MIRAE ASSET
미래에셋은퇴연구소

Next 20년,
내 자산을 어디에 둘까

일본의 '과거 20년'이 주는 교훈

2018. 12. 5

CONTENTS

Ⅰ. 서론

Ⅱ. 일본 자산시장 흐름
1. 자산가격
2. Income 수익률

Ⅲ. 일본 가계 자산구성 흐름
1. 예금, 연금, 국내자산 위주 구성
2. 자산구성 변화 시도
3. 해외자산 투자

Ⅳ. 결론 및 시사점
1. 일본을 통해 바라본 한국
2. 향후 20년 한국 가계가 지향할 자산운용

박영호 연구위원
02-3774-1743 | youngho.park@miraeasset.com

※ 이 보고서는 미래에셋은퇴연구소와 저자의 저작물이므로 사전 동의 없이 무단전재 및 복제할 수 없습니다.

< 요 약 >

⊙ 우리나라 가계는 향후 고령화, 저성장을 중심으로 한 장기적인 추세와 위험에 대처하기 위해 자산구성과 자산운용 방향의 변화를 모색해야 하는 시점임.

⊙ 이를 고민하기에 앞서 일본 가계가 과거 20년간 유사한 경제사회적 흐름을 먼저 경험하면서 자산구성 변화와 자산운용 전략에 있어 선제적으로 대처하지 못했던 사실을 살펴보고, 그 원인을 파악해 보았음.

⊙ 과거 20년간 일본 가계는 장기 불황에 직면하면서도 저수익의 예금자산 의존도를 낮추지 못했고, 금융 투자자산과 해외자산에 초점을 둔 자산운용과 자산구성 변화를 적극적으로 추구하지 못했음.

- 일본은 버블붕괴 이후 2000년대 초중반까지 장기간 예금, 연금 위주의 가계자산 구성을 유지하였음. 또한 동기간 투자자산 보유는 국내자산에 집중하였음.

- Income에 초점을 맞춘 주식 및 다양한 펀드 상품 투자가 2000년대 초반을 기점으로 보다 활발하게 시도되었음. 그럼에도 불구하고 주식, 주식형 펀드, 해외자산 등 주요 투자자산이 가계 총자산 및 금융자산에서 차지한 비중은 각각 10%, 15% 내외에서 크게 벗어나지 못했음.

- 해외자산 투자 역시 2000년대 초반부터 성장했지만 현재까지 가계 금융자산 중 제한적인 비중 이내에서 상승하는데 그쳤음. 단지 엔캐리 트레이드 영향과 더불어 2010년대 초반까지 채권을 중심으로 적극적인 투자 양상을 나타내는 수준이었음.

- 1) 매우 낮은 국내 Inflation 수준, 2) 버블붕괴 이후 주식 등 국내 투자자산의 장기간 저조한 수익률과 큰 변동성이 투자에 대한 신뢰를 낮춤으로써 일본 가계의 적극적인 자산운용과 자산구성 변화 시도에 주된 장애요인으로 작용하였음.

⊙ 우리나라 가계는 전세계에서 가장 빠른 고령화 속도를 고려하고, 자산구성 변화와 그 성과가 지지부진했던 일본의 '과거 20년'을 거울삼아 어려움에 직면하기 전에 1) 선제적으로 자산구성의 변화를 모색해야 함.

⊙ 이와 함께 장기 저성장, 저금리 상황에 대비해 배당소득, 임대소득 등의 2) Income 투자와 3) 해외투자 비중 확대에 초점을 맞춘 자산운용 전략을 수립해야 할 것임.

- 향후 저성장과 저금리 상황이 장기화될 가능성이 높고, 자산가치 상승을 통한 가계 자산 축적이 힘들어질 것임. 따라서 금리를 대체할 안정성과 수익성을 확보한 Income 투자에 초점을 두어 투자자산을 관리, 운용해야 함.

- 동시에 장기적으로 고성장과 높은 투자수익률을 기대할 수 있는 해외자산에 대한 투자 비중을 높여야 할 것임.

Ⅰ. 서론

⊙ **우리나라는 고령화, 기업의 경제성장기여 약화, 저성장 등 중대한 경제사회적 변화가 진행되고 있음. 이같은 변화에 대응해 우리나라 가계는 자산구성과 자산운용 방향의 변화를 시급히 모색해야 하는 상황임.**

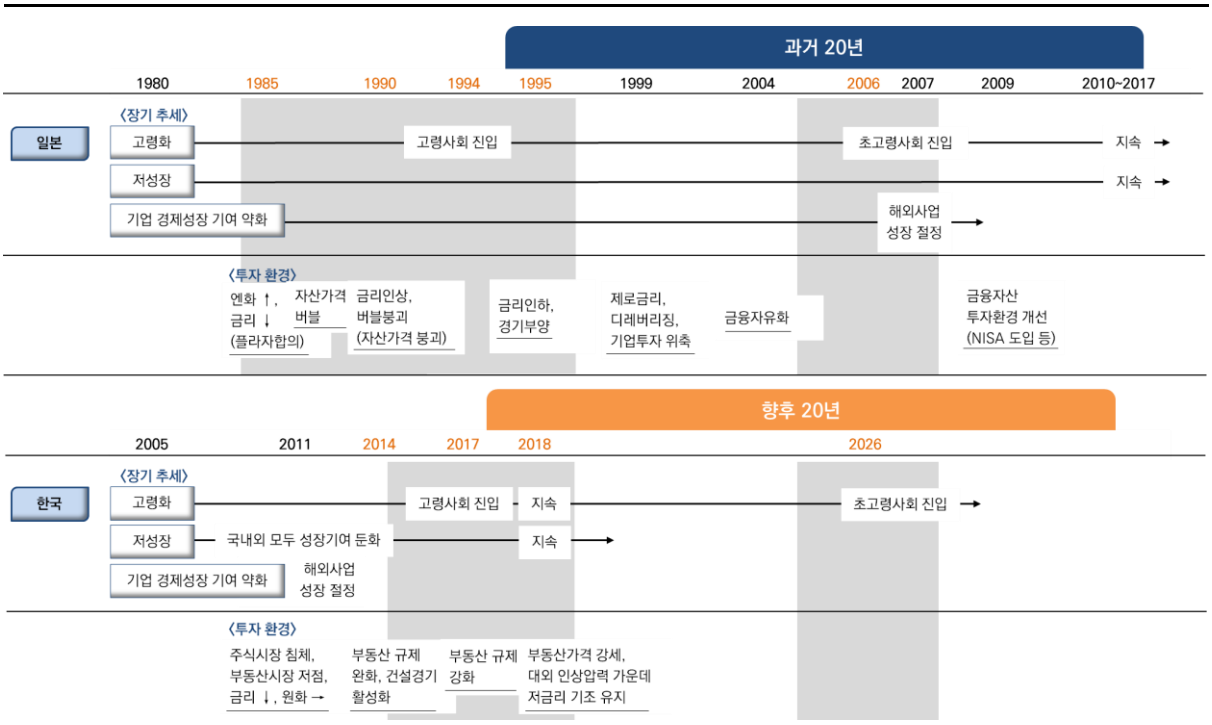
– 우리나라는 세계에서 가장 빠른 고령화의 진행과 생산가능인구 비중의 하락 전환이 예상되고 있음.

– 또한 2010년대에 들어서면서 주요 기업의 국내외 사업부문 모두에서 경제성장 기여도의 약화 추세가 뚜렷하게 진행되고 있음.

– 1) 성장동력 부재에 따른 주식시장 약세, 2) 규제 강화와 자산가격 강세 이후 부동산 거래 위축, 3) 대외 금리 인상압력 작용 가운데에서의 저금리 기조 유지 등 불안정한 투자환경에도 노출돼 있음.

– 이러한 가운데 현재 우리나라 가계의 자산운용 대응이 미흡한 것은 아닌지 점검할 필요가 있음. 아울러 가계 자산구성과 자산운용 방향의 변화를 시급히 모색할 시점이라고 판단됨.

<도표 1> 한국과 일본의 경제 환경과 시차 비교



자료: 각종 자료 종합

⊙ **우리나라 가계 자산구성과 자산운용 방향의 개선점을 찾기 위해 일본 가계가 '과거 20년' 동안 금융자산의 소극적 운용 등으로 인해 노후대비 자산 축적에 큰 어려움을 겪었던 점과 그 원인을 짚어볼 필요가 있음.**

- 고령화, 기업의 경제성장기여 약화, 장기 저성장 환경에서 90년대 초반 자산가격 버블 붕괴는 일본의 국내경제 회복과 위험자산 투자에 대한 신뢰를 크게 떨어뜨리는 계기로 작용했음.

- 물가하락을 포함한 장기 디플레 현상으로 인해 일본 가계는 예금 등 안전자산에 대한 지나친 선호를 장기간 유지하기도 했음.

- 부동산 및 주식 시장의 침체와 안전자산에 안주한 소극적인 금융자산 운용으로 인해 일본 가계자산 규모는 90년대 초반부터 현재까지 제자리에 머물고 있음.

- 이같은 일본의 경제사회적 변화와 가계 자산구성 흐름을 살펴보고 그 원인을 짚어보는 것은 향후 유사한 환경에 직면할 수 있는 우리나라 가계가 자산운용과 관련해 선제적인 대처에 나서는데 많은 참고가 될 것임.

⊙ **본고에서는 일본의 장기불황 과정에서의 가계 자산구성 흐름과 이에 영향을 미친 요인들을 파악해 볼 것임. 이를 참고하여 '향후 20년' 우리나라 가계의 올바른 자산운용 방향을 제시해 보고자 함.**

- 일본의 장기불황이 전개되는 과정에서 가계가 지나친 안전자산 선호를 나타낸 점, 적극적 자산운용을 주저해 자산 성장을 도모하지 못한 점 등 가계 자산구성의 흐름과 이에 영향을 미친 요인을 파악해 보도록 함.

- 장기간 일본의 가계자산 운용에서의 문제와 그 원인을 살펴봄으로써 이를 테면 자산운용 획일성과 집중도의 해소, 해외투자 확대 및 분산투자 등 향후 우리나라 가계가 선택할 바람직한 자산운용 방향을 모색해 보고자 함.

Ⅱ. 일본 자산시장 흐름

1. 자산가격

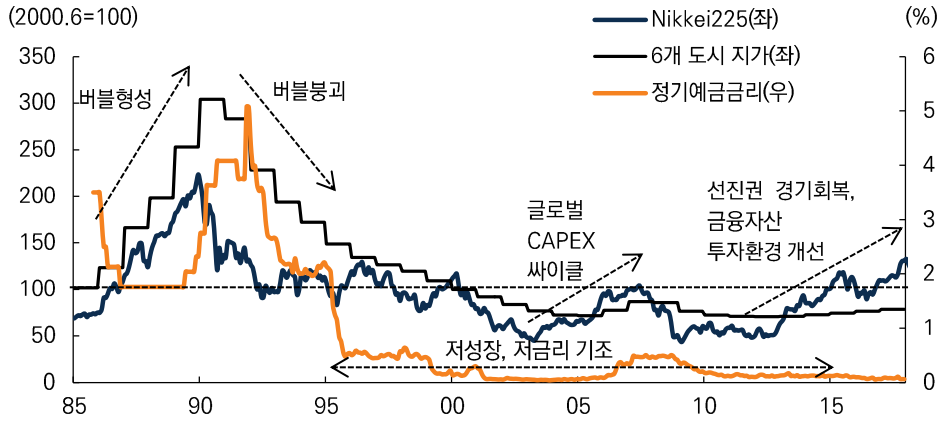
⊙ **버블붕괴 후 고령화, 저성장, 디레버리징 과정 등 구조적 변화가 겹치면서 일본 자산시장의 '3저(低) 현상'(주식/부동산/금리)이 지속됨.**

– 주식 시장의 경우 버블붕괴 이후 일본 기업들의 부채 축소 몰입과 매출성장 정체로 인해 2010년대 중반까지 장기 침체를 지속하였음.

– 부동산 시장은 고령화에 따른 수요부진과 경제의 장기 저성장 추세 가운데 주식시장보다 더 지속적이고 뚜렷한 침체를 나타냈음.

– 산업 전반과 금융기관의 부채축소(디레버리징) 과정이 장기화됨에 따라 국채금리 하락, 예금금리의 제로금리 수렴 등 뚜렷한 초저금리 환경이 고착되었음.

<도표 2> 일본 자산시장의 '3저(低) 현상'



자료: JREI(일본부동산연구소), Thomson Reuters

⊙ **주식: 주식 시장은 버블붕괴 이후 일본 기업들의 부채 축소 몰입과 매출성장 정체로 인해 2010년대 초반까지 장기 침체를 지속했음.**

– 일본 기업들의 연평균 매출성장률은 버블붕괴 이후 뚜렷하게 장기간 정체 내지 하락했음. 제조업의 경우 90년대 연평균 0.3%의 성장세를 보였고, 장기불황이 고착화된 2000년대에는 마이너스 성장세(연평균 -0.4%)를 시현하게 됨.

– 버블붕괴 후 기업들은 보유 자산가격 하락으로 인해 손실이 확대되고 이후 부채축소를 중심으로 한 구조조정을 본격적으로 추진하였음.

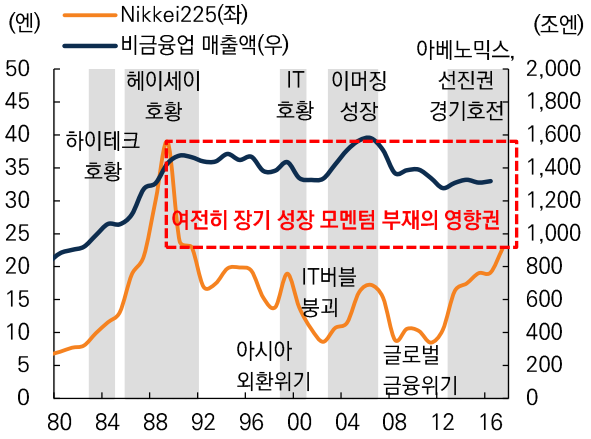
– 2000년대 들어 부채조정 과정이 어느 정도 완료되고, 설비투자효율도 개선됐음. 그럼에도 불구하고 내수성장 부진과 공급과잉 후유증에 대한 공포가 지속되면서 설비투자는 늘지 않고, 부채비율을 지속적으로 낮추는 디레버리징 과정을 지속함.

– 1990~2012년까지 대세하락 구간에서 상업서비스, 생활용품, 미디어엔터테인먼트, 통신서비스 등 경기방어적이며, 이익안정성이 확보된 업종의 주가가 상대적으로 양호했음. 한편 2009~2012년의 주식시장 침체 구간에서는 도심권 개발 영향 등에 따라 디벨로퍼 중심의 부동산 업종이 성장하고 주가가 강세를 나타내기도 했음.

– 아베 내각 출범 이후인 2013년부터 글로벌 경기부양과 선진권 경기회복 싸이클 하에서 주가는 장기 저점을 확인하고 재상승하고 있음. 최근 들어 기업투자와 고용이 살아나는 등 성장성 회복의 신호가 나타나고는 있음.

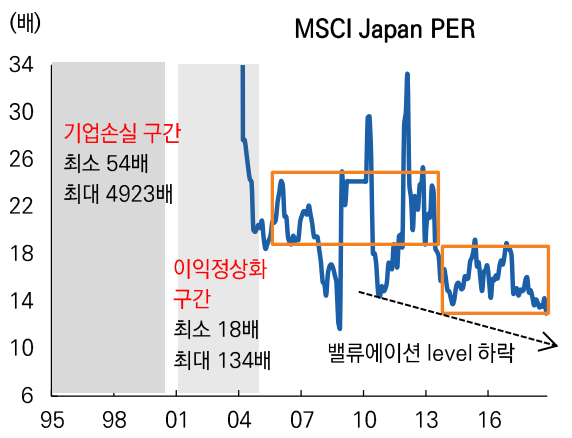
– 그럼에도 불구하고 버블붕괴 이후 현재까지 장기간 투자 위축과 매출성장 정체로 인해 일본 기업들의 주가상승 모멘텀과 밸류에이션(이익 대비 가치평가 수준)은 약화되었다고 할 수 있음.

<도표 3> 일본 기업성장과 주가 추이



자료: 일본 재무성 법인기업통계, Thomson Reuters

<도표 4> 일본 주식시장 밸류에이션



자료: Bloomberg

⊙ **부동산: 부동산 시장은 경제의 장기 저성장 추세 가운데 주식 시장보다 더 지속적이고 뚜렷한 침체를 나타냈음.**

– 폭등하던 부동산 가격은 1990년 전후의 금리인상과 대출한도 제한 등 부동산 규제 강화 전환에 따라 90년대 초반부터 주가에 이어 급락하기 시작하였음.

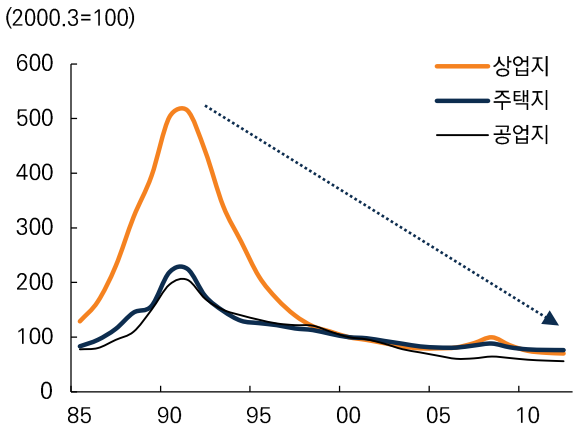
– 이같은 90년대 초반의 자산가격 폭락은 소비와 투자의 위축 즉 '역자산효과'를 유발해 디플레이션을 심화시킨 주요 원인으로 작용하였음.

– 2000년대 말 주요 상업지 지가가 버블붕괴 전 고점 대비 최대 1/7 수준에 머무는 등 부동산 시장은 주식 시장에 비해 추세적으로 더욱 뚜렷한 침체 양상을 보였음.

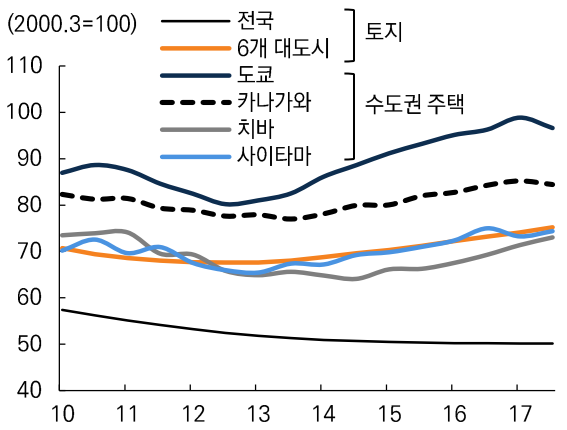
– 일본 부동산 시장의 장기 저점 확인은 2012년 하반기에나 실현되었음. 아베 내각 출범 이후 도심권 개발, 고령인구의 도심권 회귀, 기업형 임대사업 확대 등에 힘입어 2013년부터 대도시와 핵심 도심권을 중심으로 부동산 가격이 반등했음.

– 다만 부동산 시장은 수도권 핵심 지역을 중심으로 차별적으로 상승했을 뿐 평균적으로는 버블붕괴 이후 현재까지 장기 침체 국면에서 벗어나지 못하고 있음.

<도표 5> 일본 6개 도시 지가 추이



<도표 6> 주요 지역별 부동산 가격 지수



자료: JREI(일본부동산연구소)

⊙ 금리: 버블붕괴 후 일본의 성장동력과 기업투자 위축은 저금리 구조를 유발함.

- 고령화 진행, 생산가능인구 비중 하락 등의 인구구조 변화가 진행되면서 버블붕괴 후 경기회복을 견인해야 할 수요가 위축됐음. 또한 정부의 경기 활성화와 사회보장지출 대응에 따른 재정적자 확대로 인해 저금리 유지 필요성이 커지게 됨.

- 한편 기업들은 버블붕괴 후 불황기에도 무역수지 흑자로 생존을 모색해 왔음. 그러나 과잉투자와 디플레이션 부담 때문에 국내 신규투자 유인은 크게 약화됐음.

- 투자경기 위축은 기업 자금수요의 감소로 연결되면서 시장금리 하락을 견인하게 됨. 즉 경제 전반의 성장동력 약화가 장기 저금리 기조의 핵심 원인이 됨.

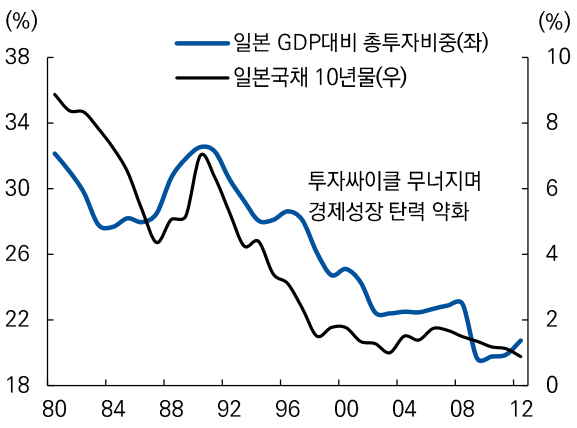
- 부채축소(디레버리징) 과정이 장기화되면서 90년대 중반 이후로 국채금리 하락, 예금금리의 제로금리 수렴 등 뚜렷한 초저금리 환경이 고착되었음.

- 채권시장은 금리 변동성의 뚜렷한 축소에 따라 가격 모멘텀을 이용한 투자성과를 기대하기 어려워져 2000년대 이후 장기적으로 침체하게 됨.

<도표 7> 일본의 성장둔화와 저금리 기조

자료: 일본은행, 일본 내각부, Bloomberg

<도표 8> 버블붕괴 후 자금수요 감소



자료: IMF, Bloomberg

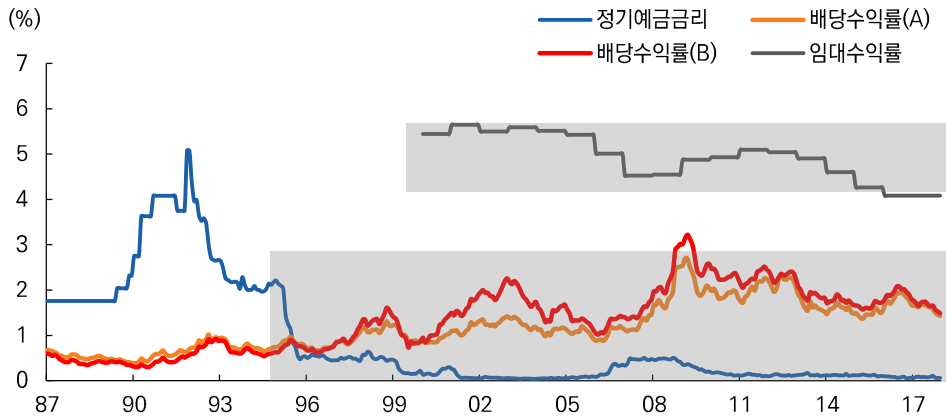
2. Income 수익률

⊙ **저성장, 저금리 환경이 장기적으로 고착되는 동안 주요 투자자산의 Income 수익률이 금리 대비 비교우위에 놓임에 따라 Income 기능 측면에서 투자자산 보유의 매력이 예금 보유의 매력을 확실하게 상회하게 됨.**

- 장기불황이 시작된 95년 이후 예금금리는 1% 미만의 매우 낮은 수준에 급격히 수렴하였음.
- 반면 주식의 실질배당수익률은 상승을 시작하면서 95년 하반기에 예금금리를 추월하는 골든크로스 현상이 나타났음.
- 2000년대 들어 저성장, 저금리 환경이 고착화됨에 따라 예금과 채권 등 안전자산을 보유하는 데 따른 매력이 뚜렷하게 저하됐고, 그 기회손실을 의식하지 않을 수 없게 되었음.
- 같은 기간 주식의 실질배당수익률은 1.5%~2.5% 수준에 안착했고, 대도시 부동산 임대수익률은 이보다 한 단계 높은 4%~5% 수준에 안착하였음.
- 주식, 부동산 등 주요 투자자산의 가격 변동폭은 버블붕괴 과정이 마감된 이후인 2000년대부터는 감내할 수 있는 수준에 가깝게 축소됐다고 보여짐.
- 이에 따라 2000년대부터는 Income 측면에서 주식, 부동산 등 투자자산의 매력이 예금의 매력을 확실하게 상회하게 됐다고 할 수 있음.

⊙ **2000년대 이후 고배당 주식, 배당주펀드, 부동산펀드(REITs) 등 금융 투자자산과 수익형 부동산의 경우, 자산가치의 상승보다는 이자수입을 대체하는 소득을 얻기 위해서 장기간 투자하기 적합한 상황이 조성되었음.**

<도표 9> 일본 예금금리와 주요 투자자산 Income 수익률



자료: 일본은행, Tokyo Kantei 부동산정보, Thomson Reuters
주: 1) 배당수익률은 TSE(도쿄증권거래소) 기준이며, (A)는 1st Section(대형주), (B)는 2nd Section(중형주) 임.
2) 임대수익률=1/PER(Price to Earnings ratio), 도쿄도 수도권 평균 기준

Ⅲ. 일본 가계 자산구성 흐름

1. 예금, 연금, 국내자산 위주 구성

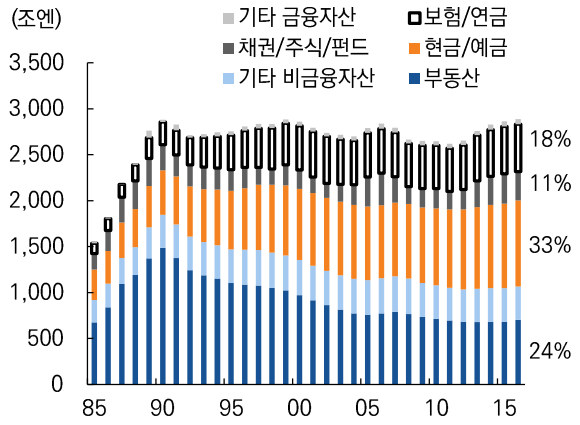
⊙ **일본은 버블붕괴 이후 2000년대 초중반까지 장기간 예금, 연금 위주의 가계자산 구성을 유지하였음. 동기간 투자자산 보유는 국내자산에 집중되었음.**

– 가계가 보유한 국내 주식과 부동산 등 주요 투자자산 가치는 2000년대 초중반까지 장기간 지속적으로 감소했고, 그 비중도 하락했음.

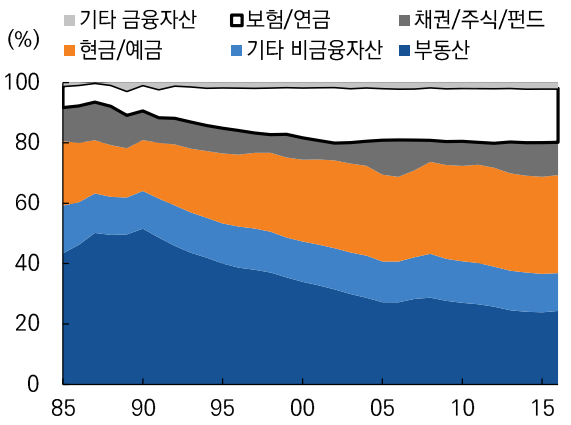
* 가계의 부동산 자산가치는 90년 절정 수준인 1485조엔에서 급감해 2013년 678조엔까지 떨어졌고, 그 비중은 고점인 52%에서 2017년 현재 24%까지 하락했음. 또한 가계 보유 국내 주식 및 펀드 자산 등은 89년 301조엔에서 2002년 157조엔으로 축소됨.

– 반면 같은 기간 가계 금융자산은 현금, 예금 등 안전자산에 장기간 집중되었음.

<도표 10> 일본 가계자산 구성 추이

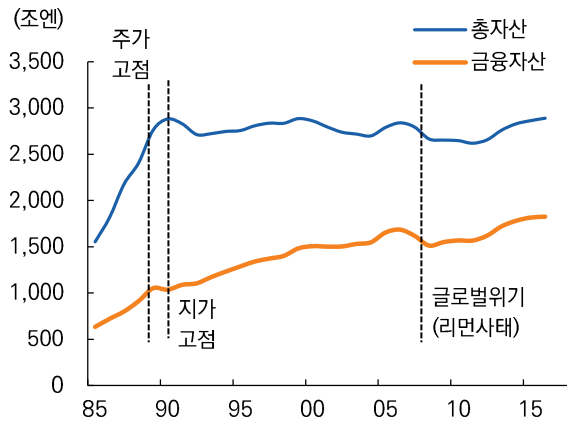


<도표 11> 일본 가계자산 구성비 추이

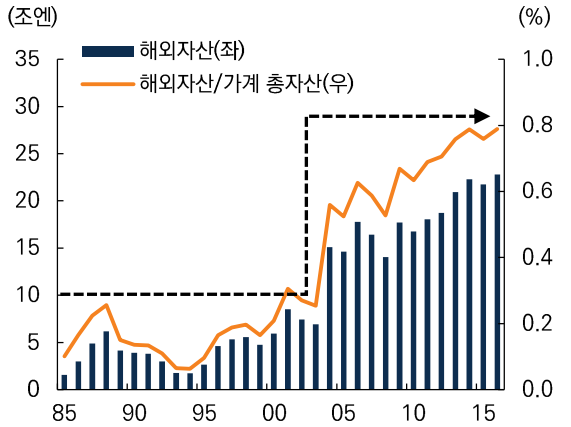


자료: 일본은행

<도표 12> 일본 가계 총자산과 금융자산



<도표 13> 일본 가계 해외자산 추이



자료: 일본은행

– 디레버리징과 구조조정 과정을 거치면서 기업은 설비투자자금 수요가 크게 줄었고, 구조조정을 마친 후에는 경제성장기 상황과 다르게 자금잉여주체로 전환됨.

– 이에 따라 금융기관의 자금중개 역할이 위축됐고, 대출 축소와 예금 증가가 일본 국채를 중심으로 한 채권 보유비중 상승(채권투자 증가)으로 이어지게 됨.

– 한편 주요 투자자산 가격의 뚜렷한 하락에도 불구하고 가계 자산구성은 2000년대 초반까지 국내자산에 대부분 한정되었음. 해외자산의 경우 2000년대 초중반부터 그 비중이 두드러지게 늘긴 했지만 절대 수준은 최근까지도 1% 미만으로써 여전히 미약한 상태임.

– 결국 일본 가계자산은 2010년대 초반까지 안전자산 위주로 구성된 금융자산 만이 대체로 증가했고, 총자산 성장은 장기간 정체되었음.

⊙ **절대 저금리 상황에서도 높은 예금 비중을 유지했음. 1) 매우 낮은 Inflation 수준, 2) 저조한 주가 수익률과 큰 변동성 등이 이같이 소극적인 금융자산 Portfolio를 유지하는데 큰 영향을 미친 것으로 분석됨.**

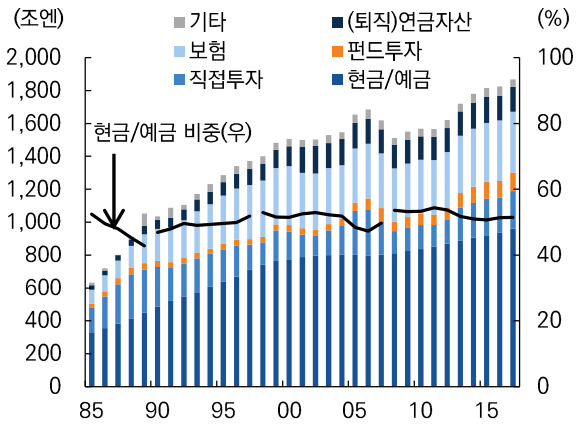
– 가계 금융자산에서 예금 등 안전자산의 비중은 95년 장기불황기 돌입 이후 글로벌경기 호전에 힘입은 주가상승 구간인 2005~2007년 사이 등 일부 시기를 제외하면 계속 50% 선을 강하게 유지했음.

– 즉 장기 저금리 기조에도 불구하고 소극적인 금융자산 Portfolio를 유지한 것임.

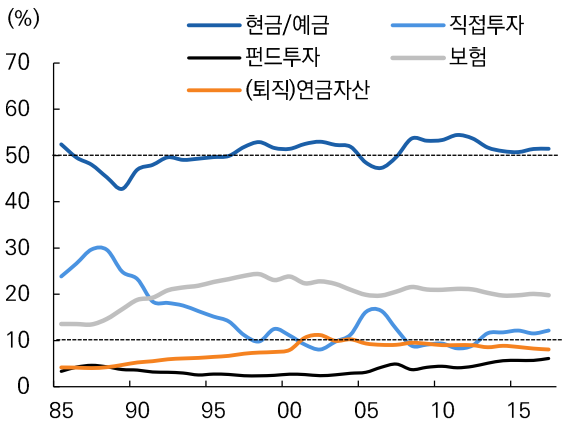
– 이에는 1) 매우 낮은 Inflation(물가상승률) 유지, 2) 버블붕괴 이후 주식 등 국내투자자산의 장기간 저조한 수익률과 큰 변동성(미국과 비교해 명확한 수준)이 투자에 대한 신뢰를 떨어뜨려 부정적 영향을 미친 것으로 판단됨.

* Aoki, K., Michaelides, A., Nikolov, K. (2016) Household Portfolio in a Secular Stagnation World: Evidence from Japan에서 가계금융조사(SHF)(1981~2014) 패널데이터와 실증분석을 통해 장기불황기 동안 일본 가계 자산구성에 미친 영향들을 파악

<도표 14> 일본 가계 금융자산 구성 추이



<도표 15> 가계 금융자산 요소별 비중

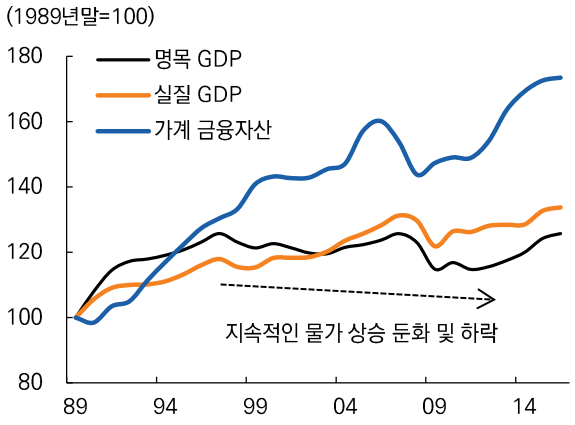


자료: 일본은행

– 심지어 물가가 하락한 매우 낮은 Inflation 국면이 지속되면서 화폐의 구매력 제고 효과가 실현됐다고 볼 수 있음. 즉 지극히 낮은 물가를 감안하면 저금리 국면에서도 현금과 예금을 보유하는 것이 타당했다고 볼 수 있음.

– 일본 가계가 저금리 환경에서 저축형 상품을 고집했음에도 불구하고, 금융자산 증가 속도는 명목GDP 증가 속도를 장기간 상회했음. 시중 자금이 성장을 위한 투자 등 바람직한 방향으로 상당기간 동안 유입되지 못했다고 평가할 수 있음.

<도표 16> 일본 GDP와 가계 금융자산



자료: 일본은행

<도표 17> 일본 물가지표와 투자 수익률

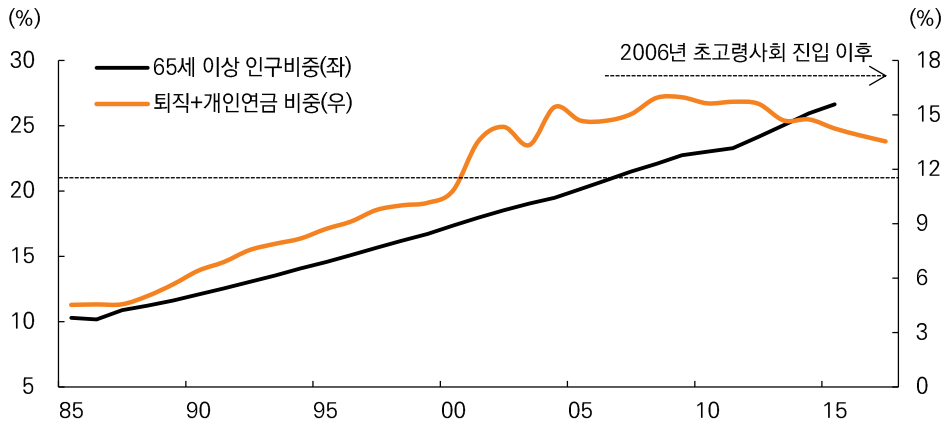
(단위: %)

(1995~2014)	평균	표준편차
Inflation(물가상승률)	0.06	0.80
실질 임금상승률	0.00	1.70
채권 수익률	0.31	0.69
주식 수익률	2.11	25.90

자료: Aoki 외 3인(2016)

⊙ 한편 가계 금융자산 중 연금자산 비중은 2000년대 초반까지 뚜렷한 상승세를 보이다가 2005년부터 완만하게 하락하게 됨. 이는 2006년 초고령사회 진입을 계기로 한 은퇴와 지출 본격화의 영향이 클 것임.

<도표 18> 일본의 고령화와 가계 금융자산 중 연금자산 비중



자료: 일본은행, 일본 총무성 통계국

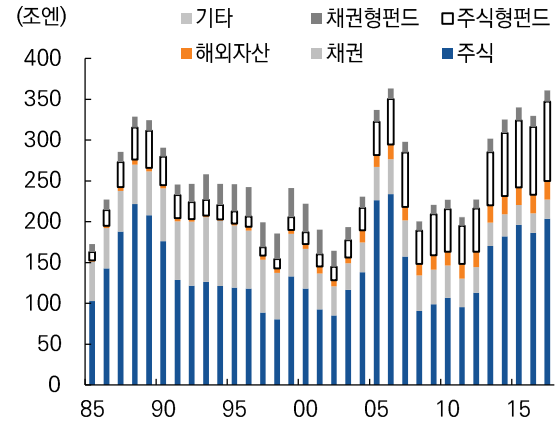
2. 자산구성 변화 시도

⊙ **가계의 투자자산 운용은 펀드 등 간접투자를 중심으로 2000년대 초반부터 활성화되기 시작해 2010년대 들어 더 활발해짐. 이는 저성장, 저금리 현상이 뚜렷해지고, 개인의 투자 활성화를 위한 제도 마련 등이 효과를 발휘했기 때문임.**

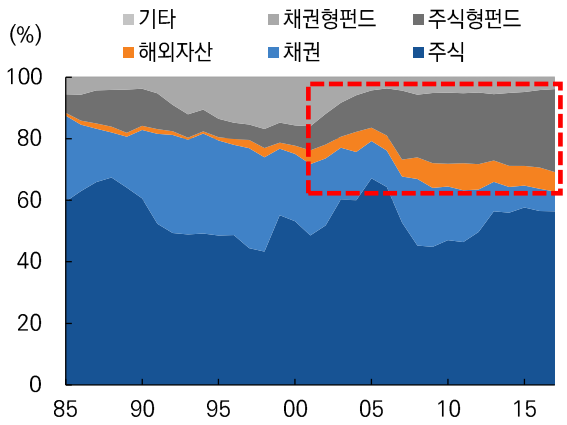
- 가계 투자자산 운용은 펀드 등 간접투자를 중심으로 2000년대 초반부터 상장주식 직접투자 대비 꾸준한 증가세를 나타냄. 펀드투자(Investment Trust)는 금융자유화 시점인 2000년대 중반부터 금융 투자자산에서의 비중이 뚜렷하게 상승했음.

- 그런데 2000년대 중반 이후 저금리 기조가 명확해지고, 금융자산 투자활성화 효과가 나타나면서 월지급식(monthly dividend paying) 펀드 투자가 MMF를 대체해 2000년대 후반까지 성장하였음. 또한 투자펀드 내 주요 비중을 차지하게 됨.

<도표 19> 일본가계 금융 투자자산 구성



<도표 20> 금융 투자자산 구성비 추이



자료: 일본은행, 일본 투자신탁협회(Investment Trust Association)

- 2010년대부터는 REITs, ETF 등 다양한 투자금융상품들로 확산되면서 가계의 투자펀드가 성장세를 이어갔음.

- 주식 배당수익률, 부동산 임대수익률 등이 정기예금금리를 뚜렷하게 상회하면서 고배당 주식에 대한 직접투자는 물론 배당주 펀드, REITs를 비롯한 다양한 투자펀드의 금융자산 내 비중이 늘어났음. 반면 예금과 채권 자산은 저금리 기조에 따라 투자매력이 약화돼 2000년대 초반부터 감소하였음.

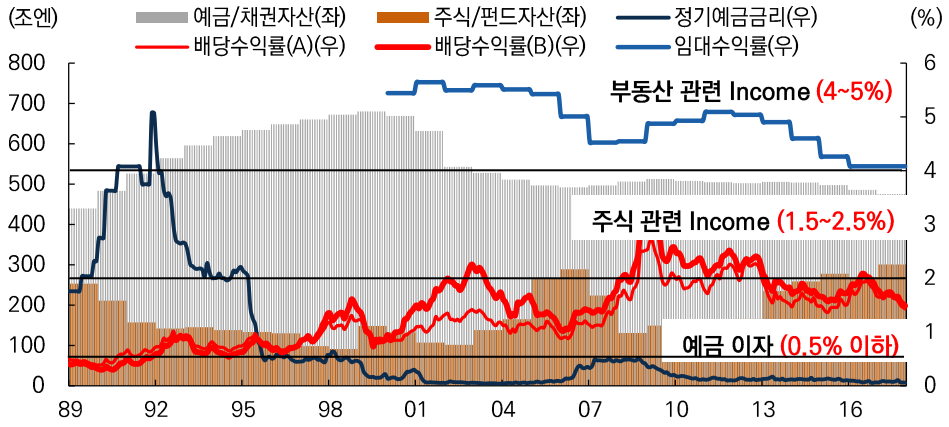
  * 월지급식 펀드는 2010년대 이후로는 뚜렷한 비중 하락세를 보임. 당초 정기예금 이자를 대신한 안정 소득원으로서 선호도가 높았지만 투자상품 다양화 이후 펀드 수익률에 대한 관심이 더 높아지면서 인기가 하락한 것으로 파악됨.

- 2010년대의 펀드투자 중심의 금융자산 투자 활성화는 2009년 소액 비과세 저축계좌(Nippon Individual Savings Account: NISA) 도입 이후 촉진된 측면이 있음(개인 금융상품 투자 유도와 투자교육 등의 역할은 우리나라가 참고할 필요).

- 한편 개인의 공모 채권형펀드 투자는 그 비중이 2000년대 중반부터 급속히 하락하였음. 이는 기관의 채권투자(주로 우체국)가 일임형(사모) 형태로 이루어져 온데다 개인도 채권을 직접 투자했기 때문임.

⊙ **Income 투자에 초점을 맞춘 주식과 다양한 펀드 상품 투자가 2000년대 초중반을 기점으로 보다 활발하게 시도됐다고 할 수 있음. 그럼에도 불구하고 주식, 주식형 펀드, 해외자산 등 주요 투자자산이 가계 총자산 및 금융자산에서 차지한 비중은 각각 10%, 15% 내외에서 크게 벗어나지 못하였음.**

<도표 21> 일본 주요 투자자산 Income 수익률과 가계 금융 투자자산 변화



자료: 일본은행, Tokyo Kantei 부동산정보, CEIC
주: 1) 배당수익률은 TSE(도쿄증권거래소) 기준이며, (A)는 1st Section(대형주), (B)는 2nd Section(중형주) 임.
2) 임대수익률=1/PER(Price to Earnings ratio), 도쿄도 수도권 평균 기준

3. 해외자산 투자

⊙ **가계의 해외자산 투자는 제한적인 비중을 유지하면서도 2000년대 초반부터 성장하기 시작했음. 엔캐리 트레이드 영향과 더불어 2010년대 초반까지 해외채권 중심으로 투자가 활발하였음.**

- 가계 투자자산 중 해외자산 직접투자는 비록 낮은 수준이긴 하지만 펀드투자와 마찬가지로 2000년대 초반부터 그 비중이 본격적으로 상승하였음.

- 그 배경에는 일본 내 초저금리 환경과 엔화강세의 여건을 이용한 해외 투자자산 매수, 즉 '엔캐리 트레이드'의 영향이 크게 작용하였음.

- 이 같은 해외자산 직접투자는 대표적인 위험자산인 주식보다는 보다 안정적인 채권에 장기간 집중되었음. 해외자산 중 채권 투자 비중은 10년 이상 80%를 넘는 수준을 유지하였음.

- 해외채권 투자는 미국, 호주, 브라질 등 선진국과 이머징 국가 대상으로 다양하게 이루어졌고, 엔캐리 트레이드 영향이 지속된 2010년대 초반까지 활성화된 것으로 파악됨.

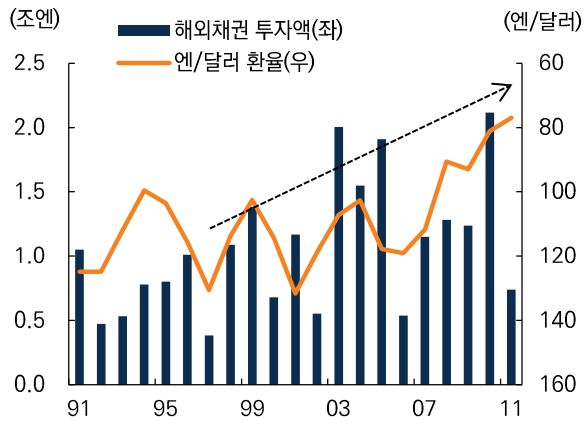
- 해외펀드 역시 전체 투자펀드 내에서 점진적으로 늘었을 것으로 추정됨.

- 한편 최근이라고 할 수 있는 2010년 전후로 보더라도 일본 가계가 금융자산 투자와 해외자산 분산투자에 적극적인 모습을 보였다고 하기는 어려움.

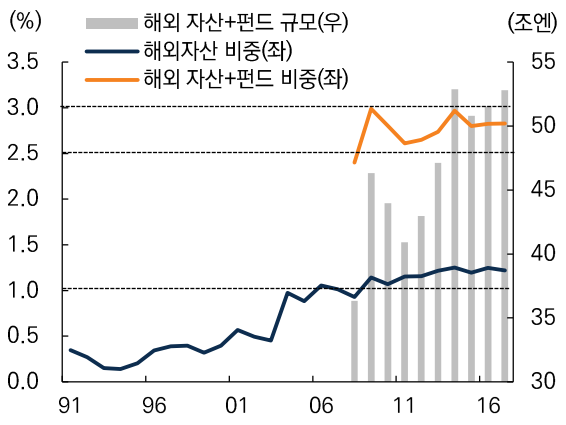
- 해외자산 직접투자의 경우 가계 전체 금융자산에서 차지한 비중이 2000년대 중반 이후에도 계속 1% 내외로 미미하였음. 또한 해외자산과 해외펀드가 가계 전체 금융자산에서 차지한 비중은 2009년 이후 2.8%~3.0% 수준에 머물렀음.

- 주요 금융 투자자산에서 해외자산과 해외펀드가 차지한 비중은 2010년 전후 20% 내외였지만 2010년대 중반 이후에는 15% 내외로 오히려 하락하였음. 이는 주식시장 호전 등에 힘입어 국내주식과 펀드에 대한 투자가 늘었기 때문으로 파악됨.

<도표 22> 일본 가계 해외채권 투자

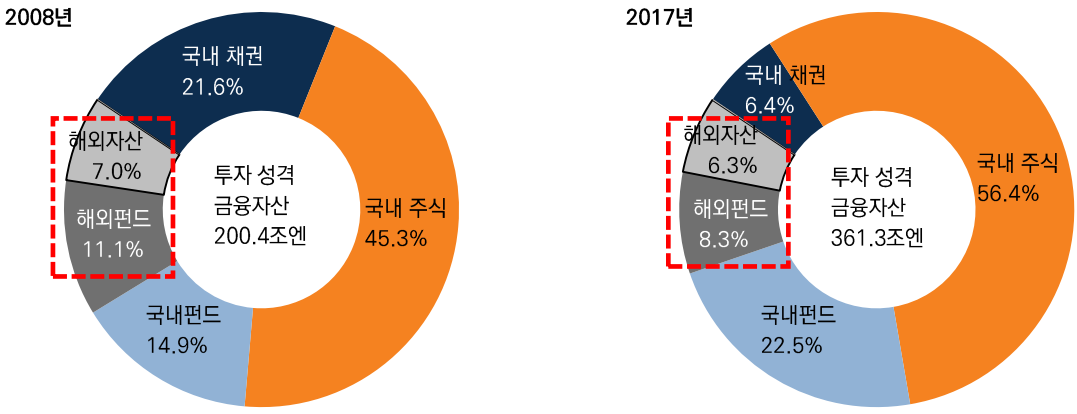


<도표 23> 금융자산 중 해외자산 비중



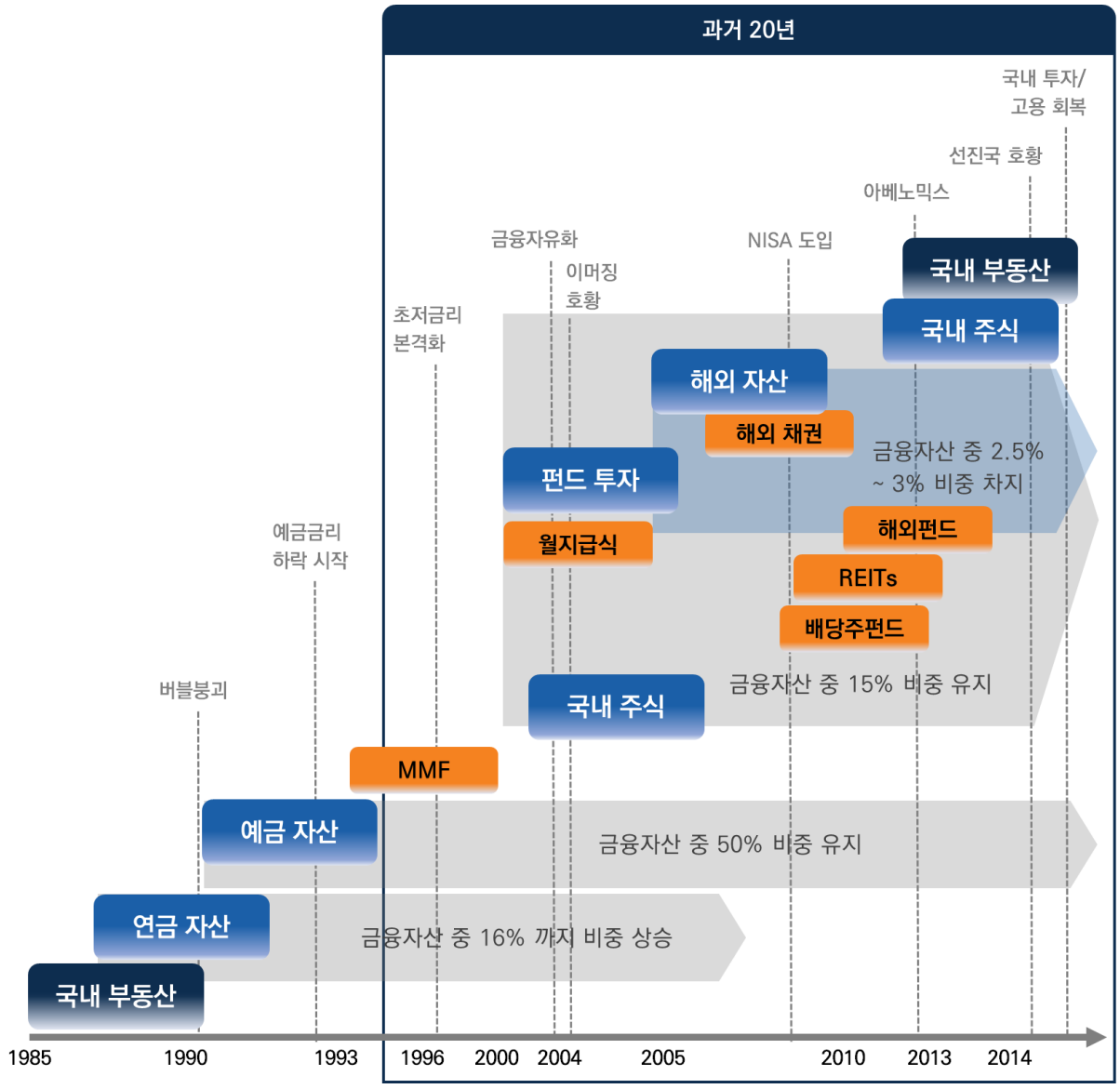
자료: 일본은행, 일본 투자신탁협회(Investment Trust Association)

<도표 24> 일본 가계의 금융자산 중 주요 투자자산 구성 변화



자료: 일본 투자신탁협회(Investment Trust Association)

<도표 25> 일본 가계 자산구성 흐름 종합



자료: 각종 자료 종합

Ⅳ. 결론 및 시사점

1. 일본을 통해 바라본 한국

⊙ **우리나라는 2010년 이후 일본의 1990년대 전후 자산버블 및 붕괴 시기와 일부 유사한 경제적 흐름을 보이고 있음.**

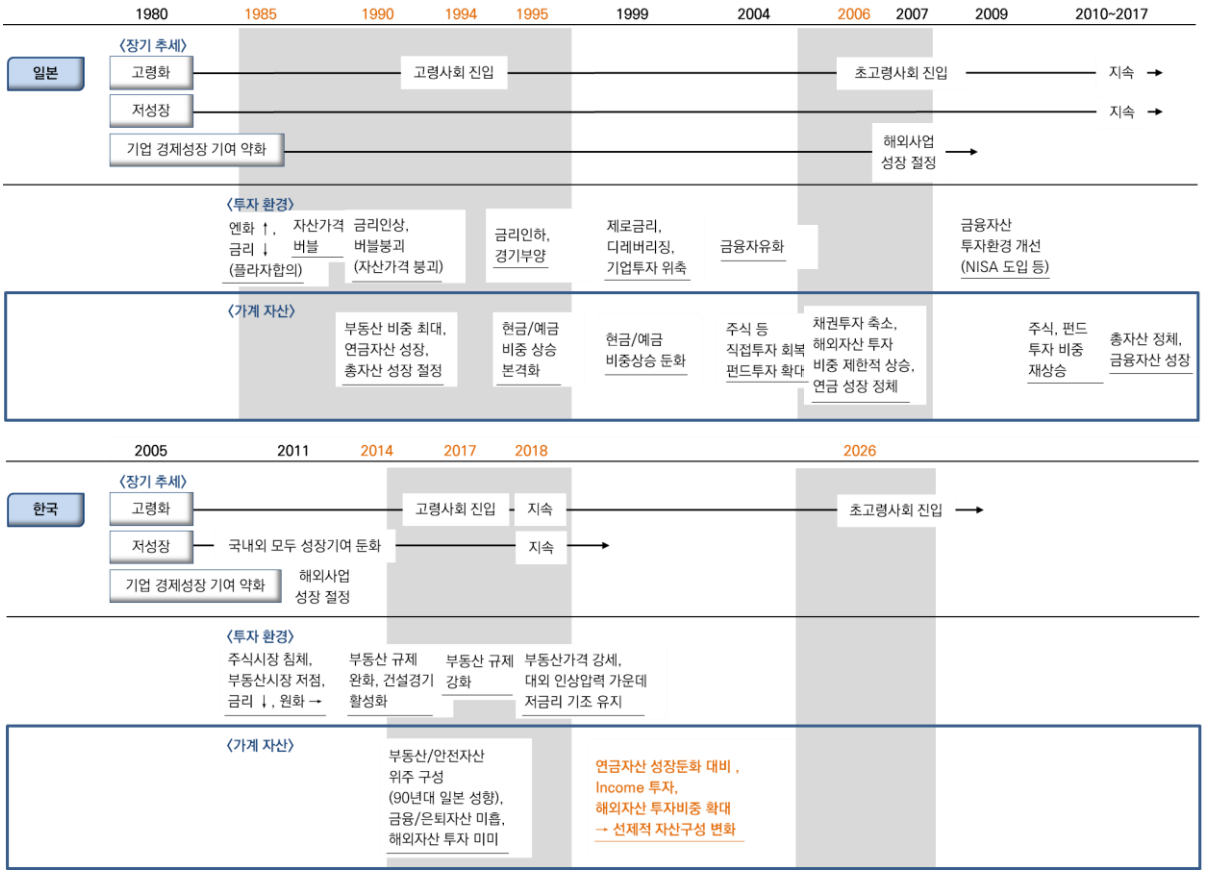
– 일본에서 80년대 이후 본격화된 1) 고령화, 2) 기업의 경제성장기여 약화, 3) 저성장의 장기 추세가 한국에서는 2000년대 중반 이후 나타나고 있음.

– 특히 우리나라 고령화 진전 속도는 전세계에서 가장 빠르며, 2020년대 중반까지 사회경제적 측면에서 최대 화두로 부상 중임. 일본의 사례에서 보듯이 고령화를 중심으로 한 인구구조 변화는 장기적 경제성장 탄력을 약화시킬 수 있는 핵심 요인임.

– 우리나라 제조업 역시 일본처럼 해외진출 과정을 거친 후 2010년대에 접어들면서 국내외 사업부문의 경제성장 기여가 모두 약화 국면으로 전환된 상태임.

– 이같은 성장 저하 요인들이 2011년 이후 주식시장 침체를 야기했다고 판단됨.

<도표 26> 한국과 일본의 경제 환경 및 가계 자산 흐름 비교



자료: 각종 자료 종합

– 한편 저금리 기조 하에서 부동산 규제 완화 및 건설경기 활성화(2014년)의 후행적인 영향과 주택수급 불균형이 겹치면서 서울 등 핵심 지역 부동산 가격이 최근까지 강세를 보이고 있음.

* 이 같은 상황은 플라자합의 이후 금리 인하, 부동산 규제 완화 등 내수부양으로 촉발된 일본의 자산가격 버블 흐름과 일부분 유사

– 가계자산 운용과 금융자산 투자 경향은 일본의 과거 상황과 유사하게 보수적임.

2. 향후 20년 한국 가계가 지향할 자산운용

⊙ 어려움에 직면하기 전에 1) 선제적인 자산구성 변화를 모색하고, 이를 위해 2) Income 투자와 3) 해외투자 확대에 초점을 맞춰 자산운용 전략을 수립해야 함.

– 한국 주식시장은 중국 등 핵심 수요시장의 성장둔화와 글로벌 혁신을 따라가지 못하는 산업의 구조적 문제를 감안할 때 앞으로도 큰 반전을 기대하기 어려움.

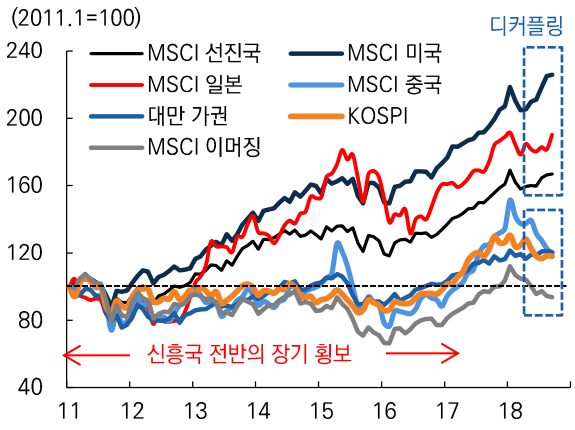
– 가상의 투자성과를 비교해 보면 2011년 이후 현재까지 한국 주식과 채권에 60:40으로 투자했을 때 보다 글로벌 주요 주식과 채권에 10~20%씩 분산투자했을 때 후자의 위험 대비 수익률이 월등히 높은 것으로 나타났음.

– 2020년대를 전후로 50~60대의 은퇴가 본격화될 전망인데 주요 자산이 부동산에 치중돼 있고, 금융자산 축적을 통한 은퇴준비는 일본에 비해 취약한 상태임.

– 이들이 부동산 매각에 나서면서 공급이 늘어나고, 동시에 부동산 수요계층의 규모와 소득수준이 취약해질 수 있어 부동산가격의 장기전망은 긍정적이지 않음.

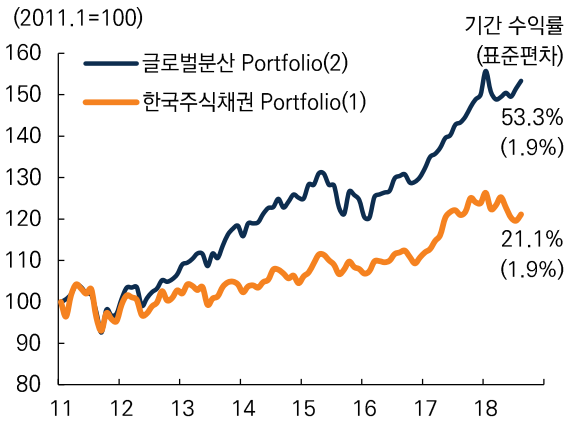
– 또한 개별 가계 스스로 연금과 투자를 통한 은퇴자산 보완이 필요함.

<도표 27> 2011년 이후 주식시장 추이



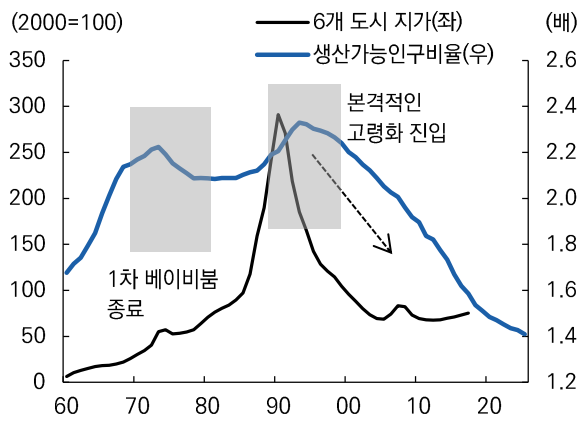
자료: Thomson Reuters

<도표 28> 가상 Portfolio 수익률 비교



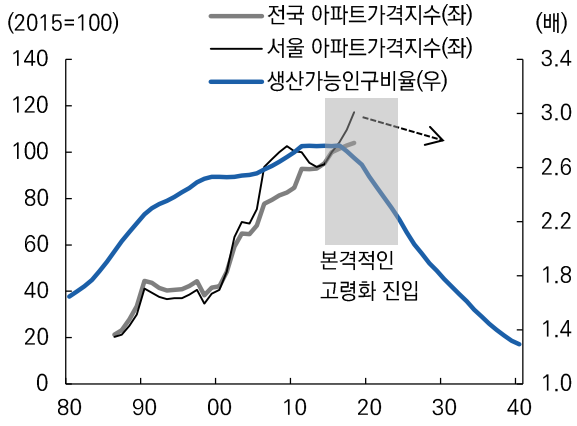
자료: Thomson Reuters
주: (1) KOSPI 60%, 한국채권 40%,
(2) 미국주식 20%, 선진권지수 20%, 중국주식 10%, KOSPI 10%, 미국채권 20%, 한국채권 20%

<도표 29> 일본 인구 추이와 부동산가격



자료: 일본 총무성 통계국, JREI(일본부동산연구소)

<도표 30> 한국 인구 추이와 부동산가격



자료: 통계청, KB부동산

주: 생산가능인구비율=생산가능인구(15~64세 인구)/부양인구(15세미만+65세이상 인구)

- 우리나라 가계는 전세계에서 가장 빠른 고령화 속도를 고려하고, 자산구성 변화와 그 성과가 지지부진했던 일본의 '과거 20년'을 거울삼아 **어려움에 직면하기 전에 선제적으로 자산구성의 변화를 모색**해야 함.

- 이와 함께 **장기 저성장, 저금리 상황에 대비해** 배당소득, 임대소득 등의 Income **투자와 해외투자 비중 확대에 초점을 맞춘 자산운용 전략을 수립해야 할 것**임.

  * 향후 저성장과 저금리 상황이 장기화될 가능성이 높고, 자산가치 상승을 통한 가계 자산 축적이 힘들어질 것임. 따라서 금리를 대체할 안정성과 수익성을 확보한 Income 투자에 초점을 두어 투자자산을 관리, 운용해야 함. 저성장 시대에 일본의 배당, 임대수익률 등이 예금금리를 뛰어넘어 안정적으로 유지되고 있는 점을 참고해야 할 것임.

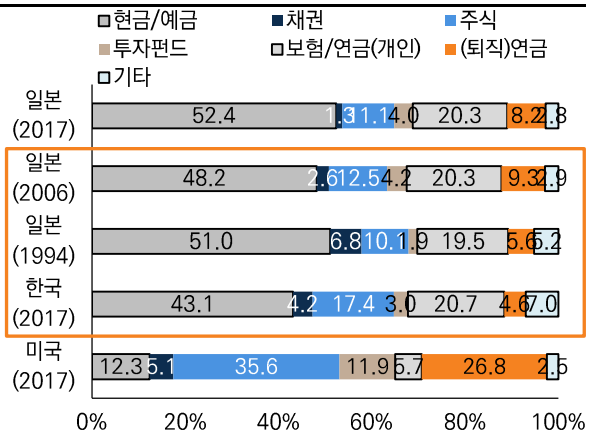
  * 동시에 장기적으로 고성장과 높은 투자수익률을 기대할 수 있는 해외자산에 대한 투자비중을 높여야 함. 한국 가계의 금융자산 관리에 있어서 노르웨이 국부펀드의 자산운용은 롤모델이 될 수 있음. 국내 원유자산 고갈(국내 성장둔화)에 대비해 기금을 조성해 해외자산(97%의 비중)에 적극적으로 분산투자한 것이 자산운용의 핵심적인 원칙임.

<도표 31> 한일 Income 수익률 추이

자료: 한국은행, 일본은행, CEIC

주: 한국 배당수익률은 증권거래소(KRX) 평균 기준

<도표 32> 한미일 가계 금융자산 구성



자료: OECD factbook, 각국 중앙은행

주: 일본, 1994년 고령사회 진입, 2006년 초고령사회 진입, 한국, 2017년 고령사회 진입

평안한 노후를 위한 자산관리 5원칙

저성장 · 저금리 · 고령화로 과거와는 다른 상황이 전개되고 있습니다.
변화된 환경 속에서 은퇴자산을 성공적으로 운용하고 평안한 노후를 준비하려면
지금까지 익숙했던 것과 다른 은퇴자산 관리 원칙이 필요합니다.

01 **은퇴자산은 글로벌로 분산투자해야 합니다.**

저성장 · 고령화로 인해 국내자산에만 투자할 경우 기대수익률이 낮아질수 있습니다.
은퇴자산에서 안정적인 수익을 얻기 위해서는 글로벌 분산투자가 반드시 필요합니다.

---

02 **은퇴자산은 안정성에 초점을 두고 다양한 자산에 투자해야합니다 .**

집중투자에 따른 손실은 장기 투자로도 회복하지 못할 수 있습니다.
자산운용의 안정성을 위해서는 은퇴자산을 '자산군 간, 자산군 내, 지역별'
이렇게 3중으로 철저하게 분산해야 합니다.

---

03 **은퇴자산은 장기적인 관점에서 우량자산에 투자해야 합니다.**

은퇴자산은 장기간 운용해야 하므로 사회, 경제적 트렌드의 변화에 맞는 우량자산을
선별하여 투자해야 합니다.

---

04 **은퇴자산은 질병 · 사고 등으로 인한 경제적 손실로부터 보호되어야 합니다.**

질병 및 사고는 은퇴자산의 형성을 막고 소진을 앞당기는 원인으로 작용하므로,
보장성 보험 등을 통해 철저하게 대비해야 합니다.

---

05 **은퇴자산은 적립에서 인출까지 통합적 관점에서 운용되어야 합니다.**

길어진 수명과 낮아진 금리는 은퇴자산 관리에 있어서 새로운 생각을 요구합니다.
자산규모보다는 현금흐름을 중시하는 관점을 가져야 하며, 자신에게 맞는 인출계획을
세우고 적립시기부터 그에 맞게 은퇴자산을 운용해야 합니다.

오늘날 공적 사회보장 제도만으로는 노후자금을 충당하기 어려워졌습니다. 여기에 저금리 · 저성장 · 고령화라는 '2低1高 시대'를 맞아 은퇴자산을 축적하고 운용하는 데 개인의 부담이 가중되고 있습니다.

이에 미래에셋은퇴연구소는 고객의 평안한 노후에 기여한다는 미래에셋그룹의 비전 하에 은퇴콘텐트 개발 및 연구, 전문적인 은퇴교육 사업 등을 추진하고 있습니다.

미래에셋은퇴연구소는 은퇴리포트를 통해 은퇴설계시 고려해야 할 다양한 이슈에 대해 심도 있는 분석을 제시하고자 합니다.

미래에셋은퇴리포트 지난호

… 이전 생략 …

[25] SF영화 '마션(Martian)'에서 찾은 100세 은퇴자의 생존법, 2016.3

[26] 노후자산관리, 장수의 이점을 살려라, 2016.5

[27] 연금부채를 연계한 DB형 퇴직연금 자산배분전략, 2016.7

[28] 노르웨이 국부펀드에서 얻는 개인연금 자산관리 아이디어, 2016.8

[29] 100세 시대 은퇴재무설계, 이제는 소득배분이 필요하다, 2016.9

[30] 노벨경제학자 3人에게 배우는 은퇴재무설계, 2016.11

[31] '은퇴자금 승수'로 알아보는 나의 은퇴자금 계산법, 2017.1

[32] 5060 은퇴리스크 매트릭스, 2017.3

[33] 노후자금 인출의 숨겨진 위험 시퀀스리스크, 2017.5

[34] 덩케르크 철수작전에서 배우는 노후자금 인출전략, 2017.10

[35] 투자자산을 연금화(化)하는 5가지 방법, 2018.2

[36] 연금자산의 TDF 투자현황과 개선방안, 2018.4

[37] 국제비교를 통해 본 우리나라 가계 자산 특징 및 시사점, 2018.10

은퇴리포트는 미래에셋은퇴연구소 홈페이지(retirement.miraeasset.com)에서 확인하실 수 있습니다.

본 은퇴리포트는 작성자 개인의 의견으로 미래에셋은퇴연구소의 공식견해가 아닙니다.
본 내용을 인용하거나 전재할 경우 사전에 미래에셋은퇴연구소에 문의해 주시기 바랍니다.