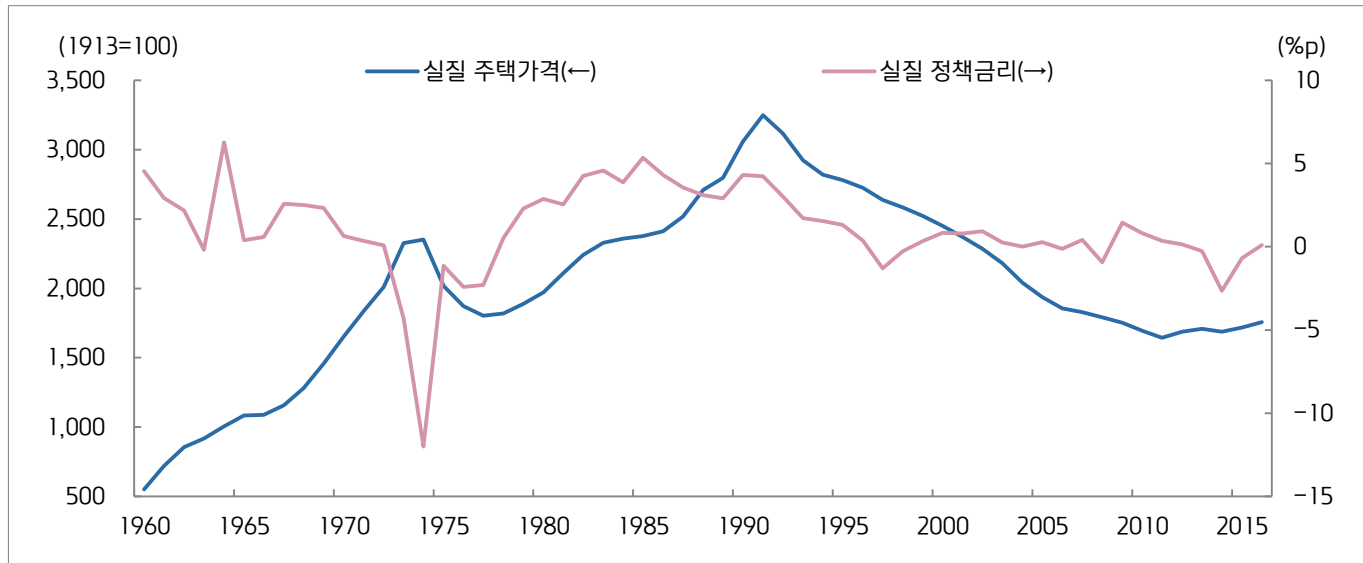


출처: Knoll 등(2017), Jeremy J Siegel(2014), BIS, World Bank.

## 6. 장기평화(및 호황)의 영향 ⑤ - BoJ의 정책실패도 충격 키워

- ▶ 1985년 Plaza 합의 이후 실질부동산가격이 더욱 급등하는 상황에서 일본은행(BoJ)은 실질 정책금리를 인하
- 반면, 90년대 초 자산시장이 붕괴될 때에는 실질 정책금리를 높게 유지하는 등 정책 실패가 연속되었음

일본 실질주택가격과 실질 정책금리의 관계



출처: Knoll 등(2017), Jeremy J Siegel(2014), BIS, World Bank.

## Part IV

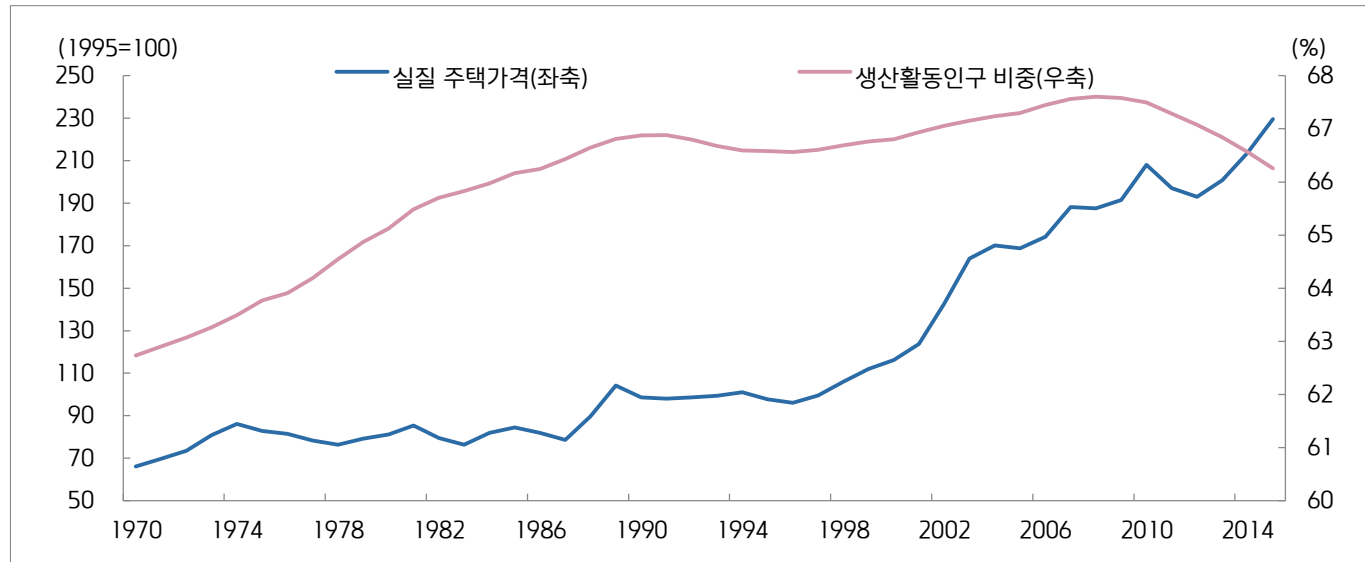
## 인구와 주택시장의 관계는?



# 1. 호주 ① - 생산활동인구 감소의 영향은?

- ▶ 베이비 붐 세대의 은퇴를 계기로 자산시장이 붕괴될 것이라는 경고가 있으나, 현실에 부합하지 않음  
→ 호주의 생산활동인구는 2000년대 중반부터 감소하고 있지만, 주택가격 상승세 지속

생산활동인구 비중과 실질 주택가격 추이

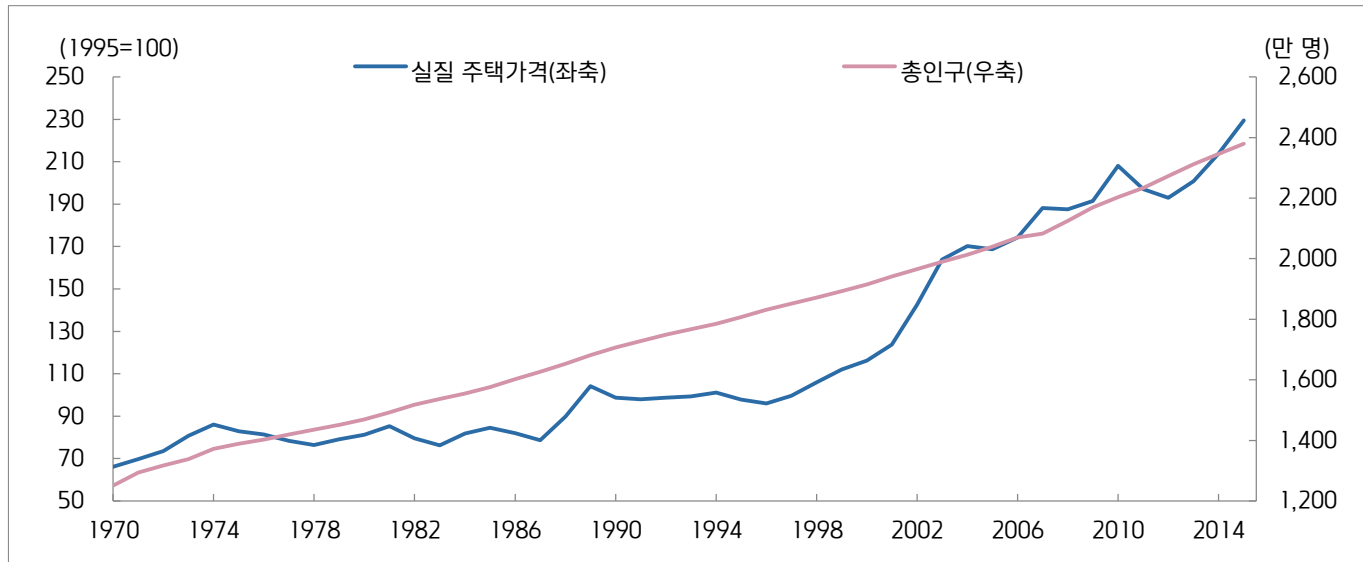


자료: World Bank, BIS.

# 1. 호주 ② - 총인구 변화는 어떤 영향 미쳤나?

- ▶ 호주의 총인구는 이민 유입 등에 의해 꾸준한 증가세 지속  
→ 생산활동인구보다는 총인구 변화가 주택시장에 더 큰 영향 미친 듯

총인구 변화와 실질 주택가격 추이

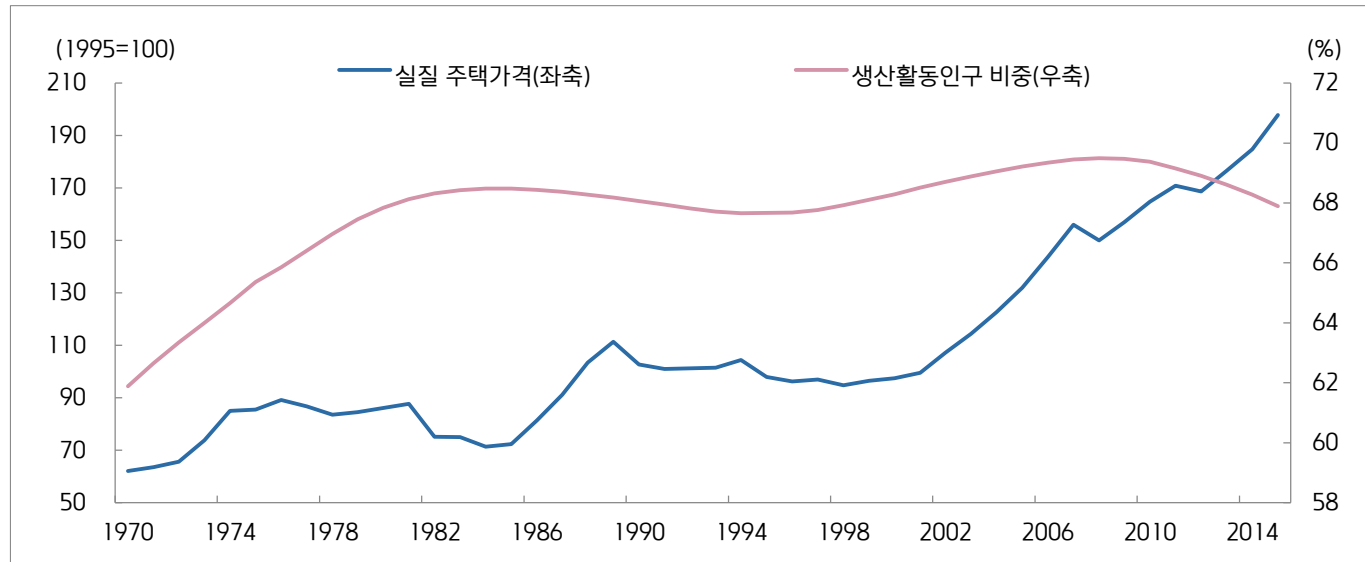


자료: World Bank, BIS.

## 2. 캐나다 ① - 생산활동인구 감소의 영향은?

- ▶ 캐나다의 생산활동인구는 2000년대 중반부터 감소하고 있지만, 주택가격 상승세 지속

생산활동인구 비중과 실질 주택가격 추이

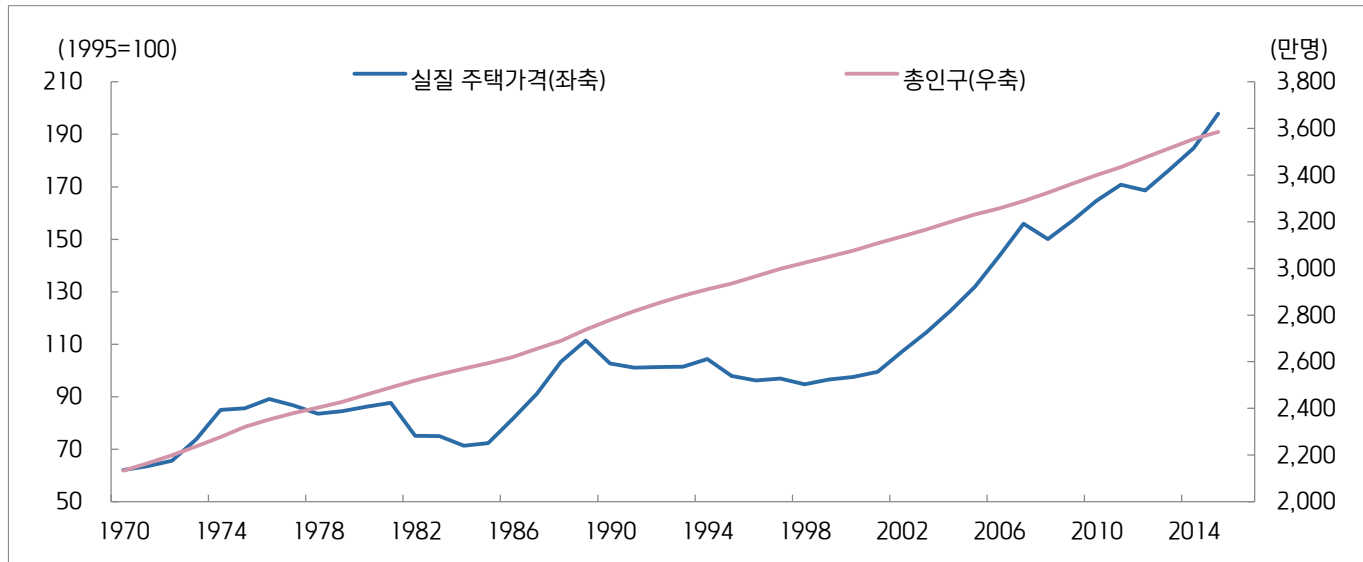


자료: World Bank, BIS.

## 2. 캐나다 ② - 총인구 변화는 어떤 영향 미쳤나?

- ▶ 캐나다의 총인구는 이민 유입 등에 의해 꾸준한 증가세 지속
  - 생산활동인구보다는 총인구 변화가 주택시장에 더 큰 영향을 미친 것으로 판단됨

총인구 변화와 실질 주택가격 추이

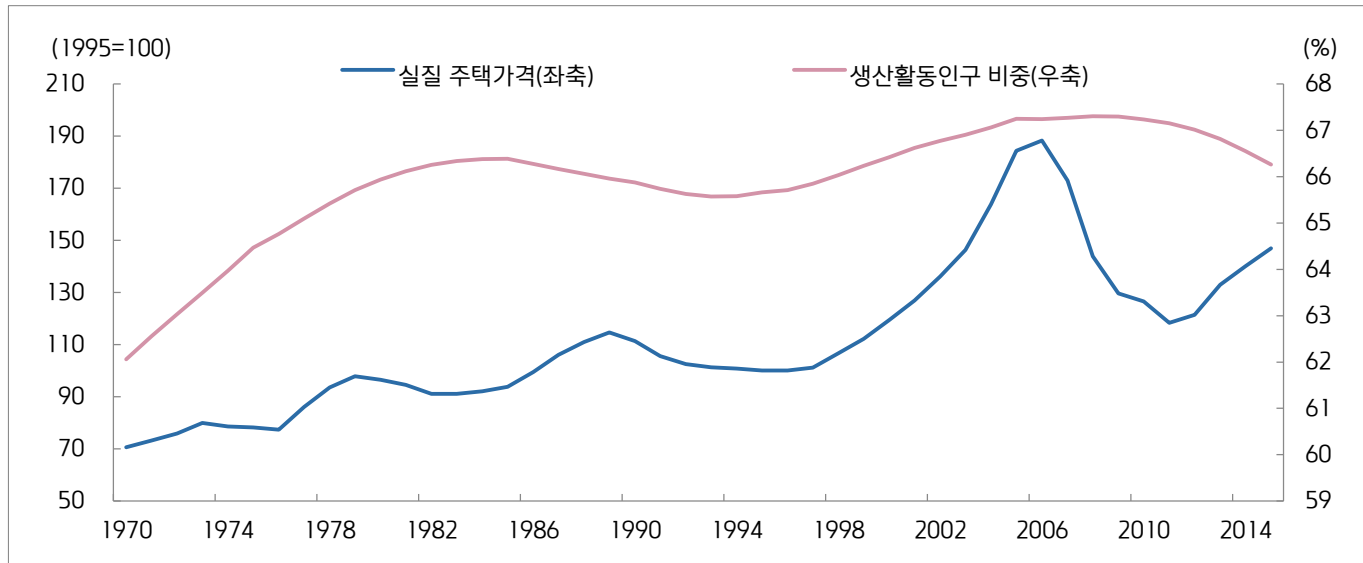


자료: World Bank, BIS.

### 3. 미국 ① - 생산활동인구 감소의 영향은?

▶ 미국의 생산활동인구는 2000년대 중반부터 감소하고 있지만, 2011년부터 주택가격 상승 반전

생산활동인구 비중과 실질 주택가격 추이



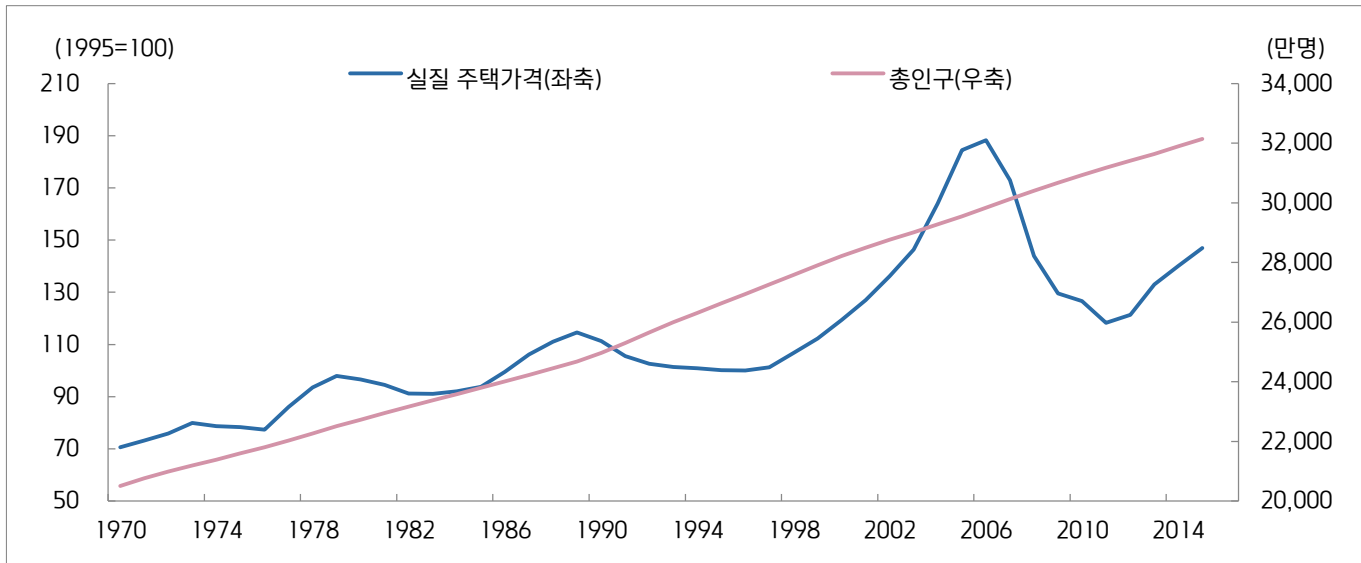
자료: World Bank, BIS.



### 3. 미국 ② - 총인구 변화는 어떤 영향 미쳤나?

- ▶ 미국의 총인구는 이민 유입 등에 의해 꾸준한 증가세 지속  
→ 인구가 급증했던 1990년대에 주택가격이 하락하는 등 인구 변화의 영향력은 크지 않은 것으로 판단됨

총인구 변화와 실질 주택가격 추이

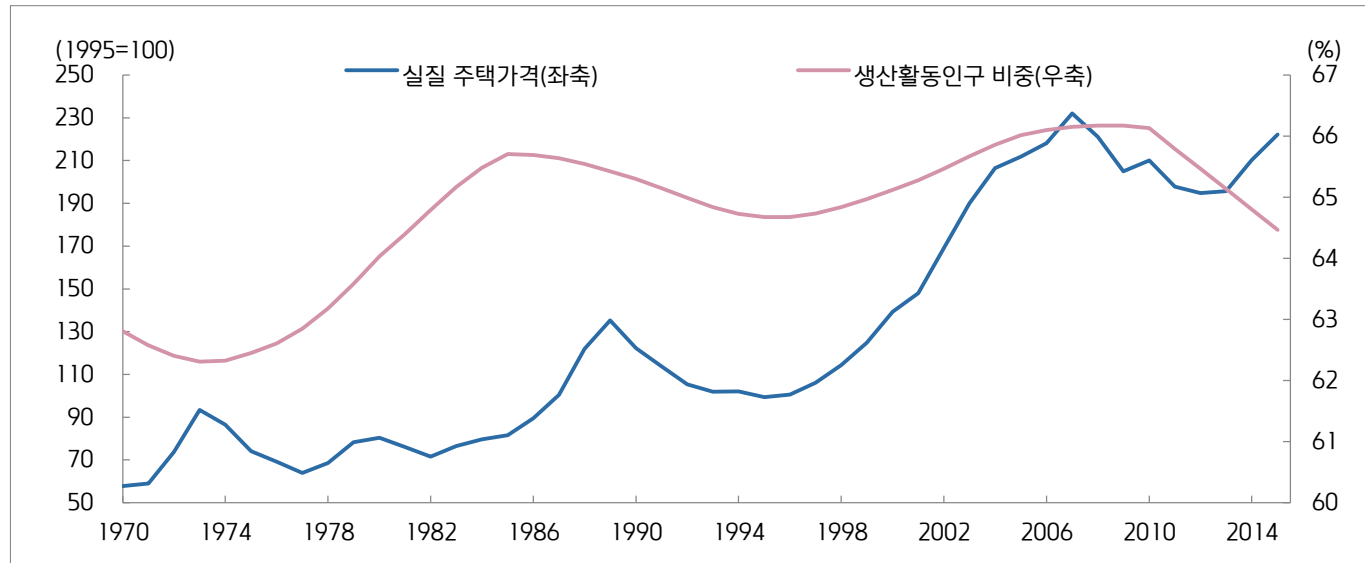


자료: World Bank, BIS.

## 4. 영국 ① - 생산활동인구 감소의 영향은?

- ▶ 영국의 생산활동인구는 2000년대 중반부터 감소하고 있지만, 2013년부터 주택가격 상승 반전

생산활동인구 비중과 실질 주택가격 추이

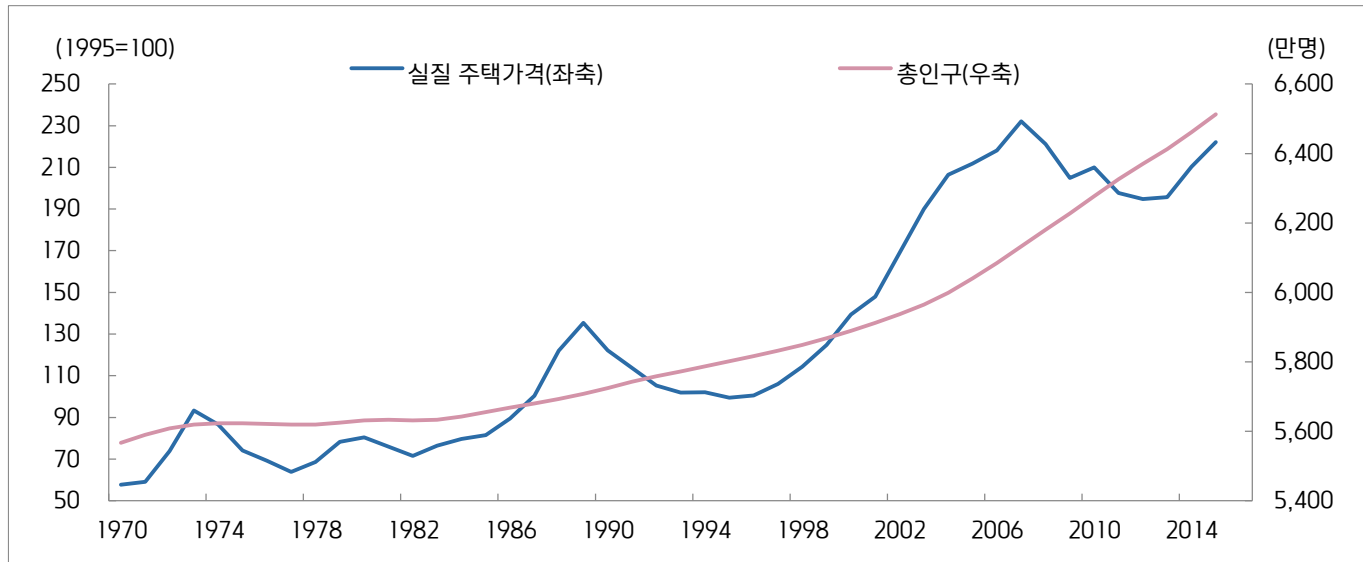


자료: World Bank, BIS.

## 4. 영국 ② - 총인구 변화는 어떤 영향 미쳤나?

- ▶ 영국의 총인구는 이민 유입 등에 의해 꾸준한 증가세 지속
  - 2000년대의 급격한 인구 증가가 주택시장의 호황 배경으로 거론되나, 주택 공급 부족의 영향이 더 우세

총인구 변화와 실질 주택가격 추이

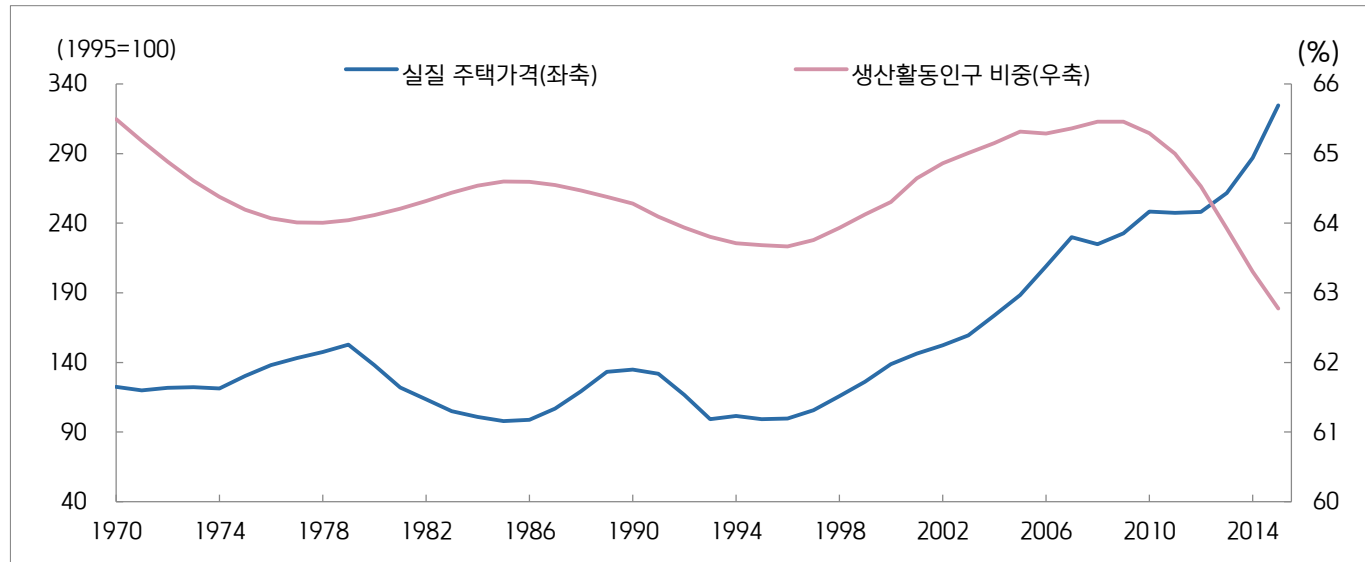


자료: World Bank, BIS.

## 5. 스웨덴 ① - 생산활동인구 감소의 영향은?

- ▶ 스웨덴의 생산활동인구는 2000년대 중반부터 감소하고 있지만, 실질 주택가격은 상승 흐름 지속

생산활동인구 비중과 실질 주택가격 추이

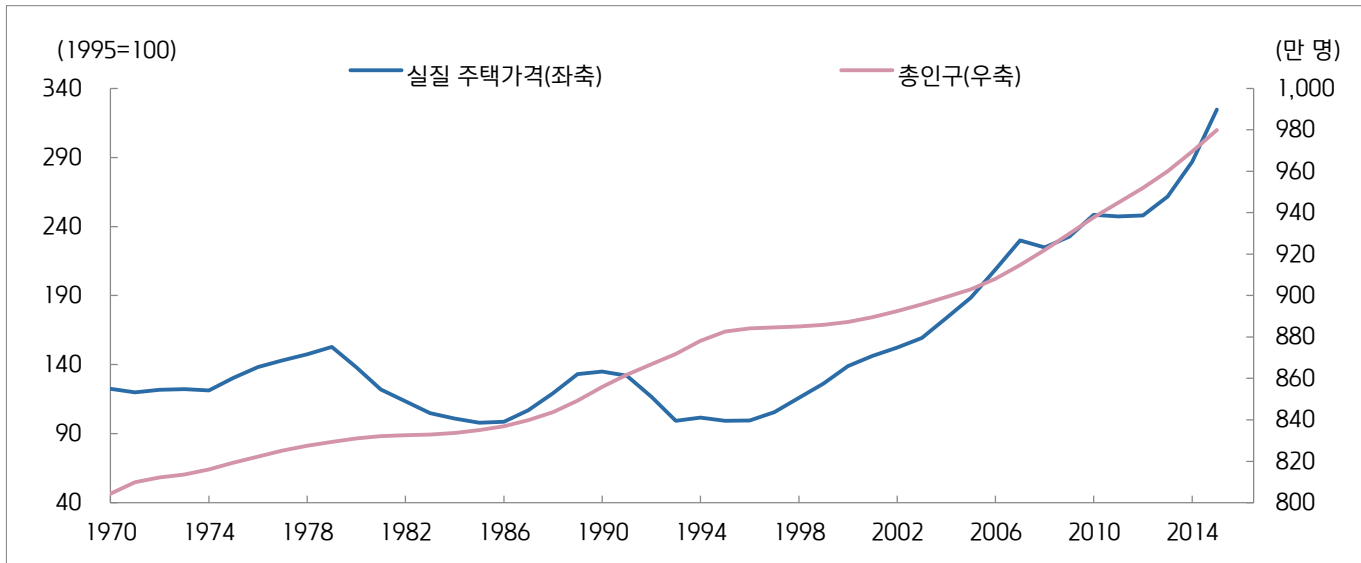


자료: World Bank, BIS.

## 5. 스웨덴 ② - 총인구 변화는 어떤 영향 미쳤나?

- ▶ 스웨덴의 인구는 이민자 유입 영향으로 증가세가 이어지고 있으며, 주택시장도 이 추세에 연동

총인구 변화와 실질 주택가격 추이

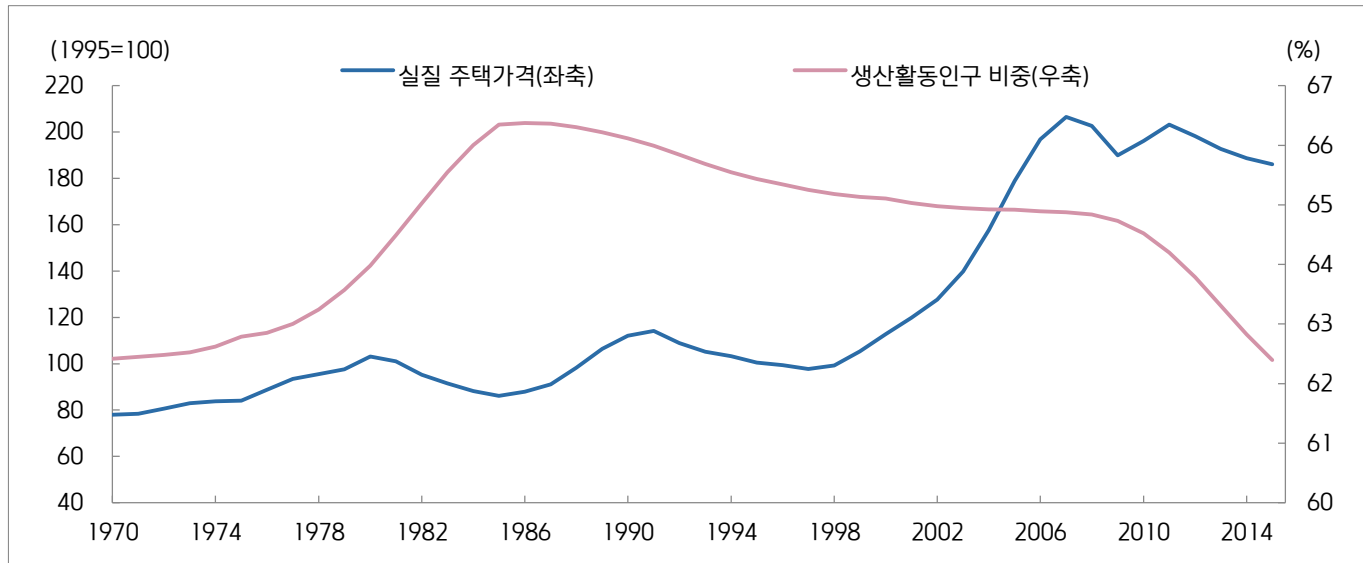


자료: World Bank, BIS.

## 6. 프랑스 ① - 생산활동인구 감소의 영향은?

- ▶ 프랑스의 생산활동인구는 1980년대 중반부터 감소하고 있지만, 주택시장은 1990년대부터 본격 상승

생산활동인구 비중과 실질 주택가격 추이

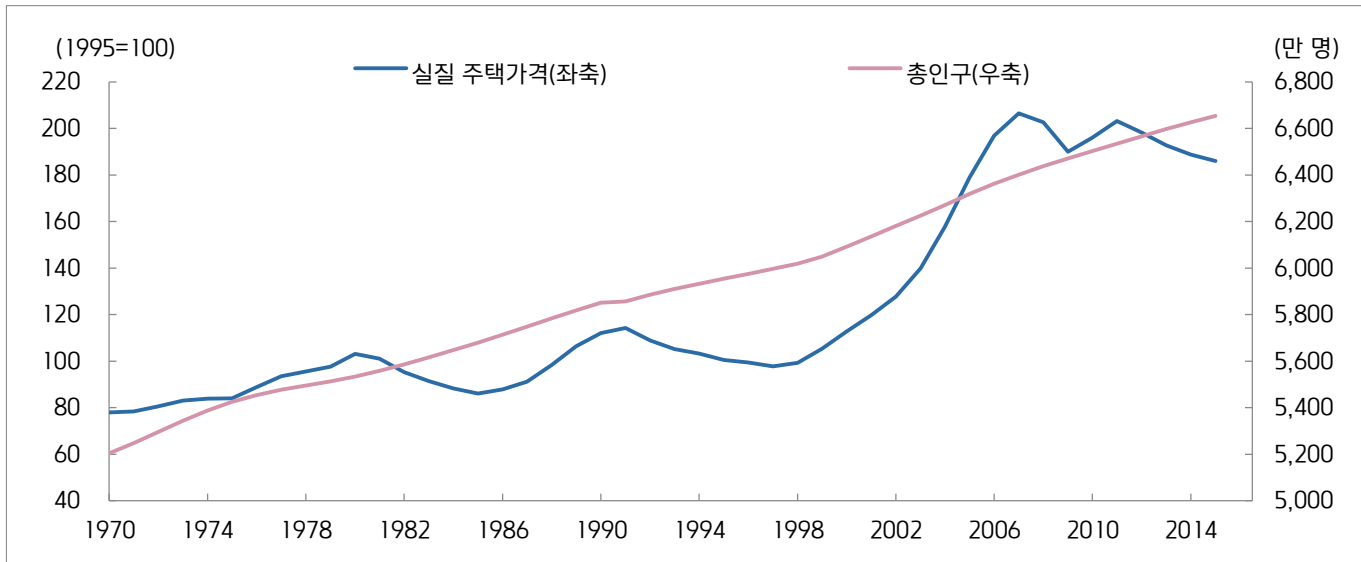


자료: World Bank, BIS.

## 6. 프랑스 ② - 총인구 변화는 어떤 영향 미쳤나?

- ▶ 프랑스 인구는 이민자 유입 영향으로 지속적인 상승 흐름을 보이고 있으며, 주택시장도 우상향

총인구 변화와 실질 주택가격 추이

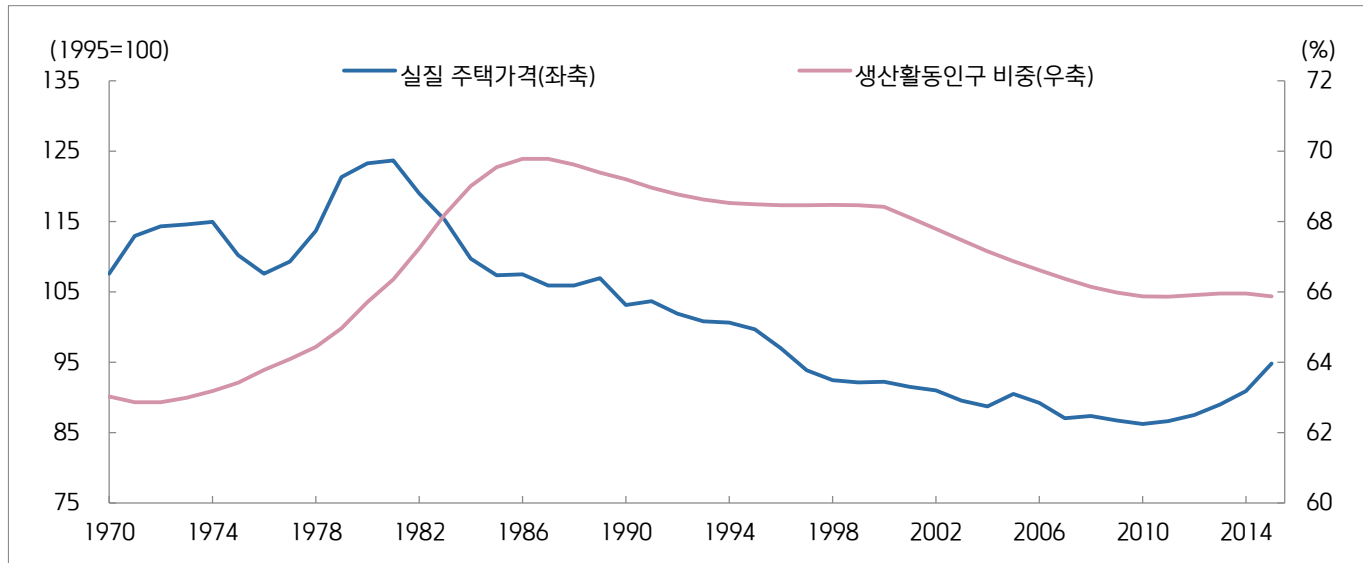


자료: World Bank, BIS.

## 7. 독일 ① - 생산활동인구 감소의 영향은?

- ▶ 독일의 생산활동인구는 1980년대 중반부터 감소하고 있지만, 2010년부터 주택가격 상승 반전

생산활동인구 비중과 실질 주택가격 추이



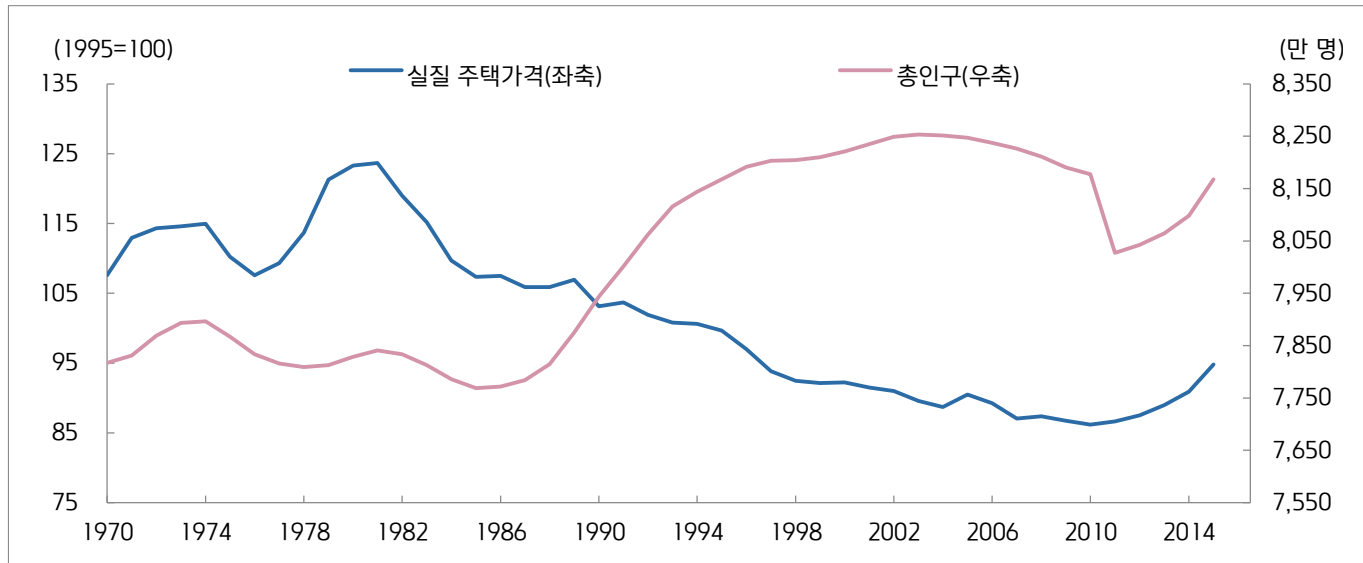
자료: World Bank, BIS.



## 7. 독일 ② - 총인구 변화는 어떤 영향 미쳤나?

- ▶ 독일인구는 2000년대 중반부터 감소하다, 최근 난민 유입 영향으로 상승세 반전  
→ 생산활동인구보다는 총인구 변화가 주택시장에 더 큰 영향 미친 듯

총인구 변화와 실질 주택가격 추이

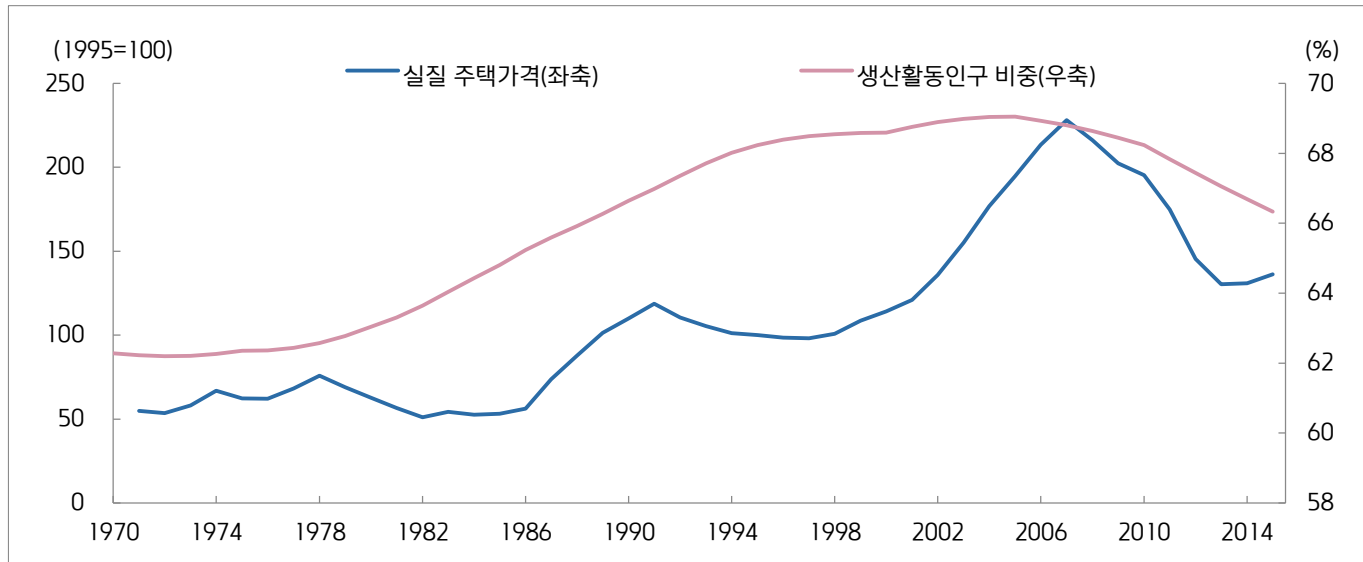


자료: World Bank, BIS.

## 8. 스페인 ① - 생산활동인구 감소의 영향은?

- ▶ 스페인의 생산활동인구는 2000년대 중반부터 감소하고 있지만, 2013년부터 주택가격 상승 반전

생산활동인구 비중과 실질 주택가격 추이

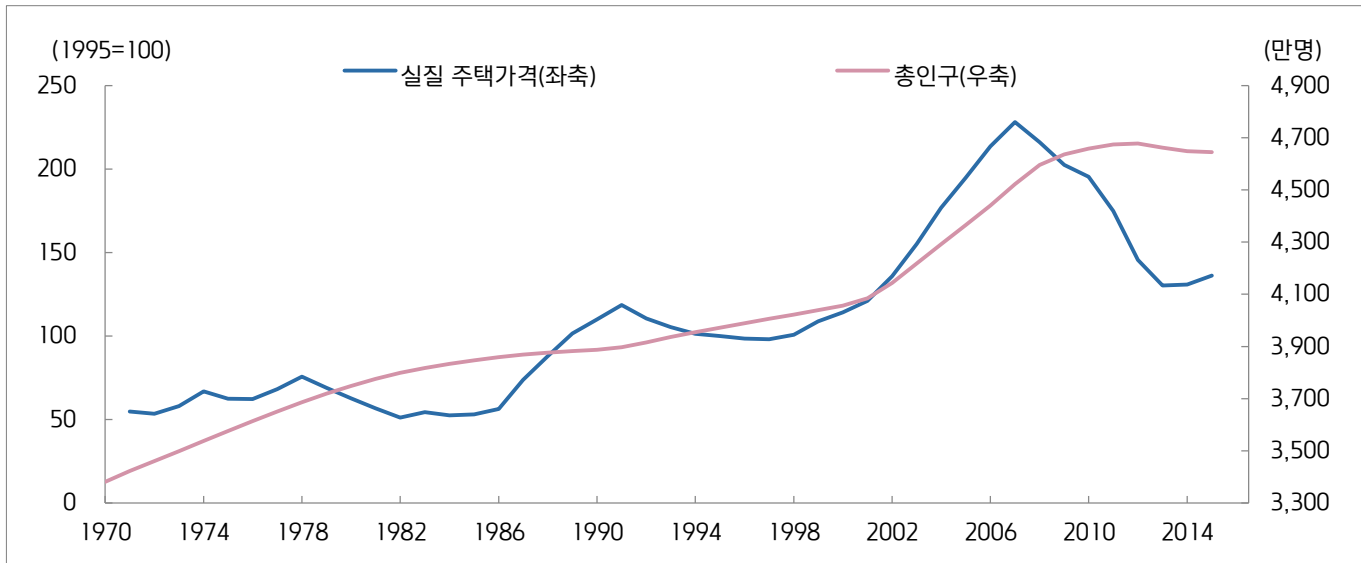


자료: World Bank, BIS.

## 8. 스페인 ② - 총인구 변화는 어떤 영향 미쳤나?

- ▶ 스페인 인구는 2010년을 고비로 서서히 감소 중  
→ 총인구 감소 뿐만 아니라 유럽 재정 위기가 주택시장에 큰 악 영향 미친 것으로 판단됨

총인구 변화와 실질 주택가격 추이

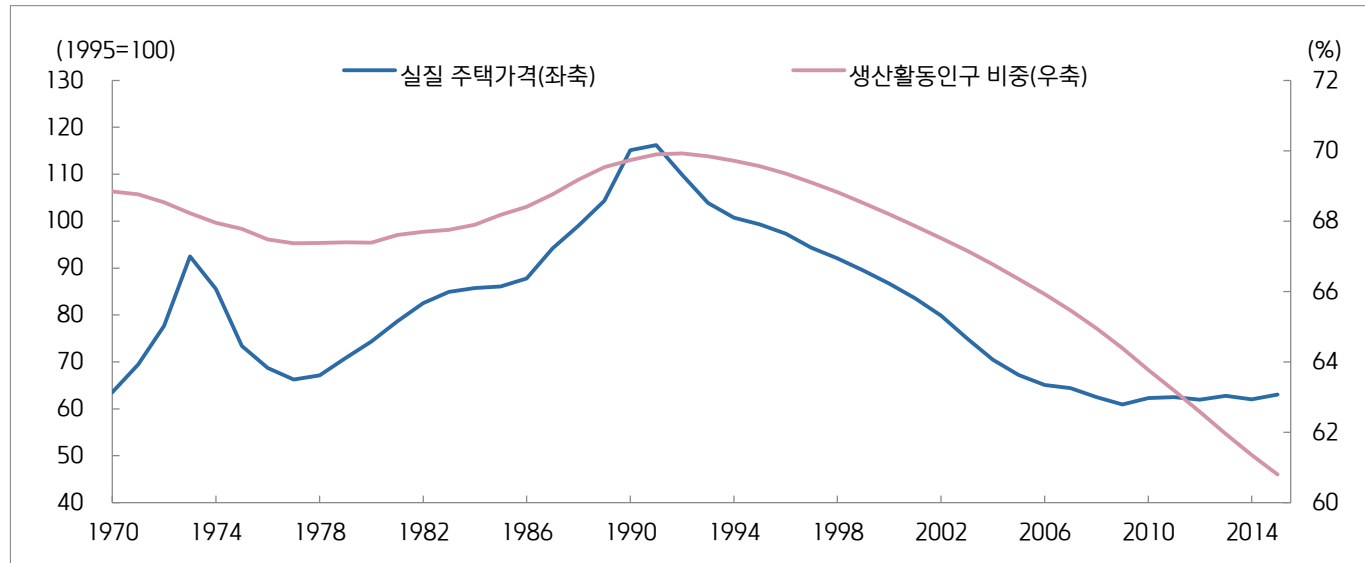


자료: World Bank, BIS.

## 9. 일본 ① - 생산활동인구 감소의 영향은?

- ▶ 일본의 생산활동인구는 90년대 중반부터 감소했지만, 주택시장은 90년대 초에 붕괴

생산활동인구 비중과 실질 주택가격 추이

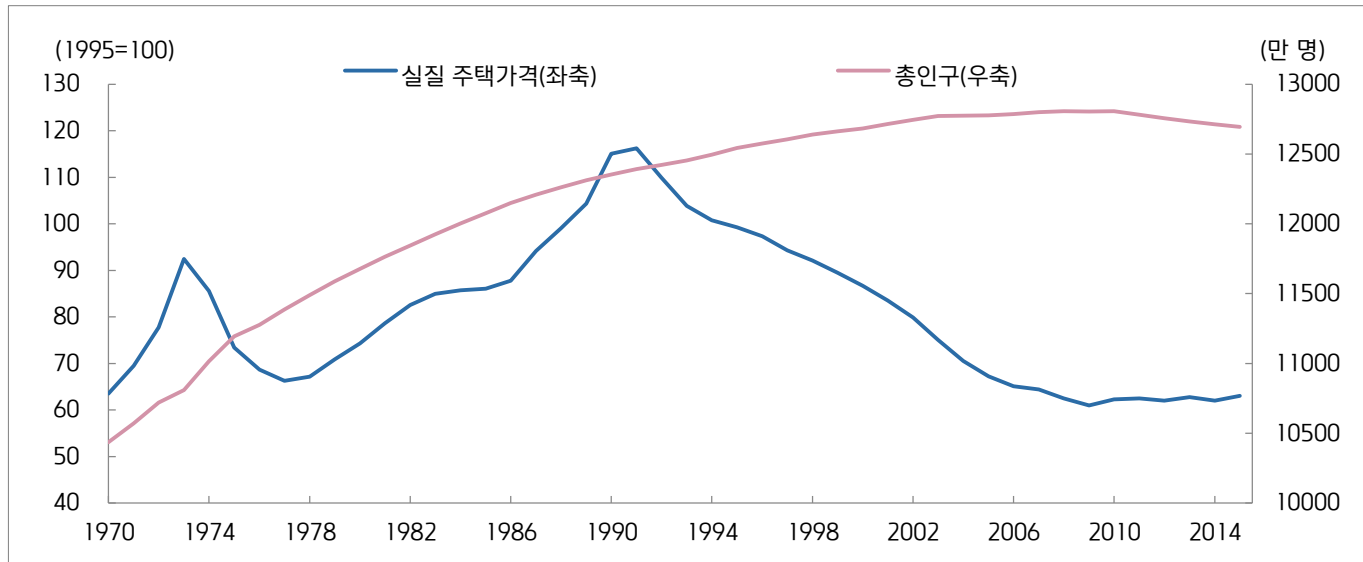


자료: World Bank, BIS.

## 9. 일본 ② - 총인구 변화는 어떤 영향 미쳤나?

- ▶ 일본 인구는 2010년을 고비로 서서히 감소 중  
→ 총인구의 변화와 주택시장 사이에 특별한 연관 찾을 수 없어

총인구 변화와 실질 주택가격 추이



자료: World Bank, BIS.

Part V

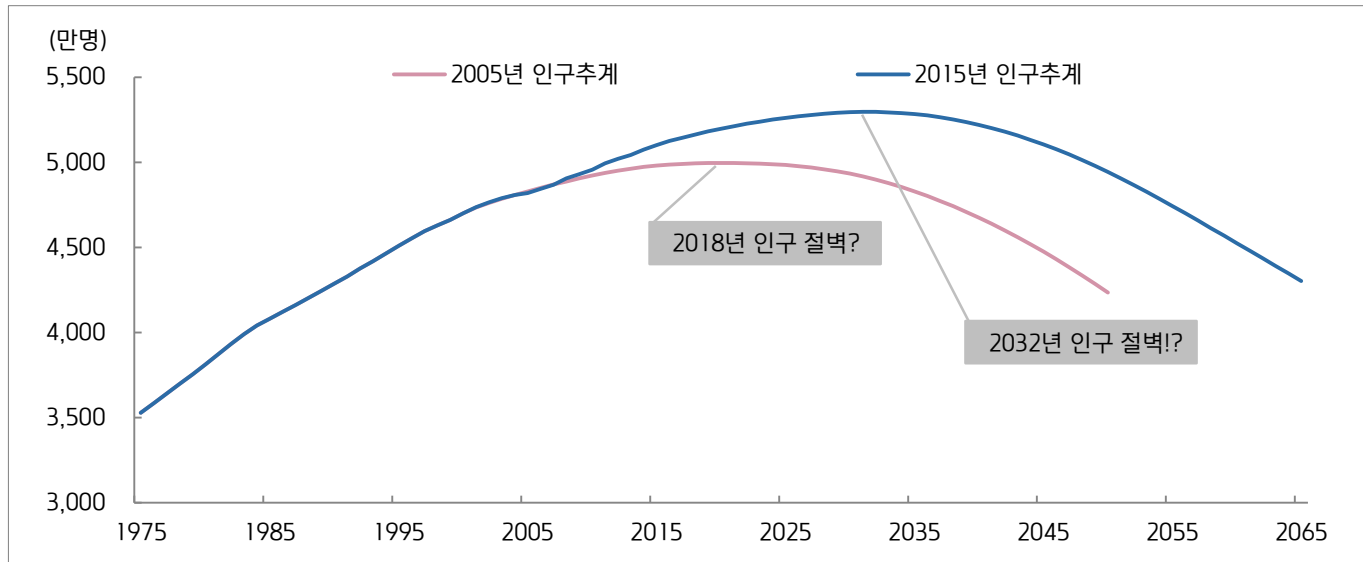
한국은 어떻게?



# 1. 한국 인구추계, 어떻게 변해왔나?

- ▶ 2005년 '인구추계'에서는 2018년에 인구절벽이 도래한다고 예측했었으나, 2015년 '인구추계'에서 인구절벽 시기가 2030년대 초반으로 늦춰짐

2005 인구추계 vs 2015 인구추계

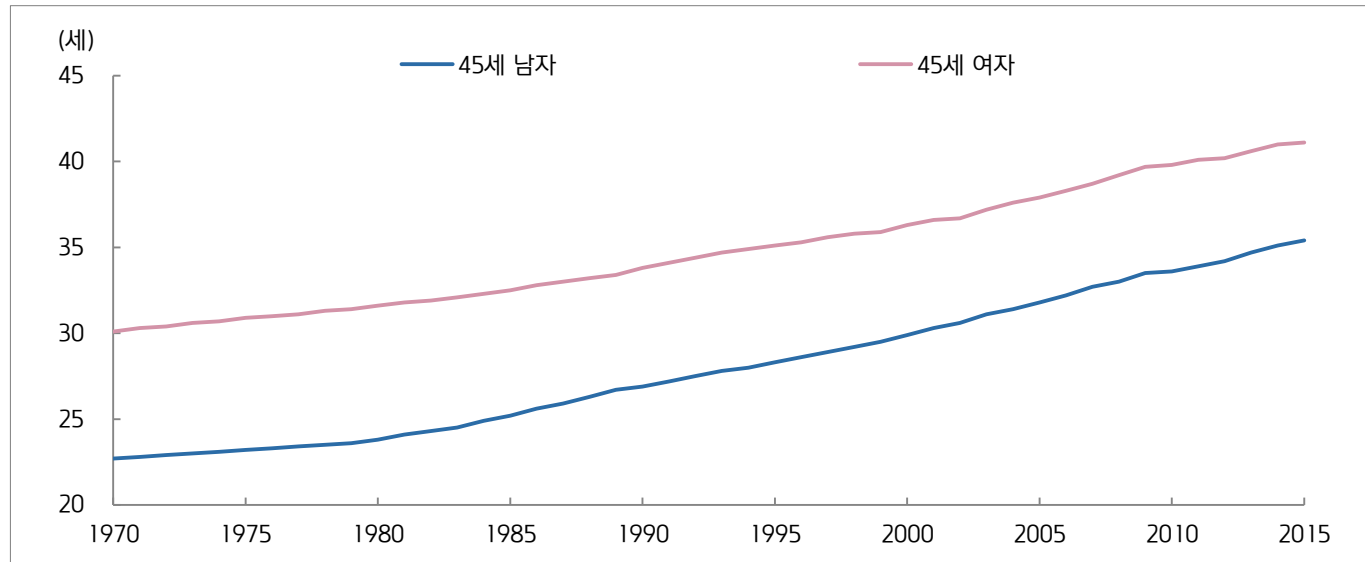


자료 : 통계청.

## 2. 인구추계가 빛나간 이유는?

- ▶ 예상보다 한국인의 기대수명이 훨씬 길어지고, 외국인 인구가 폭발적으로 증가했기 때문

한국 45세 남녀의 기대여명 변화



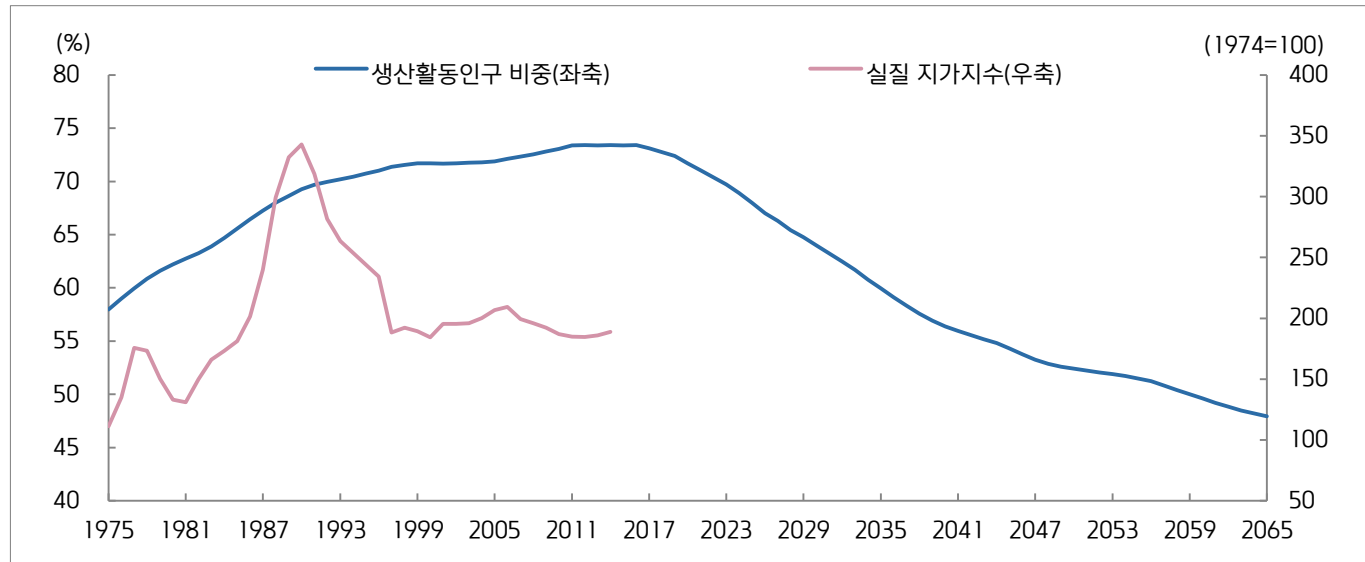
자료 : 통계청.



### 3. 한국 인구와 자산시장 ① - 생산활동인구 변화와 실질 지가지수의 관계

▶ 한국의 실질 지가지수는 생산활동인구의 변동과 큰 연관 없어

생산활동인구 비중 변화와 실질 지가지수

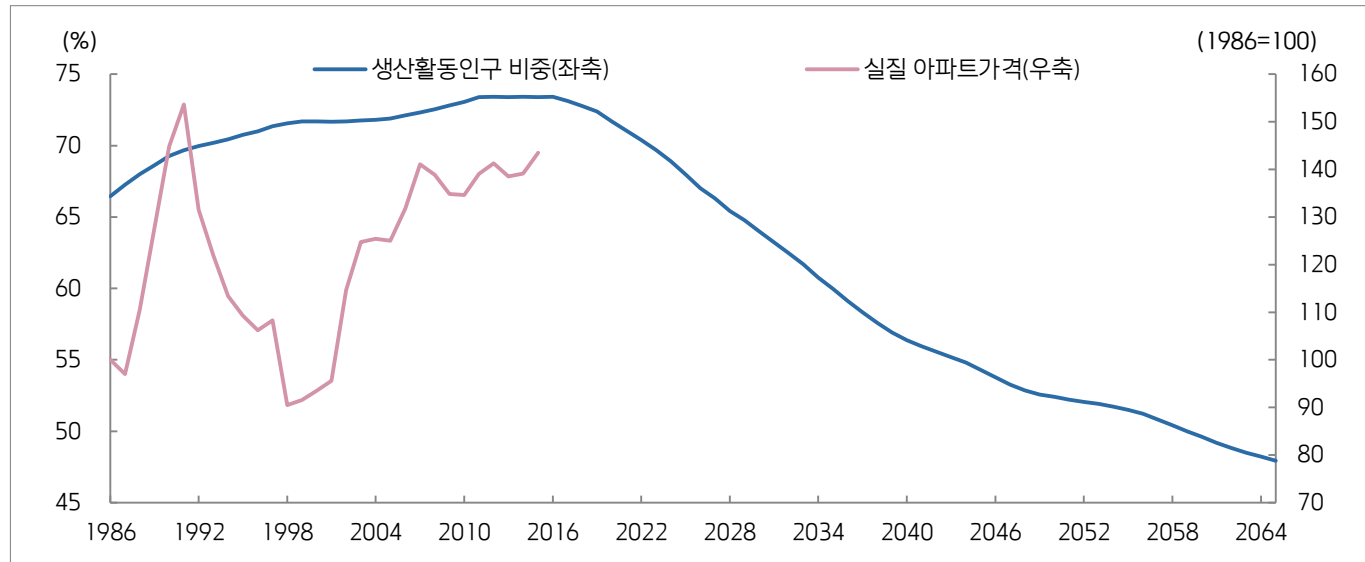


자료 : 통계청, KB국민은행.

### 3. 한국 인구와 자산시장 ② - 생산활동인구 변화와 실질 아파트 가격의 관계

▶ 한국의 실질 아파트 가격 역시 생산활동인구의 변동과 큰 연관 없어

생산활동인구 비중 변화와 실질지가지수

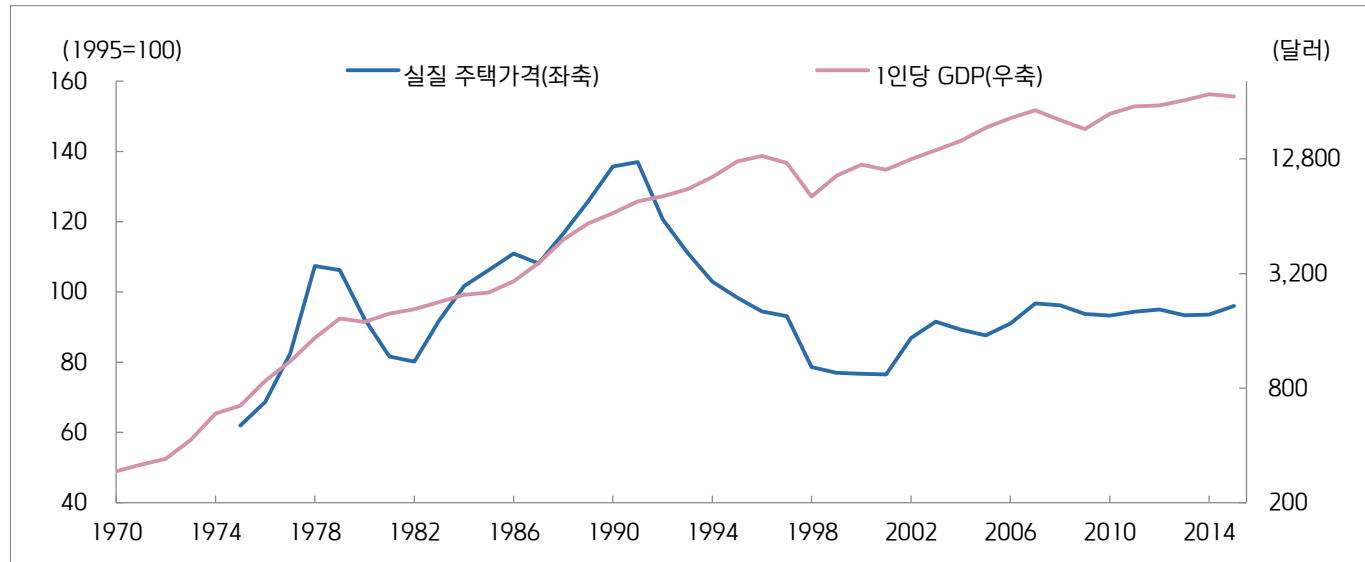


자료 : 통계청.

## 4. 한국 자산가격을 결정짓는 요인은? GDP의 안정 성장 여부!

- ▶ 1인당 GDP가 지속적으로 상승하고 변동성이 줄어들 때(ex. 80년대 후반), 실질 주택가격이 상승하는 경향이 있음

한국의 GDP와 실질지가지수

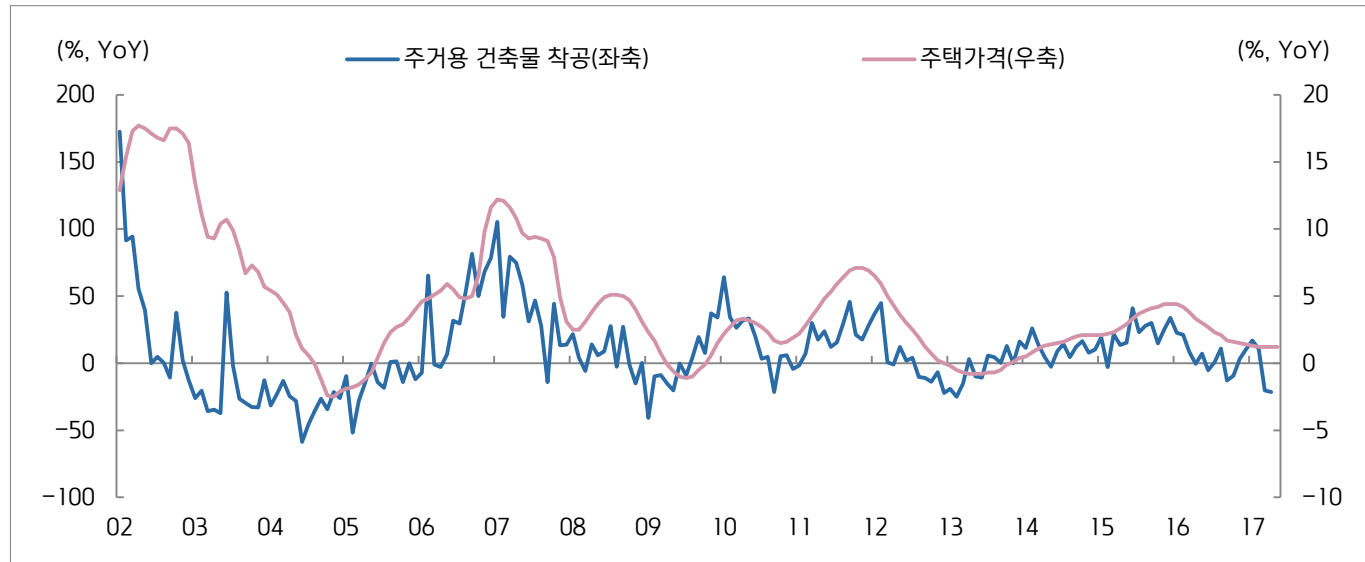


자료 : 통계청.

## 5. 한국도 '공급'이 추세를 좌우한다!

- ▶ 공급이 줄어들면 주택가격의 급락세가 진정되며, 공급이 바닥 치면 가격도 상승

주택 착공과 주택 가격 상승률의 관계

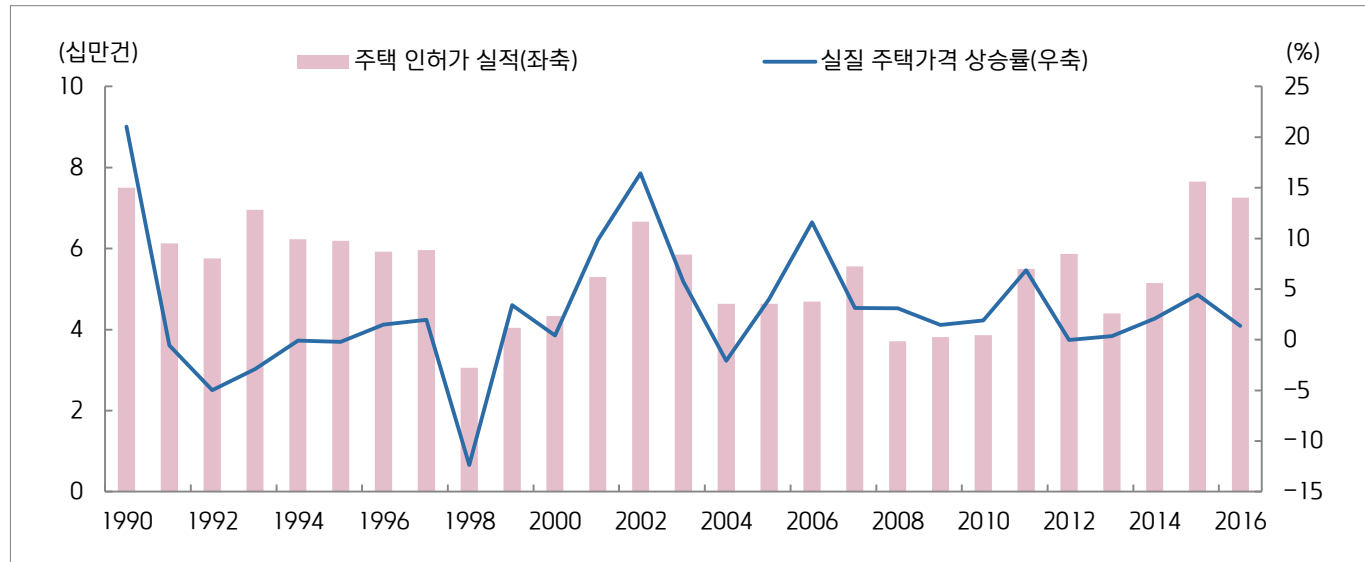


자료 : 통계청, KB 국민은행.

## 6. 한국 부동산 시장의 미래는?

- ▶ 결국 한국 부동산 가격은 안정적인 성장 흐름을 지속할 것으로 예상됨
  - 수출 회복 속에 GDP 성장 흐름이 안정적인 추세를 타고 있으며
  - 2015~2016년 급증했던 주택공급이 향후 감소할 가능성이 높아졌기 때문

주택 인허가와 실질 주택 가격 상승률의 관계



자료 : 통계청, KB 국민은행.

보론

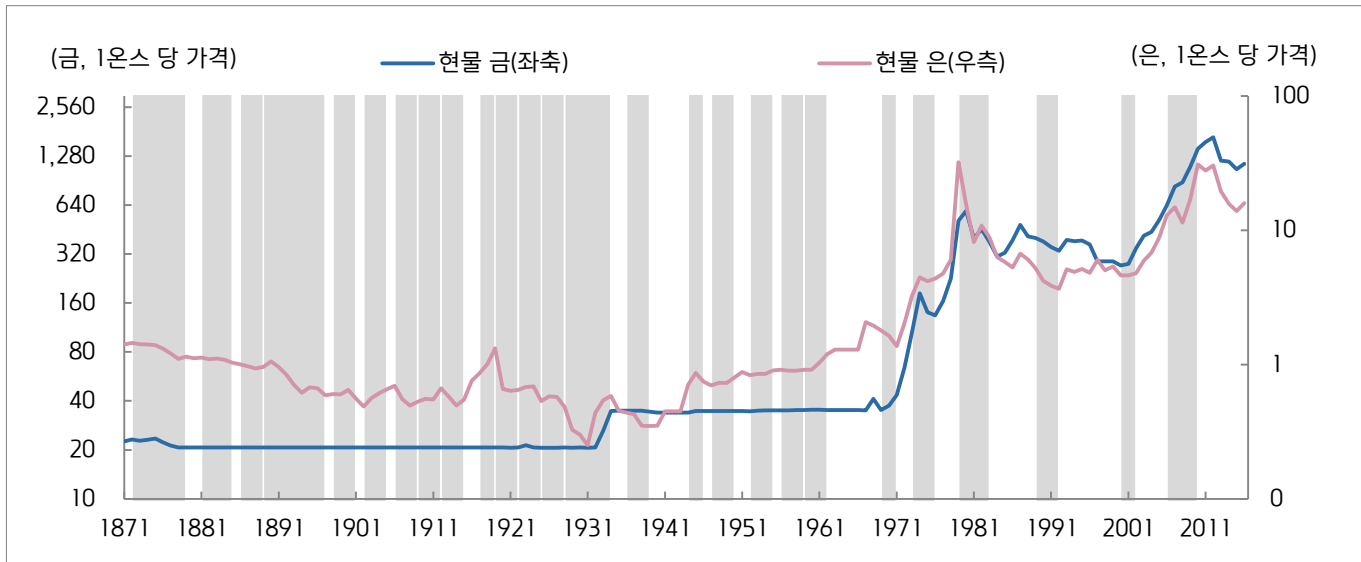
2차 대전 후 경기변동성이 줄어든 이유는?



# 1. 1970년대에 무슨 일이 있었나?

- ▶ 1871년 이후 국제 금 가격의 흐름을 살펴보면, 1973년이 역사적인 분기점  
→ 금본위제(금 1온스에 35달러의 교환을 보장하던 시스템)가 무너지며 금 가격이 급등

국제 금가격과 은가격 추이

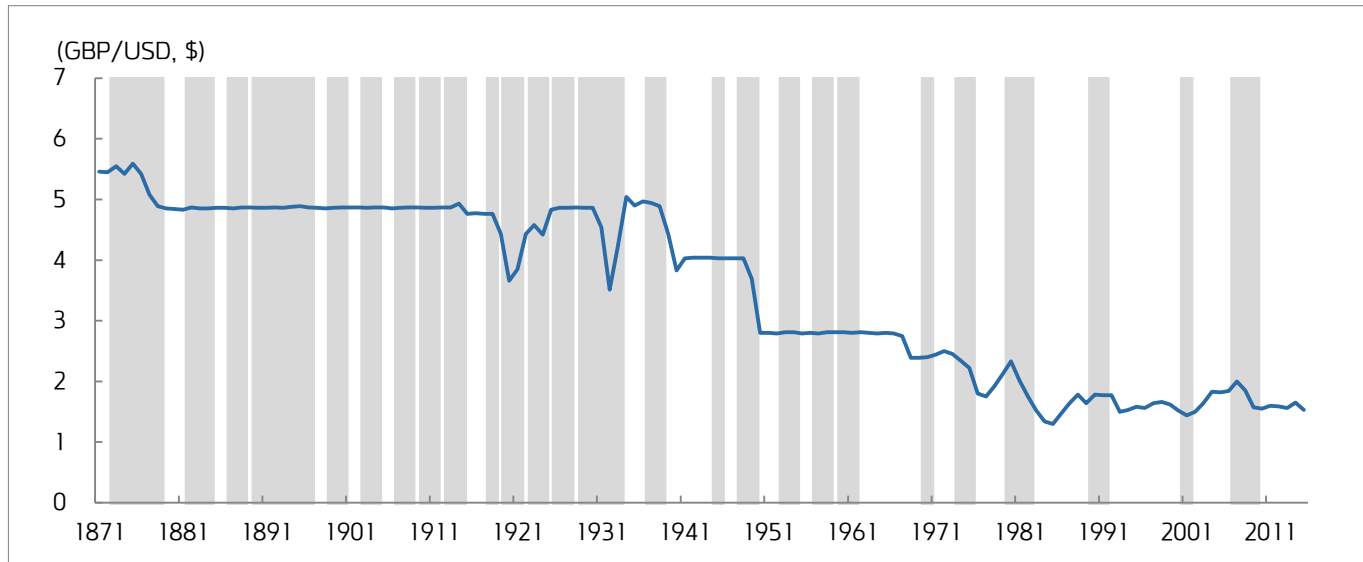


자료 : Jeremy J Siegel(2014), BIS, World Bank.  
주: 음영으로 표시된 부분은 '경기후퇴' 국면.

## 2. 금본위제 폐지 = 변동환율제 이행

- ▶ 금본위제는 기본적으로 고정환율제도이기에, 1973년까지 주요국 환율은 안정적
- ▶ 그러나 닉슨 쇼크(달러와 금의 교환 의무 폐지) 이후 변동환율제도로 이행  
→ 변동환율제도의 채택, 통화정책의 자율권 높여

파운드/달러 환율 장기 추세



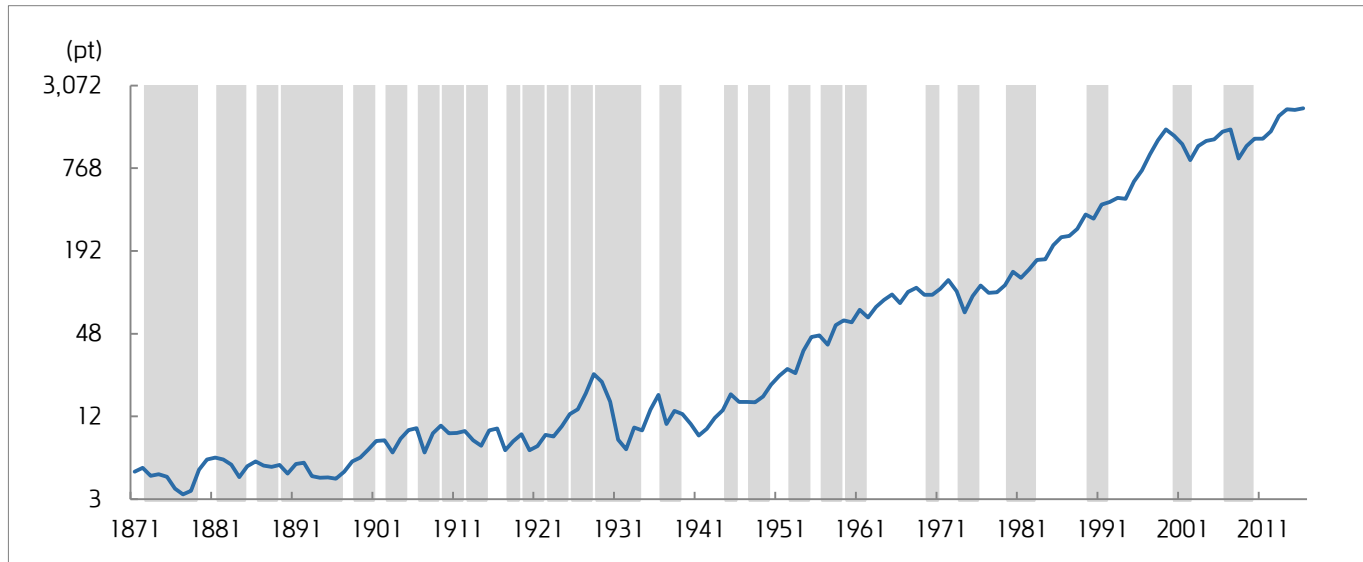
자료 : Jeremy J Siegel(2014), BIS, World Bank.  
주: 음영으로 표시된 부분은 '경기후퇴' 국면.



### 3. 1970년대 이후 가격이 급등한 것은 주택만이 아니다!

- ▶ 세계 2차 대전 이전까지 미국 증시의 상승 탄력은 강하지 않았으나 세계 2차 대전 이후 급등
  - 기간별 누적 주가 상승률 : 1871~1945년 265.5%, 1945~1973년 461.9%, 1973~2000년 1,253.4%, 2000~2015년 54.8%
  - 기간별 CAGR : 1871~1945년 1.74%, 1945~1973년 6.13%, 1973~2000년 9.75%, 2000~2015년 2.77%

1871년 이후 미국 S&P500지수 추이

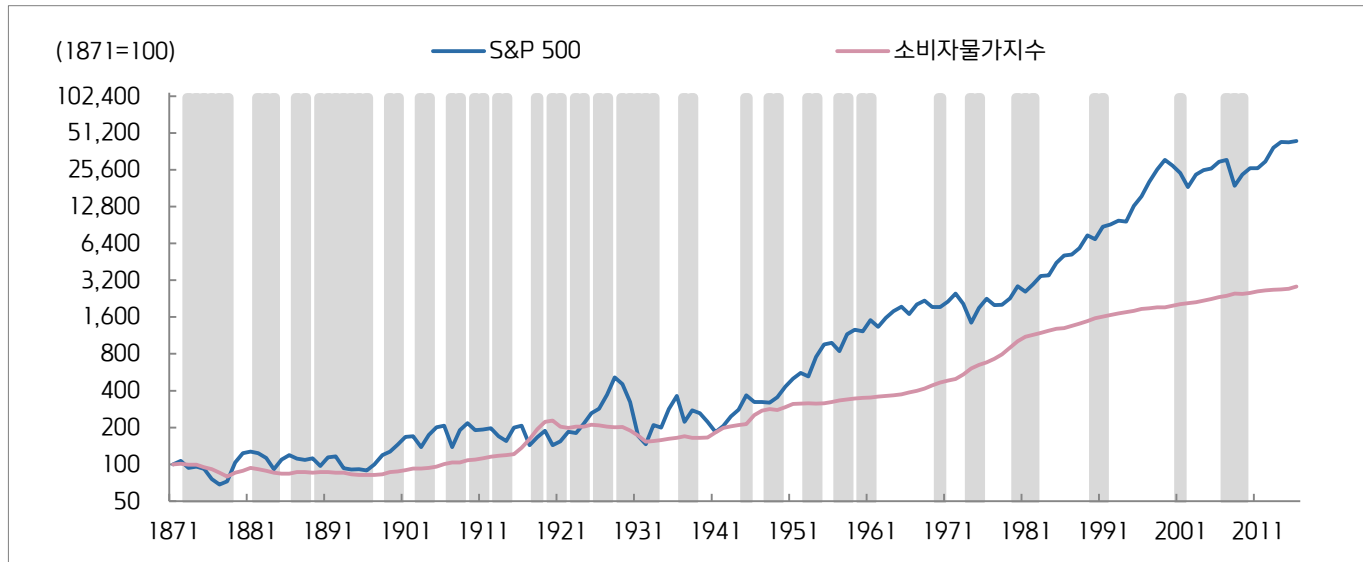


자료 : Jeremy J Siegel(2014), BIS, World Bank.  
 주: 음영으로 표시된 부분은 '경기후퇴' 국면.

## 4. 주가가 급등한 이유는?

- ▶ 금본위제 폐지 이후 선진국 물가 급등하며, 주식이나 부동산 등 ‘인플레 헷지’ 자산 수요 증가
  - 평균 물가상승률: 1871년~1945년 1.12%, 1946년~1973년 3.41%, 1974년~2000년 5.09%, 2001년~2015년 2.18%

S&P500지수 vs. 미국 소비자물가

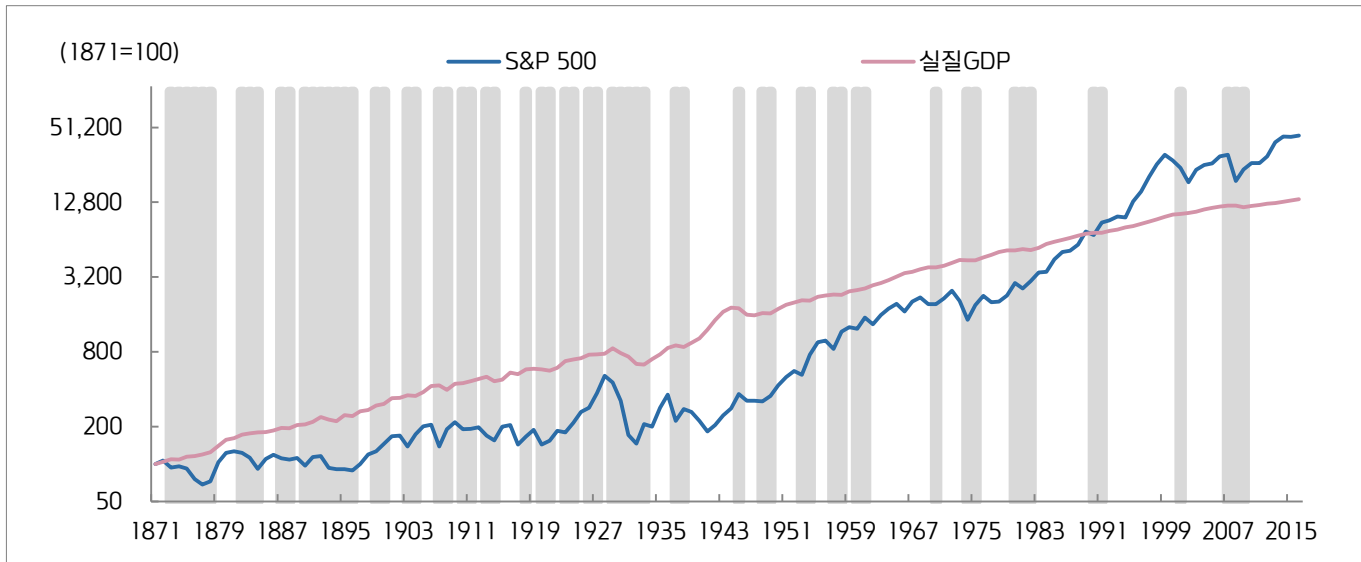


자료 : Jeremy J Siegel(2014), BIS, World Bank.  
 주: 음영으로 표시된 부분은 '경기후퇴' 국면.

## 5. 경기변동 축소도 자산시장에 긍정적 영향 미쳐

- ▶ ‘인플레 기대’ 뿐만 아니라, 금의 속박에서 풀려난 중앙은행의 적극적인 대응이 경기변동성 떨어뜨려
  - 평균 경제 성장률: 1871년~1945년 3.9%, 1946년~1973년 3.3%, 1974년~2000년 3.2%, 2001년~2015년 1.8%
  - 성장률 분산: 1871년~1945년 42.6, 1946년~1973년 15.4, 1974년~2000년 4.3, 2001년~2015년 2.4

S&P500지수vs. 미국 실질 GDP



자료 : Jeremy J Siegel(2014), BIS, World Bank.  
주: 음영으로 표시된 부분은 '경기후퇴' 국면.

- ▶ 1913년 이후의 글로벌 부동산 시장 통계는 Knoll 등(AER,2017)에서 구했음
  - Katharina Knoll·Moritz Schularick·Thomas Steger, “No Price Like Home: Global House Prices, 1870–2012”, AMERICAN ECONOMIC REVIEW, VOL. 107, NO. 2, FEBRUARY 2017(pp. 331–53)
  - 1913년 이후 통계만, 그리고 12개 나라의 실질주택가격만 자료에 활용한 이유는 ① 독일과 포르투갈 등의 국가는 하이퍼 인플레이션으로 인해 ‘실질’ 주택가격 산정에 어려움이 있었으며 ② 1913년 이전에는 대부분의 국가들이 Data가 끊어지는 등의 문제가 있었기 때문.
- ▶ 2013년 이후의 부동산 시장 통계는 BIS 및 OECD 통계를 참조해 시계열 연장
  - BIS(Bank of International Settlement)는 세계 주요국 실질 부동산 통계를 제공하며, 분기 데이터를 평균해 연간 데이터로 시계열 조정  
(<http://www.bis.org/statistics/pp.htm>)
  - Knoll 등(2017)의 데이터와 BIS의 통계가 크게 차이 날 때에는 OECD의 데이터 참조  
(Economic Outlook의 44번 항목 “Real House Prices”)
- ▶ 주요국 금융 시계열 데이터는 Jeremy J Siegel 교수의 책 “Stocks for the Long Run(2014)”에서 구했으며, 2012년 이후 데이터는 Bloomberg 및 IMF 통계를 이용해 연장
  - 한국 경제 통계는 ECOS(한국은행 경제통계정보 시스템)와 KOSIS(통계적 데이터베이스) 활용
  - 일본 경제 통계는 총무성 통계국 및 국토교통성 데이터베이스 활용
  - 각국 인구 통계는 국제연합(UN) 데이터 베이스 기준