

고령화시대 주요국 금융시장 구조변화 분석과 정책적 시사점

윤덕룡 대외경제정책연구원 국제거시금융본부
국제거시팀 선임연구위원
dryoon@kiep.go.kr

이동은 고려대학교 국제대학원 교수
derhee@korea.ac.kr



1. 연구의 배경 및 목적

- 본 보고서는 급속하게 진행되고 있는 우리나라 고령화가 야기하게 될 금융구조 및 거시경제적 변화를 예측해보고 그에 대응할 정책방향을 모색하기 위한 목적으로 수행되었음.
 - 금융구조 및 거시경제적 변화에 대한 예측은 모든 경제주체들에게도 향후 변화에 대한 대응을 위한 정보를 제공하기 위한 목적에도 부합됨.
- UN에서 제시한 기준에 따르면 한국은 2017년에 65세 이상 노령인구가 전체 인구의 14%를 넘어서게 되는 고령사회에 진입하고 2026년에는 노령인구 비중이 20%를 넘어서는 초고령사회로 들어가게 됨.
 - 우리나라는 세계에서 고령화 속도가 가장 빨리 진행되는 국가여서 경제사회적 변화도 급속히 진행될 뿐만 아니라 금융시장 환경과 금융구조의 변화도 빠르게 진행될 것으로 예상됨.
- 지금까지 고령화의 영향에 대하여 수행된 많은 연구들에 따르면 고령화는 거시경제적 환경을 변화시키는데 가장 기본적으로는 노동력의 공급감소와 비경제활동인구의 증가가 그 원인임.
 - 노동력 감소에 따른 성장률 저하, 인구감소에 따른 물가 하락, 생애주기설에 근거한 저축 감소와 투자저하 등이 발생하는 것으로 설명하고 있음.
- 고령화의 심화는 거시경제환경의 지속적인 변화를 초래하며 이러한 변화는 금융환경의 변화를 초래하여 금융시장 참여자들의 행태 변화와 그에 따른 금융시장의 구조변화를 초래하게 됨.
 - 저성장, 저물가, 저투자 등은 금융시장의 수익성과 안정성에 변화를 야기하여 금융시장의 구조를 변화시킬 것으로 전망되고 있어 예상되는 구체적인 변화를 연구하여 경제주체들의 사전적 대응에 도움을 줄 필요가 있음.
- 거시경제 및 금융환경의 변화, 그리고 금융시장의 구조변화는 경제성장 및 경제주체들의 경제활동 환경에 변화를 초래하게 되므로 부정적인 영향에 대해서는 정책적 대응의 필요가 제기됨.
 - 고령화의 진전으로 디플레이션 압력의 발생, 소비 및 투자수요 감소 등의 변화가 야기되면 경제주체의 경제활동이나 생활, 그리고 기존의 정책수단이나 정책방향의 효과에도 변화를 초래하게 되므로 부정적 영향을 차단하거나 약화시키기 위한 정책방안 모색과 이에 대한 수행 필요성이 제기됨.

2. 조사 및 분석 결과

가. 통화정책의 유효성 약화

- 고령화 사회에서 예상되는 통화정책의 유효성(effectiveness) 문제를 알아보기 위해 실증분석을 시행하였음.

- OECD 25개국에 대하여 1995~2014년간 20년 동안의 표본을 대상으로 패널 VAR 분석을 수행하였고 그 시사점을 모색해 보았음.
- 본 연구에서는 인구 구성의 변화에 따라 통화정책의 효과가 어떻게 달라지는지를 보기 위해 Abrigo and Love(2015)에서 제시하고 있는 모형을 활용하여 다음과 같은 추정식을 갖는 패널 VAR 모형을 이용하여 분석을 시행하였음.

$$Y_{i,t} = Y_{i,t-1}A_1 + Y_{i,t-2}A_2 + \dots + Y_{i,t-p}A_p + u_i + e_{i,t}$$

$i \in \{1, 2, \dots, 25\}$ 는 25개국 국가 그룹을, $t \in \{1995, 1996, \dots, 2014\}$ 는 연도.

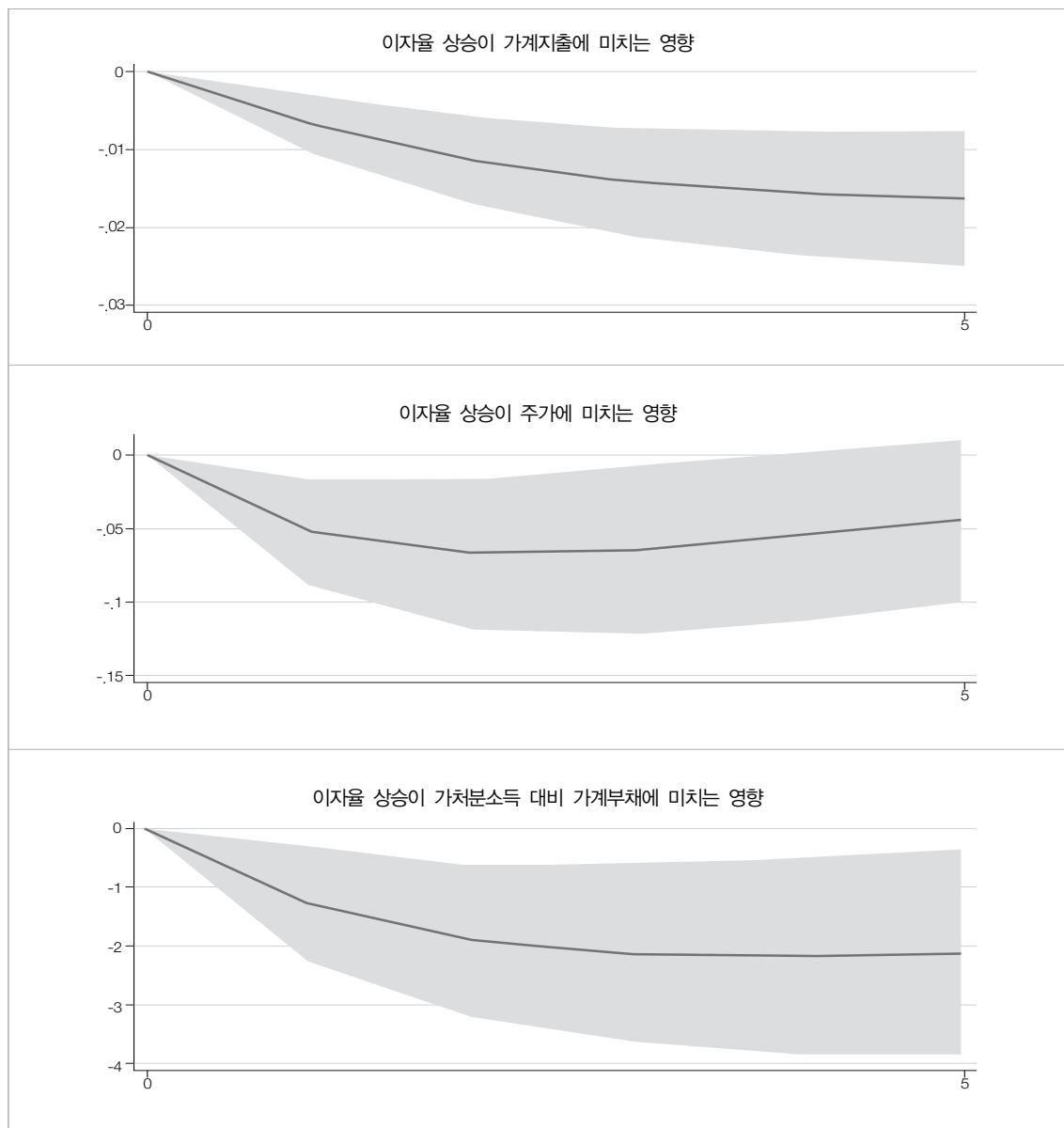
- 내생변수 벡터 $Y_{i,t}$ 는 $(C_{i,t}, \pi_{i,t}, S_{i,t}, D_{i,t}, I_{i,t})'$ 로 $C_{i,t}$ 는 자연로그를 취한 가계의 총지출이며 거시경제의 실물부문을 나타냄. $\pi_{i,t}$ 는 소비자물가(CPI) 인플레이션으로 통화정책 결정에 영향을 미치는 변수로 고려되었고, $S_{i,t}$ 는 자연로그를 취한 주가지수이며, $D_{i,t}$ 는 가치분소득 대비 가계부채 비율, $I_{i,t}$ 는 단기 이자율로 통화정책의 대리변수로 사용됨.
- 모든 자료는 OECD 데이터베이스의 연간 자료이며 표본의 시간적, 공간적 범위는 주요 분석대상인 주가와 가계부채 자료의 사용 가능성 여부에 따라 결정
- 인구고령화가 통화정책의 효과에 미치는 영향을 보기 위해 표본을 인구고령화의 정도에 따라 나누어 효과를 분석하는데, 고령인구 비율의 중위값을 기준으로 표본을 나누어 서브샘플 분석을 시행하였으며 전체 표본에서 고령인구 비율의 중위값은 15.44임.

- 실증분석 결과 고령화가 진행된 사회에서는 통화정책의 금융시장을 통한 파급 경로가 그 유효성을 잃어버리거나 약화되는 것으로 나타났음.

- [그림 1]과 [그림 2]는 각각 1995년부터 2014년까지 고령화 비중이 15.44%보다 낮은 샘플과 기준보다 높은 샘플에서 이자율 상승 충격이 가계지출, 주가지수, 가계부채에 미치는 영향을 나타낸 충격 반응함수 결과임.

- [그림 1]은 고령화 비중이 낮은 국가의 결과로, 이자율 상승 충격이 가계의 지출을 줄이고, 주가를 떨어뜨리며, 가계부채를 낮추는 결과를 보이고 있음. 이는 정상적인 통화정책 경로로 이자율이 상승하면 가계는 저축의 비중을 늘리고 소비를 감소시키며, 주식시장에 비해 채권시장의 상대적 수익률이 올라가면서 주가가 떨어지고, 이자 부담을 줄이기 위해 가계대출을 줄이는 모습을 보이고 있음.

그림 1. 결과: 고령화 비중이 낮은 국가에서 통화정책의 효과(전체 기간)

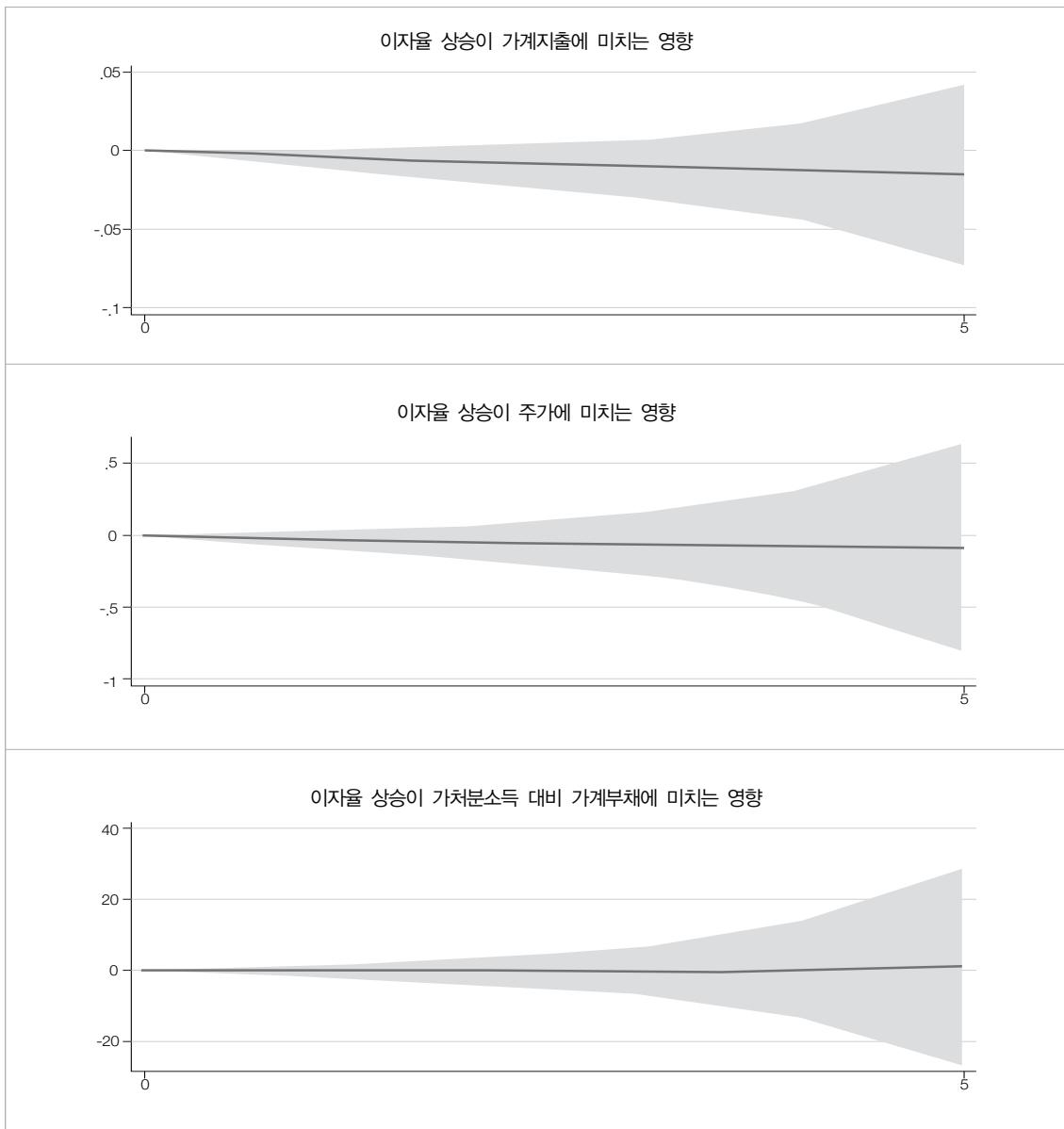


주: 음영은 95% 신뢰구간을 나타냄.

자료: 저자 계산.

- 반면 [그림 2]는 고령화 비중이 높은 국가에서의 통화정책 효과를 보이고 있는데, 가계지출, 주가, 가계부채 모두 통계적으로 유의한 반응이 없음. 즉, 고령화가 진행되면서 그동안 통화정책이 상정해 왔던 금융시장을 통한 실물경제로의 통화정책 파급경로가 효과를 잃고 있다는 사실을 보여주고 있음.

그림 2. 결과: 고령화 비중이 높은 국가에서 통화정책의 효과(전체 기간)



주: 음영은 95% 신뢰구간을 나타냄.

자료: 저자 계산.

- 관련된 이론이 정립되지는 않았지만 고령화가 진행되면 디플레이션 압력이 발생하여 이자율의 변동에 의해 소비 지출을 변동시키거나, 자산시장에 투자액을 조정하거나, 혹은 부채를 조정할 여지가 줄어들기 때문에 통화정책의 실물경제로의 파급효과가 떨어지는 것으로 해석할 수 있음.
- 이러한 결과는 인구고령화가 급속도로 진행되고 있는 우리나라에서 수년 안에 통화정책 효과가 변화할 가능성은 시사하고 있음.

나. 이론적 고찰

- 고령화 사회에서 발생하는 금융시장의 변동요인 중 가장 직접적인 것은 국내저축의 감소임.
 - 고령인구집단은 저축능력이 감소하여 거시경제적으로 자본축적 감소와 투자 감소를 초래하고 경제성장률도 하락시키는 요인이 되어서 다시 저축을 감소시키는 누적적 효과를 발생시키게 됨.
 - 고령화와 저축 간의 관계를 직접적으로 설명하는 대표적인 이론은 소위 ‘생애주기 가설(Life Cycle Hypothesis)’로 Modigliani and Brumberg(1954)가 제시한 내용임.
- 연령구조의 변화가 금융시장에 변화를 야기하는 또 다른 동인은 투자자의 위험회피 행태임.
 - 개인의 연령이 높아질수록 위험회피적 성향이 증가하며 이러한 행태가 금융시장의 변화를 야기한다는 것으로 이 가설은 Barsky, Juster, Kimball, and Shapiro(1997)에 의해 주장되었고 이에 대한 많은 실증연구들이 고령화에 따른 위험회피적 성향의 증가를 경험적으로 확인하고 있음.
 - 고령화가 진전될수록 리스크가 높은 상품에 대한 수요가 감소하고 리스크가 낮은 상품에 대한 수요는 증가하게 되며 투자자의 위험회피 행태의 변화로 금융상품의 가격 변화와 수요 변화에 따라 상품구조의 변화를 초래하게 됨.
- 연령구조의 변화는 자산과 결합하는 노동력의 변화를 통하여 자산의 수익률을 변화시키고 이에 따라 자산의 가격을 변화시키게 됨.
 - 거시경제적으로 생산함수를 이용하여 노동력 공급의 변화가 자본의 한계생산성 변화를 초래하고 이를 통해 자산가격의 수익률 변화가 야기되고 그 결과 자산가격의 변화가 발생한다는 것이 이론적 근거로 제시됨.
- 고령화와 금융시장에 관한 경험적 연구들이 그 결과를 통해 공통적으로 제시하는 금융시장 구조의 주요 변화양상은 다음과 같음.
 - 첫째, 고령화가 진행될 경우 먼저 증권자산이 증가하고 시간이 지남에 따라 채권의 비중이 주식에 비하여 상대적으로 증가하는 경향이 나타나고 가계의 부채규모도 총량 면에서 감소하는 경향을 보임.

- 둘째, 고령화가 진행될수록 큰 규모는 아니더라도 주식가격이 하락하는 경향이 있음.
- 셋째, 고령화 초기에는 경상수지가 흑자를 보이게 되고 고령화가 더 진전되면 적자로 반전되는 경향이 나타남.

다. 사례연구의 결과

- 1) 일본은 고령화 관련 이론적 예측에 가장 부합되게 거시경제 및 금융시장의 변화가 경제 전반에 나타나는 모습을 보여주었음.
 - 일본은 고령화 문제를 경제 전체가 그대로 겪은 국가로 ‘잃어버린 20년’이라는 표현에서 나타나듯 저 성장, 저물가, 저투자 현상이 그대로 노정되었고 디플레 압력 지속, 실업률 증가 등의 경제적 어려움을 겪고 있으며 고령인구가 25%를 넘어서고 있어 고령화의 문제가 앞으로도 지속될 것으로 예상됨.
 - 일본은 고령화가 야기한 문제들에 대하여 경기적 정책으로 대응한 결과 성공을 거두지 못하였고 통화 및 금융정책의 효율성 저하 및 재정정책 지속으로 정책수단까지 제한되는 현상을 야기
 - 일부 성공적으로 평가되는 정책들도 존재하는데 무역수지 적자가 경상수지 적자로 전환되기 이전에 해외투자를 적극적으로 확대하여 소득수지의 흑자규모를 확대함으로써 경상수지의 적자전환을 방지한 것은 긍정적으로 평가할 만한 정책으로 엔화의 안정성 유지의 기반이 되고 있음.
 - 일본이 국민들의 증권투자를 확대하도록 NISA 제도를 도입한 것도 성공적으로 평가됨. 일정 금액 까지 세제혜택을 제공하여 투자자들의 비용을 줄여주고 다양한 펀드들이 주식별 투자를 가능하도록 투자자의 선택의 폭을 넓혀준 것이 고령화시대에도 불구하고 증권투자가 증가하도록 만드는 요인이 되었음. 이러한 정책이 일본의 대외투자와 연계되어 시민들에게 국내투자에서 제공하지 못하는 수익을 제공하였기 때문임. 이를 통해 시민들의 소득이 증가하여 노후생활의 안정성 제고를 가져오고 국가적으로는 소비증가와 경상수지 흑자 확대의 성과를 가져왔음.
- 2) 독일은 고령화 문제가 발생하는 노동시장에서 해법을 모색하여 고령화 문제를 해결하는 데 성공적인 결과를 보이고 있음.
 - 독일은 고령화 문제를 인구와 노동시장 중심으로 해결하는 방법을 선택하여 노동시장 개혁으로 노동공급을 늘리고 적극적인 교육 및 R&D를 통해 노동의 생산성을 제고하는 정책으로 대응하여 고령화로 인한 부정적 영향을 저지하는 데 성공하고 있음.
 - 독일은 연금수급 연령을 늦추어 재정부담 및 연금수급자의 연금급여 감소를 저지하고 ‘하르츠 개혁’을 통해 미니잡(mini job)을 대량으로 만들어서 노령층도 근로할 수 있는 여건을 확대하였으며 가정주부나 투잡(two job)을 원하는 시민들에게도 일자리를 제공하여 고령화로 감소하고 있던 노

동공급을 확대하는 기제를 제공하였음.

- 적극적인 출산율 제고정책을 통해 하락하던 출산율을 1.2%대에서 1.4%대로 반전시키고 지속적인 제고 노력을 지속함으로써 출산율이 계속하여 증가하고 있어서 향후 고령화 문제 해결에 희망을 주고 있으며 적극적인 이민정책으로 해외 노동력, 특히 고급 노동력을 유치하는 정책을 통해 고령화 진전을 둔화시키는 노력을 기울이고 있음.
- 한편으로는 R&D와 인프라 투자를 확대하여 경제 전반의 생산성을 제고하는 노력을 기울임으로 고령화 사회에서 발생하는 생산성 하락을 방지하고 경제의 경쟁력을 제고하는 데 기여하고 있음.
- 그 결과 독일은 선진국 중 가장 높은 10%대에 가까운 가계저축률을 유지하고 있고 경상수지의 흑자폭도 오히려 증가하여 독일 금융시장에서는 고령화의 영향이 뚜렷하게 나타나지도 않고 금융 시장 관련 적극적인 정책적 대응도 없었음.

3) 미국은 또 고령화 진전수준이 높지 않지만 금융시장이 글로벌화되어 있어서 고령화로 인한 영향을 찾아보기 힘든 예외적인 모습을 보이고 있음.

● 미국은 고령화 수준이 높지 않고 진행도 매우 느리게 이루어지고 있어서 고령화로 인해 야기되는 거시 경제적 및 금융 측면의 변화가 거의 나타나지 않고 있음.

- 미국의 고령화는 매우 느리게 진행되고 있는데 가장 큰 이유는 미국이 전 세계로부터 이민을 받아들이고 있으며 유입인력이 상대적으로 젊고 생산성이 높은 특징을 가지고 있기 때문이며 그 결과 고령화의 특징이 아직 경제 전반에 나타나지 않고 있음. 금융자산이나 국제투자 대조표상으로도 고령화로 인한 영향을 찾아보기 어려움 상황임.
- 미국은 글로벌 통화인 달러를 발행하고 있기 때문에 달러화에 대한 국제적 수급이 고령화보다 더 큰 영향을 미치고 있어서 거시경제적으로나 금융상품, 경상수지 면에서 일반적인 국가들에서 고령화시기에 보이게 되는 특징이 나타나지 않고 있음.
- 미국에서는 금융시장 발달로 인해 다양한 투자상품을 개발하여 주민들이 다른 국가들과 달리 현금이나 예금보다 증권 관련 투자상품을 더 많이 보유하고 있는 점은 노령층의 소득제고 면에서 긍정적인 것으로 사료되고 있음.
- 고령화와 관련해서는 401(K)로 불리우는 연금펀드를 개발하여 세제혜택을 제공하고 있으며 근로자나 고용주가 함께 기여할 수 있도록 만든 상품이어서 금융시장이 발달한 나라의 면모를 보이고 있으며 이 금융상품은 대중적으로 인기를 얻은 상품으로 미국시민들의 추가적인 노후 소득원이 될 수 있는 좋은 사례로 평가되고 있음.

3. 정책 제언

가. 통화정책의 역할 재정립

- 고령화가 진행된 사회에서는 통화정책의 금융시장을 통한 파급 경로가 그 유효성을 잃어버리거나 약화시키게 될 가능성이 높으므로 정책수단으로서 통화정책의 역할에 대한 새로운 모색이 필요함.

- 한국의 빠른 고령화 진전 속도를 감안할 때 수년 안에 통화정책의 유효성이 급하게 약화될 가능성이 존재하며, 특히 부동산 가격의 버블화가 높은 것으로 추정되고 있어서 자산가격 하락 시 통화정책의 유효성이 제한받을 가능성이 높으므로 통화정책의 유효성을 높이기 위한 방안을 모색하거나 통화정책을 대체할 수 있는 다른 정책을 개발할 필요가 있음.

- 대안으로는 다음과 같은 방안을 고려할 수 있음.

- 첫째, 재정정책의 활용으로 통화정책이 경기대응 수단이나 거시경제적 안정화 수단으로 기능하지 못할 경우 재정정책이 유효한 수단이 될 수 있도록 재정건전성 수준을 잘 관리하고 필요시 적절한 효과를 발생할 수 있도록 그 역량을 유지할 필요가 있음. 물론 이 경우에도 일본에서처럼 재정정책의 유효성을 약화시킬 수 있는 여건이 조성되지 않도록 주의할 필요가 있음.

- 둘째, 통화정책의 시행방식도 새롭게 고민할 필요가 있음. 통화정책의 유효성이 약화될 경우 정책금리를 중심으로 한 통화정책보다 더 빠르고 폭이 넓은 단기이자율 조정의 유효성이 클 수도 있기 때문에 시행방식의 재검토도 필요함.

- 셋째, 선제적 통화정책의 필요성이 있음. 예를 들어 일본에서처럼 디플레이션 기대가 형성되고 나서 통화정책의 유효성이 변화될 경우 고령화로 인한 금융시장의 구조적 변화에 대응하기가 어려워질 가능성이 높음. 따라서 통화정책의 적절한 시행시점에 대하여 사전적으로 연구하고 대비하여 정책효과를 제고하기 위한 준비를 할 필요가 있음.

- 빠른 속도로 고령화가 진전되는 한국에서는 경제에 대한 충격이 급속하게 발생하고 금융시장의 변동성이 높아질 것이므로 통화당국이 이를 적절하게 관리할 수 있도록 통화정책의 역할을 재정립하고 정책 시행 방식을 효율적으로 재구성할 필요가 있음.

나. 노동시장적 접근

- 고령화로 인해 야기되는 문제는 기본적으로 노동시장에서 출발하기 때문에 금융시장 대책도 오히려 노동시장에서 해법을 모색할 필요가 있음.
 - 노동력의 노화와 공급감소가 고령화 문제를 야기하는 주범이기 때문에 고령화로 인한 문제의 가장 전통적인 해법은 독일의 사례가 보여주듯 노동시장에서 해법을 모색하는 것이며, 대표적인 해법은 출산율 제고, 적극적인 이민 수용정책, 그리고 노동시장 개혁이라고 할 수 있음.
 - 한국에서도 일차적으로는 독일의 사례를 벤치마킹하여 출산율 제고정책의 실효성을 확보할 필요가 있음. 우리나라로 출산율 제고정책을 시행해오고 있지만 아직 성과를 보이지 못하고 있는데 독일에서 시행하고 있는 출산율 제고정책의 기본적인 방향은 출산과 연관하여 발생할 수 있는 직간접적 비용을 사회화하여 개인의 비용을 최소화하는 것임. 자녀의 양육 및 교육에 관한 비용을 포함하여 여성의 경력단절 문제까지 포괄하여 사회가 다음 세대를 이어가는 부담을 함께 분담하는 노력이 요구되고 있음.
 - 외국인 근로자 활용에서도 분명하고 적극적인 방향설정이 필요한데 현재와 같이 한시적으로 저생산성 근로자를 활용하는 정책에서 고급인력을 이민정책으로 유치하는 방향으로 정책의 수정이 필요함. 현재 국내 외국인 근로자들은 국내 근로자들에 비하여 오히려 평균생산성이 떨어지는 경우가 대부분이어서 산업구조가 개선되기보다는 산업 구조조정을 지체시키는 역할을 하고 있음. 생산성이 낮은 외국인 근로자들이 한국사회에 편입될 경우 노동을 제공할 수 있는 유효기간이 제한적이므로 고급 노동력을 유치하는 방향으로 이민정책을 시행하되 안정적인 정착이 가능하도록 제도를 보완할 필요가 있음. 이를 통해 고령화로 인해 발생하게 될 생산성 저하를 막고 장기적인 경제활동인구로 활용하는 것이 바람직함.
- 노동시장의 개혁도 필요함. 지금까지 한국사회에서 노동시장 개혁은 고용자 입장에서 노동시장의 유연성 제고를 지향해왔으나 고령화 사회에서는 노동의 공급자와 사용자가 모두 유연성을 가질 수 있어야 함. 특히 노령층이 선택할 수 있는 직업이 늘어나야 하는데 독일의 미니잡은 이러한 수요에 부응할 수 있는 대표적인 사례라고 할 수 있음. 이러한 사례가 현실화될 수 있으려면 제도개혁 및 정책적인 지원도 필요한데 미니잡에 대한 사회보험 부담을 기업이 일방적으로 질 수가 없기 때문임. 특히 우리나라처럼 사회보험이 노후생활을 충분히 보장하기 어려운 사회에서는 노령층을 위한 미니잡의 확대도입을 위한 정책이 최대한 빨리 이루어져야 할 필요가 있음.

다. 금융시장적 접근

- 고령화 사회에서 금융시장이 해야 할 일차적 역할은 노령층의 소득을 보전하는 것으로 이를 통해 노령 인구의 생존생계를 도울 수 있을 뿐 아니라 국내소비가 지나치게 감소하지 않도록 하여 경기침체를 막는데 기여할 수 있음.

- 일반적으로 고령화의 진전은 증권투자를 감소시키는 역할을 하는데 노령층의 리스크 회피 성향이 증가하기 때문임. 특히 노령층의 소득수준이 낮을 경우 이러한 성향은 증가하는 것으로 나타남.
- 우선적으로 연금성 소득을 제공하기 위한 금융상품의 도입이 필요함. 미국의 401(K)과 같이 한국에서도 수령 이전까지는 비과세로 불입하고 고용자가 대신 납부할 경우 세금을 면제해주는 등의 혜택을 제공하여 노령층의 소득을 일정 수준 이상으로 유지할 수 있도록 하는 방안을 강구할 필요가 있음. 연금성 상품에 대해서는 일정 한도까지 비과세하여 미래 소득을 축적할 수 있도록 더 강한 유인제도를 도입하는 방안도 강구할 필요가 있음. 이를 통해 자본시장에 머무르는 자금이 장기화될수록 금융시장의 안정이 가능하기 때문임. 특히 연금형 금융상품은 고령화가 상당 정도 진행된 이후에는 이미 참여대상이 감소할 가능성이 높고 수급시기까지 시간을 필요로 하므로 가급적 빠른 도입과 시행이 요구됨.

- 일본의 NISA 제도와 같은 방안을 강구하여 안정적인 투자이득을 확보할 수 있도록 지원하는 것도 필요함.

- 한국에서도 유사한 제도를 도입하고는 있으나 아직 국민들의 호응이 높지 않은 수준인데 그 이유는 한국에서는 이 제도의 도입목표가 금융시장 활성화에 있기 때문으로 고령화 대책이 될 수 있으려면 노령층의 소득보전에 정책의 우선적인 목표가 두어져야 함.
- 투자자에게 제공되는 세제혜택이나 금융상품 혹은 펀드의 조건이 비교적 적은 리스크로 노령층이 기본적인 필요소득을 확보하는 데 도움을 얻을 수 있도록 제도적 디자인이 이루어져야 함.

- 일본의 해외펀드를 이용한 펀드주식형 상품의 판매도 노령층을 위한 바람직한 사례라고 할 수 있음. 필요에 따라 월 5만 원, 30만 원, 혹은 200만 원의 소득을 목표로 한 투자가 가능하도록 리스크와 수익의 조합이 다양한 상품을 제공하여 필요한 수요를 충족시킬 필요가 있음.

- 일본에서는 금융상품 선택이 가능한 펀드상품이 제공되어 일본 노령층의 소득보전에 기여하고 있음. 다양한 상품의 개발과 제공이 가능하도록 금융당국의 규제완화와 적극적인 공조가 필요하며 다양한 대상에 대한 해외투자와 여러 가지 상품의 조합 등이 가능할 수 있어야 함.

라. 경상수지의 안정적 관리를 위한 소득수지 활용전략 모색

- 일본의 무역수지가 지금은 적자를 보이고 있지만 경상수지는 흑자를 유지하고 있는데 그 이유는 일본이 높은 무역수지를 누리던 시기에 해외투자를 확대하여 소득수지를 확대하는 발판을 마련하였기 때문임.
 - 고령화 관련 이론이나 경험적 연구에 따르면 한국이 누리고 있는 지금의 높은 경상수지 흑자는 향후 적자로 반전될 우려가 있는데, 특히 우리나라 경상수지 흑자는 대부분 무역수지에 기반하고 있기 때문에 무역수지가 적자로 반전되는 경우 함께 적자를 시현할 가능성이 높기 때문임.
 - 우리나라의 원화환율은 경상수지가 흑자와 적자를 오가던 시기에는 경상수지에 민감하게 반응하여 높은 변동성을 보였음. 외국인들의 국내투자도 마찬가지로 경상수지의 영향을 크게 받았고 더 구나 외환위기 경험을 고려할 때 외환시장의 안정을 유지하기 위해서는 비록 작은 규모라 할지라도 경상수지의 안정적 흑자구조가 지속적으로 유지되는 것이 필요함.
 - 경상수지의 흑자구조를 유지하기 위해 상정할 수 있는 방법은 일본의 사례에서 나타나는 바와 같이 소득수지를 개선하여 안정적인 수입원으로 활용하는 것임. 직접투자와 증권투자만이 아니라 해외투자를 다양하게 실행할 수 있도록 허용하여 투자의 수익성을 높이는 것이 필요하며, 일본이 고령층에 판매하고 있는 상품들은 대부분 해외투자 펀드이며 상당수가 해외 부동산투자와 같은 대체투자 부분에 집중되어 있음.
 - 최근 들어 해외투자에서 일본이 가장 높은 수익률을 보이고 있으며 투자의 수익성이 높아지기 위해서는 투자자가 이윤을 최대로 창출할 수 있도록 해외투자에 대한 규제를 자유화할 필요가 있음.
- 한국이 고령화시기에도 장기적으로 경상수지 흑자를 유지할 수 있도록 소득수지의 흑자기반을 구축하기 위해서는 모든 투자자들이 해외투자를 자유롭게 선택할 수 있도록 해외투자 관련 규제를 최소화할 필요가 있음. 뿐만 아니라 이를 다양하게 상품화하여 국내투자자들에게 판매할 수 있도록 금융시장에서도 새로운 상품개발에 대한 규제완화와 정책적 협력이 필요함.
- 앞에서 논의한 바와 같이 한국의 경상수지 흑자기반을 구축하는 데는 시간이 많이 남아 있지 않을 수 있음. 따라서 본 보고서에서 제시한 바와 같이 고령화에 대한 정책은 조속한 대책이 강구되지 않으면 시기를 놓칠 수 있음을 유의할 필요가 있음.