

2016년 10월

58년 개띠의 은퇴, 경제와 자산시장에 어떤 영향 미칠까?



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

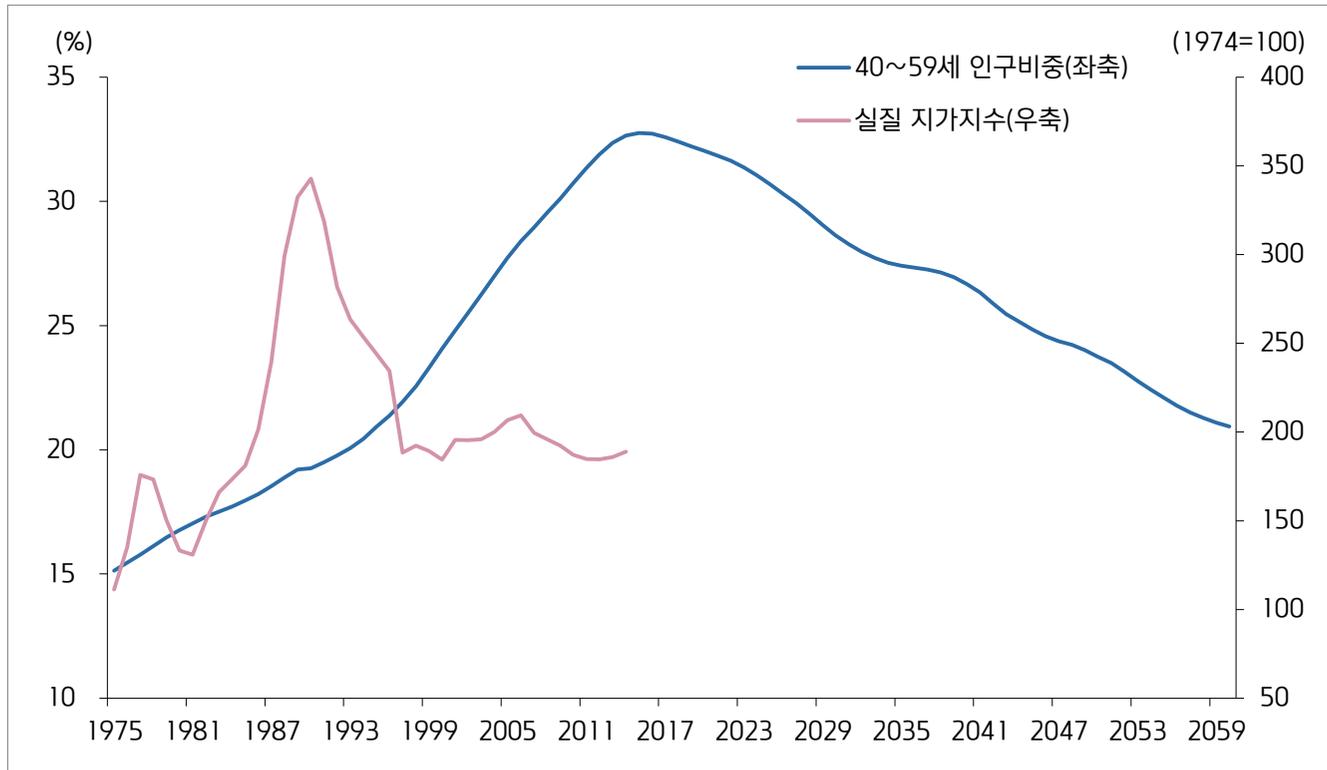
- ▶ 한국 “58년 개띠”가 만 58세에 접어들며, ‘베이비 붐 세대의 은퇴’에 대한 관심이 높아지고 있음
 - 소위 ‘인구절벽론’에 따르면, 베이비 붐 세대의 은퇴는 ‘주택시장 붕괴의 신호’로 볼 수 있음
 - 그러나 최근 한국 주택시장은 지방에 이어 수도권까지 상승세가 확산되는 중
- ▶ 선진국 베이비 붐 세대의 은퇴 경험을 살펴보면, 한국 상황이 ‘일반적’이라는 것을 알 수 있음
 - 일본은 30년대에 태어난 2천만의 베이비 붐 세대가 은퇴하기 시작한 90년대 초반부터 장기불황 경험
 - 그러나 미국은 2000년대 중반 베이비 붐 세대 은퇴를 전후해 잠깐 불황을 거친 후, 다시 8년째 호황
 - 호주, 영국, 프랑스, 캐나다 등 베이비 붐 세대가 2000년대 중반 이후 은퇴를 시작한 다른 나라도 주택시장 호조
- ▶ 일본이 특수한 경우는 아닐까?
 - 미 연준은 “90년대 일본의 경험” 보고서에서, 90년대 초반 ‘중앙은행의 실수’가 일본 장기불황의 원인이라고 지적
 - 일본 정부의 ‘대규모 주택착공’도 부동산시장의 수급불균형을 심화시켜, 자산가격의 회복을 가로막았음
 - 내수 위주의 경제구조로, 자산시장 붕괴의 충격을 회피할 ‘수단’을 찾기 어려웠던 것도 장기불황의 원인으로 작용
- ▶ 한국은 어떻게 될까?
 - 인구감소는 성장률 하락 요인임에 분명하나, 90년대 후반 이후 한국의 주된 성장 동력은 ‘생산성’
 - 산업구조가 IT/자동차 등 수출 위주로 전환되어 있어, 베이비부머 은퇴에 따른 생산성 둔화 위험은 낮아
 - 최근 인구추계 조정에서 확인되듯, 외국인 인력 유입이 가속화되고 있어 ‘인구정점’의 지연 가능성 높음
 - 결국 자산시장은 미국과 서유럽 패턴을 추종할 것으로 예상됨

Contents

- I. 현황 파악: 세계 주요국 인구는?
 - II. 각국 베이비부머의 은퇴가 경제에 미친 영향
 - III. 일본이 특별한 경우다!
 - IV. 우리는, 그리고 중국은 어떻게 될까?
- 보론1 한국 출산율, 반등할 수 있을까?
- 보론2 한국 자산가격, 버블인가?

- ▶ 베이비 붐 세대가 은퇴하면서 자산시장이 붕괴될 것이라는 이른바 ‘인구절벽론’과 달리, 한국 자산시장은 인구구성의 변화와 별 다른 연관을 맺지 않았음

한국 실질지가와 40~59세 인구 비중 추이



자료 : 한국은행, 통계청, 키움증권.

Part I

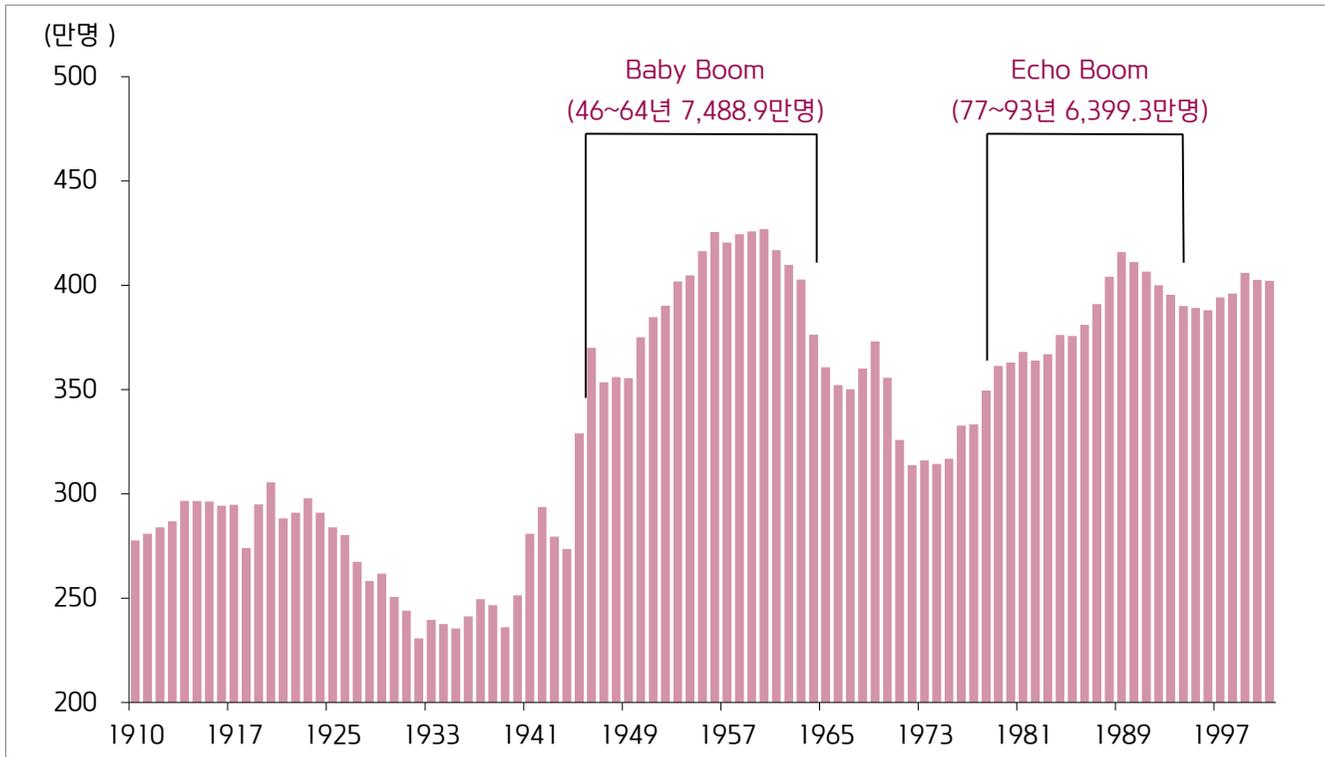
현황파악: 세계 주요국 인구는?



1. 미국 신생아 출산 추이

- ▶ 미국의 베이비 붐 세대, 1946~1964년 사이에 태어난 7,488.9만 명
→ Baby Boom 세대의 아들 세대(메아리 붐 세대, Echo Boomer)의 규모는 6,399.3만 명

미국 신생아 출산 추이

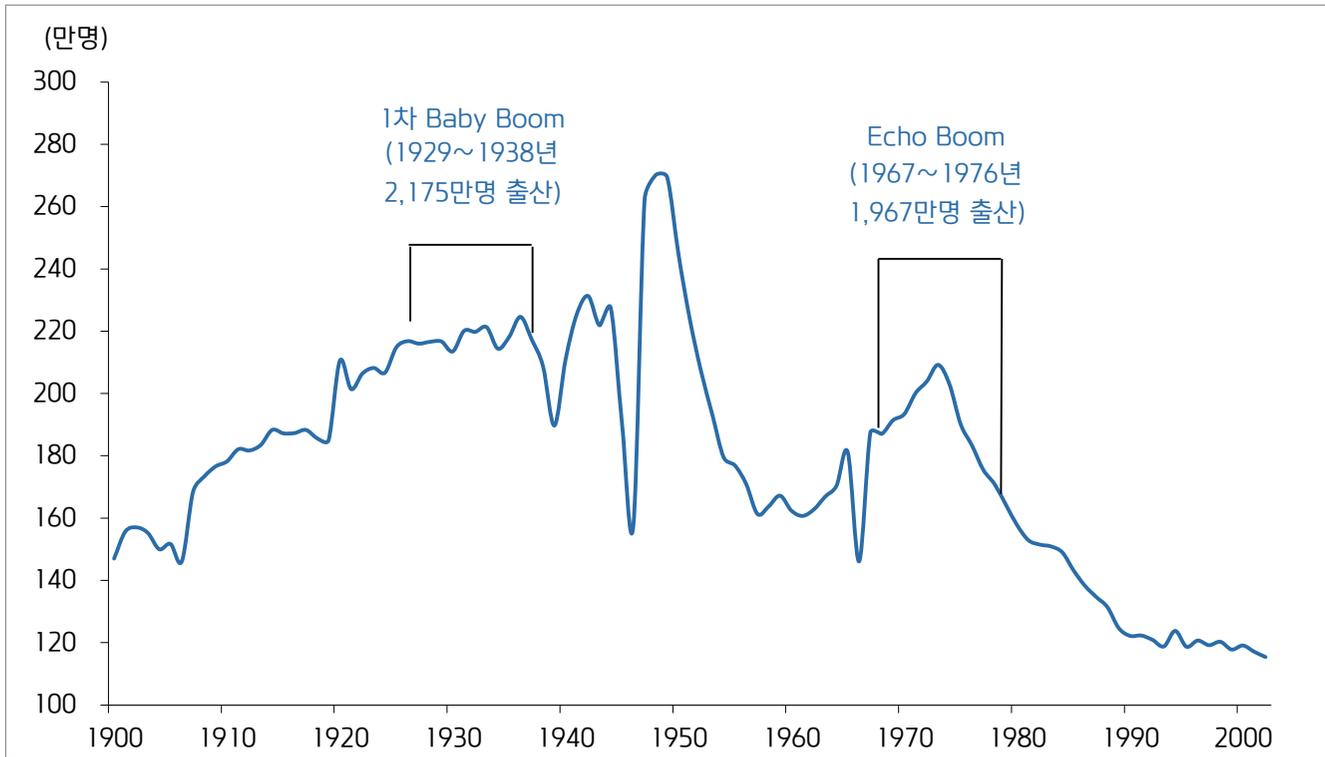


자료 : 미국 인구센서스

2. 일본 신생아 출산 추이

- ▶ 20년대 후반 이후 태어난 2,175만 명의 베이비부머, 일본 성장신화의 주역
→ 단, 여성의 사회진출 확대와 인구조절 정책 영향으로 일본 메아리 붐 세대의 규모는 아버지 세대의 2/3에 불과함

일본 신생아 출산 추이



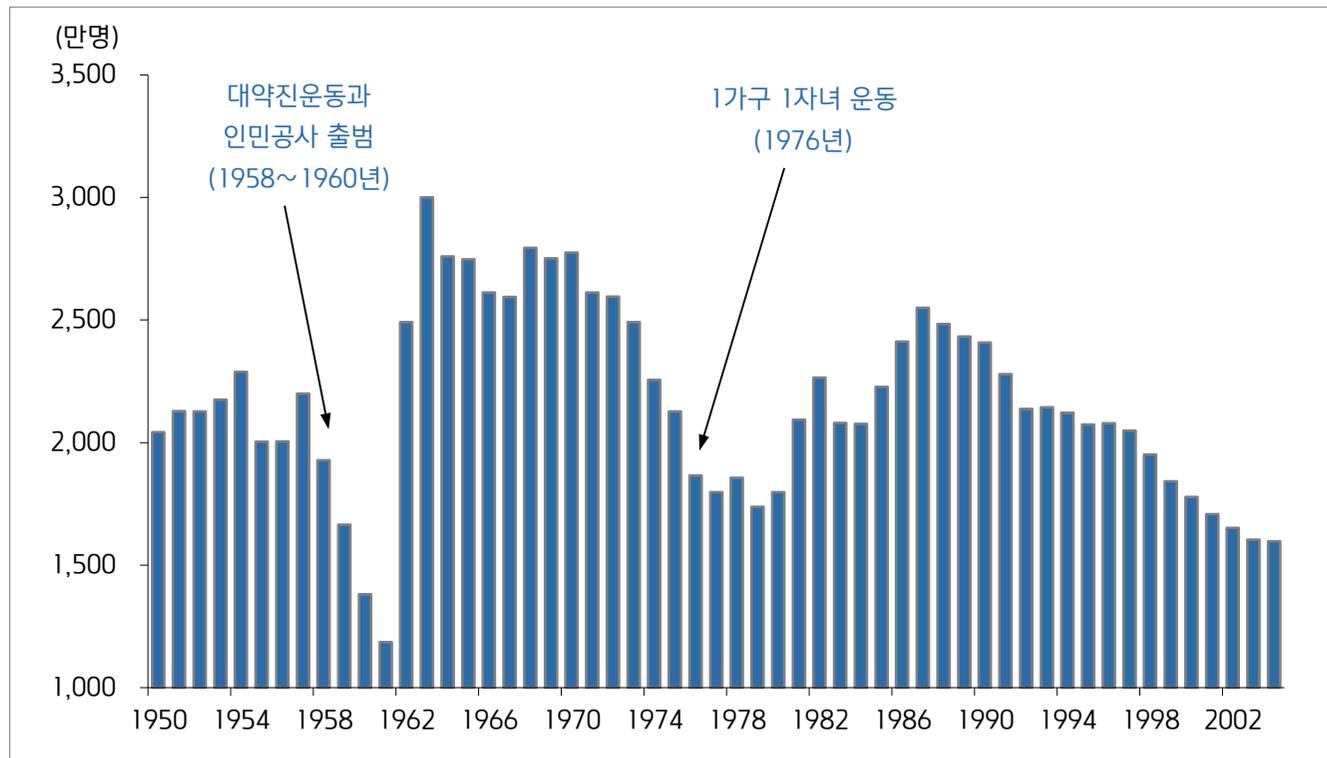
자료 : 일본 총무성 통계국

3. 중국 신생아 출산 추이

▶ 50년대 초반에 태어난 1차 베이비 붐 세대, 은퇴 연령 접어들어

→ 1차 베이비 붐은 1950~1957년 동안 모두 1억 6,969만 명, 2차 베이비 붐은 1962~1976년 3억 6,606만 명

중국 신생아 출산 추이

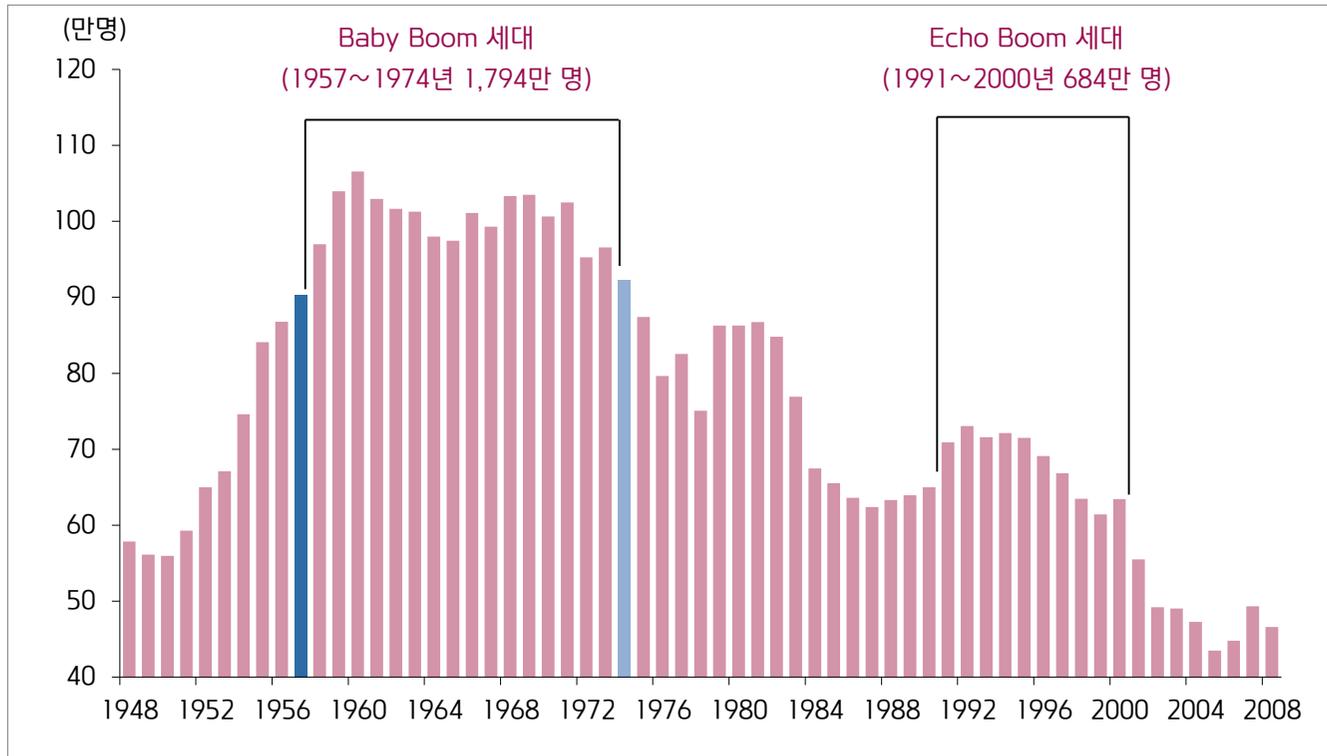


자료 : 중국 "통계연감", 키움증권.

4. 한국의 신생아 출산 추이

- ▶ 한국 Baby Boom 세대, 1957~1974년에 태어난 1,794만 명으로 추산
→ 베이비 붐 세대 규모는 '추계 인구'를 이용해 역으로 추산했으며, 에코부머(1991~2000년)는 684만 명

한국 신생아 출산 추이

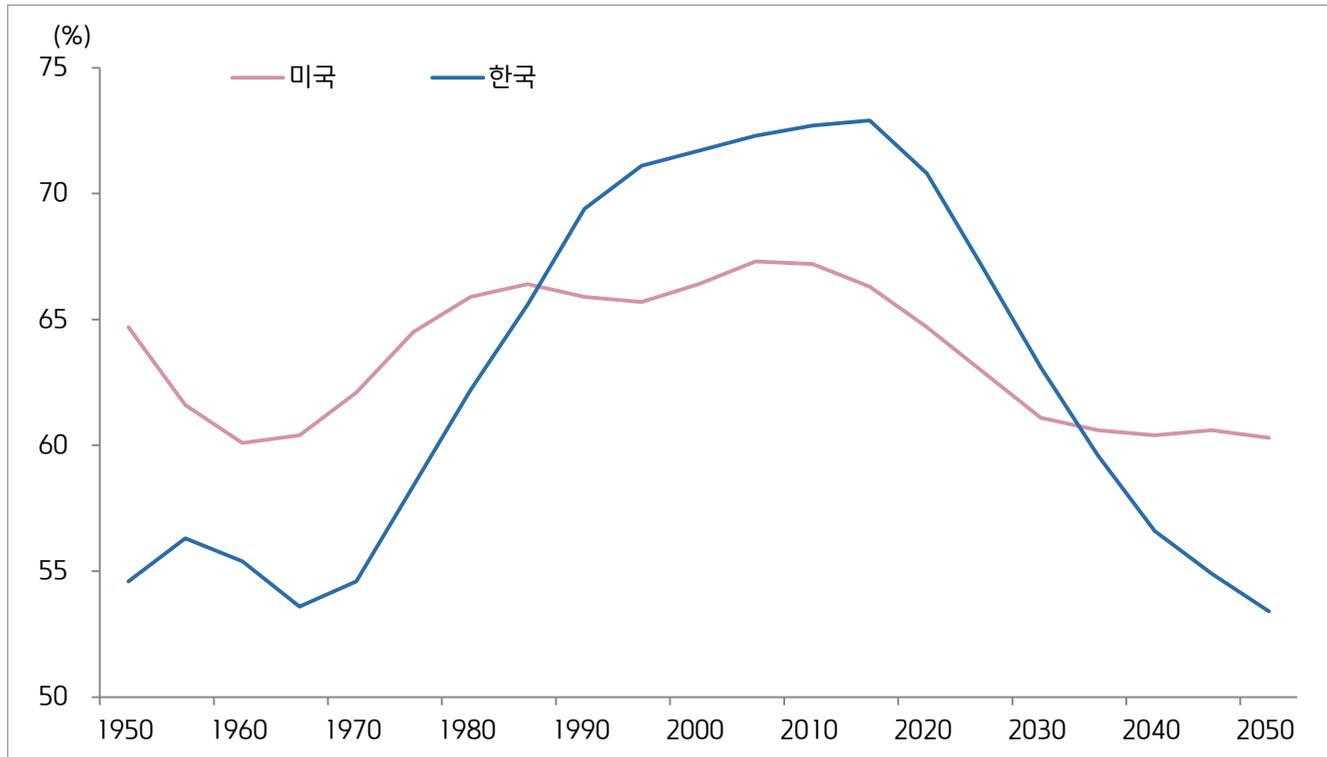


자료 : 통계청, 키움증권 추정.

5. 한국 인구구성, 미국에 약 15년 후행

- ▶ 한국 생산활동인구 비중 정점은 2020년, 그리고 미국은 2005년

한국과 미국의 생산활동인구(15~65세 인구) 비중 변화

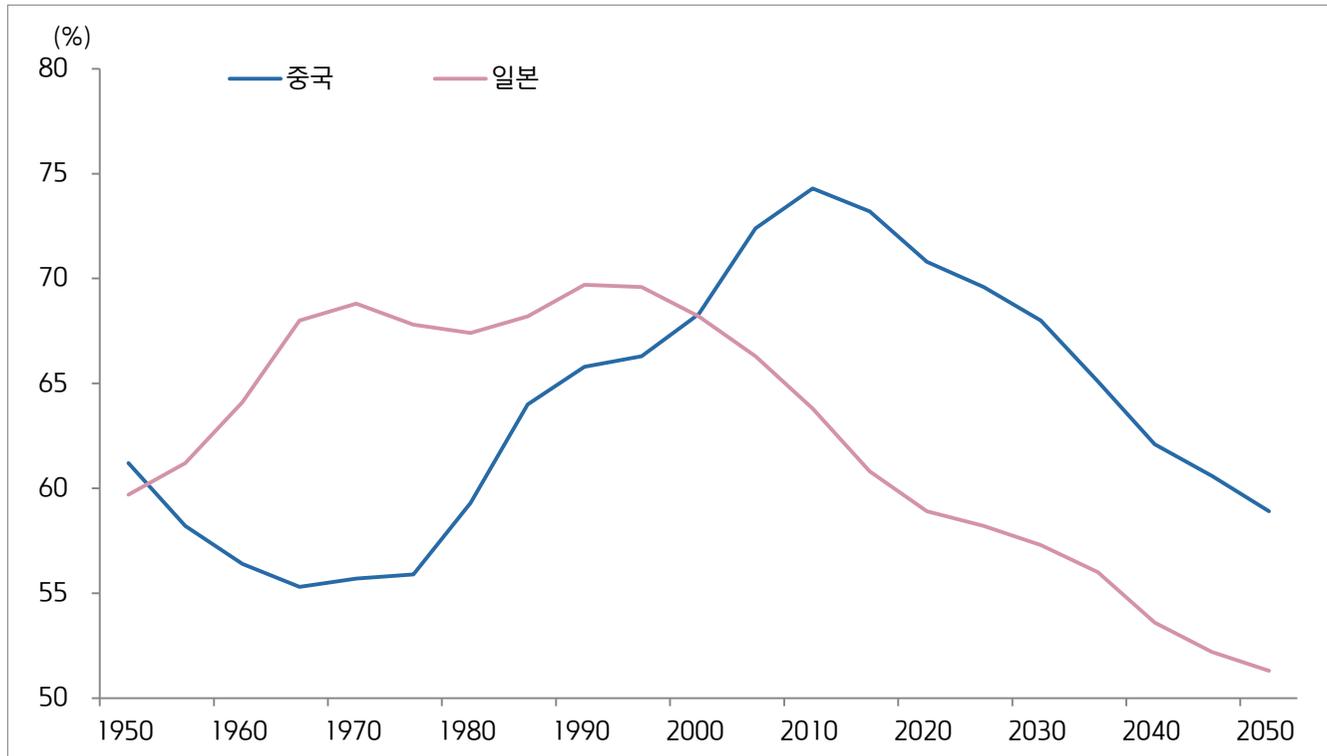


자료 : UN, 키움증권 추정.

6. 중국 인구구성, 일본에 약 20년 후행

▶ 일본의 생산활동인구 비중 정점은 1995년, 중국은 2015년

중국과 일본의 생산활동인구(15~65세 인구) 비중 변화



자료 : UN, 키움증권 추정.

Part II

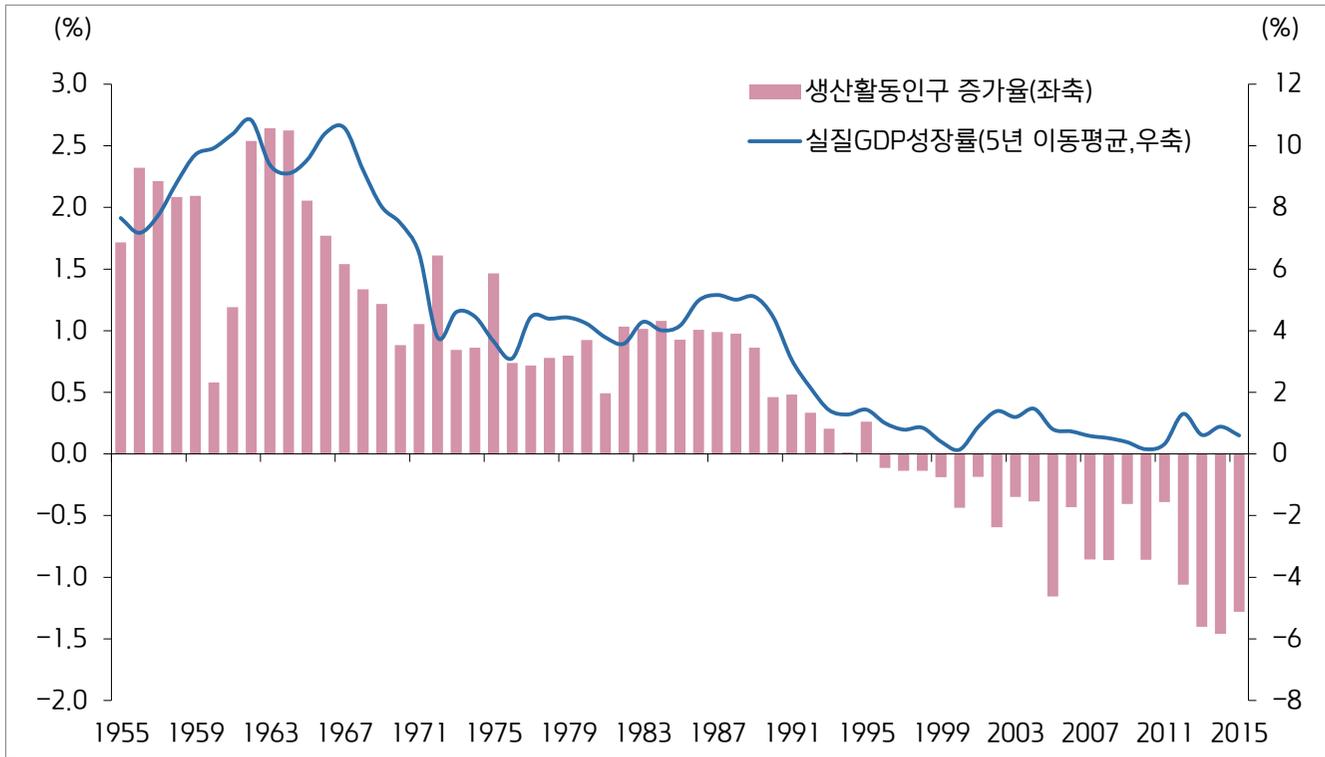
각국 베이비부머의 은퇴가 경제에 미친 영향



1. 일본 사례 ① - 생산활동인구 감소 국면과 성장률 둔화 국면 일치

▶ 90년대 초반 베이비 붐 세대의 은퇴를 전후해 일본경제 성장률 둔화

일본 실질 GDP 성장률과 생산활동인구 증가율

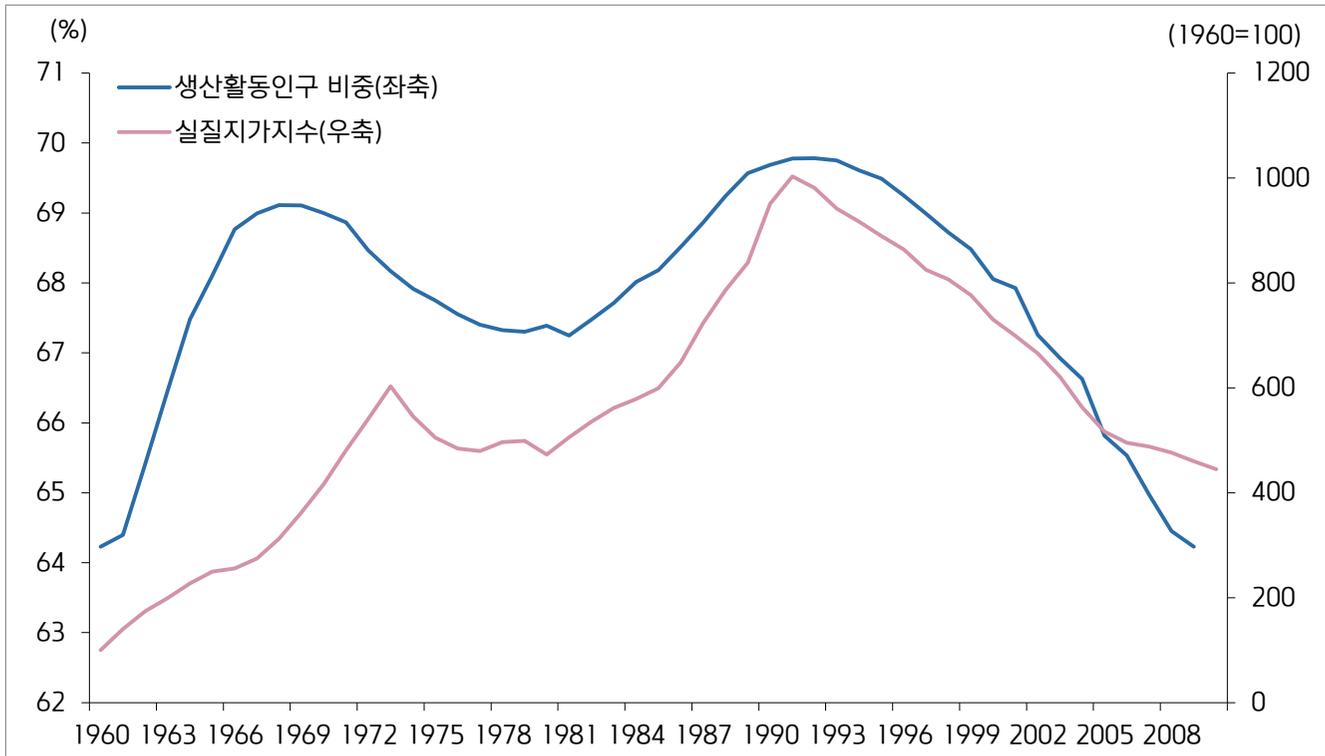


자료 : 일본 총무성 통계국, 일본은행, 키움증권.

1. 일본 사례 ② - 지가지수, 인구구성과 동조화

▶ 일본 부동산시장, 1990년 붕괴 이후 장기 불황 경험

일본 생산활동인구 비중과 실질지가지수 추이

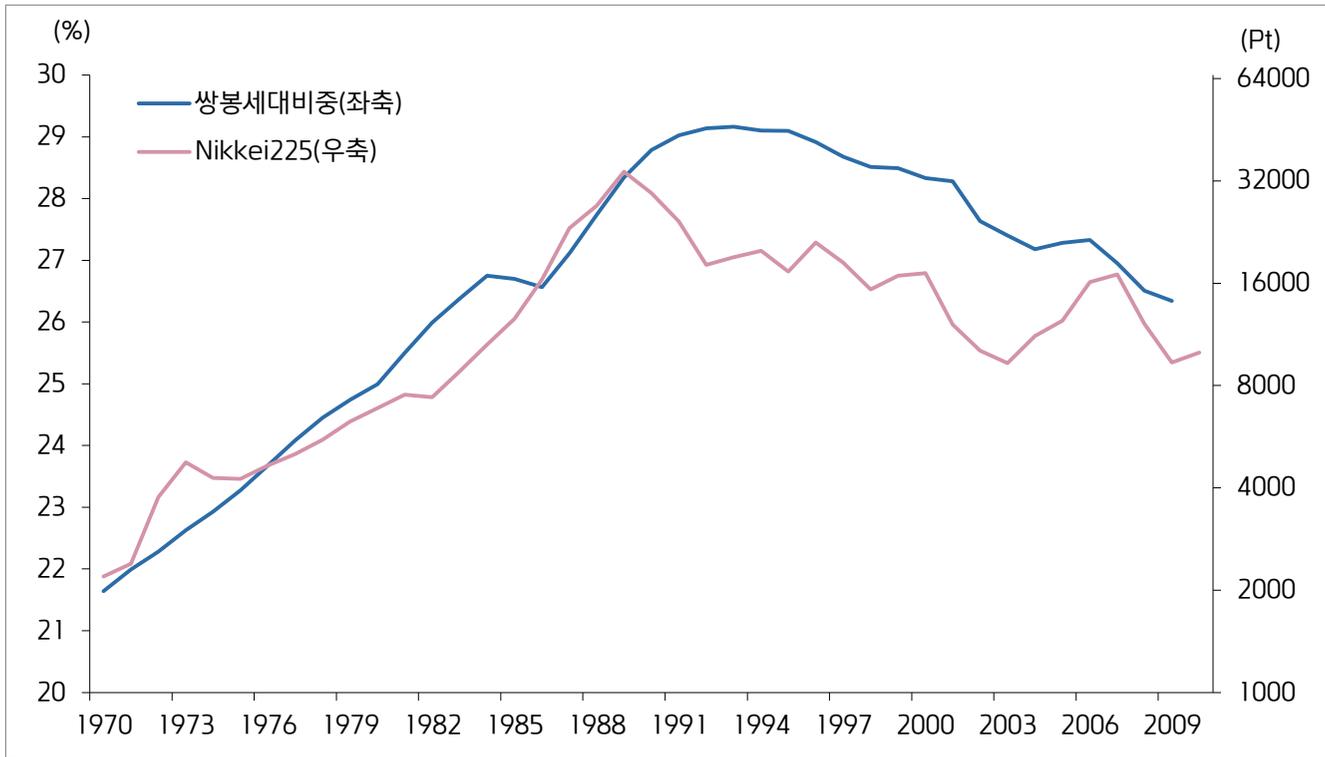


자료 : 일본 총무성 통계국, 일본은행, 키움증권.

1. 일본 사례 ③ - 주식시장도 동반 붕괴

- ▶ 90년 이후 자산시장의 연쇄 붕괴 속에 가계와 기업은 1,500조엔의 손실을 입은 것으로 추정
→ 1990년 일본 명목 GDP, 449조엔

일본 쌍봉세대(40~59세 인구) 비중과 Nikkei225 지수 추이

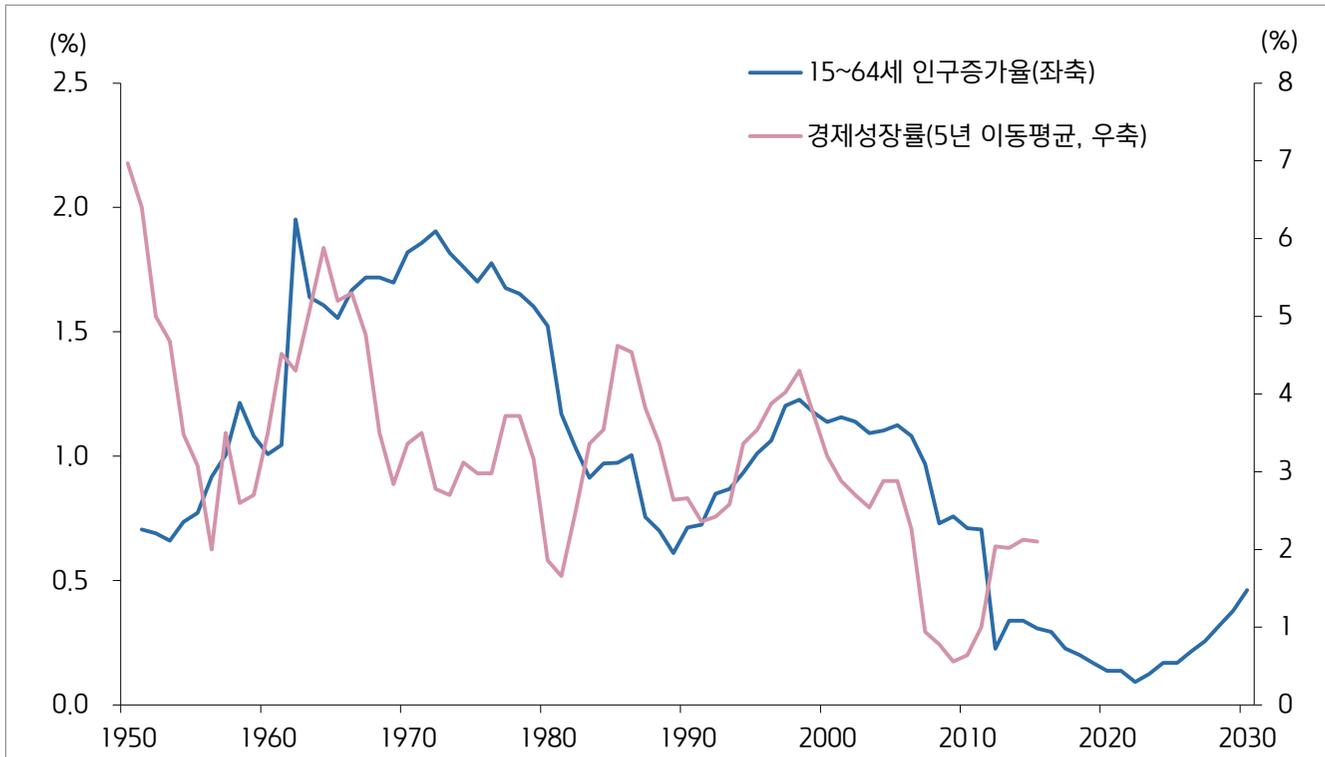


자료 : 일본 총무성 통계국, 일본은행, 키움증권.

2. 미국 사례 ① - 베이비 붐세대 은퇴 이후, 성장률 반등

- ▶ 2000년대 중반 베이비 붐세대의 은퇴가 시작되며 경제성장률이 둔화되었으나, 일본과 달리 이내 반등에 성공

미국 경제성장률과 생산활동인구 증가율

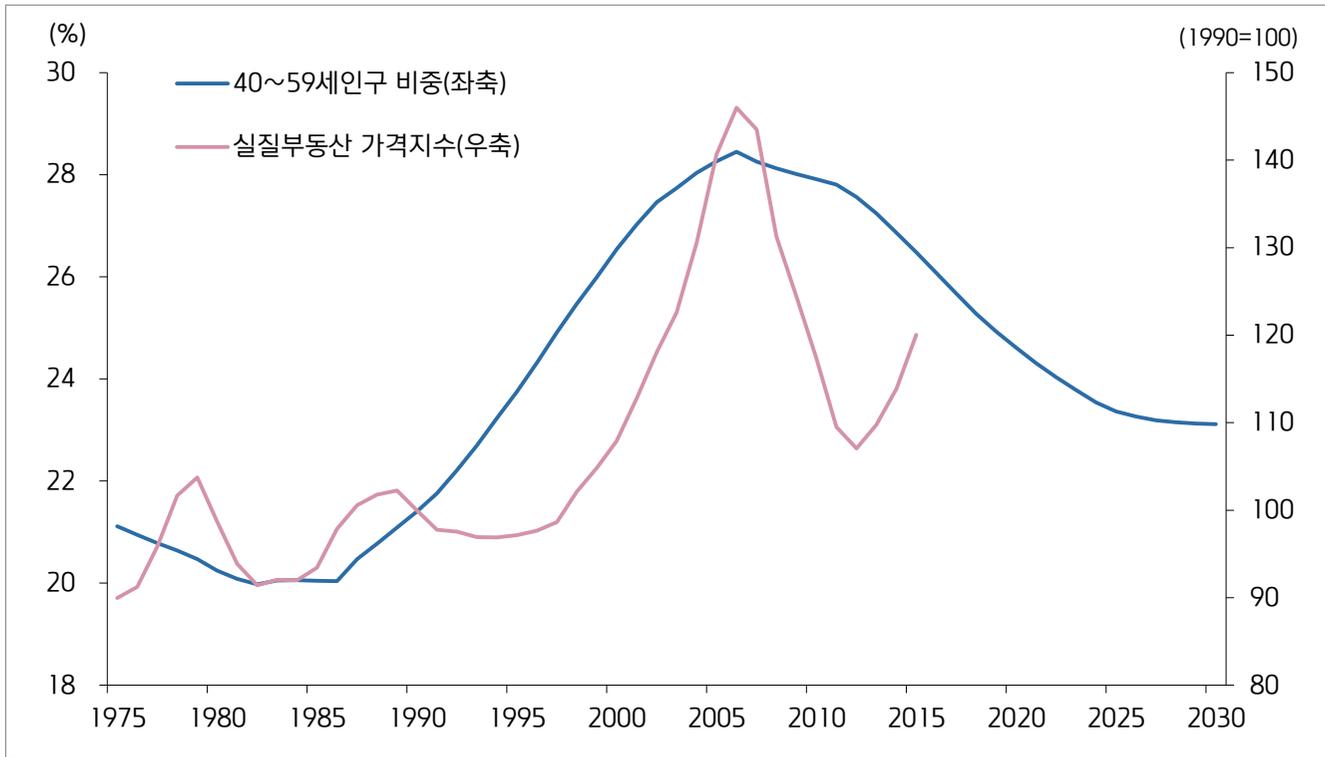


자료 : 미국 경제분석국, 상무부, 키움증권.

2. 미국 사례 ② - 부동산도 일시 조정 후 반등

- ▶ 2000년대 중반 베이비 붐세대의 은퇴를 전후해 부동산시장이 붕괴되었으나, 2011년을 고비로 다시 회복 중 → 명목가격 기준으로는 사상 최고치 회복

미국 실질주택가격과 쌍봉세대 인구 비중 변화

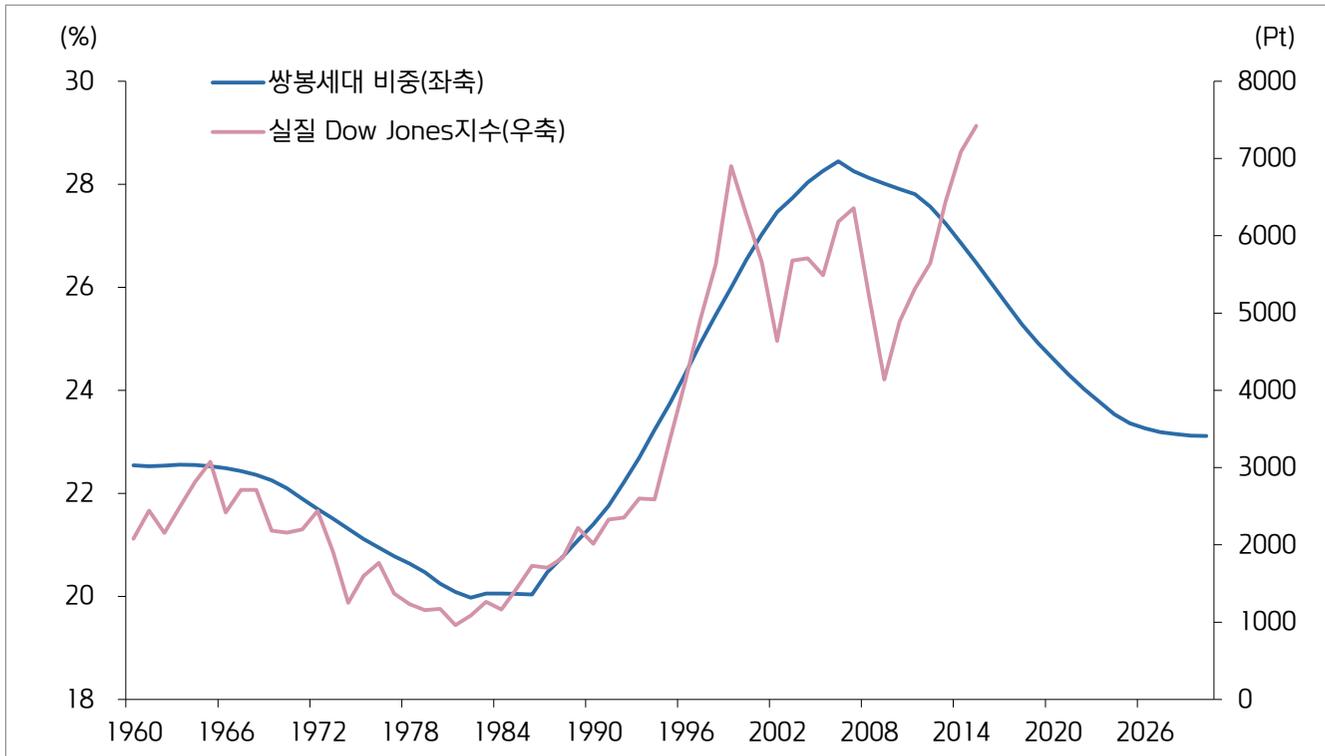


자료 : 미국 경제분석국, 상무부, 키움증권.

2. 미국 사례 ③ - 주식시장도 일시 조정 후 반등 성공

- ▶ 2000년대 중반 베이비 붐세대의 은퇴를 전후해 주식시장도 큰 폭 조정 받았으나, 반등에 성공한 것은 물론 사상 최고치 갱신 행진을 벌이고 있음

미국 실질주가지수와 쌍봉세대 인구 비중 변화

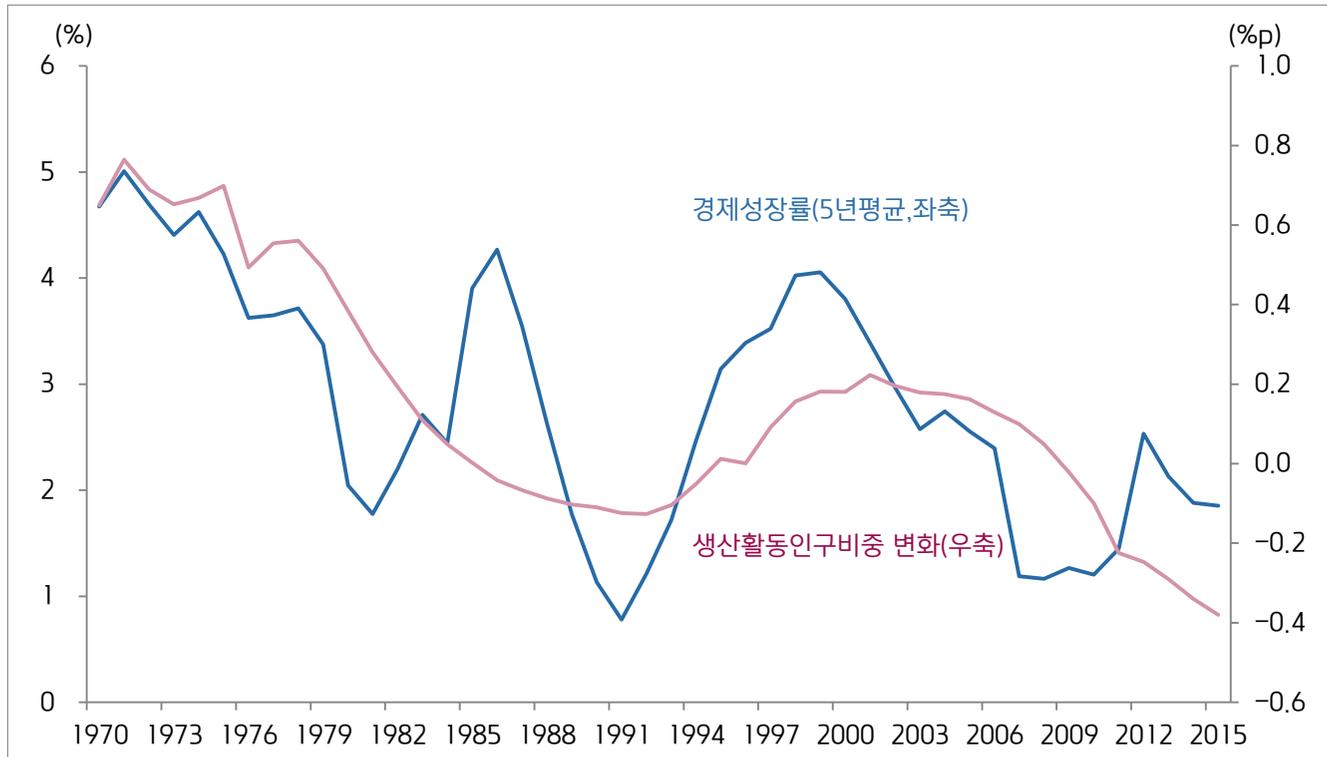


자료 : 미국 경제분석국, 상무부, 키움증권.

3. 미국 이외 선진국 ① - 캐나다

▶ 캐나다도 2000년대 중반 베이비 붐세대의 은퇴를 경험했으나, 견조한 경제 성장 지속

캐나다 경제성장률과 생산활동인구 비중 변화

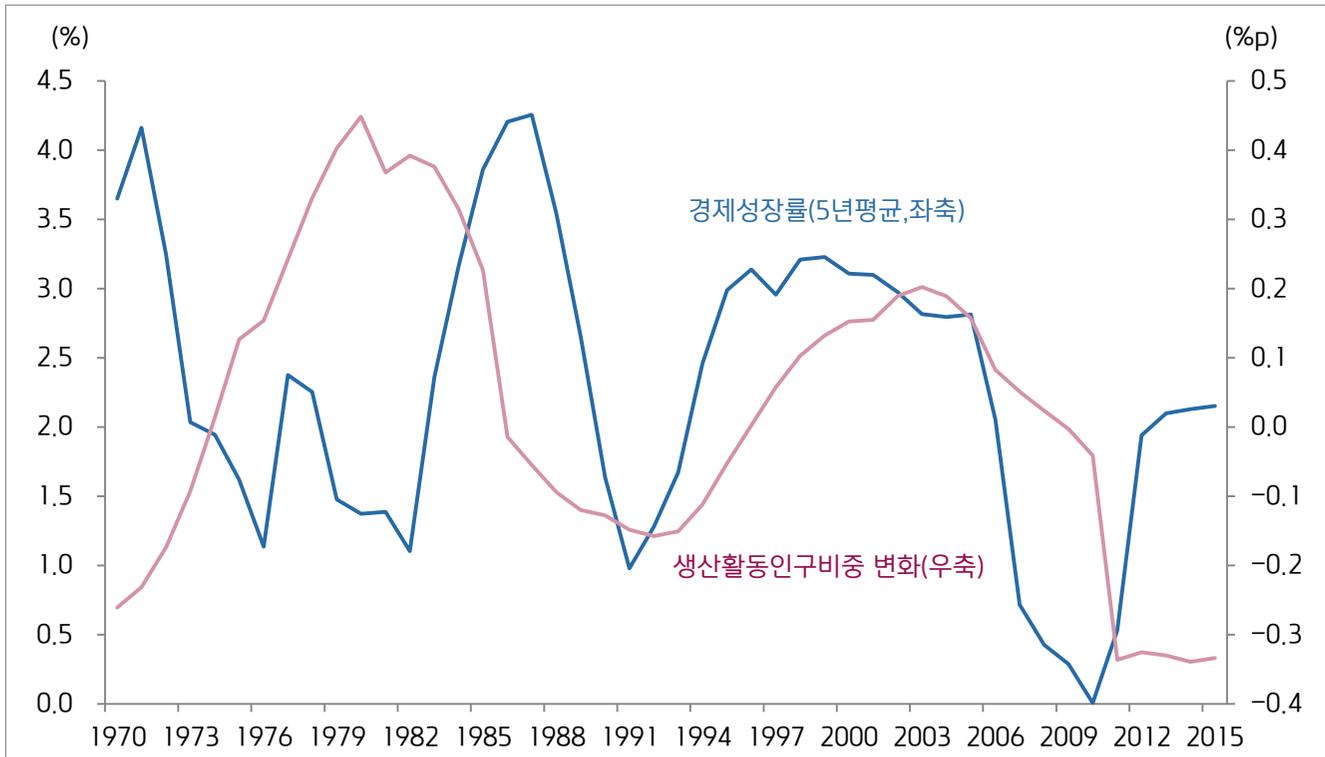


자료 : 세계은행, 키움증권.

3. 미국 이외 선진국 ② - 영국

▶ 영국도 2000년대 중반 베이비 붐 세대가 은퇴를 시작했으나, 위기 이전 수준의 성장률 회복

영국 경제성장률과 생산활동인구 비중 변화

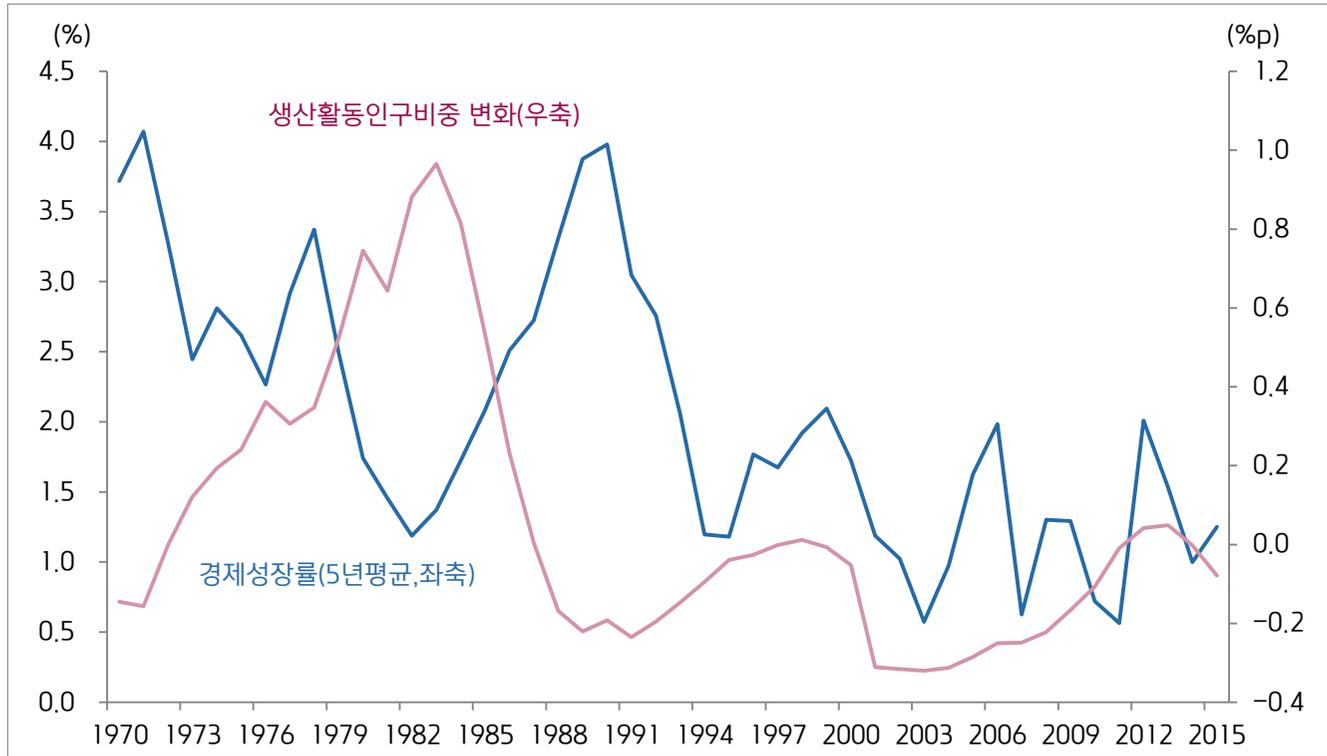


자료 : 세계은행, 키움증권.

3. 미국 이외 선진국 ③ - 독일

- ▶ 독일은 90년대 초반 이후 생산활동인구 감소를 경험했으나, 안정적인 경제 성장세 지속

독일 경제성장률과 생산활동인구 비중 변화

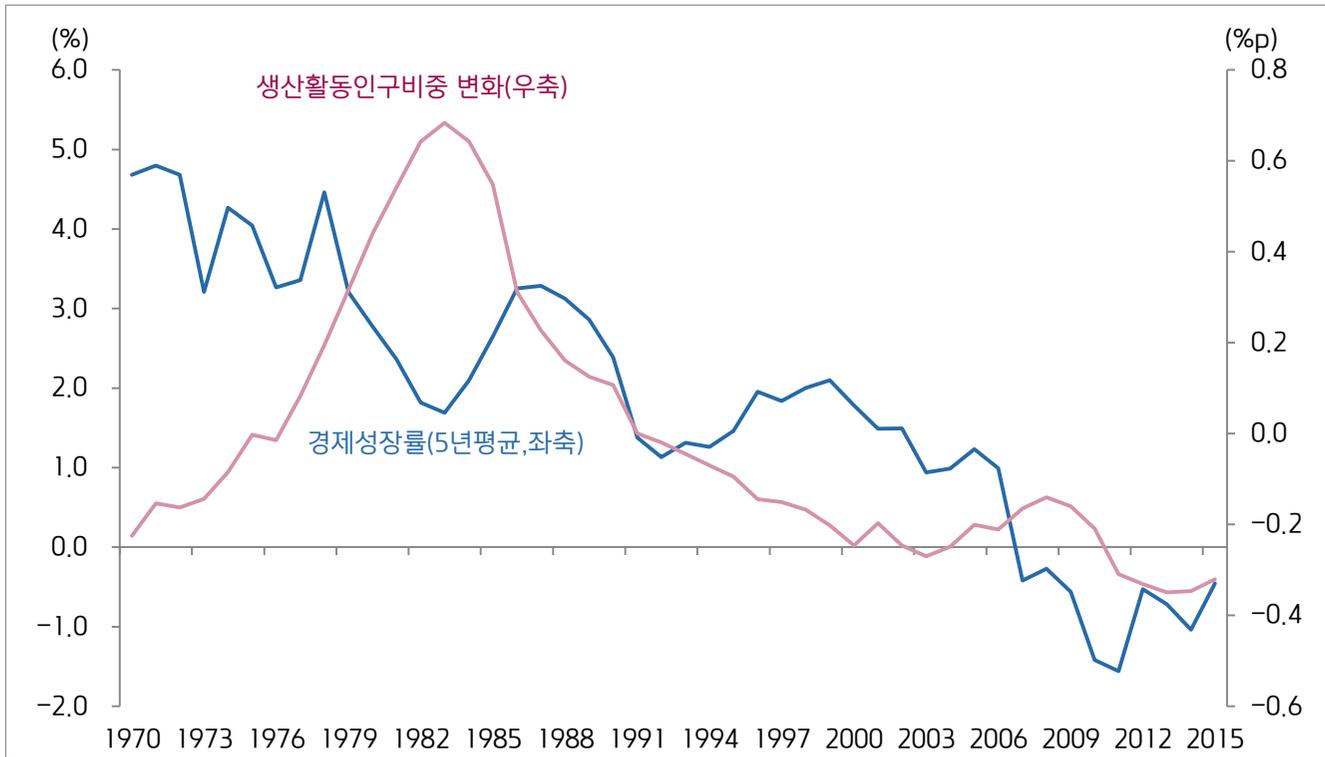


자료 : 세계은행, 키움증권.

3. 미국 이외 선진국 ④ - 이탈리아

- ▶ 이탈리아도 90년대 초반에 생산활동인구 감소를 경험했으나, 2007년까지는 성장 흐름 지속
→ 2008년 이후의 저성장은 '유럽 재정위기'에 따른 재정긴축 및 금융구조조정 영향이 더 큰 것으로 판단됨

이탈리아 경제성장률과 생산활동인구 비중 변화

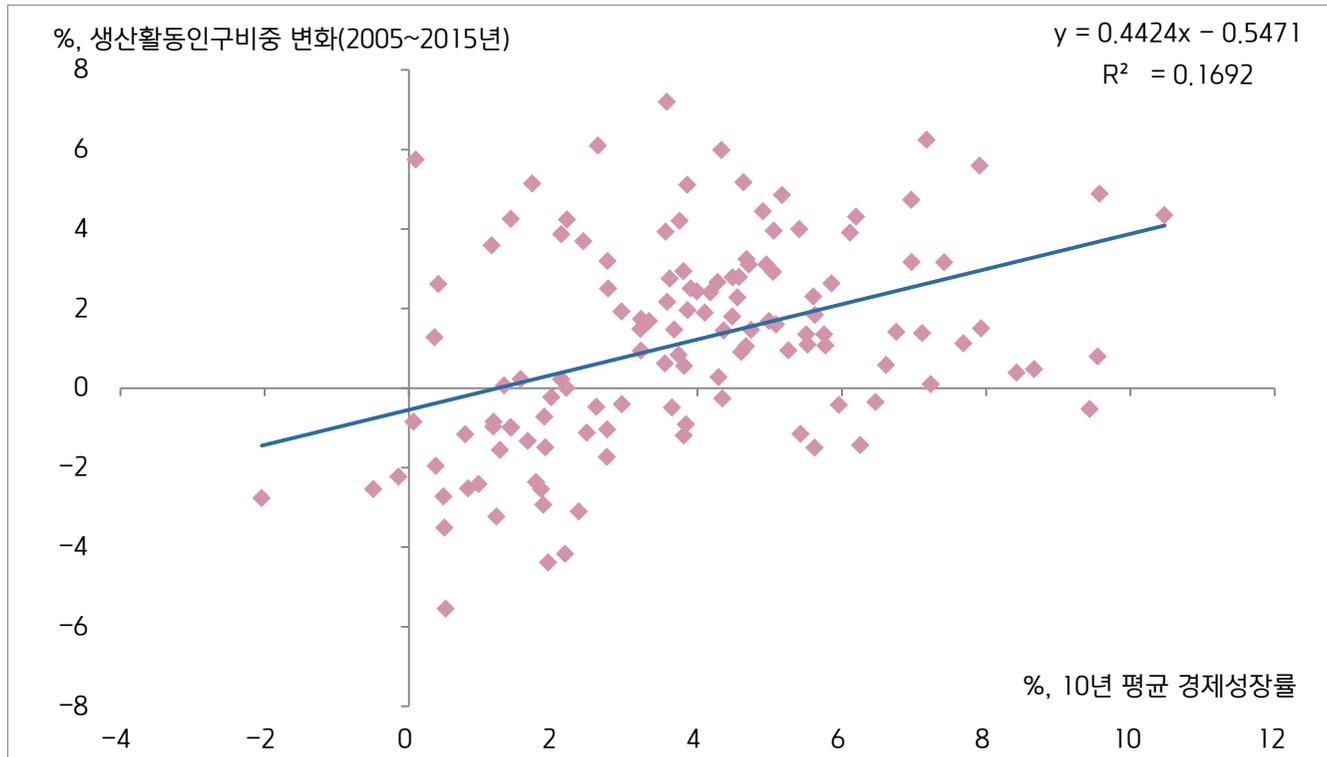


자료 : 세계은행, 키움증권.

4. 소결 ① - 인구변화와 경제성장률의 관계는?

- ▶ 세계 주요국을 대상으로 생산활동인구 변화와 경제성장률의 관계를 살펴보면, '강력한' 연관을 찾을 수 없음(결정계수 0.16)

생산활동인구 변화와 경제성장률의 관계

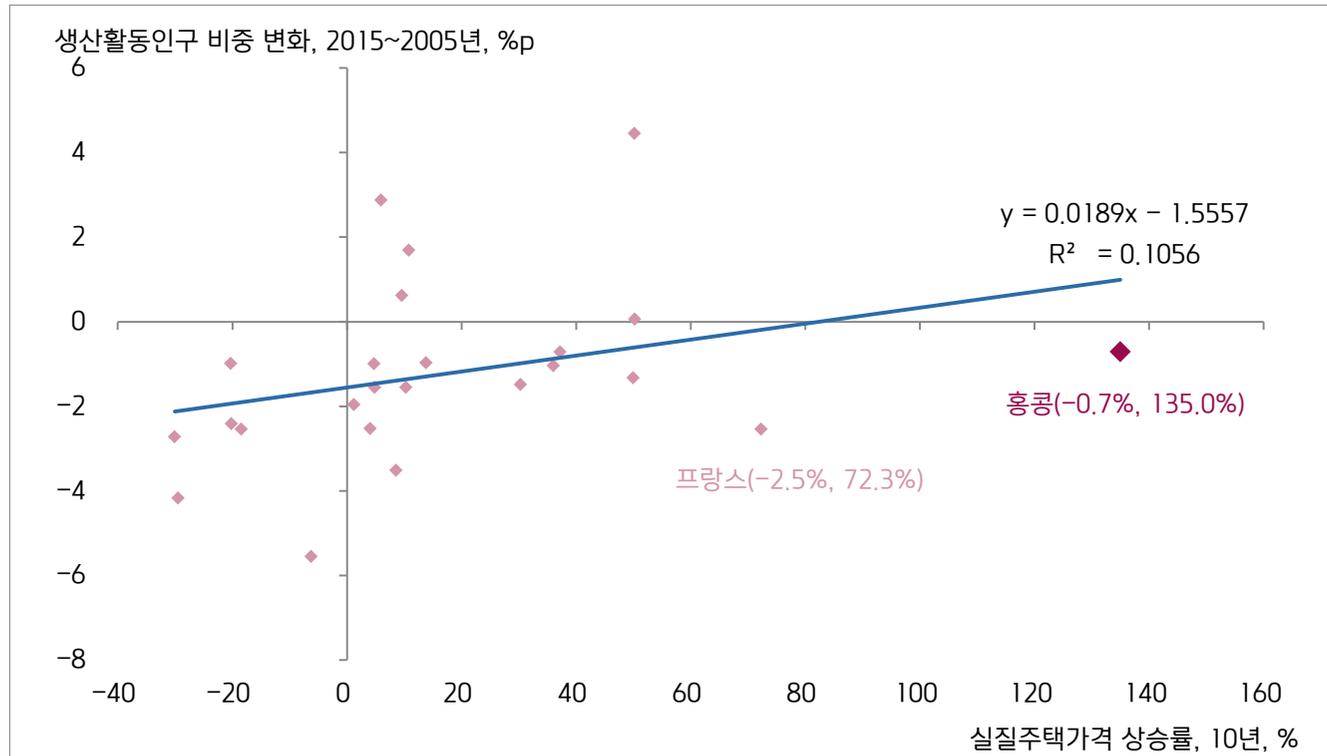


자료 : 세계은행, 키움증권.

4. 소결 ② - 인구변화와 주택시장의 관계는?

- ▶ 세계 주요국을 대상으로 생산활동인구 변화와 실질주택가격의 관계를 조사하면, 역시 '강력한' 연관성을 찾을 수 없음(결정계수 0.11)

생산활동인구 변화와 실질주택가격의 관계

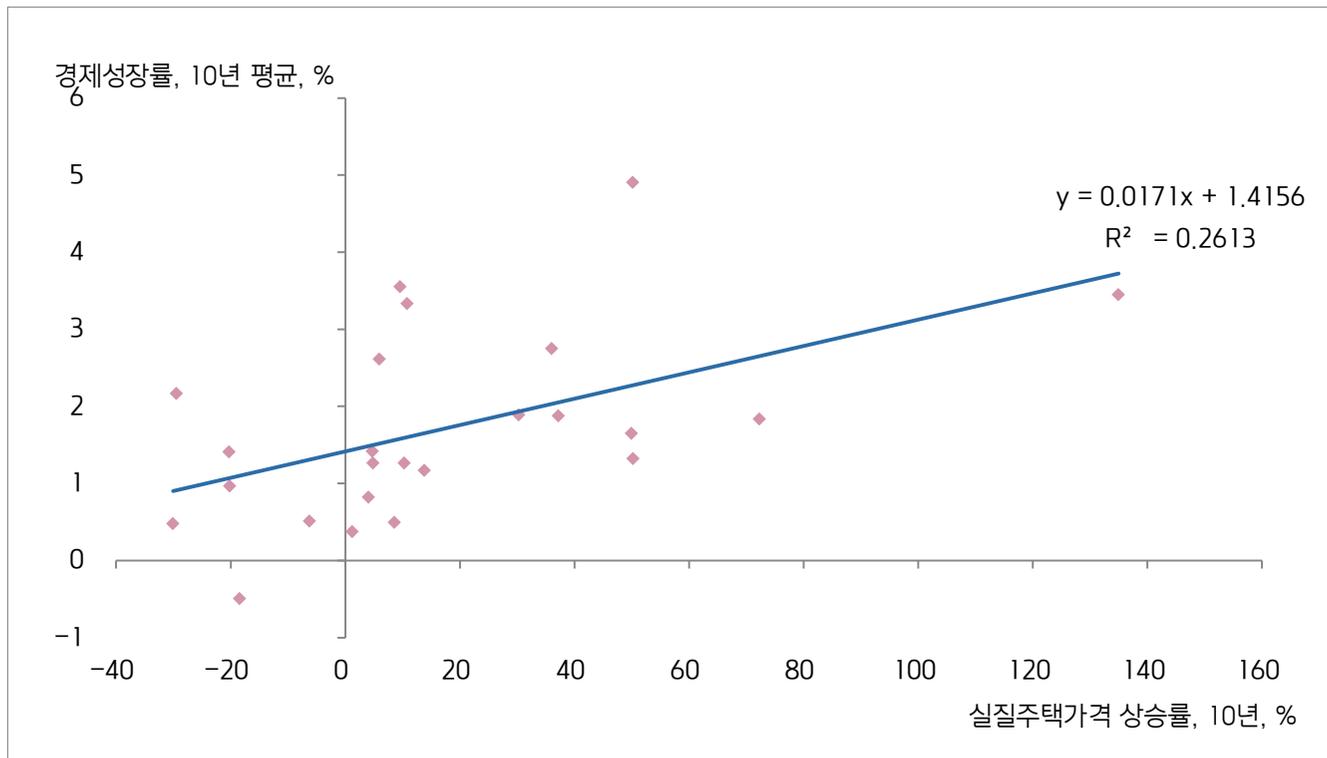


자료 : 세계은행, 국제결제은행, 키움증권.

4. 소결 ③ - 경제성장률과 주택시장의 관계는?

- ▶ 인구요인보다는 경제성장률이 주택시장에 더 큰 영향을 미치는 것으로 판단됨(결정계수 0.26)

경제성장률과 실질주택가격의 관계



자료 : 세계은행, 국제결제은행, 키움증권.

Part IV

일본이 특별한 경우다!

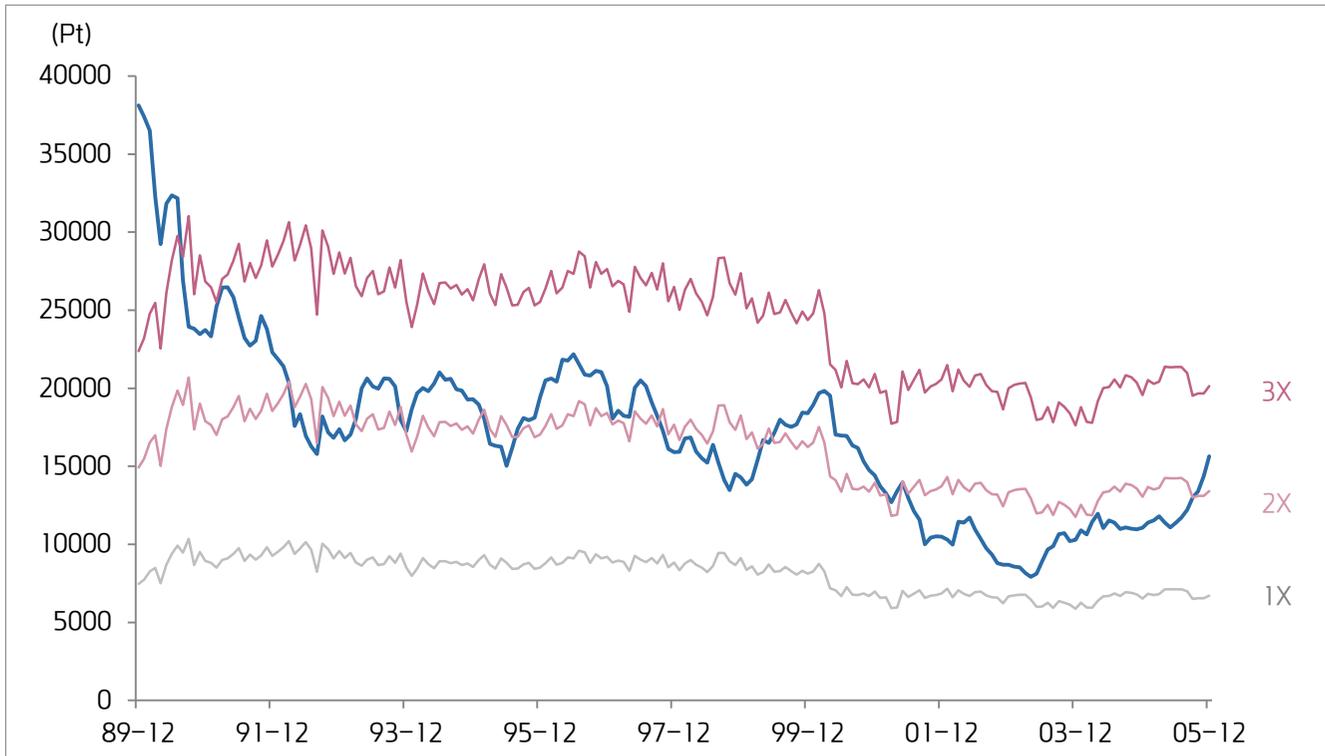


1. 일본증시의 경험 - 90년 일본 증시 PBR 5.1배

▶ 일본 Nikkei225지수, 1989년 버블 당시 5.11배를 기록

→ 91년 이후 평균 PBR은 2배 수준에 불과하며, 계속적으로 주당순자산가치(BPS)가 하락하고 있음

일본 Nikkei 225지수 PBR Bands

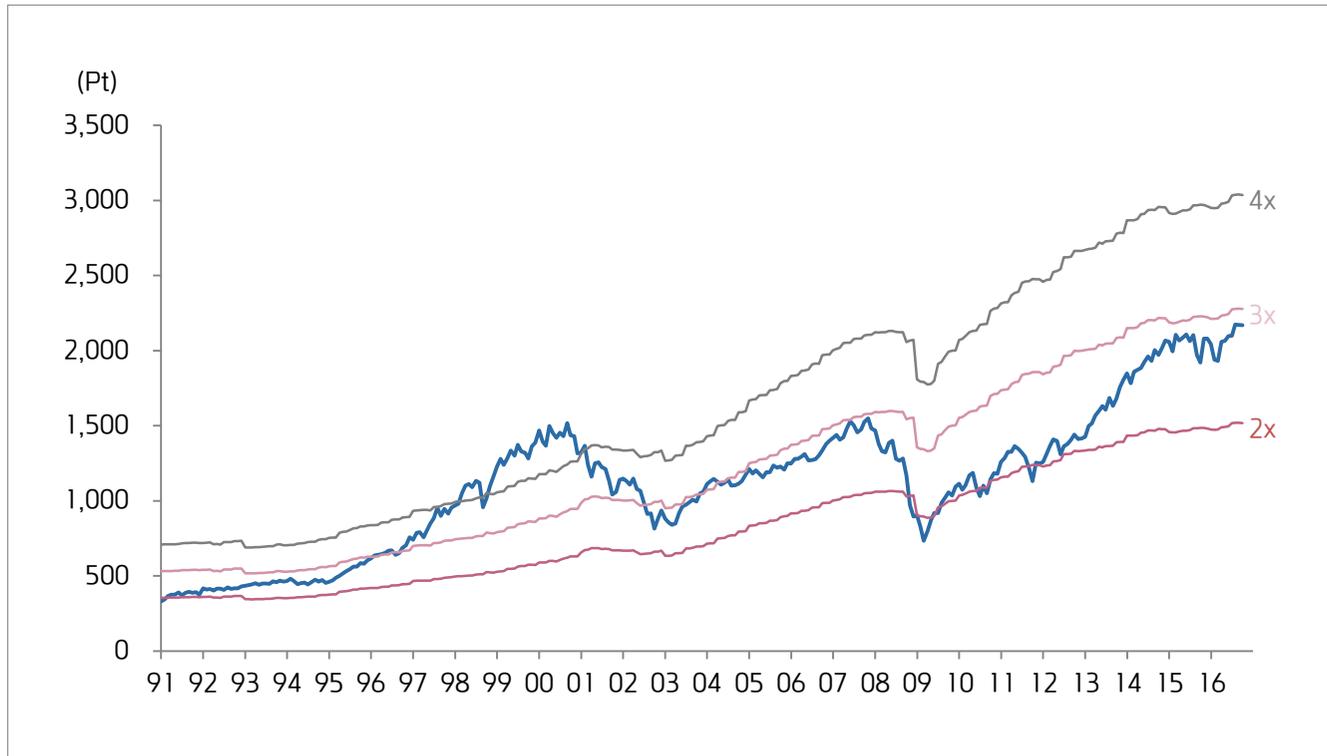


자료 : 일본 동경거래소, 키움증권.

2. 일본의 교훈을 수용한 나라 ① - 미국, Bubble은 어디에?

- ▶ 반면 미국 S&P500지수는 베이비 붐 세대 은퇴 이전인 2000년이 가장 Valuation 수준 높아
→ 1991년 이후 평균 PBR은 2.83배이며, 사상 최고치를 경신 중인 2016년 10월도 2.81배에 그치고 있음

미국 S&P500지수 PBR Bands

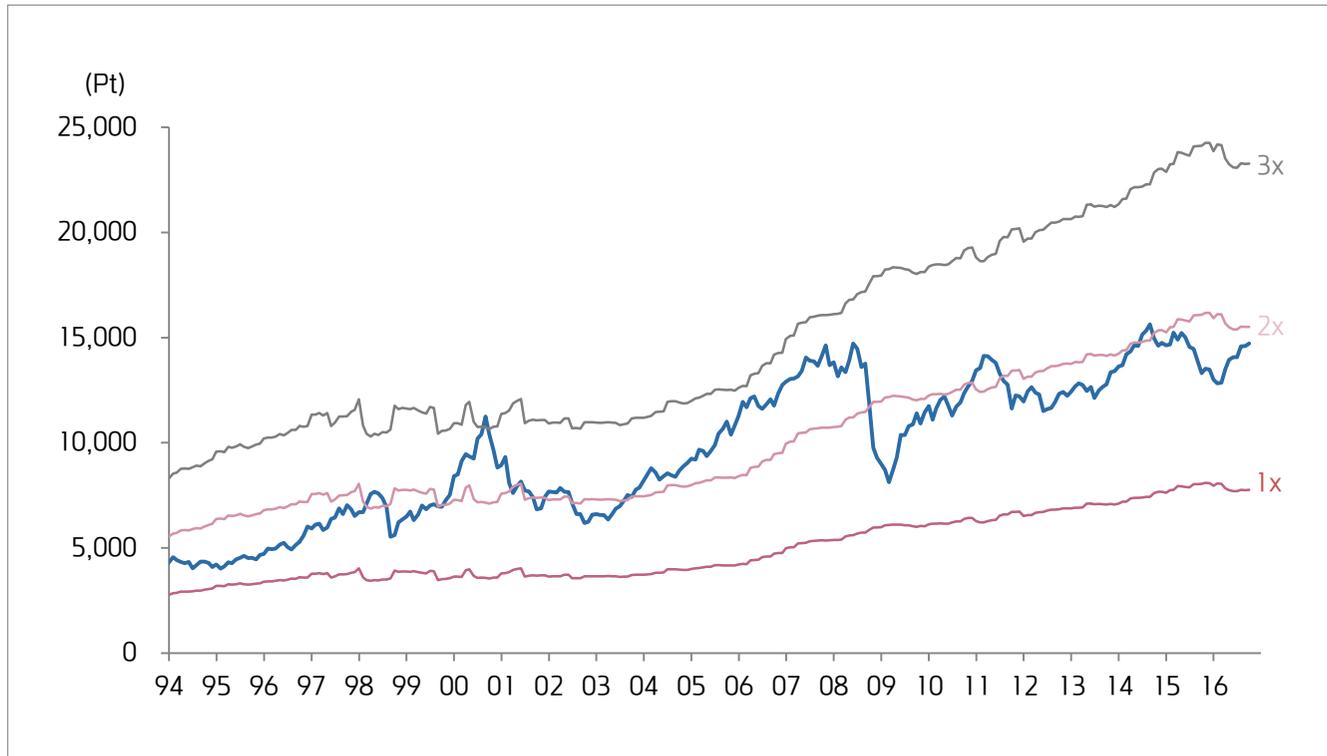


자료 : Bloomberg, 키움증권.

2. 일본의 교훈을 수용한 나라 ② - 캐나다, Bubble도 패닉도 없다

- ▶ 캐나다 S&P TSX지수는 베이비 붐 세대 은퇴 이전인 2000년이 최고 Valuation Level
→ 1994년 이후 평균 PBR은 1.96배, 사상 최고치 레벨인 2016년 10월도 1.88배에 불과함

캐나다 S&P TSX지수의 PBR Bands

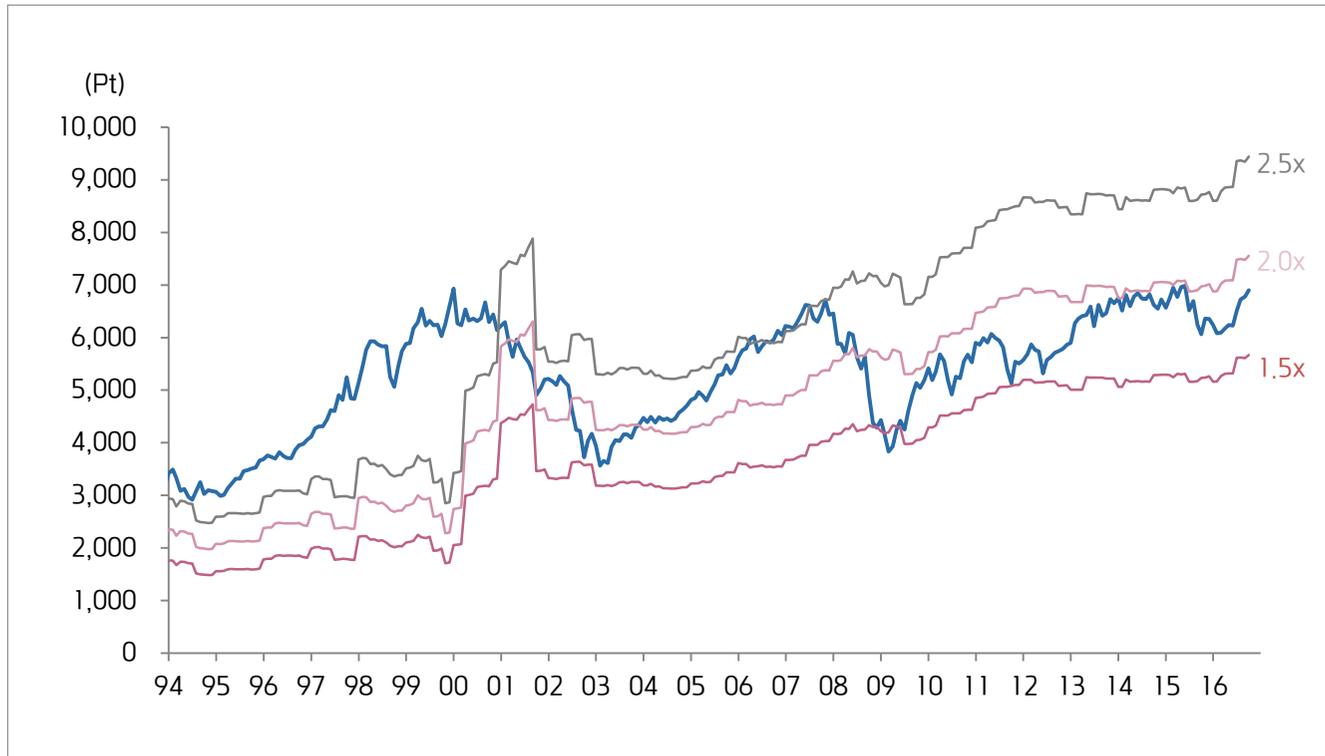


자료 : Bloomberg, 키움증권.

2. 일본의 교훈을 수용한 나라 ③ - 영국, 2000년 이후 안전한 시장

- ▶ 영국 FTSE100지수도 베이비 붐 세대 은퇴 이전인 2000년이 최고 Valuation
→ 1994년 이후 평균 PBR은 2.45배, 사상 최고치 레벨인 2016년 10월도 1.83배에 불과함

영국 FTSE100지수 PBR Bands

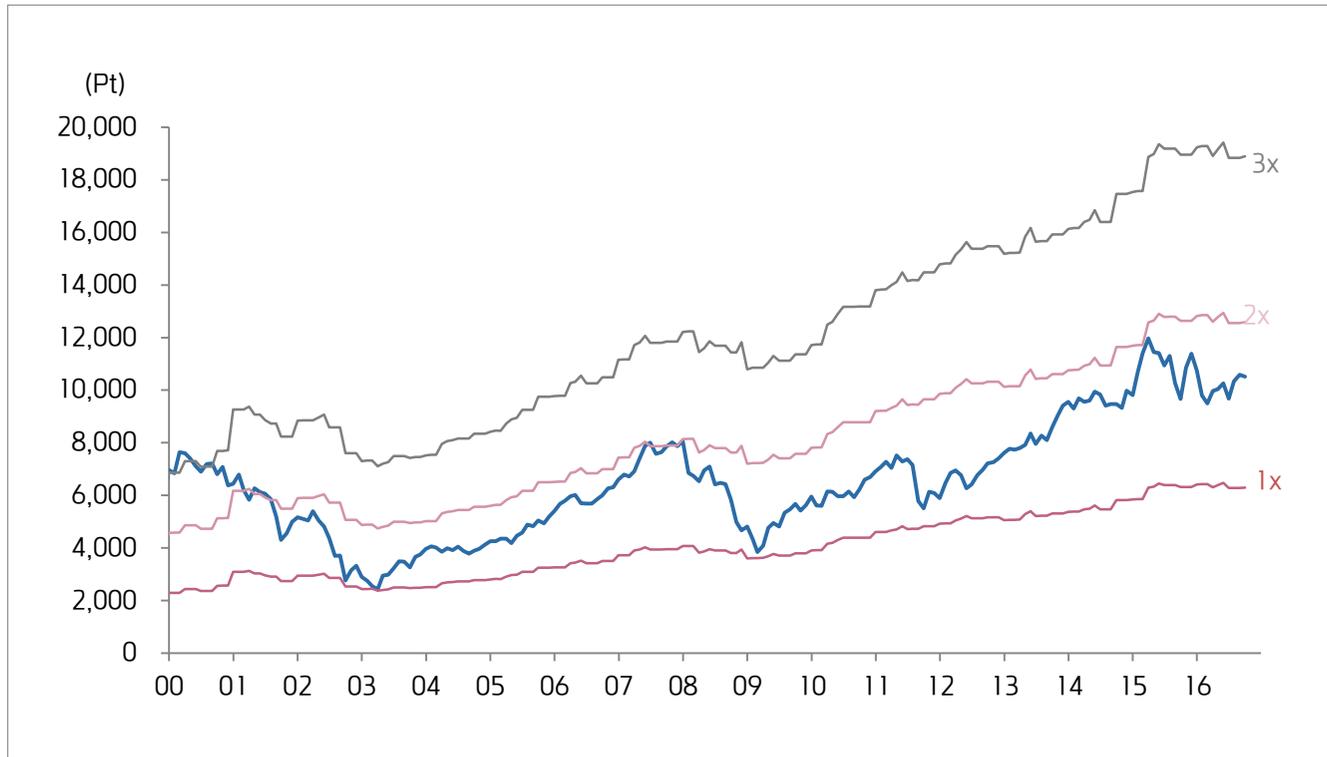


자료 : Bloomberg, 키움증권.

2. 일본의 교훈을 수용한 나라 ④ - 독일증시, 사상 최고치 갱신

- ▶ 독일 DAX30지수도 2000년 IT Bubble이 최고 Valuation
→ 2000년 이후 평균 PBR은 1.65배, 2016년 10월은 1.68배에 불과함

독일 DAX30지수 PBR Bands



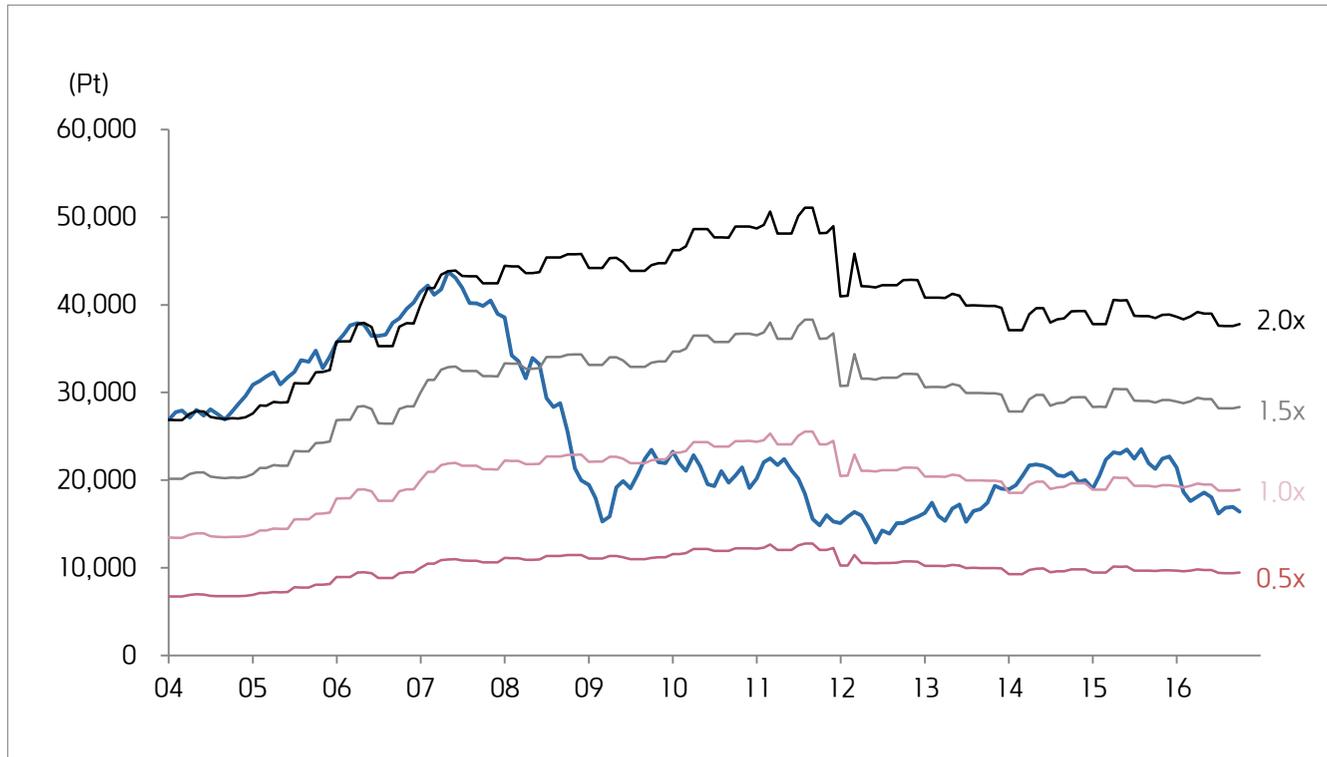
자료 : Bloomberg, 키움증권.

3. 일본에게서 교훈을 얻지 못한 나라 ① - 이탈리아

▶ 사상 최고 수준의 PBR Level에서 붕괴

→ 이탈리아 FTSE MIB 지수 2004~2016년 평균 PBR은 1.29배이지만, 2007년 고점 당시 2.01배

이탈리아 FTSE MIB 지수 PBR Bands

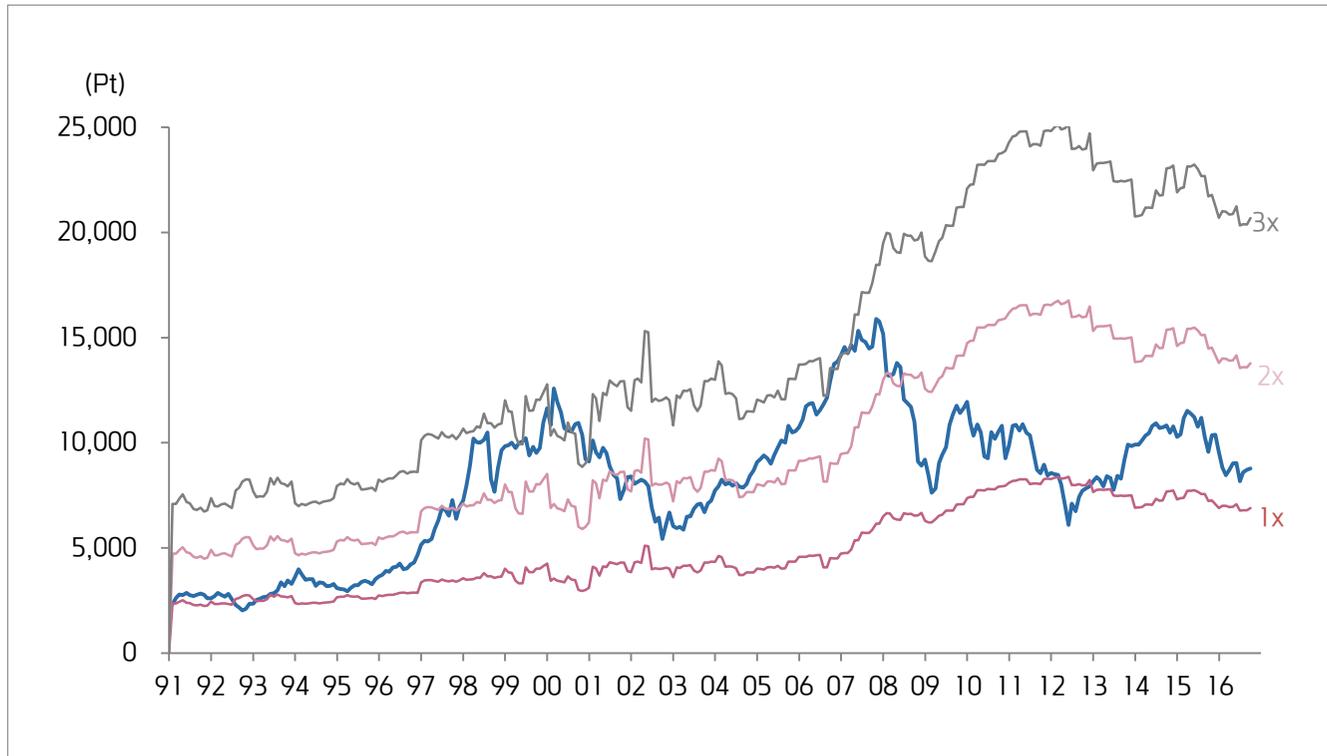


자료 : Bloomberg, 키움증권.

3. 일본에게서 교훈을 얻지 못한 나라 ② - 스페인

- ▶ 스페인도 2007년 사상 최고 수준의 Valuation Level(PBR 3.06배)에서 붕괴
→ 스페인 IBEX35 지수 1991~2016년 평균 PBR, 1.73배. 2016년 10월 PBR 1.27배

스페인 IBEX35 지수 PBR Bands

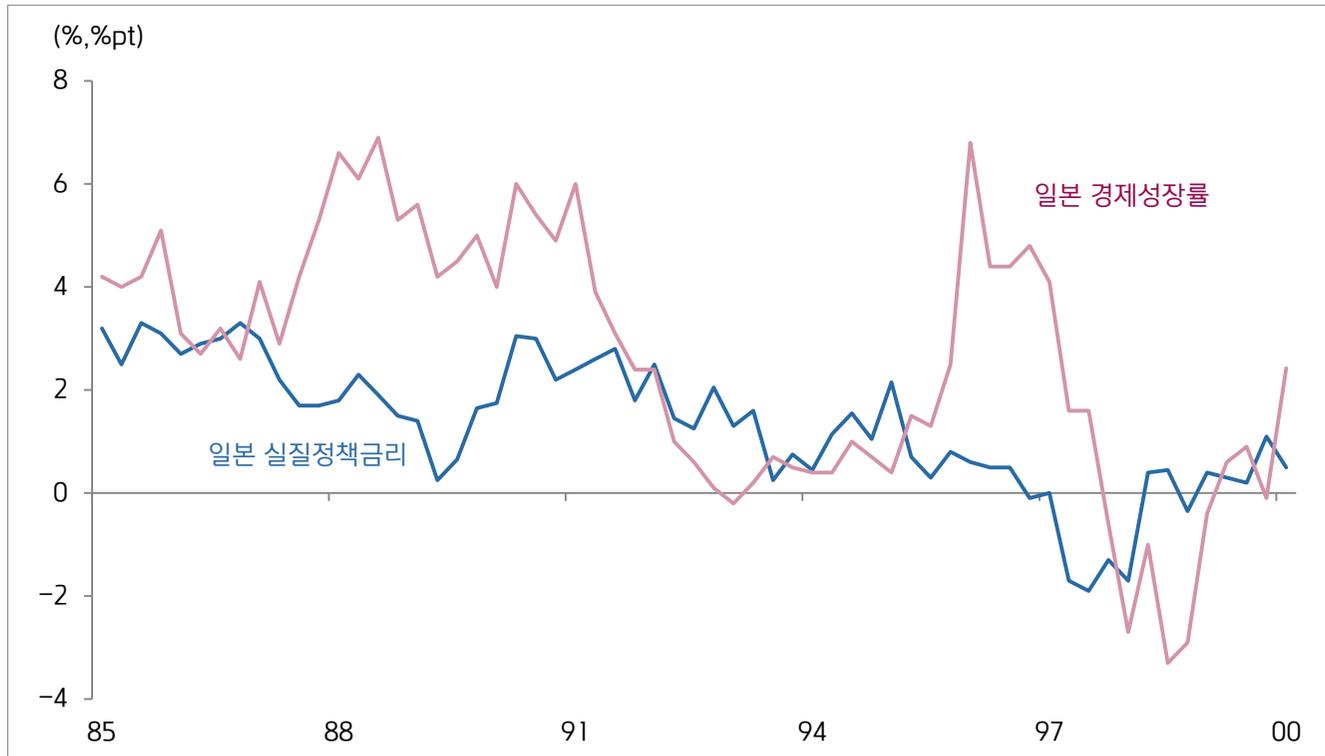


자료 : Bloomberg, 키움증권.

4. 일본이 주는 핵심 교훈 - 디플레 위협에 단호하게 대처하라

- ▶ 자산시장 붕괴로 디플레 위협이 부각되던 90년대 초반, 일본 실질정책금리는 2% 상회
 - 미 연준은 “1989년 버블이 붕괴될 때, 일본 중앙은행이 정책금리만 공격적으로(200bp 이상) 내렸다면 디플레 악순환이 출현하지 않았을 것”이라고 지적(Preventing Deflation: Lessons from Japan’s Experience in the 1990s).

일본 실질정책금리와 경제성장률의 관계



자료 : Bloomberg, 키움증권.

5. 미국은 자산시장 붕괴에 어떻게 대응했나?

- ▶ 반면 미국 연준은 2008년 글로벌 금융위기 이후 금리인하 및 비전통적인 통화정책 시행으로 대응
→ 2010~2014년간 실질정책금리, 마이너스

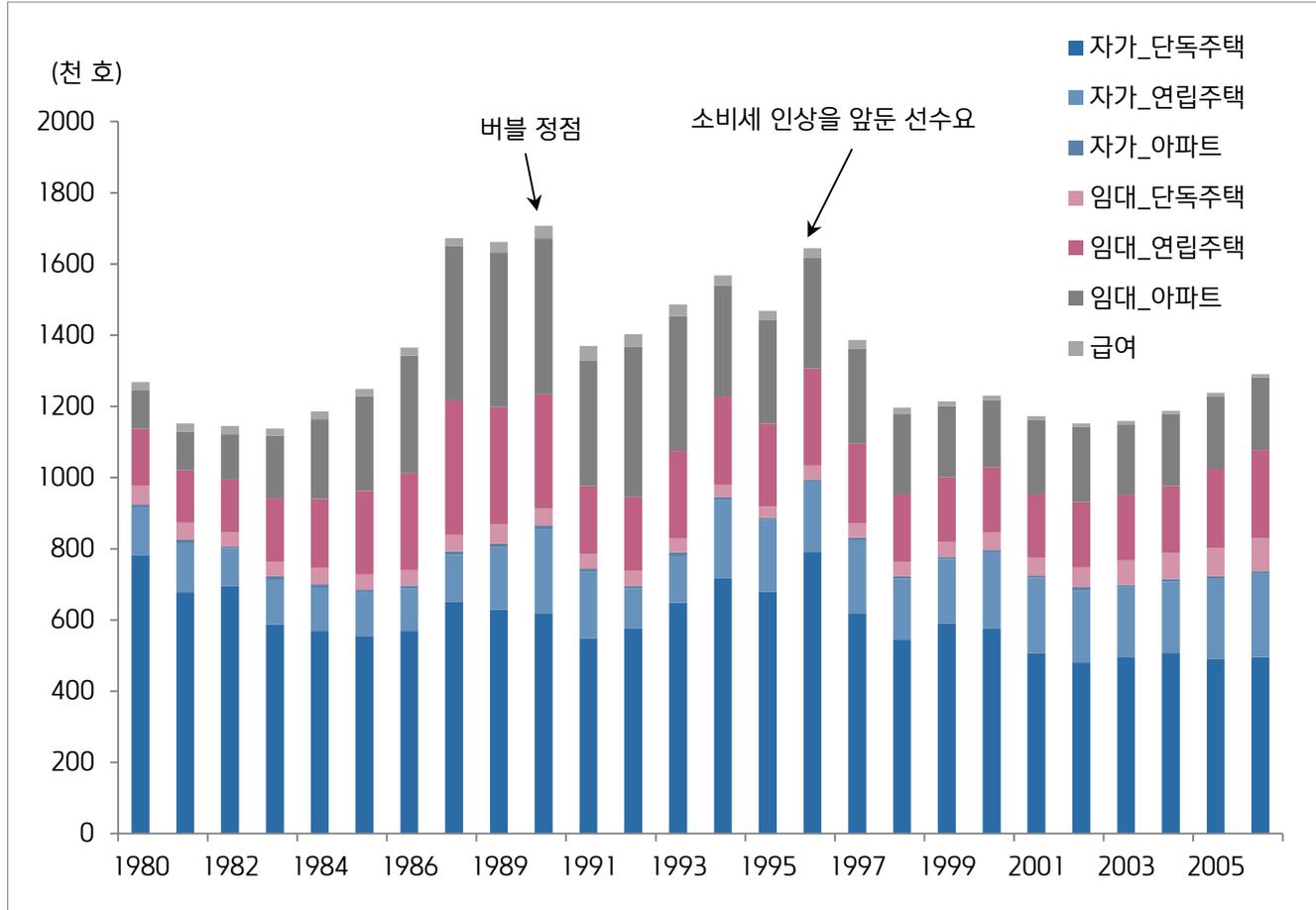
미국 실질정책금리와 경제성장률의 관계



자료 : Bloomberg, 키움증권.

6. 일본이 주는 마지막 교훈 - 주택가격이 하락하면 공급을 줄여라!

버블 붕괴 이후에도 주택공급 줄어들지 않아!

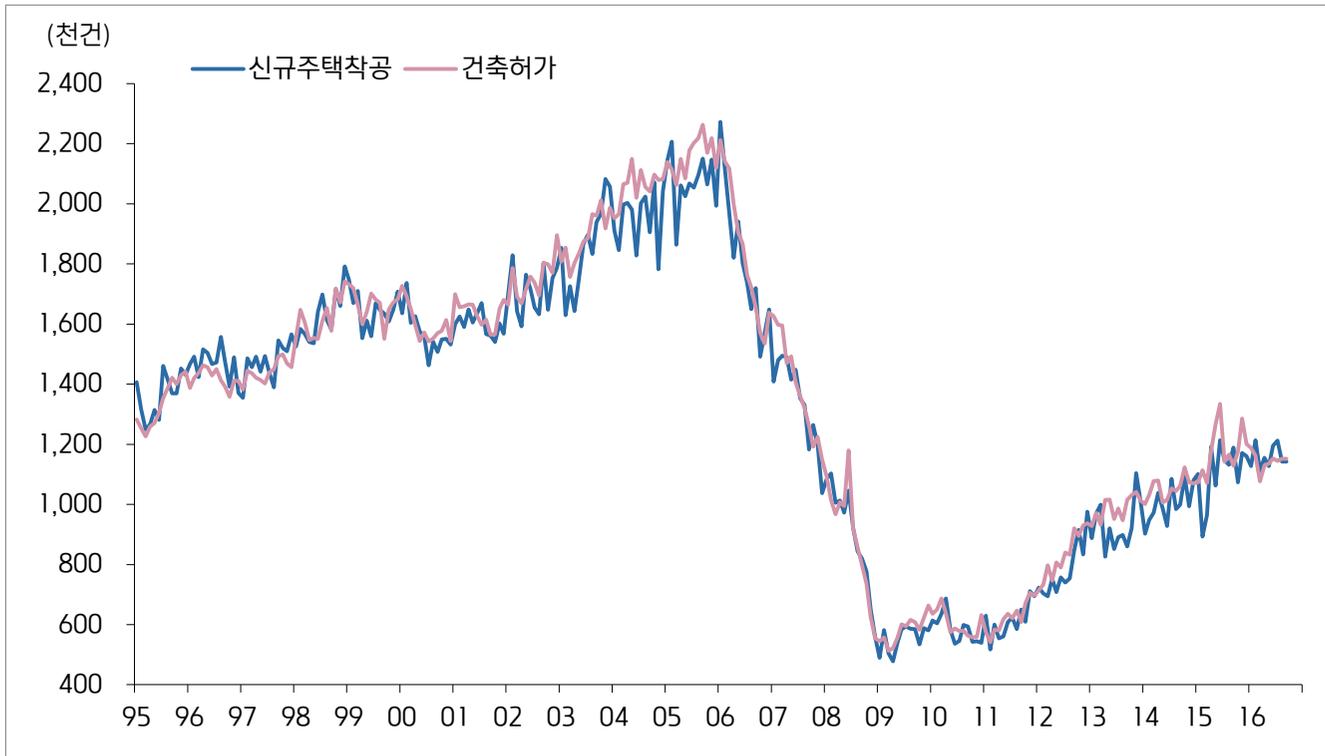


자료 : KB 경제연구소, 키움증권.

7. 미국은 주택공급 과잉에 어떻게 대응했나?

- ▶ 반면 미국은 2007년 주택시장의 버블이 붕괴된 이후 급격히 주택공급을 줄였음
 - 1980년 이후 연 평균 150만 호의 주택공급이 있었으나, 2008년 이후에는 50~110만 호 수준에 불과함

2008년을 전후한 미국 주택공급 추이



자료 : Bloomberg, 키움증권.

8. 소결 : 일본의 세 가지 실수에 주목하라

- ▶ 2008년 글로벌 금융위기 이전, 미국은 1989년 일본과 마찬가지로
 - ① 베이비 붐 세대의 은퇴 ② 자산시장의 버블 ③ 대출금리 상승이라는 악재에 노출
- ▶ 그러나 미국 경제는 2009년부터 다시 성장세로 돌아섰으며, 주택 등 주요 자산가격은 상승 추세로 복귀
- ▶ 어디서 이런 차이가 나타났는지에 대해서는 2002년 미 연준이 발행한 보고서 “디플레이션 방어하기: 1990년대 일본 경험으로부터의 교훈”이 해답을 제시
 - 미 연준의 이코노미스트들은 1995년부터 본격화된 일본의 디플레에 대해 “1989년 버블이 붕괴되고 일본 중앙은행이 정책금리만 공격적으로(200bp 이상) 내렸다면 디플레이션 악순환은 오지 않았을 것”이라고 지적한 바 있음
 - 한편, 2000년 일본 중앙은행이 금리를 인상한 것을 비판하면서 “예를 들어 지나친 경기부양으로 인플레이가 발생하면 긴축으로 전환하여 해결할 수 있지만, 너무 경기부양이 늦거나 규모가 약해 경제가 디플레이션의 영역에 진입하면 경제를 다시 정상 수준으로 되돌릴 방법이 마땅찮다. 따라서 버블이 붕괴될 때에는 일단 시장 참가자들의 미래 경제에 대한 예상을 바꿔놓을 정도로 공격적인 경기부양이 필요하다”고 지적
 - 더 나아가 미국 정부는 일본과 달리, 주택공급 확대 정책보다는 금융기관 정상화 및 의료보험 개혁 등에 주력함으로써 주택시장의 균형이 회복될 여건을 마련했다는 차이가 있음

Part V

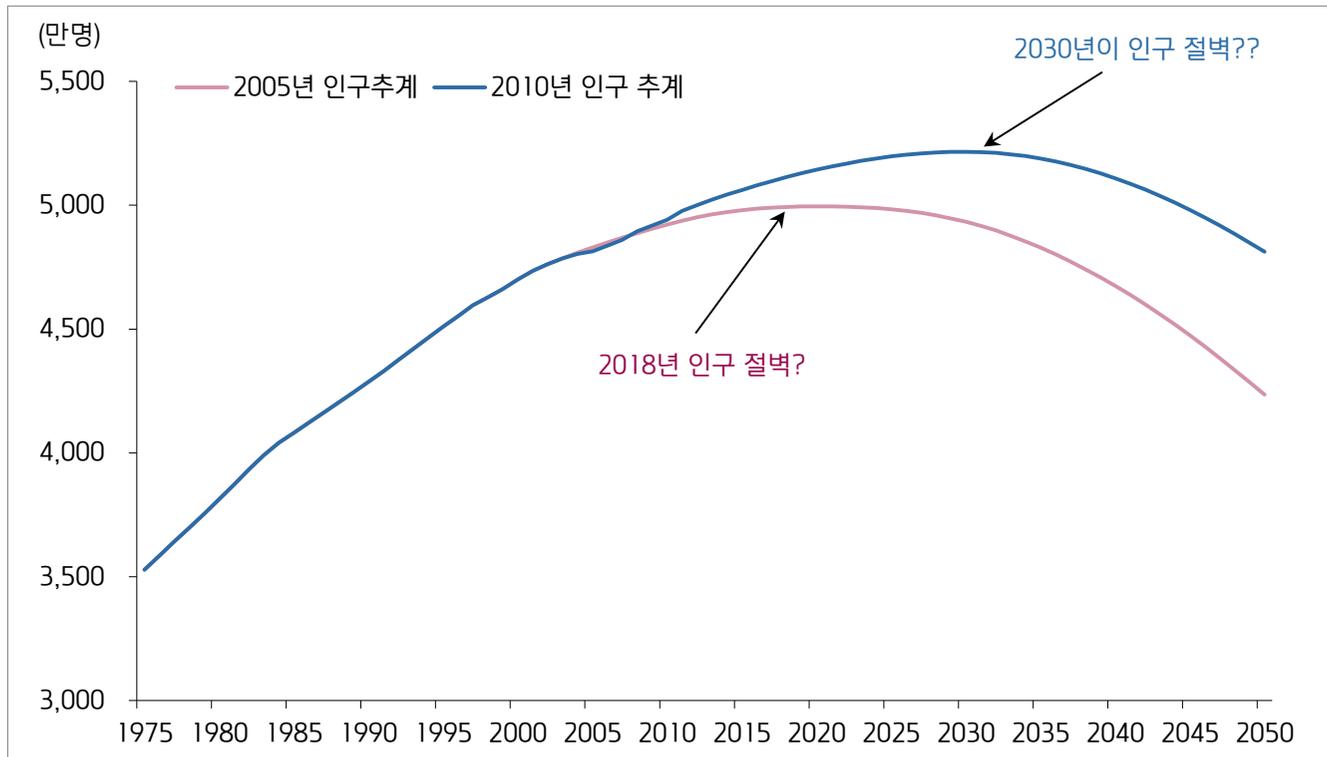
우리는, 그리고 중국은 어떻게 될까?



1. 빛나간 한국 '인구추계' ① - 인구절벽은 2030년?

- ▶ 2005년의 '인구추계' 당시에는 2018년부터 인구가 감소할 것으로 예측되었으나, 2010년 '인구추계'에서는 인구 감소 시기가 2030년으로 변경

한국 인구 추계의 극적인 변화

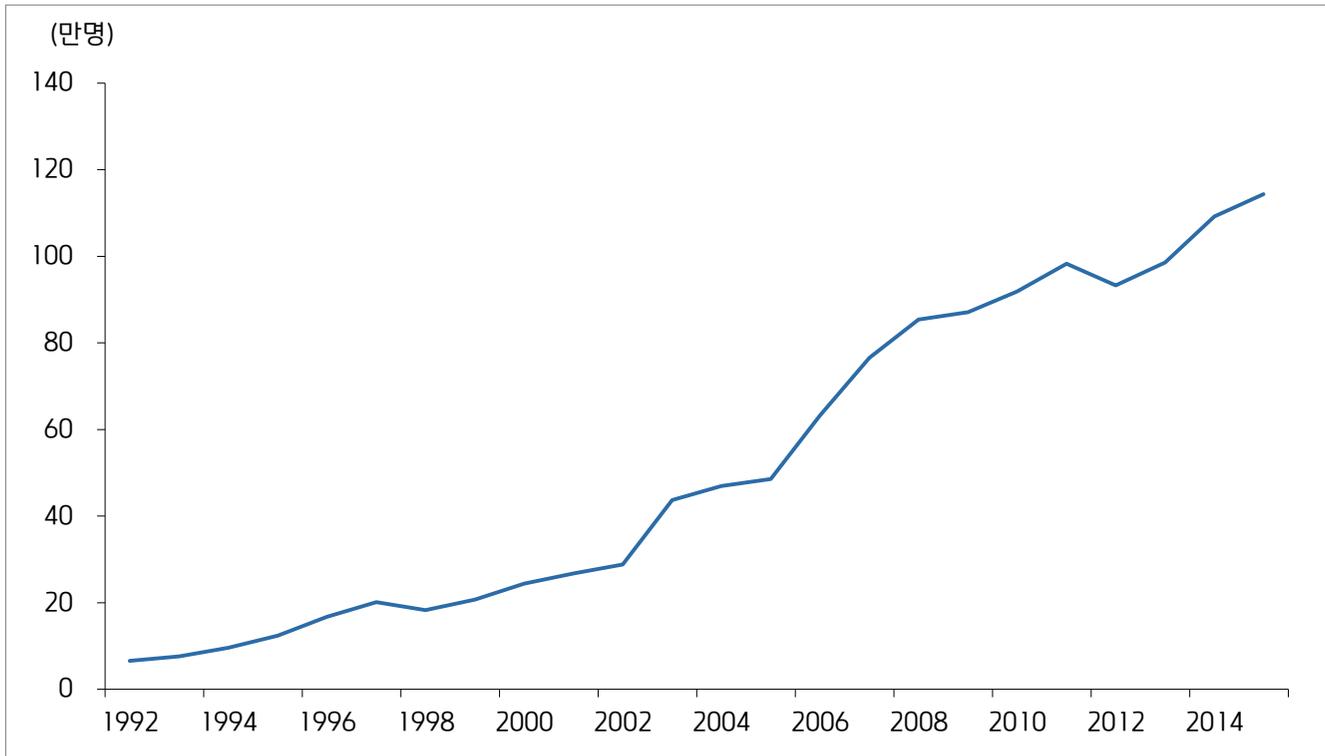


자료 : 통계청, 키움증권.

1. 빛나간 한국 '인구추계' ② - 외국인 때문이다!?

- ▶ 한국 인구 추계가 크게 예상을 벗어난 직접적인 이유는 가파른 '외국인 인구의 유입'을 미처 감안하지 못했기 때문

외국인 등록인구 변화

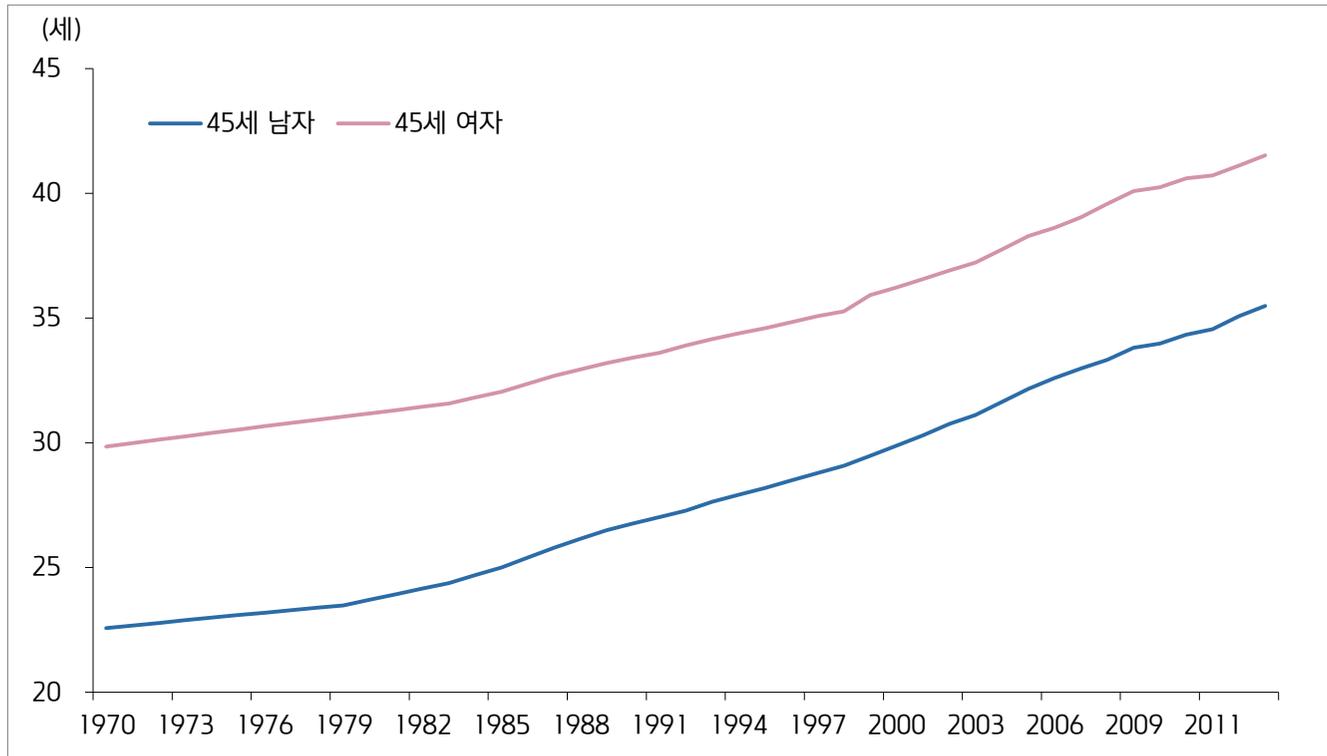


자료 : 통계청, 키움증권.

1. 빛나간 한국 '인구추계' ③ - 장수국가 한국!

- ▶ 외국인 인구의 급격한 유입 뿐만 아니라, 기대여명이 계속 연장되고 있는 점도 '인구절벽'을 지연시킨 원인으로 작용

45세 한국인의 기대여명 변화

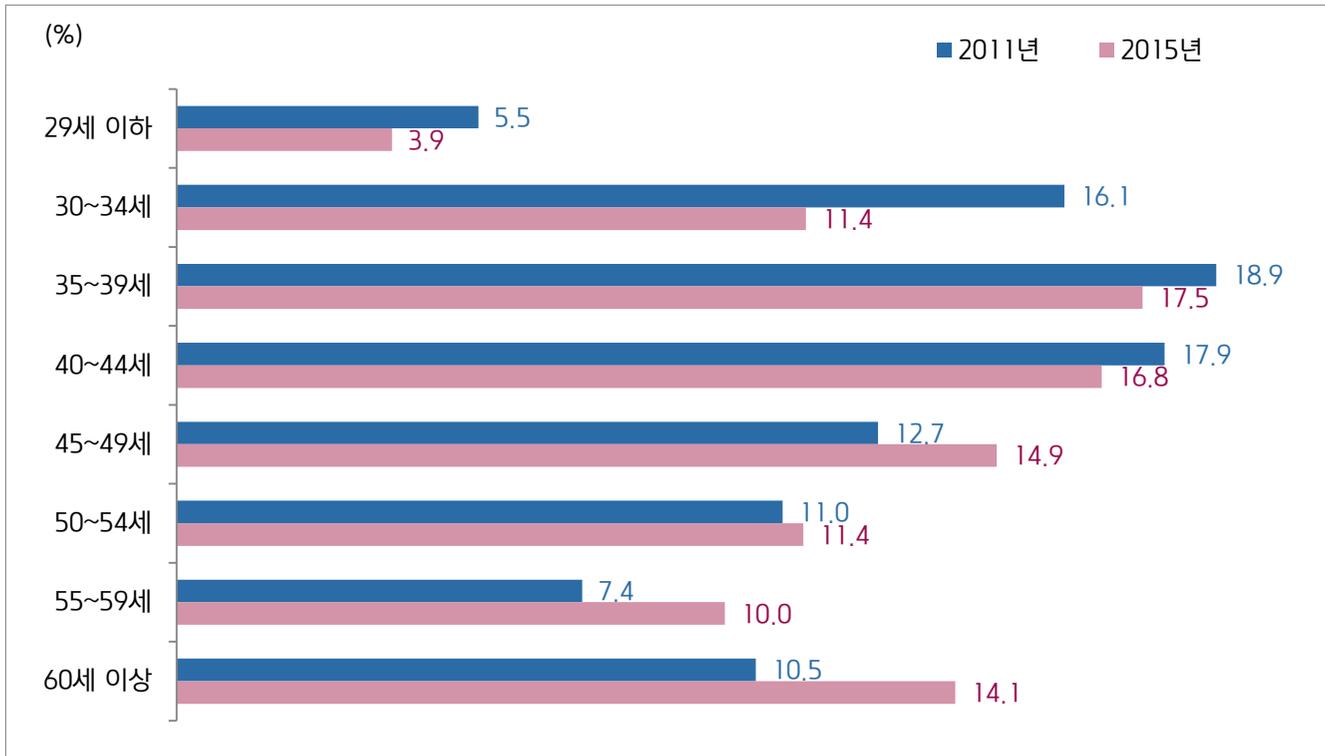


자료 : 통계청, 키움증권.

2. 한국 집값 전망 ① - 고령자들이 집을 사고 있다!

- ▶ 은퇴연령에 도달하면 주택 매도 압력이 증가할 것으로 예상되었으나, 2011~2015년 한국에서는 노령자(50세 이상)의 주택구입이 폭증하는 것을 발견 → 주택연금 확대 및 월세 소득 수요 증가 때문

연령별 아파트 구입자 비중 변화

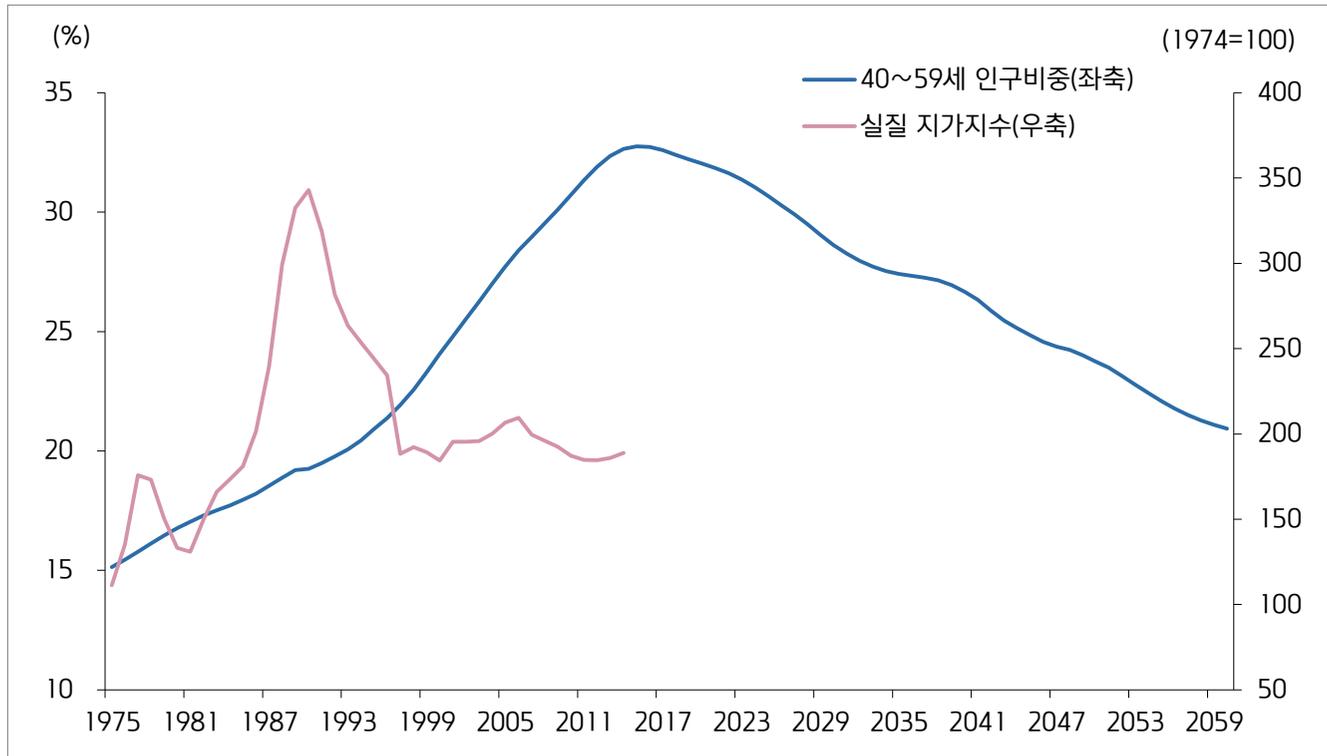


자료 : 한국 감정원, 키움증권.

2. 한국 집값 전망 ② - 인구변동이 한국 집값을 설명하나?

- ▶ 일본의 사례와 달리, 한국 부동산시장은 인구변동과 별 다른 연관을 맺지 않고 있음

쌍봉세대 인구 비중과 실질 지가지수 추이



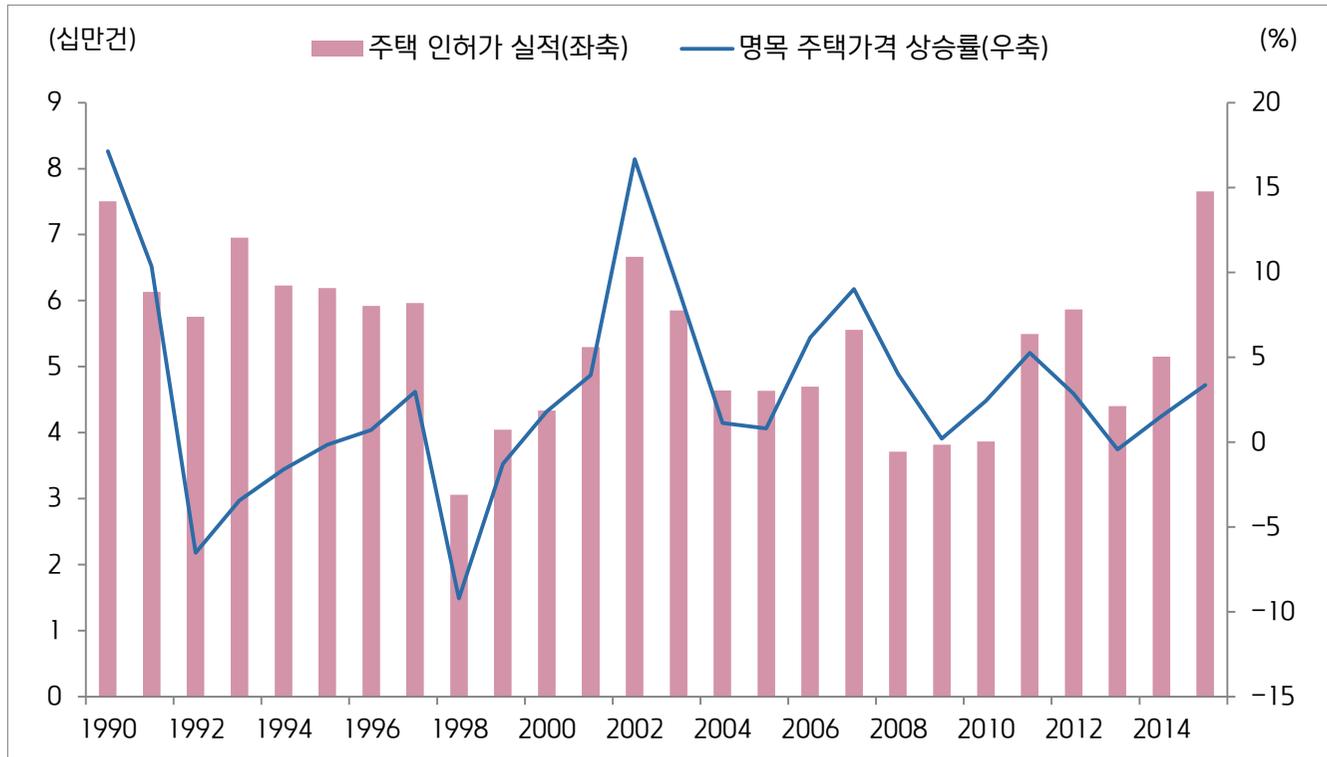
자료 : 통계청, KB 국민은행, 키움증권.

2. 한국 집값 전망 ③ - 한국 집값을 공급이 결정한다!

▶ 한국의 주택가격을 결정짓는 가장 핵심적인 변수는 ‘공급’

→ 가격이 상승하면 인허가 물량이 증가하며, 이후 2~3년에 걸쳐 주택공급이 증가하며 주택가격 하락으로 연결

주택인허가 물량과 주택가격 상승률의 관계

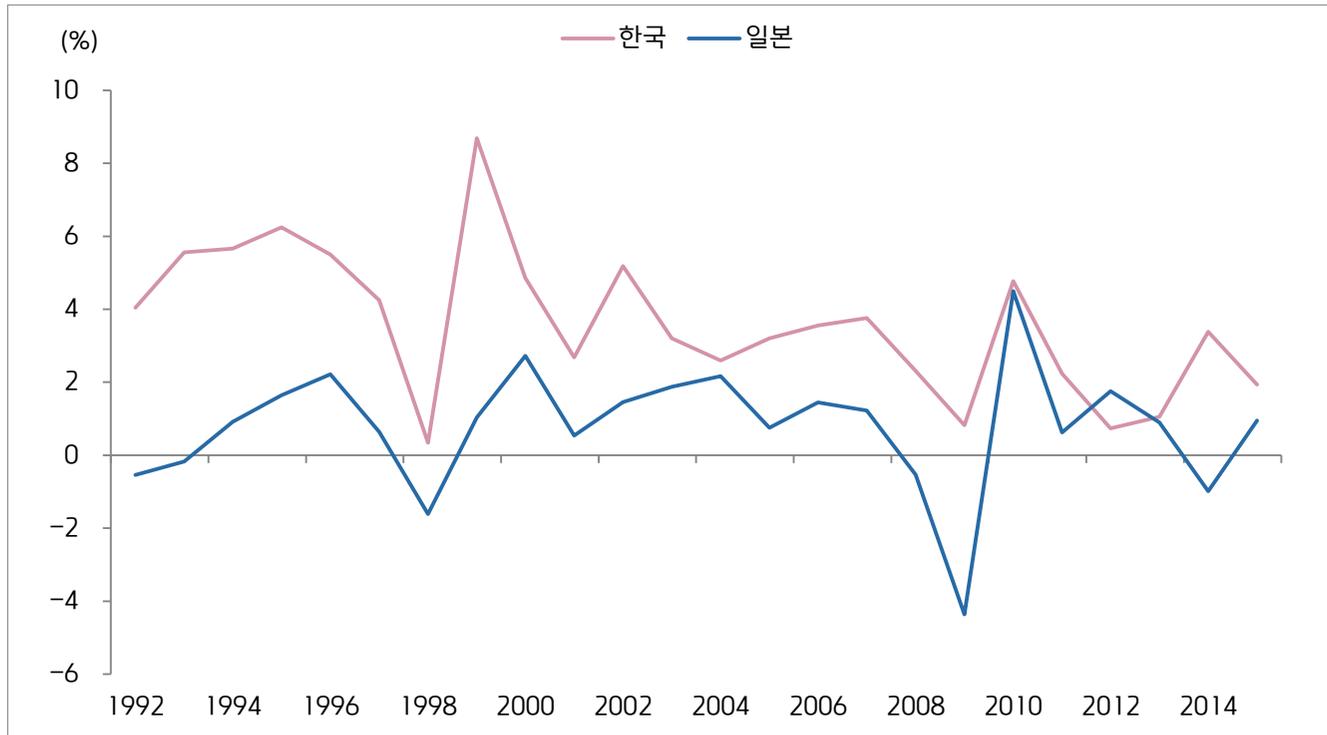


자료 : 통계청, KB 국민은행, 키움증권.

3. 한국 주가 전망 ① - 한국과 일본, 산업구조 차이 커

- ▶ 1992년 이후 일본증시가 부진의 늪에 빠진 반면, 한국증시가 크게 성장한 이유는 ‘생산성 격차’ 때문
→ 1992~2015년 기준 연 평균 생산성 증가율: 일본 0.8% vs. 한국 3.6%

한국과 일본의 노동생산성 증가율 추이(2011년 PPP 기준)

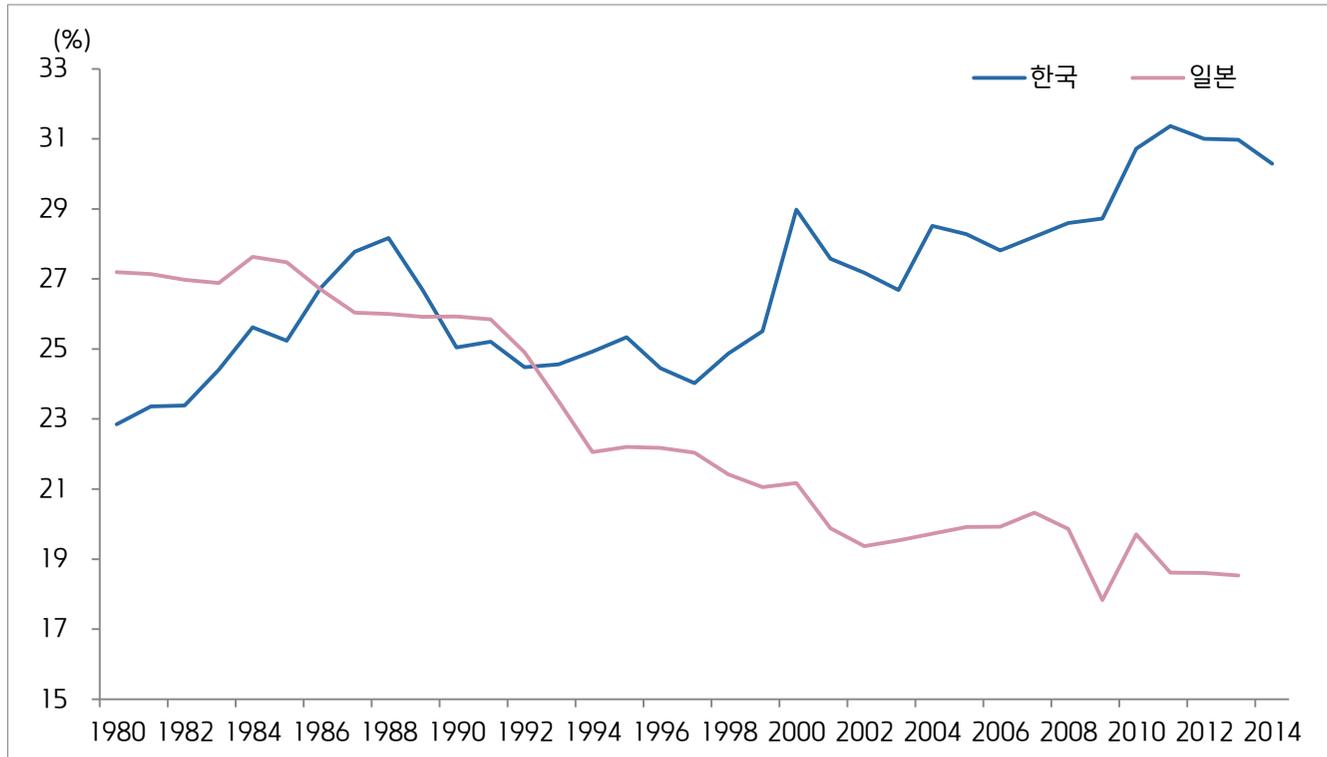


자료 : ILO, 키움증권.

3. 한국 주가 전망 ② - 일본은 서비스, 한국은 제조업

- ▶ 두 나라의 생산성 차이가 이토록 심각한 이유는 산업구조의 차이 때문
→ 2014년 기준 제조업 비중: 한국 30.3% vs. 일본 18.5%

한국과 일본의 GDP대비 제조업 비중

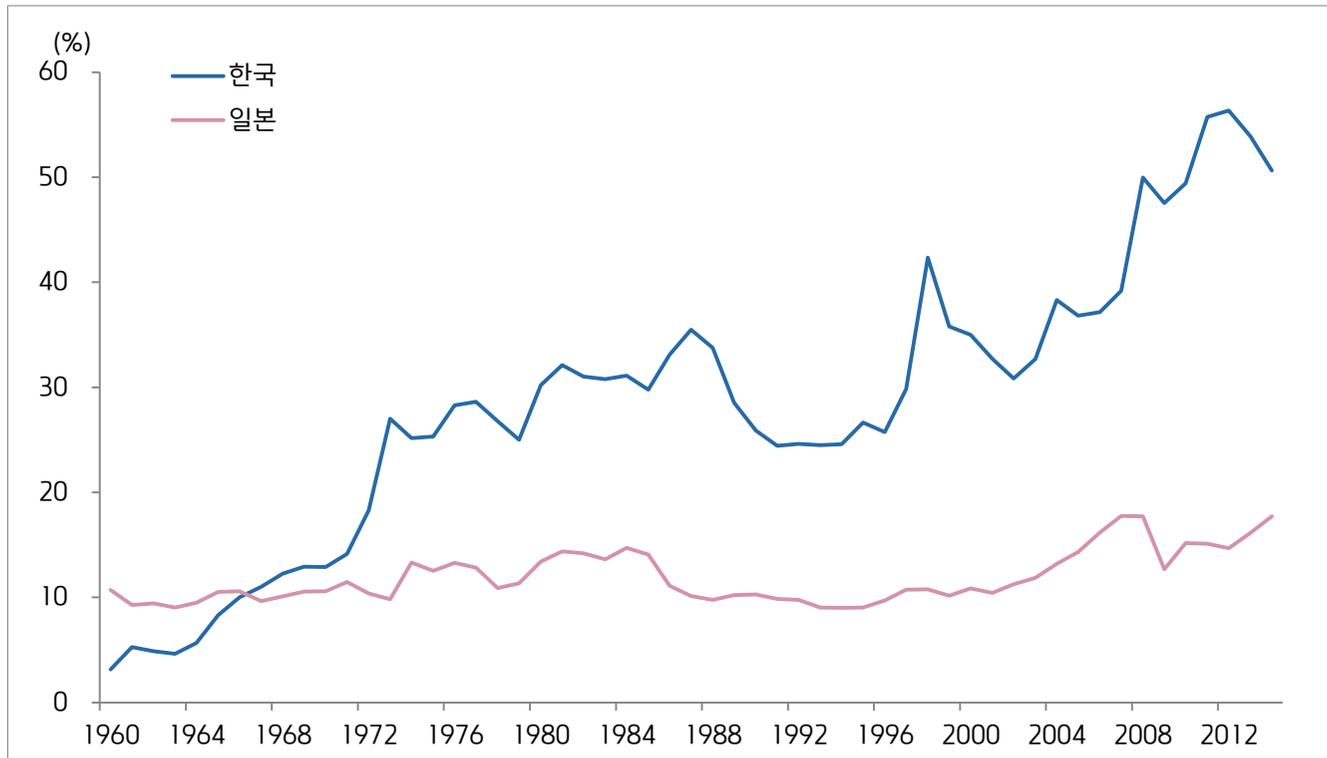


자료 : 세계은행, 키움증권.

3. 한국 주가 전망 ③ - 일본은 내수, 한국은 수출

- ▶ 일본의 경쟁력은 날이 갈수록 하락하고, 반대로 한국의 경쟁력이 개선되니 자연스럽게 GDP 대비 수출 비중에서도 큰 차이가 발생(한국 50.6% vs. 일본 17.7%)

한국과 일본의 GDP대비 수출 비중

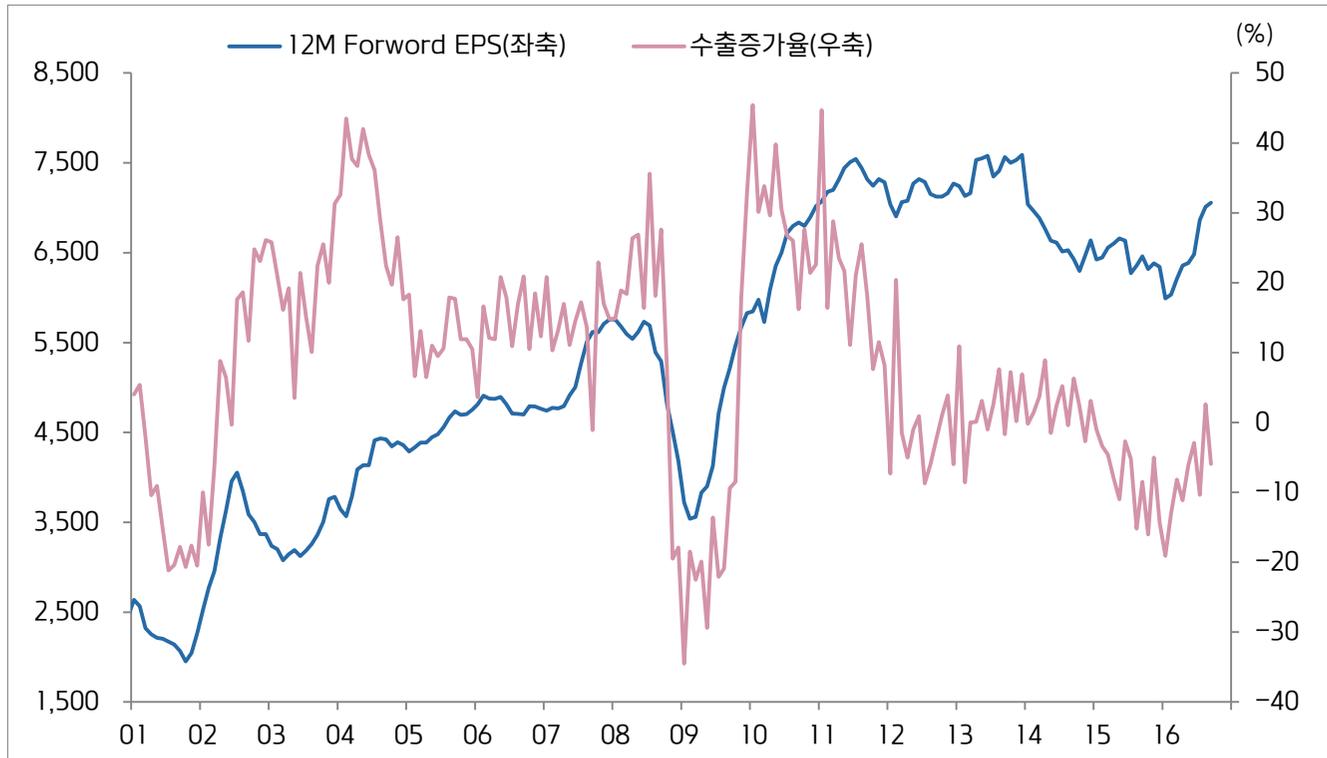


자료 : 세계은행, 키움증권.

3. 한국 주가 전망 ④ - 한국 주가는 수출경기에 달려 있어

- ▶ 한국은 제조업 비중이 높아 생산성 향상 속도가 빠르며, 이 결과 경쟁력도 강해 수출에 의지하는 비중이 점점 더 높아졌음 → 수출경기가 좋아지면 실적이 잘 나오고, 또 주가도 상승할 가능성이 높아짐

한국 수출과 기업 이익 관계

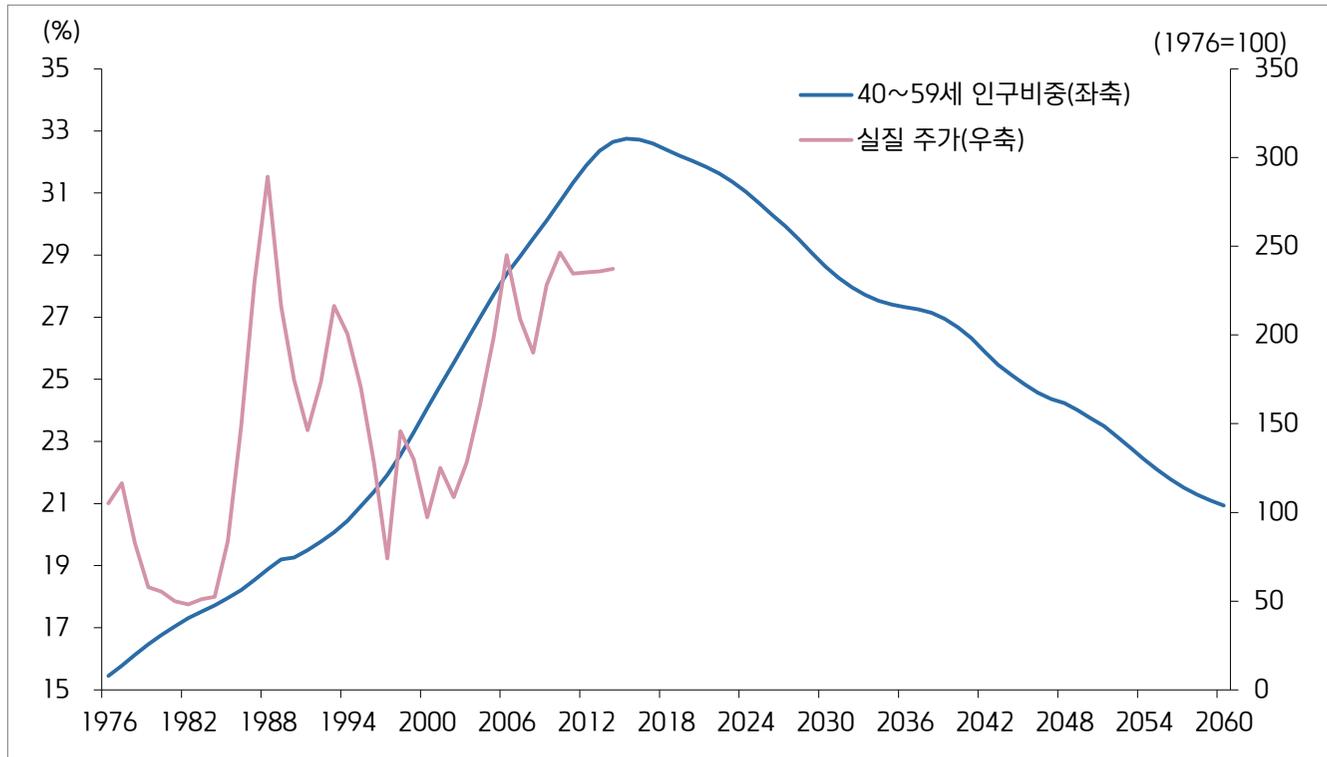


자료 : fnguide, 한국 산업통상자원부, 키움증권.

3. 한국 주가 전망 ⑤ - 인구구성과 주식시장, 별 다른 연관 없어

- ▶ 외국인 투자자의 지분율이 높고, 특히 기업실적이 수출에 의해 좌우되는 상황에서 '인구구성과 주식시장의 연관'은 크지 않아

한국 실질주가와 40~59세 인구 비중 추이

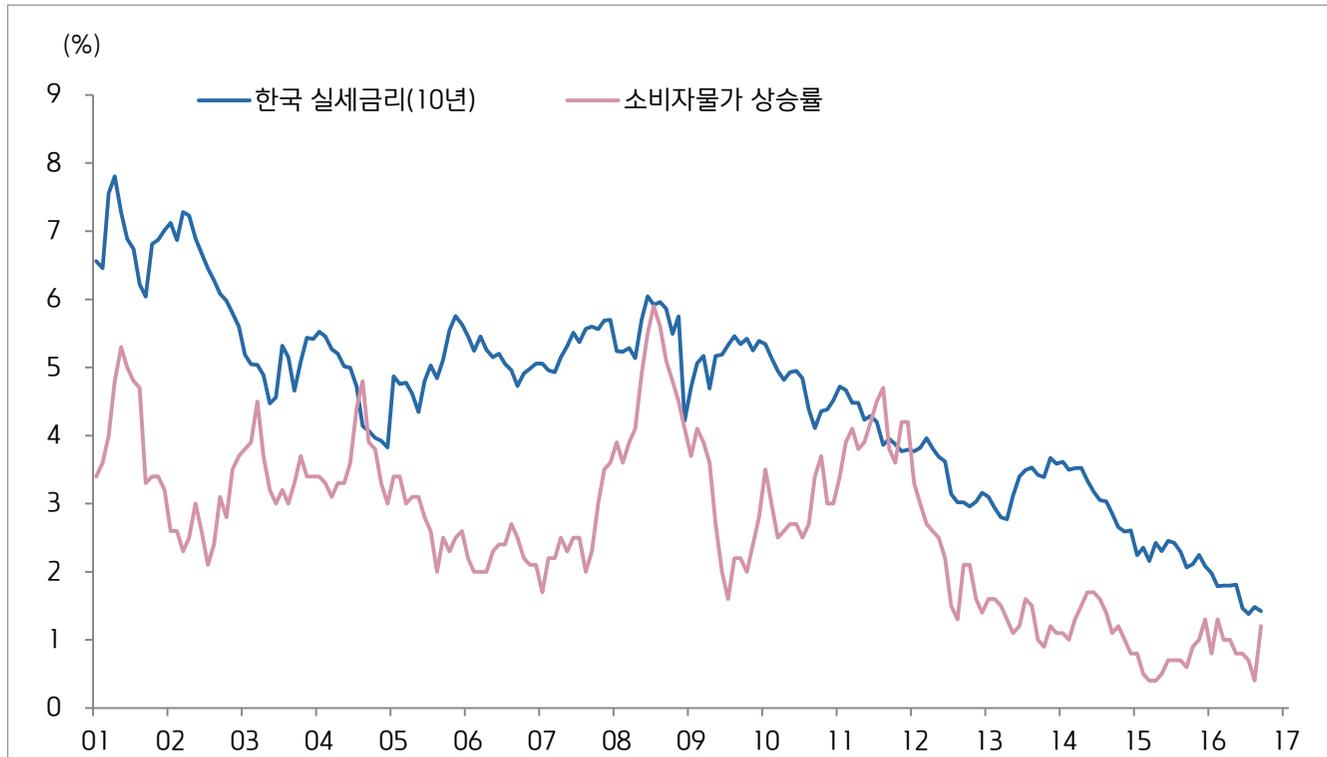


자료 : 한국은행, 통계청, 키움증권.

4. 한국 채권 전망 ① - 금리는 물가에 의해 좌우된다

- ▶ 한국 실세금리의 추세를 결정짓는 힘은 결국 '물가'에 있음

한국 실세금리와 물가상승률 추이

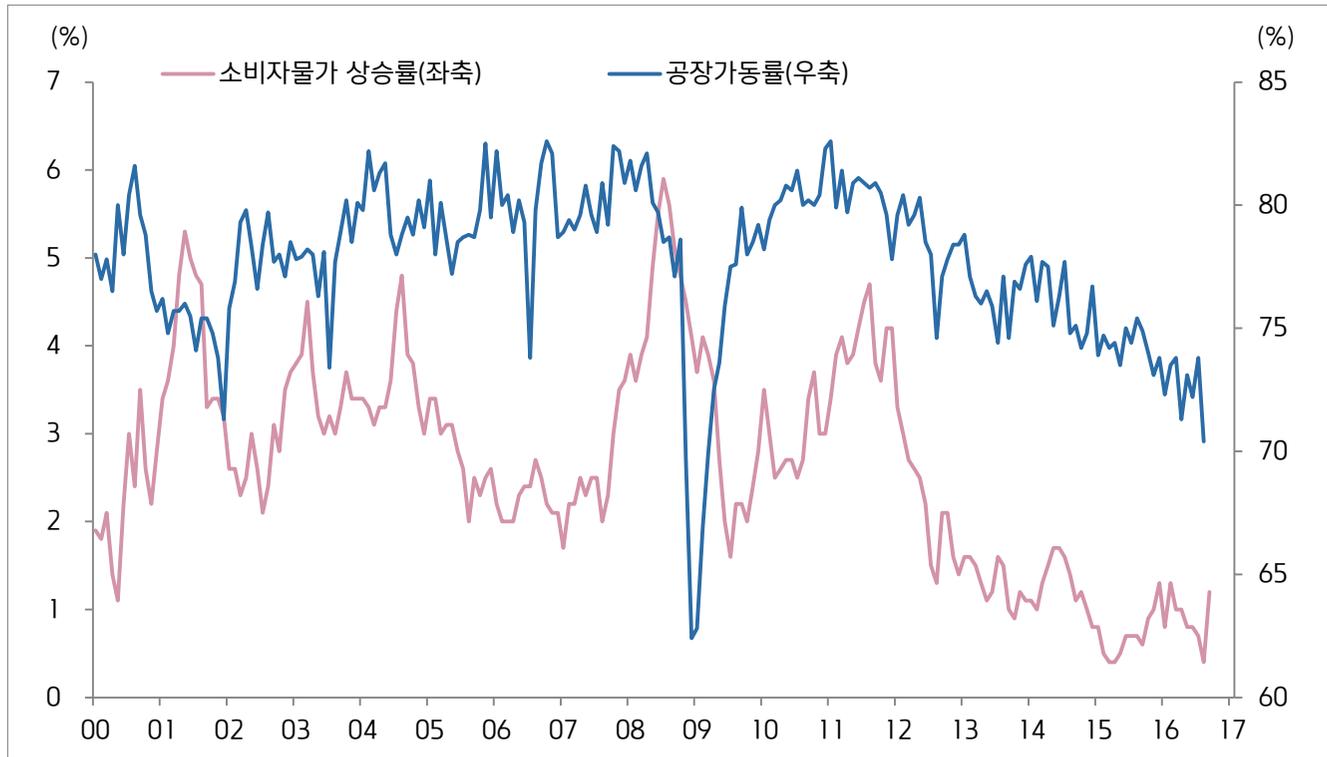


자료 : 한국은행, 통계청, 키움증권.

4. 한국 채권 전망 ② - 물가는 어떤 요인에 의해 좌우될까?

- ▶ 한국의 물가를 결정짓는 요인은 내부요인(공장가동률 등)과 외부요인(환율, 유가 등)으로 구분
→ 외부요인을 제외하고 내부요인에 집중하면, '유휴설비'의 존재 여부를 보여주는 공장가동률이 핵심지표

한국 공장가동률과 소비자물가 상승률 추이

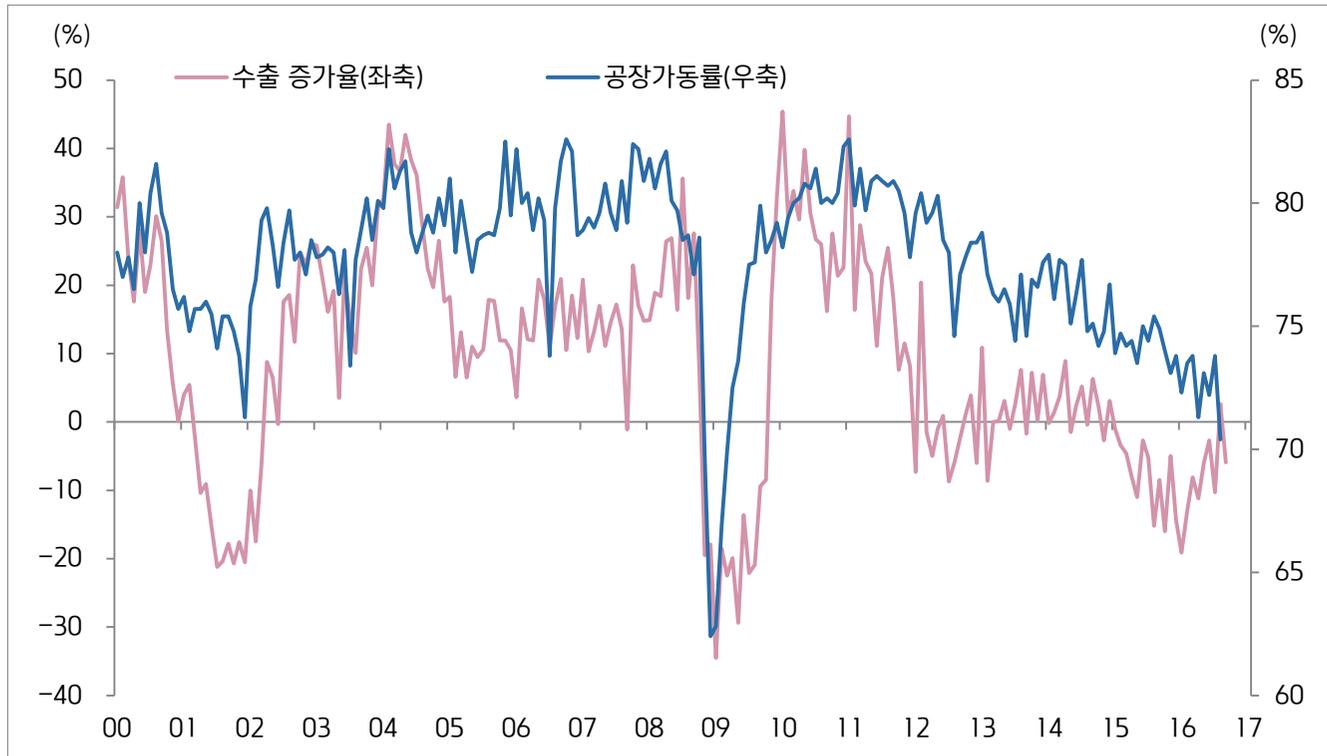


자료 : 통계청, 키움증권.

4. 한국 채권 전망 ③ - 유희설비를 결정하는 것은 수출!

- ▶ 수출 비중이 높은 한국 경제의 특성 때문에, 공장가동률은 수출에 의해 좌우됨
→ 수출이 개선될 때 가동률이 상승하며, 반대로 수출이 감소할 때 유희설비가 증가하며 물가하락 요인으로 작용

한국 수출증가율과 공장가동률의 관계

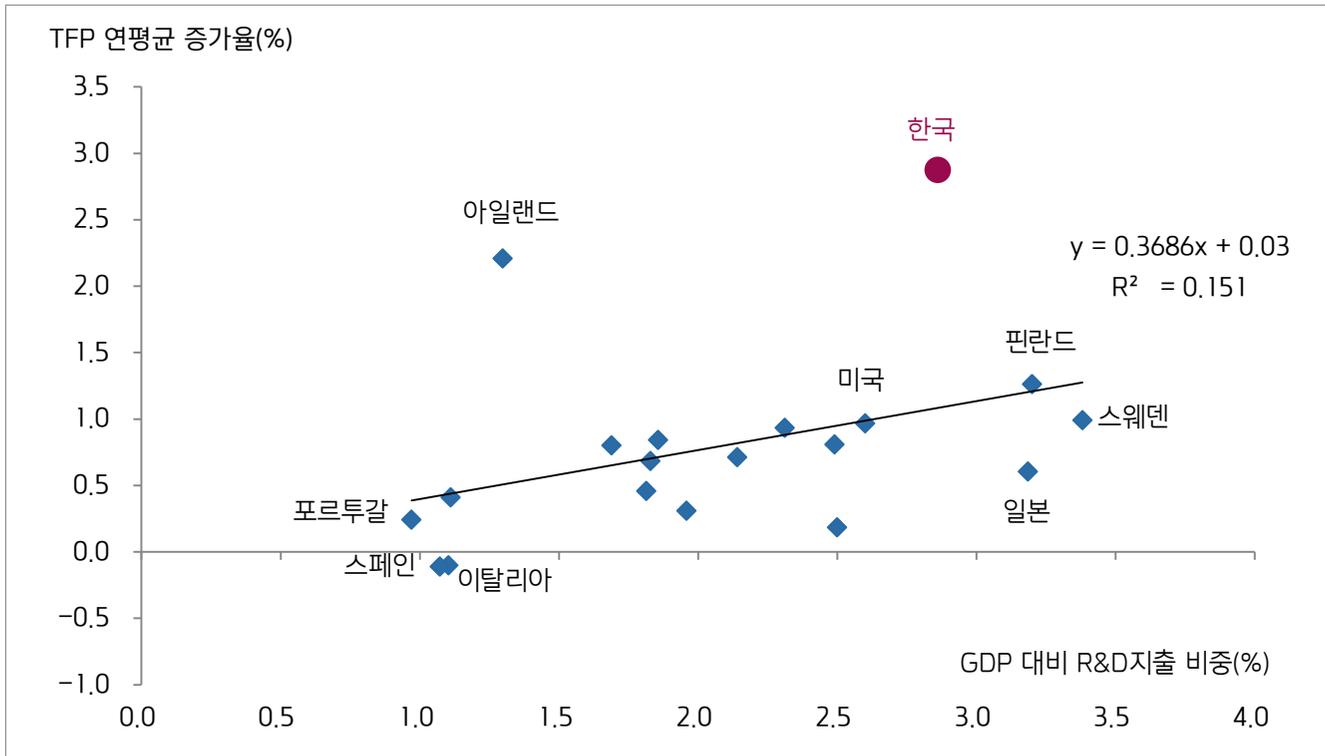


자료 : 통계청, 키움증권.

4. 한국 채권 전망 ④ - 앞으로 계속 생산성이 개선될까?

- ▶ 수출이 앞으로도 계속 잘 되기 위해서는 생산성의 지속적인 향상이 중요함
 - 특히 요소(노동, 자본)의 증감으로 설명되지 않는 생산성의 변화(TFP) 측면에서 한국은 OECD 국가 중 1위

OECD 주요국 총요소생산성(TFP) 증가율과 GDP대비 R&D 비중

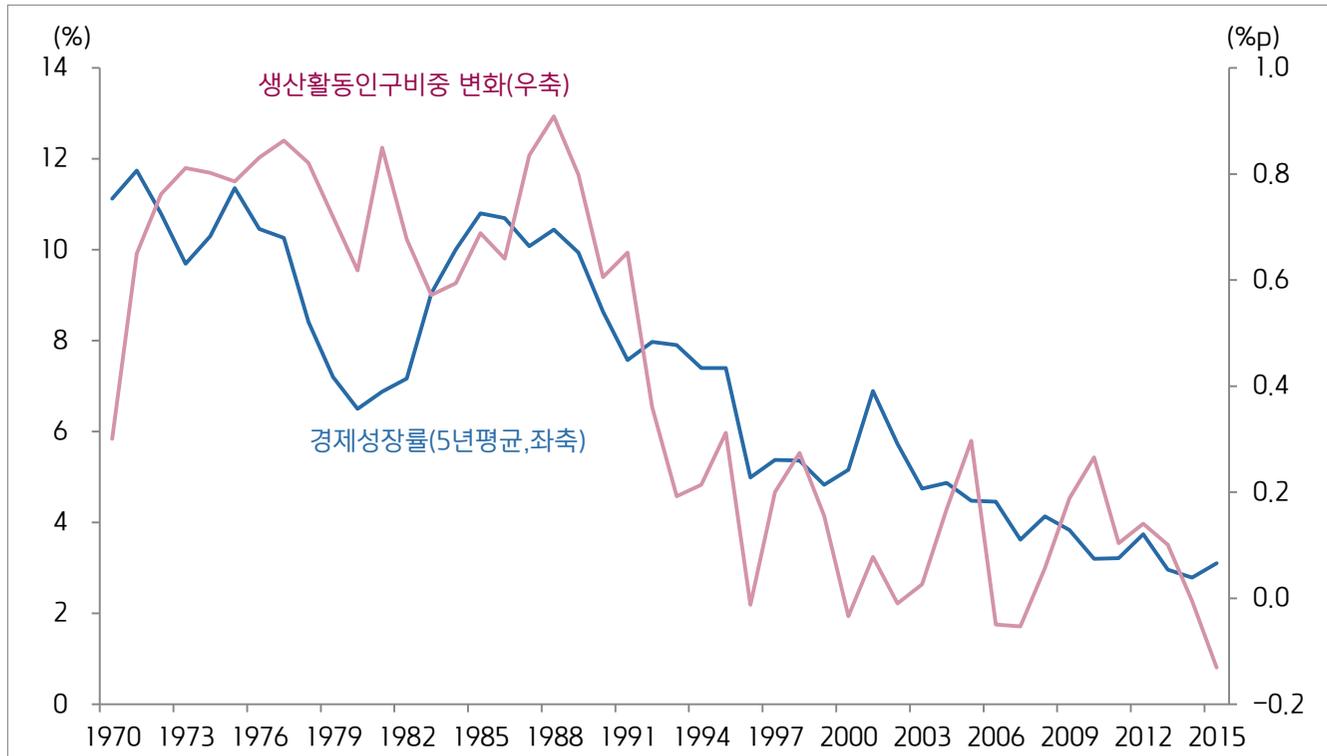


자료 : OECD, 키움증권.
주: 1995~2014년 기준.

5. 한국 경제① – 생산활동인구 감소 vs. 생산성 향상

- ▶ 과거 생산활동인구의 변화에 밀접한 연관을 맺었으나, 최근 연관이 약화되고 있음
→ 2000년부터 생산활동인구가 제로 성장 중이나, OECD 국가 중 최고의 총요소생산성(TFP) 기록 중

한국 경제성장률과 생산활동인구 증가율



자료 : 한국은행, 통계청, 키움증권.

5. 한국 경제② – 장기전망은?

▶ 주요 연구기관의 한국 경제 장기전망(요약)

- TFP는 총요소 생산성(Total Factor Productivity)의 약자로, 노동과 자본의 투입으로 설명되지 않는 나머지 부분
- 국회예산정책처는 총요소생산성이 장기적으로 1.2% 성장한다고 가정하여 추정
- 한국개발연구원(KDI)는 2010년 발표된 통계청의 인구 추계의 세 가지 시나리오를 활용해 성장률 추정
- ※ 저위: 출산율 2045년까지 1.01명까지 감소, 중위: 2045년 1.42명까지 상승, 고위: 2045년 1.79명까지 상승

한국 경제성장률 장기 전망

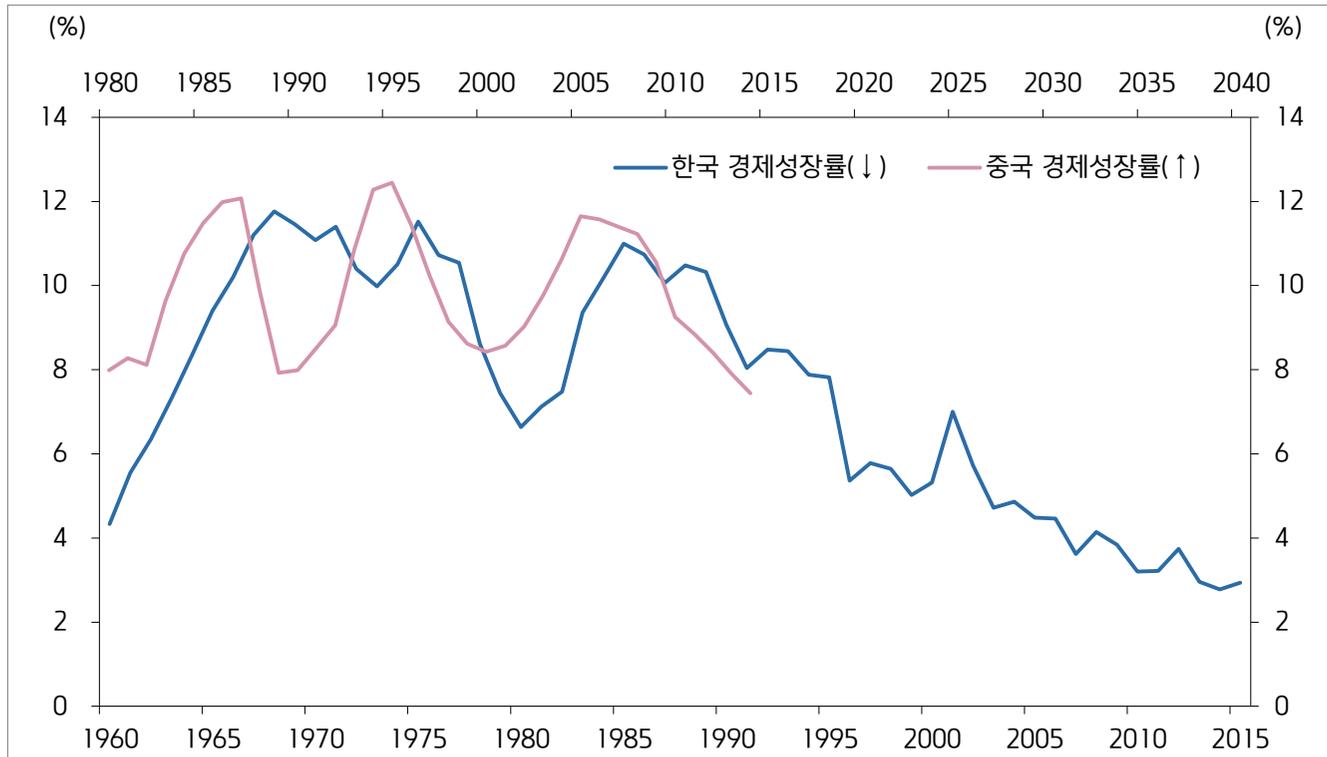
	KDI(2015)			국회예산정책처(2016)
	저위	중위	고위	TFP=1.2% 수렴
2011~2020	2.5	2.3	2.1	3.1
2021~2030	1.9	1.6	1.4	2.8
2031~2040	1.4	1.4	1.3	2.1
2041~2050	1.6	1.8	1.8	1.6
2051~2060	1.9	2	2.1	1.1

자료 : 한국개발연구원(2015), 국회예산정책처(2016).

6. 중국 경제 전망 ① - 20년전 한국 = 현재 중국?

- ▶ 한국경제의 20년 전 모습이 현재의 중국이며, 90년대 중반 한국처럼 중국도 곧 위기를 맞이할 것이라는 지적이 제기되고 있음

한국 경제성장률(1960~2015년) vs. 중국 경제성장률(1980~2040년)

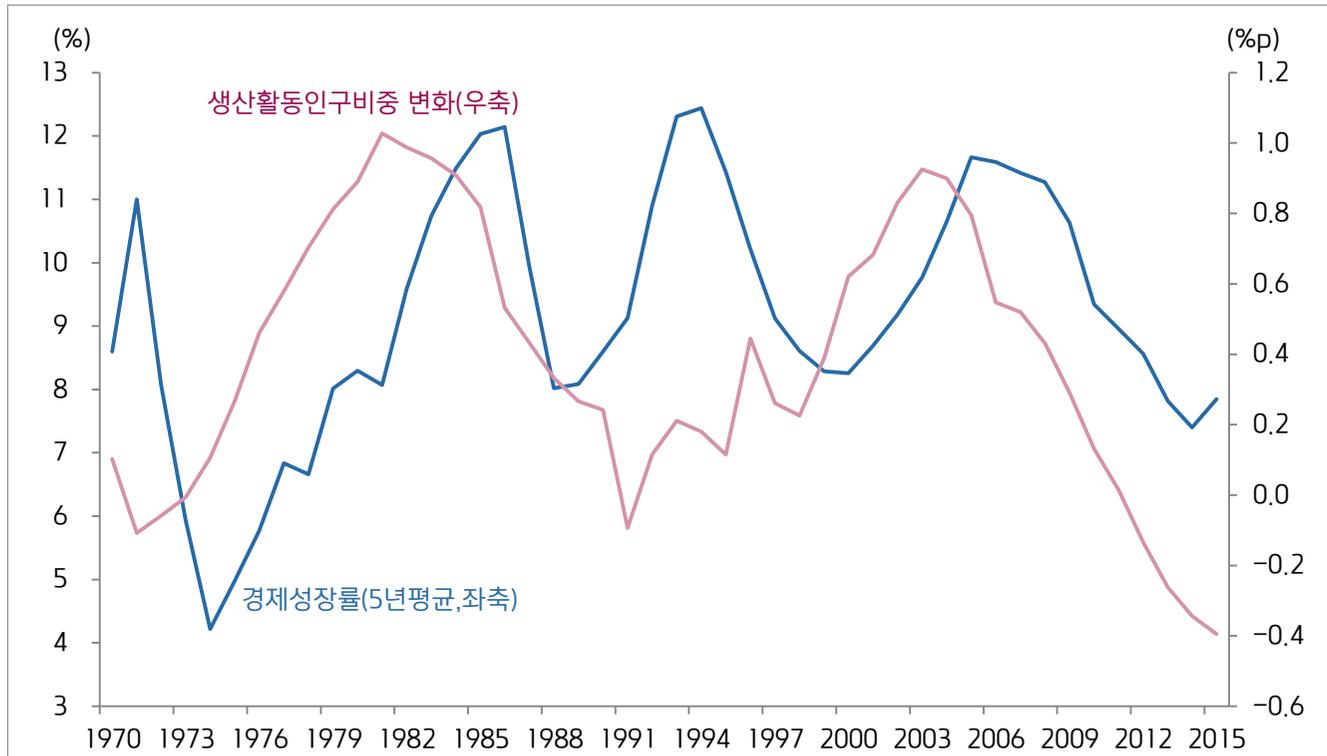


자료 : 세계은행, 키움증권.

6. 중국 경제 전망 ② - 부분의 진실, 인구 문제

- ▶ 실제로 2015년을 고비로 중국의 생산활동인구는 감소세로 돌아섰음
→ 저렴한 노동력의 시대가 종결되었음을 알리는 신호로 볼 수 있음

중국 경제성장률과 생산활동인구 변화의 관계

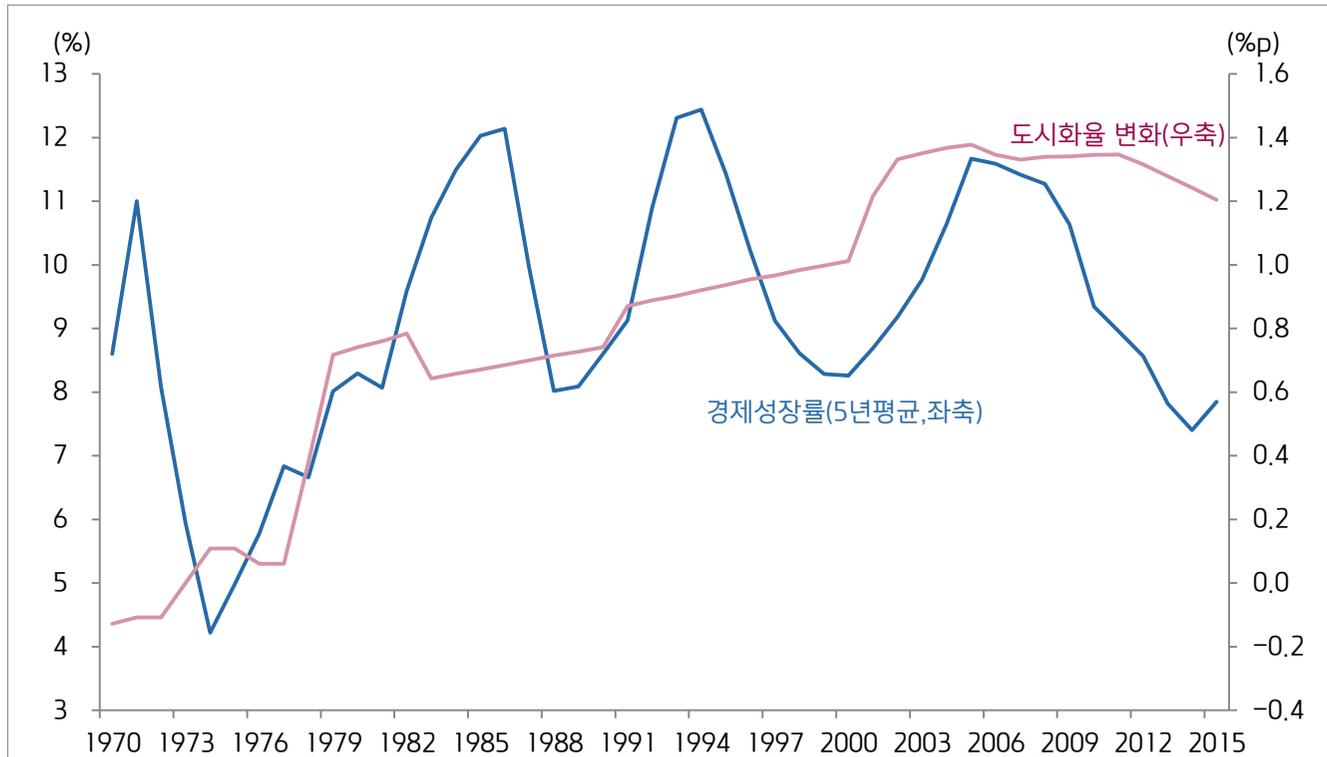


자료 : 세계은행, 키움증권.

6. 중국 경제 전망 ③ - 다른 변수로 성장률을 설명할 수 있다

- ▶ 생산활동인구의 변화보다 더 경제성장률을 잘 설명하는 변수, 도시화율을 고민할 필요 있음
→ 70년대 말, 2000년대 초 등 정부가 '개혁' 정책을 펼칠 때마다 도시화 속도가 빨라지며 성장 탄력 ↑

중국 경제성장률과 도시화 속도의 관계

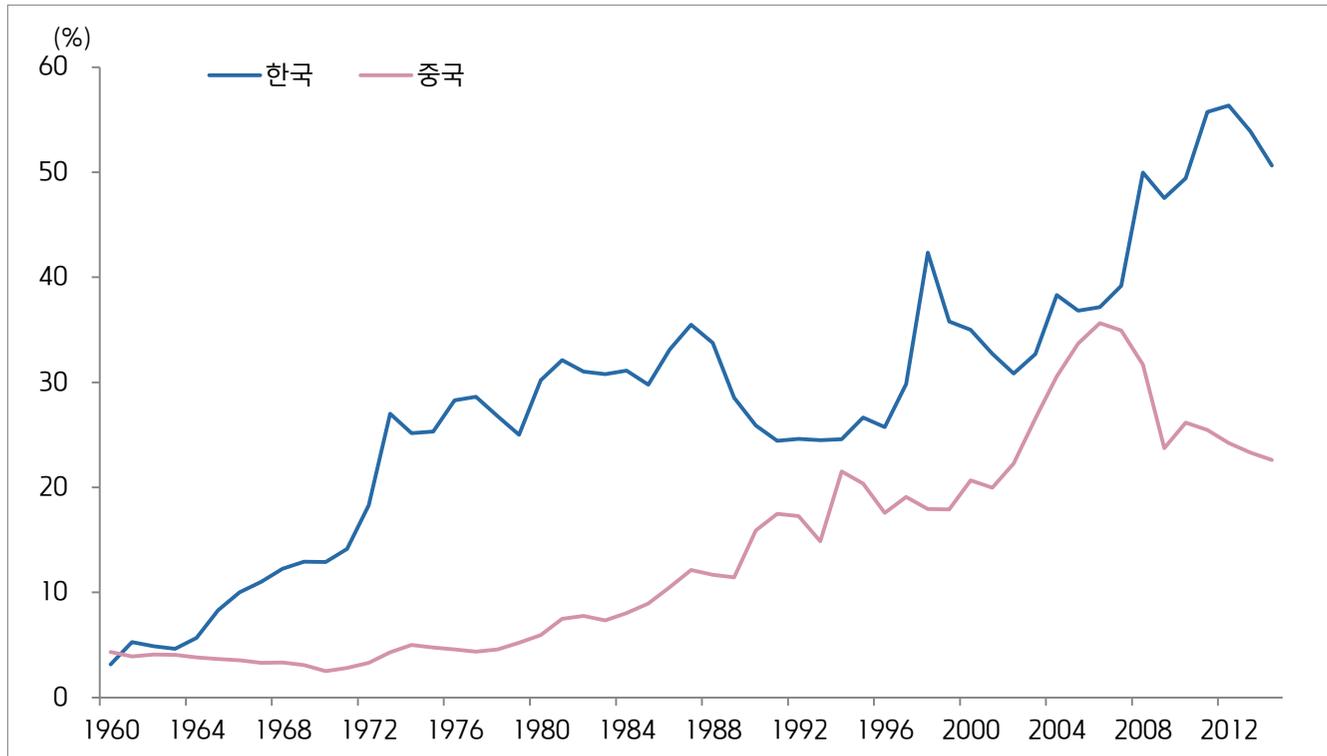


자료 : 세계은행, 키움증권.

6. 중국 경제 전망 ④ - 높은 수출 비중을 잇으면..

- ▶ 특히 중국은 일본과 달리, 제조업비중이 높은 수출 대국
→ 결국 한국과 마찬가지로 경제성장의 열쇠는 '국제교역 증가율'에 달려 있음

중국과 한국의 GDP 대비 수출 비중 추이

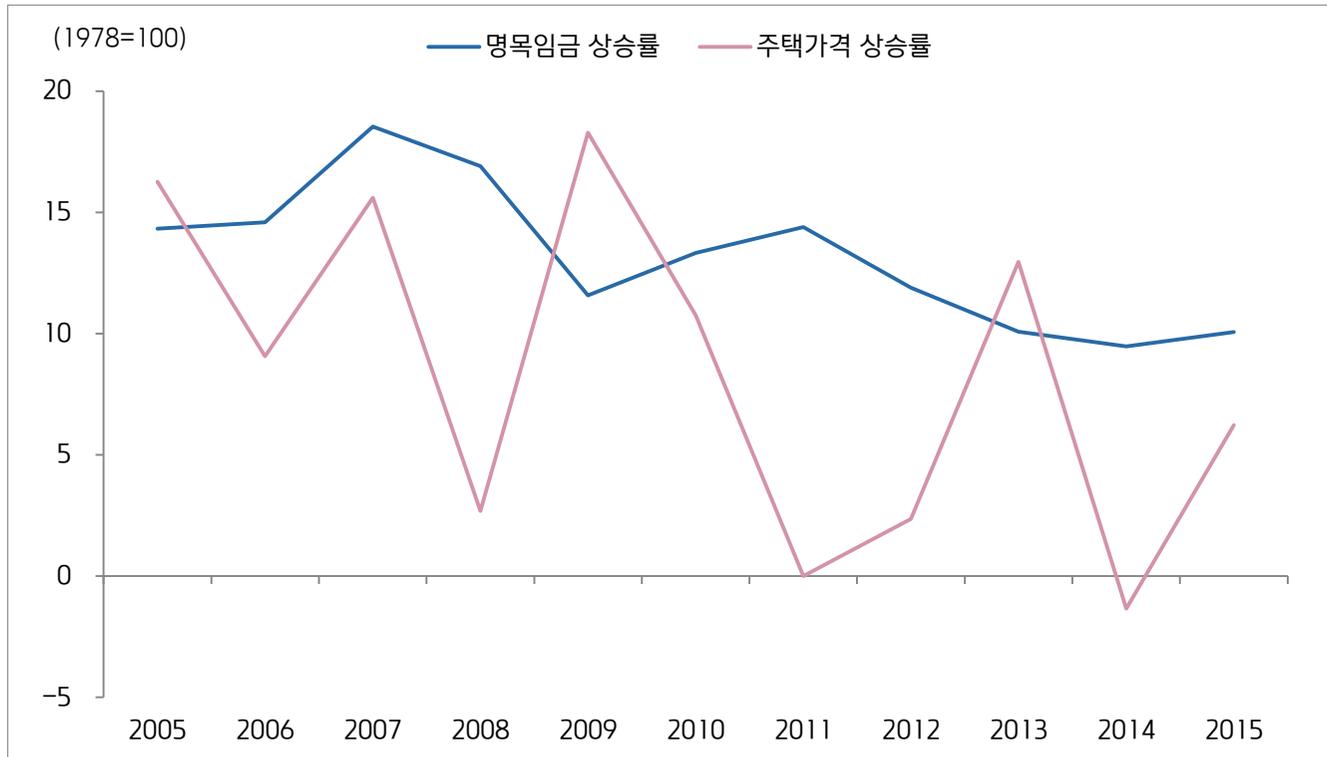


자료 : 세계은행, 키움증권.

6. 중국 경제 전망 ⑤ - 최대 문제는 역시 '경쟁력 약화'

- ▶ 저임금 근로자 Pool이 고갈되는 가운데 단위노동비용이 급증하는 것이 최대 현안
→ 2011~2015 중국 노동생산성은 7.3% 상승했으나, 같은 기간 임금은 11.2% 급등해 단위노동비용 상승 유발

중국 임금 및 주택가격 상승률 추이



자료 : CEIC, 키움증권.

6. 소결 : 한국과 중국이 일본의 실수를 답습할까?

▶ 한국: 요소투입 경제에서 '생산성 주도' 경제로 변신

- **부동산시장:** 베이비 붐 세대가 '기대여명' 증가와 저수익환경에 대응하여 대대적으로 부동산 투자를 확대하는 상황. 특히 주택공급이 최근 2~3년간 부진했다, 이제 늘어나는 상황이기에 '인구절벽'에 따른 부동산시장의 붕괴 가설은 타당성이 없는 것으로 판단됨
- **주식시장:** 수출위주의 제조업 국가라는 특성을 감안할 때, '생산활동인구 감소에 따른 내수 위축'의 위험은 크지 않은 상황. 오히려 생산성 향상 속에 수출경쟁력이 타 경쟁국 대비 개선되는 것을 감안할 때, 외국인 자금의 추가적 유입 가능성이 더 높은 것으로 판단.
- **경제:** 요소(노동&자본) 투입경제 시대에는 생산활동인구의 변화가 경제성장에 큰 영향을 미쳤으나, 2000년 이후 두 지표의 관계가 약화되고 있음. 특히 생산성 주도의 경제성장 흐름이 지속되며, 수출위주의 제조업 국가로의 특성이 강화되는 상황에서는 내수보다는 '해외 수출환경'이 경제성장의 핵심적 요소로 부각될 전망.

▶ 중국: 저렴한 노동력 감소가 최대의 위협 요인

- '중진국 함정'을 극복하지 못한 중국경제 입장에서, 2015년을 전후한 생산활동인구 감소는 경제성장의 탄력을 저하시킬 요인으로 판단됨
- 다만 일본과 달리, 수출 위주의 제조업 국가로 생산성의 향상이 꾸준히 진행된다는 점. 그리고 도시화율이 아직 50% 수준에 불과해, 추가적인 성장의 '재원'이 존재한다는 것을 감안할 때, 중국발 위기의 실현 가능성은 낮은 것으로 판단됨

보론 I

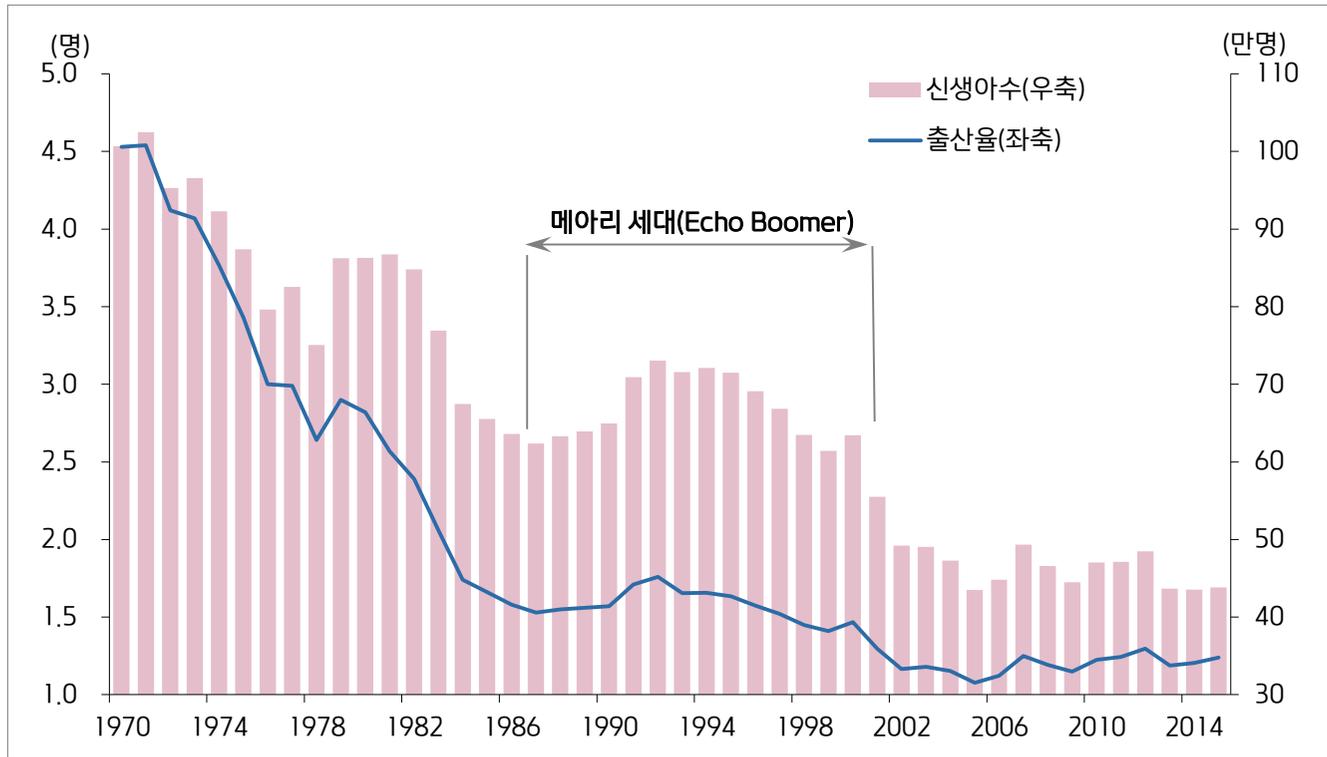
한국 출산율, 반등할 수 있을까?



1. 한국 출산율, 하락 흐름 지속

▶ 1982년 이후 현재 인구를 유지하는 데 필요한 출산율 수준(2.1명) 하회

한국 신생아 수와 출산율 추이

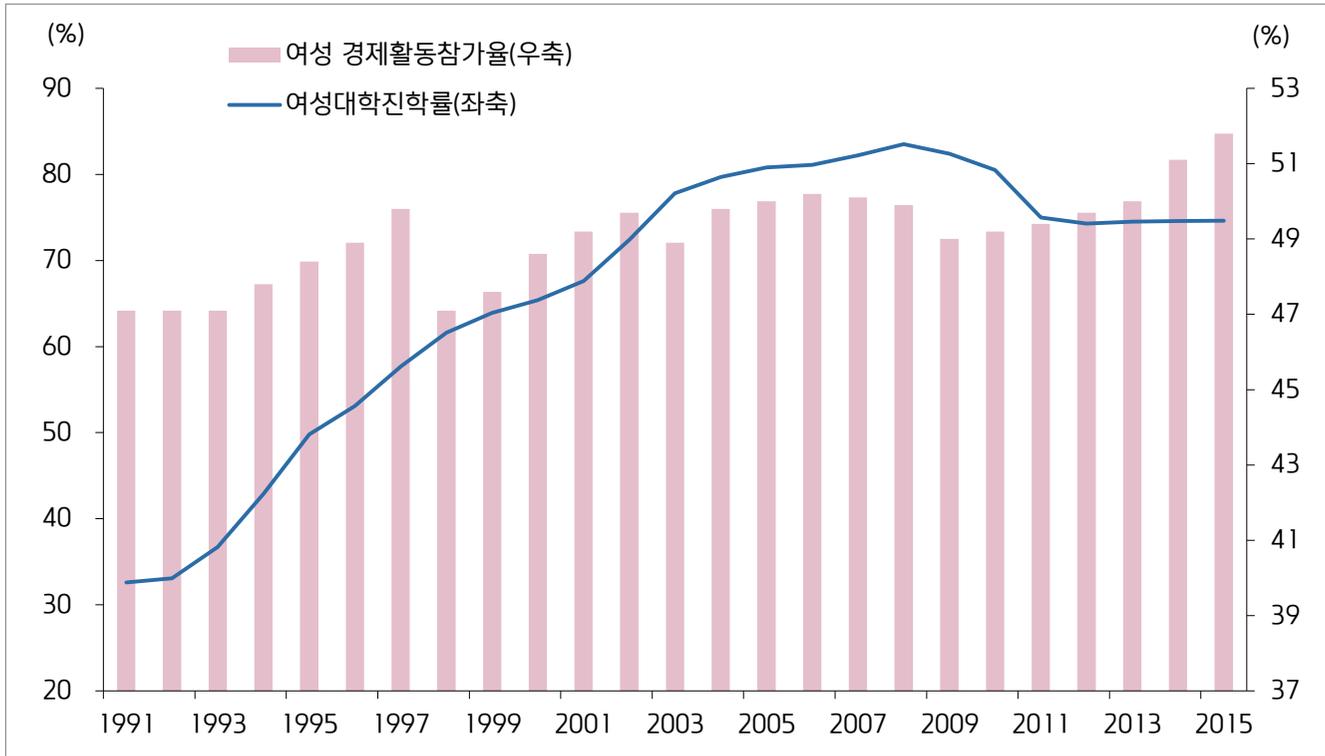


자료 : 통계청.

2. 출산을 하락의 원인 ① - 여성 대학진학률 급증

▶ 대학진학률과 경제활동참가율의 동반 상승 → 경제적 능력을 갖춘 여성의 만혼 경향 출현!

여성 대학진학률과 경제활동 참가율의 관계

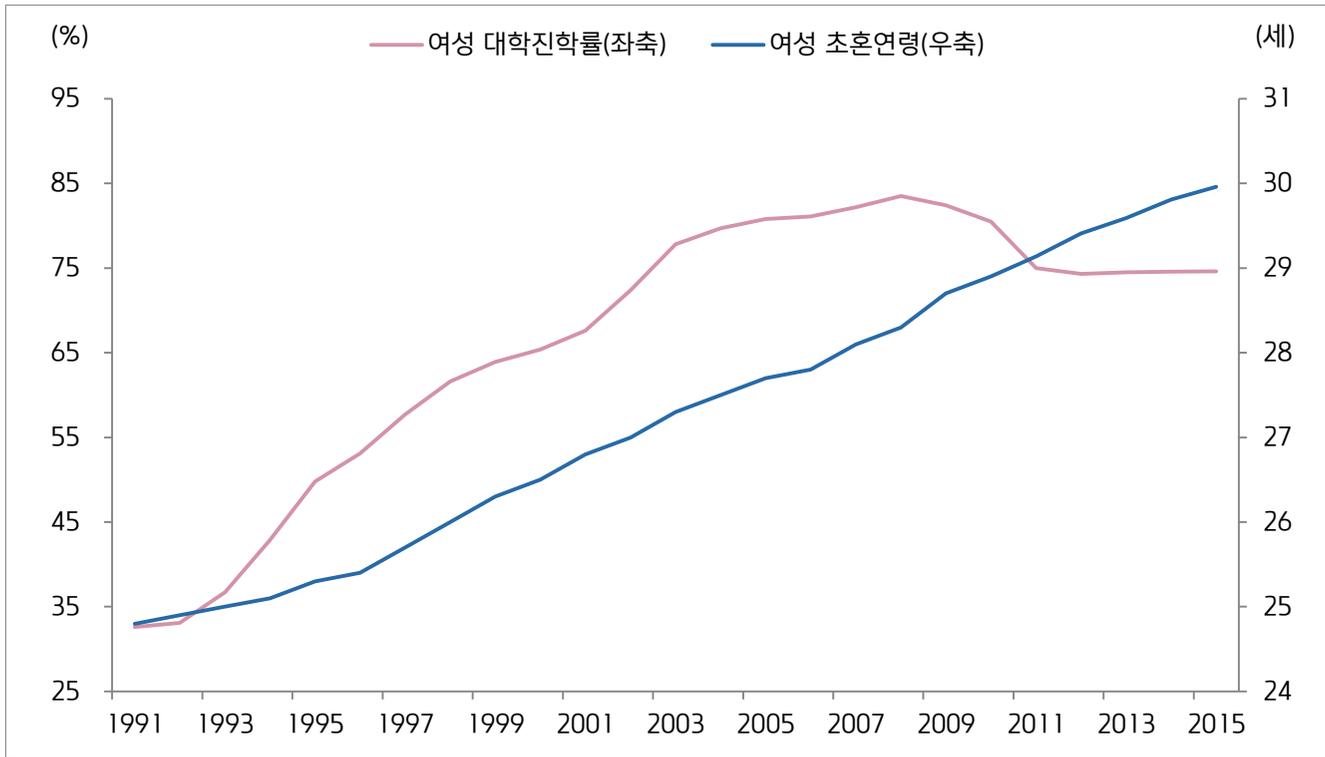


자료 : 통계청, 키움증권.

2. 출산율 하락의 원인 ② - 초혼연령 상승

▶ 2015년 여성 초혼 평균 연령, 30세 돌파!

여성 대학진학률 vs. 초혼연령

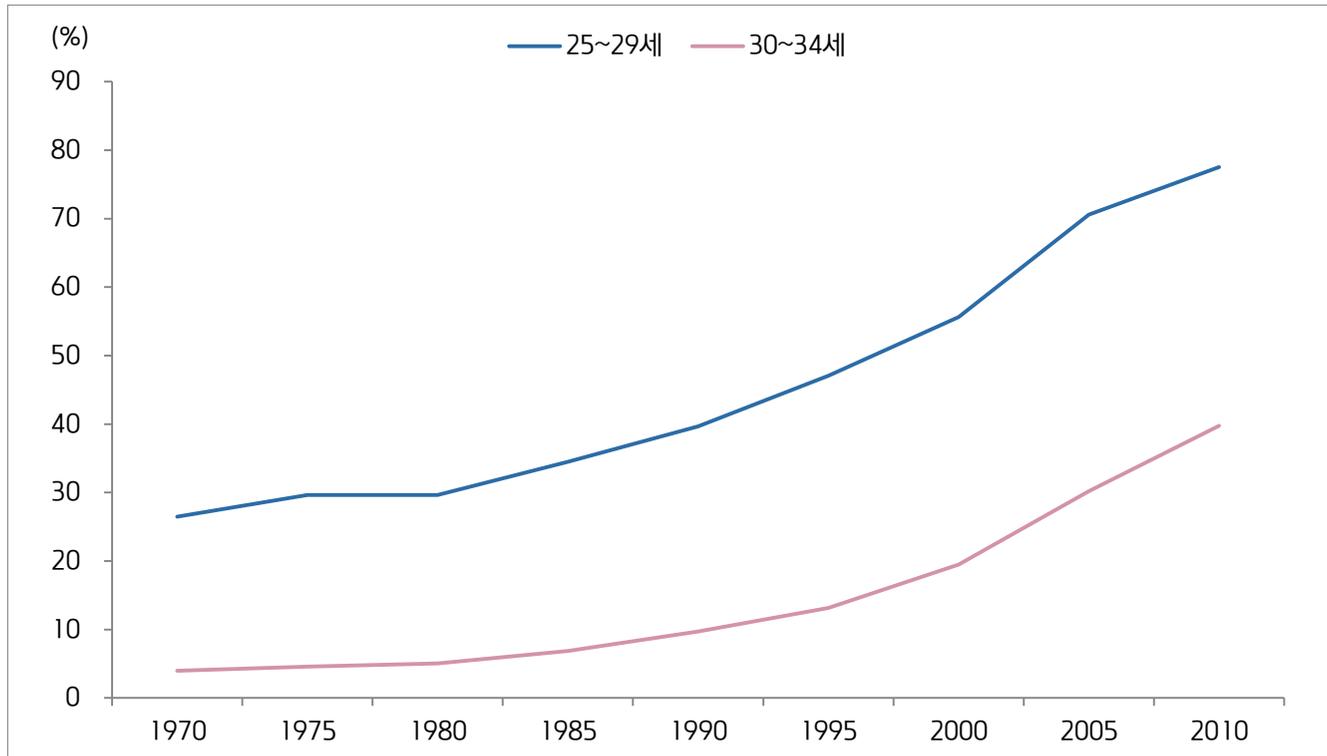


자료 : 통계청, “통계로 보는 여성의 삶” 각호.

2. 출산율 하락의 원인 ③ - 미혼인구, 가파른 상승

▶ 30~34세 여성인구 중 미혼 인구 비중, 40% 돌파

연령별 미혼 비율

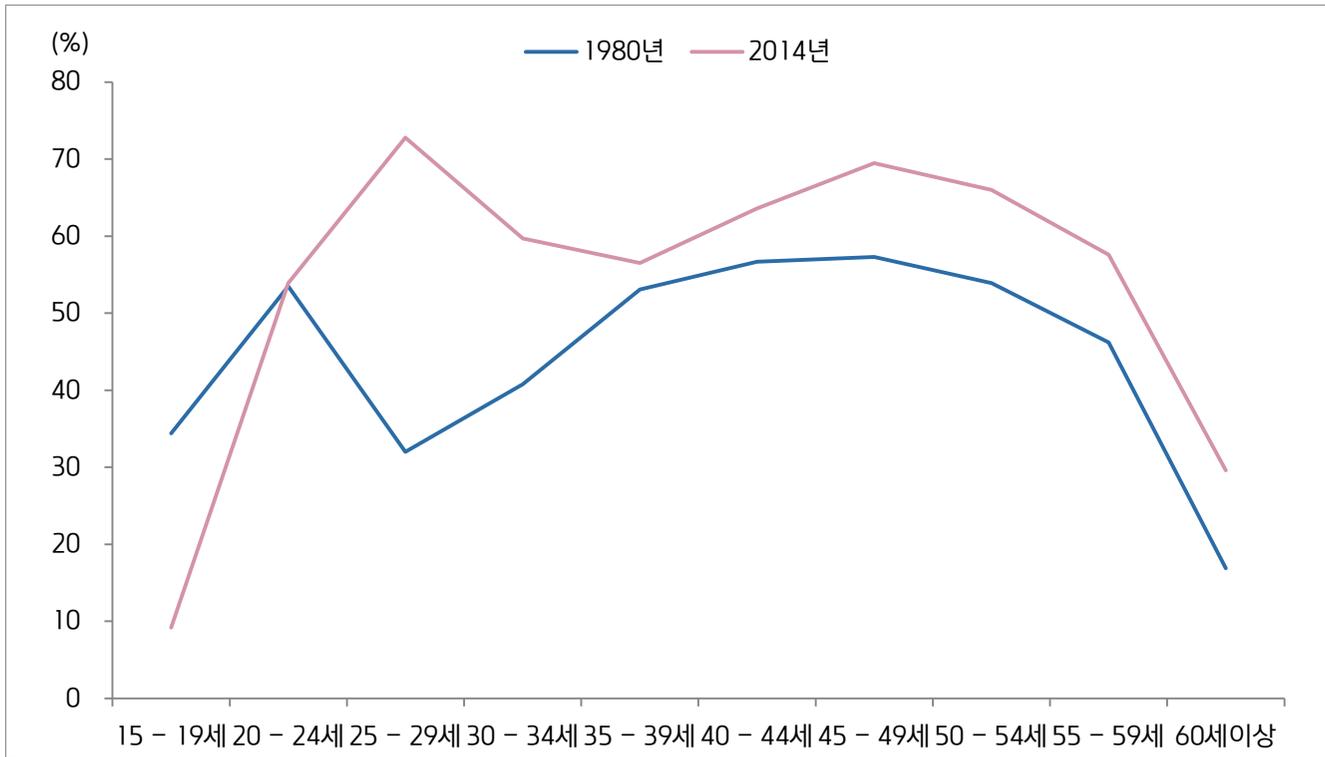


자료 : 통계청, "인구센서스"

2. 출산을 하락의 원인 ④ - M자형 경제활동참가율 패턴 지속

- ▶ 30대 여성의 경제활동 참가율은 20대 후반에 비해 10% 포인트 가까이 하락
→ 결혼/출산에 따른 경력 단절 현상이 지속됨에 따라, 결혼/출산을 늦추거나 기피하는 현상 발생

연령별 여성 경제활동참가율의 변화

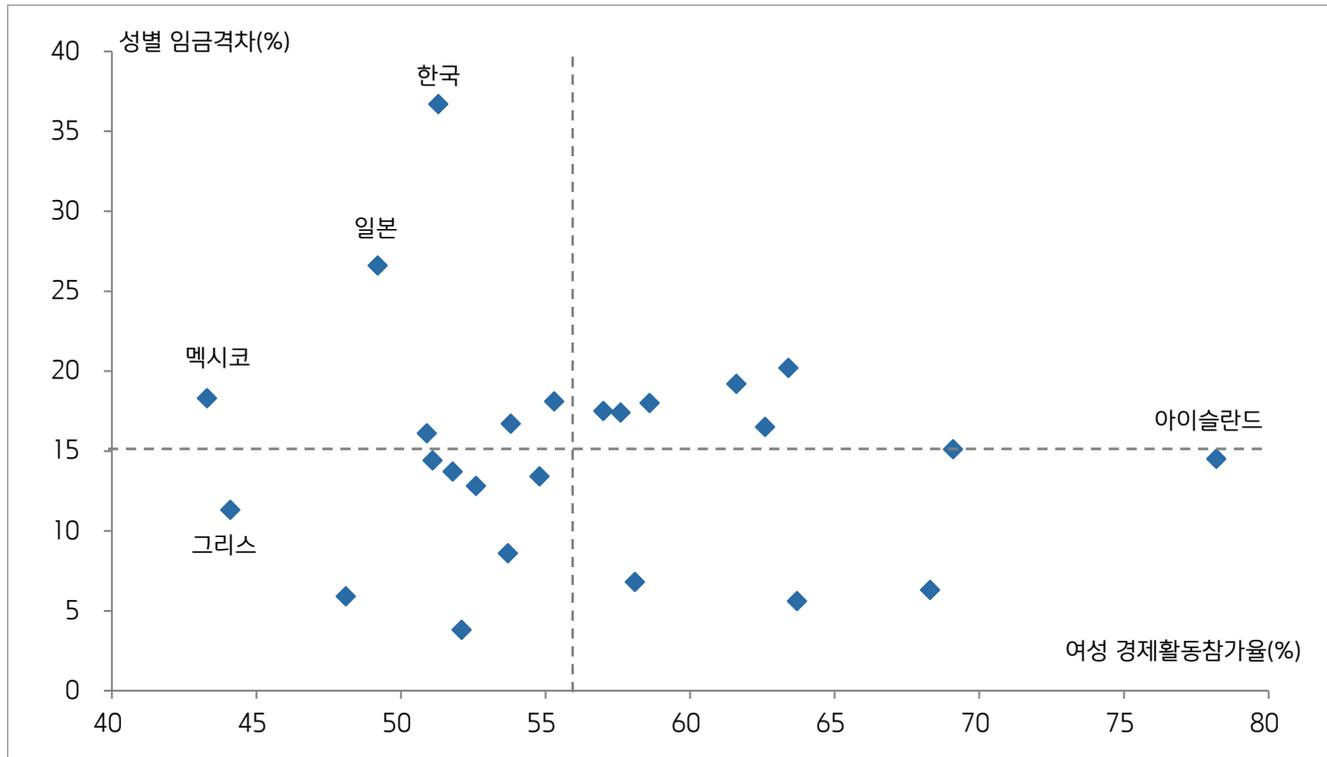


자료 : 통계청, “한국의 사회동향” 각 호.

2. 출산율 하락의 원인 ⑤ - 남녀임금격차 확대

- ▶ OECD 국가 중 최악의 성별 임금 격차는 결국, 경력단절이 큰 영향을 미친 것으로 판단

성별 임금격차와 여성 경제활동참가율

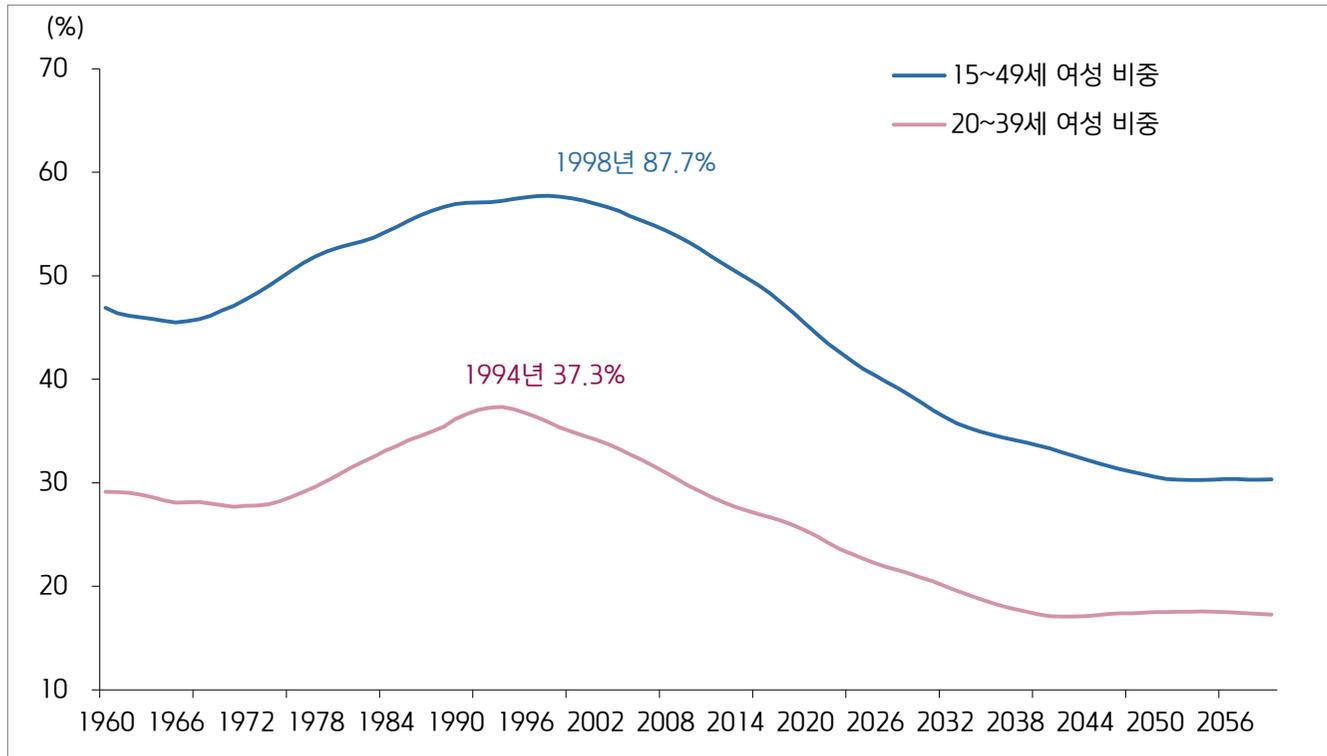


자료 : OECD, "EMPLOYMENT OUTLOOK"

3. 30년 내에는 추세를 바꾸기 힘들 전망

▶ 가임연령 여성의 숫자가 가파르게 줄어들고 있음을 감안할 때, 추세를 바꾸기 쉽지 않은 상황

가임 여성 인구 변화



자료 : 통계청, 키움증권.

보론 II

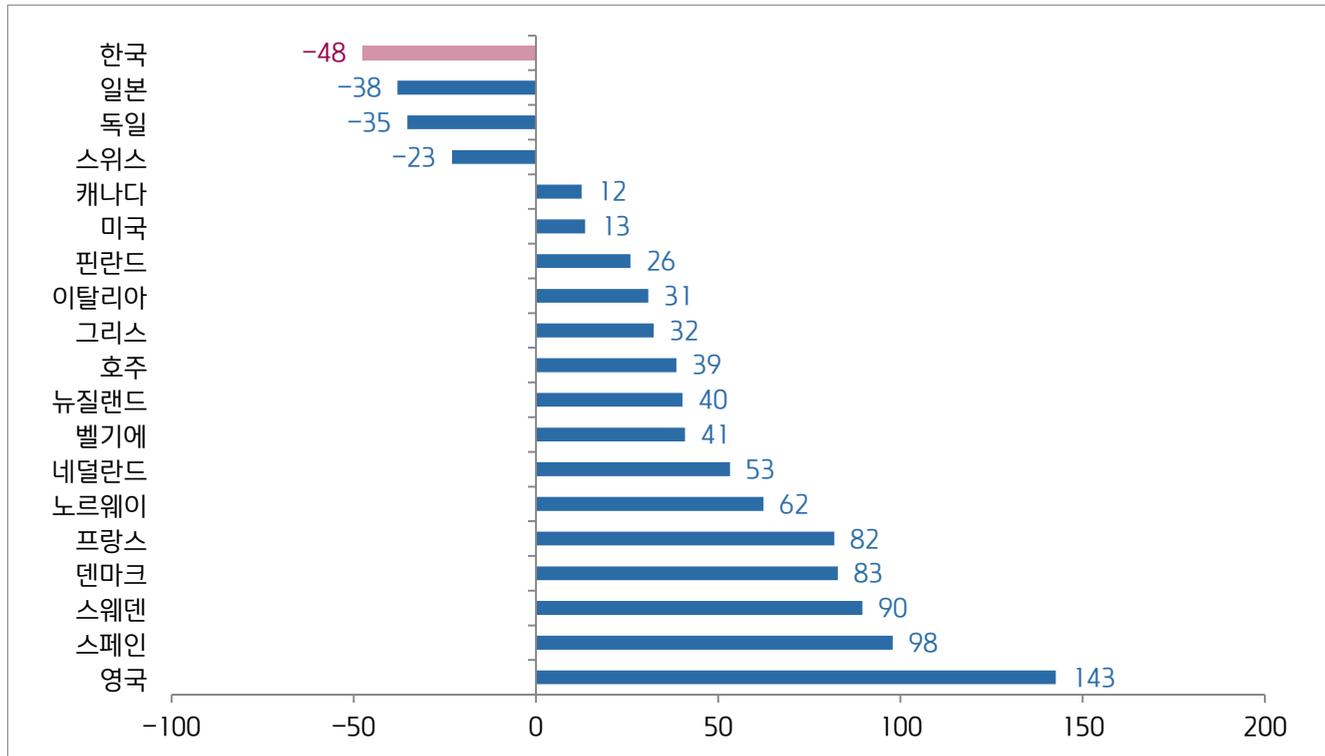
한국 자산가격, 버블인가?



1. 대불황 이후 한국 부동산이 잘 버틴 이유는?

- ▶ 주택버블지수 기준으로 한국 부동산시장이 2000년대 중반 세계 주요국 중 가장 저평가 되어 있었기 때문

주요국 주택 버블 지수(1996~2007년)



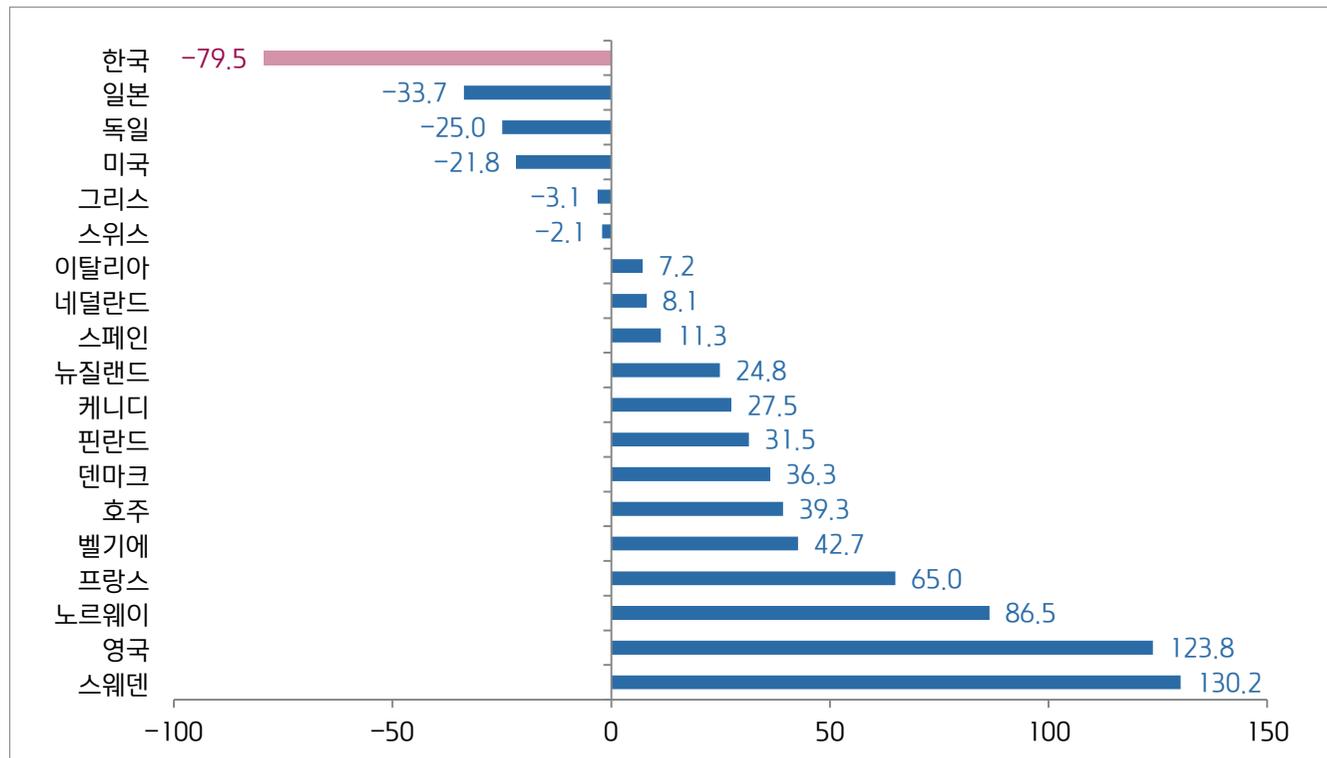
자료 : OECD, 키움증권.

주 : 주택버블 지수 = 1996~2007년 중 실질주택가격 상승률 - 실질소득 증가율

2. 한국 부동산 버블 아닌가?

- ▶ 지난 18년 동안의 통계를 기준으로 '버블지수'를 측정하면, 한국 부동산이 세계에서 제일 저평가되어 있음

주요국 주택 버블 지수(1996~2014년)



자료 : OECD, 키움증권.

주 : 주택버블 지수 = 1996~2014년 중 실질주택가격 상승률 - 실질소득 증가율

3. 한국증시, 역사적인 최저 Valuation Level

- ▶ 한국 주식시장으로 방향을 돌려봐도 역시 사상 최저 수준의 PBR Level
→ 2008년 글로벌 금융위기 당시 0.77배까지 하락했으며, 최근 0.9배 수준

KOSPI PBR Band (12M Forward)



자료 : wisefn, 키움증권.