

자산운용업 발(發) 금융불안정 요인과 대응방안 점검

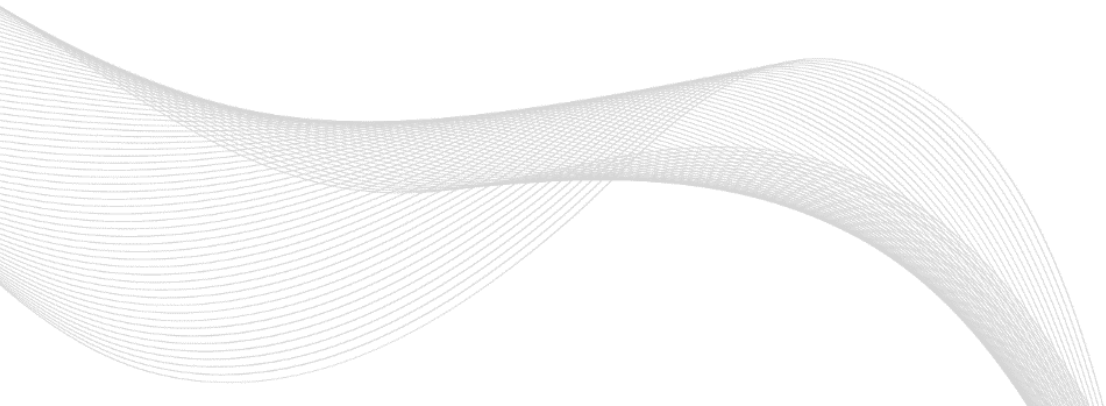
2023.05.30.

한국금융연구원
선임연구위원 김영도

목 차

가. ETF 등 패시브펀드의 확대와 지수 변동성 확대

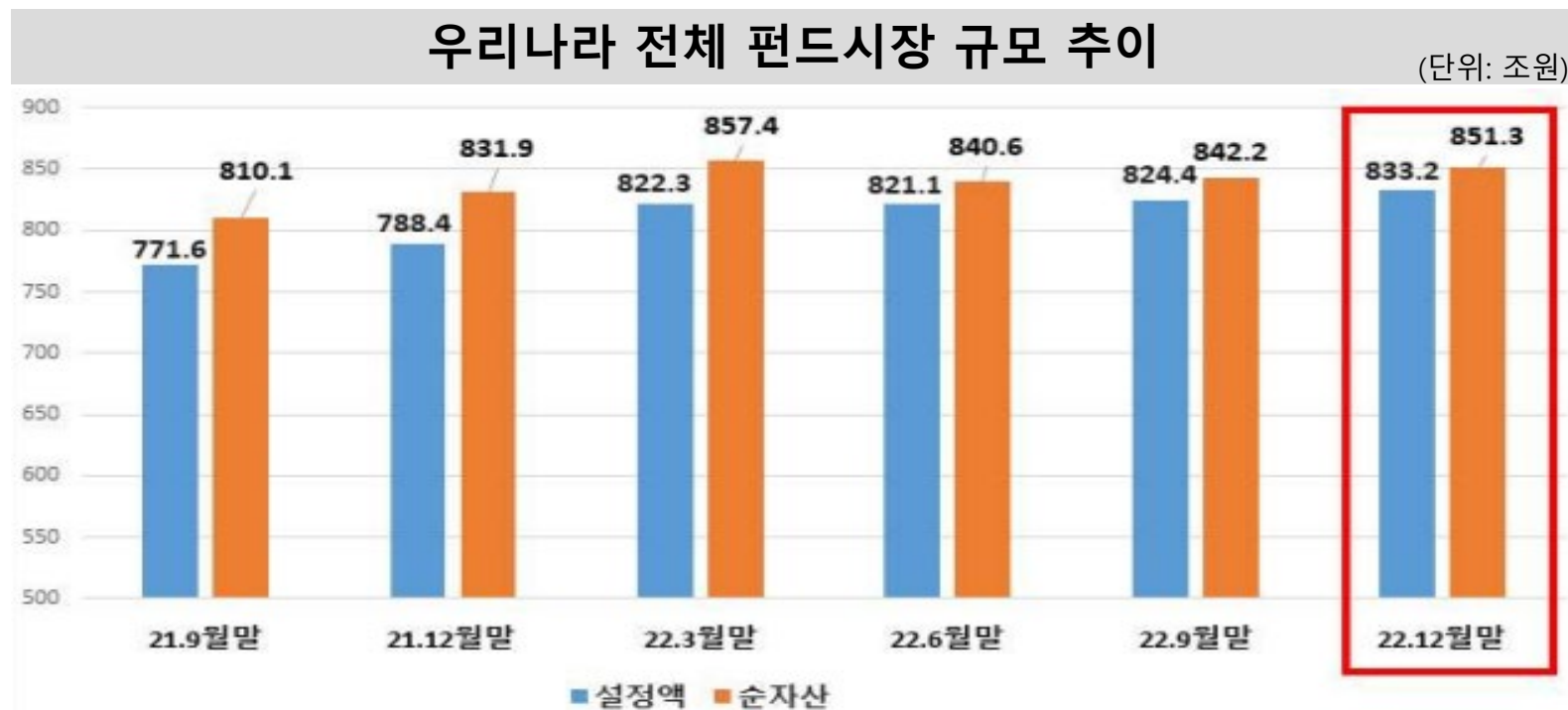
나. 디지털펀드런?



가. ETF 등 패시브펀드의 확대와 시장 변동성 확대

국내 자산운용시장의 흐름

- 지난 수년간 국내 자산운용시장은 코로나19의 영향에도 불구하고 꾸준히 성장세를 나타내고 있음.
- '22년 말 기준으로 전체 펀드 설정액은 전년 대비 44.8조원(5.68%) 증가한 833.2조원, 순자산은 19.4조원(2.33%) 증가한 851.3조원을 기록



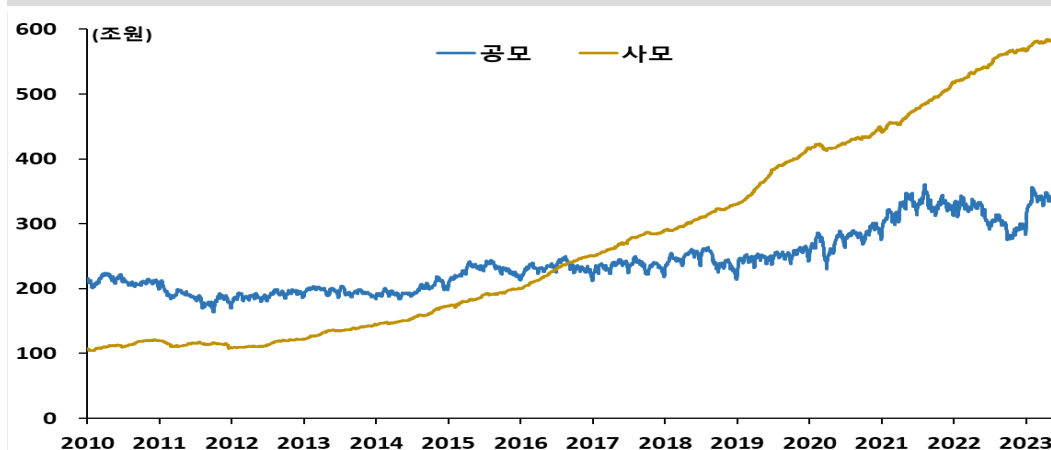
자료: 금융투자협회 보도자료

가. ETF 등 패시브펀드의 확대와 시장 변동성 확대

국내 자산운용시장의 흐름

- 펀드시장은 성장하였으나, 이를 부분별로 좀더 구분해 살펴보면 공모펀드의 정체 속에 사모 자산운용사의 설립·등록 증가로 인한 사모시장의 확대의 흐름을 감지할 수 있음.
- 사모운용사 설립요건의 완화로 사모운용사를 중심으로 자산운용사 등록수가 확대
 - ✓ '16년말 165개였던 자산운용사가 '22년말 437개로 불과 5년 만에 272개사가 순증
- '22년 말 공모펀드 순자산은 전년말 대비 28.9조원(-9.3%) 감소한 283.1조원, 사모펀드는 48.3조원(9.3%) 증가한 568.1조원을 기록

우리나라 공사모펀드 설정액 추이



우리나라 공사모펀드 규모 추이

(단위: 조원, NAV)

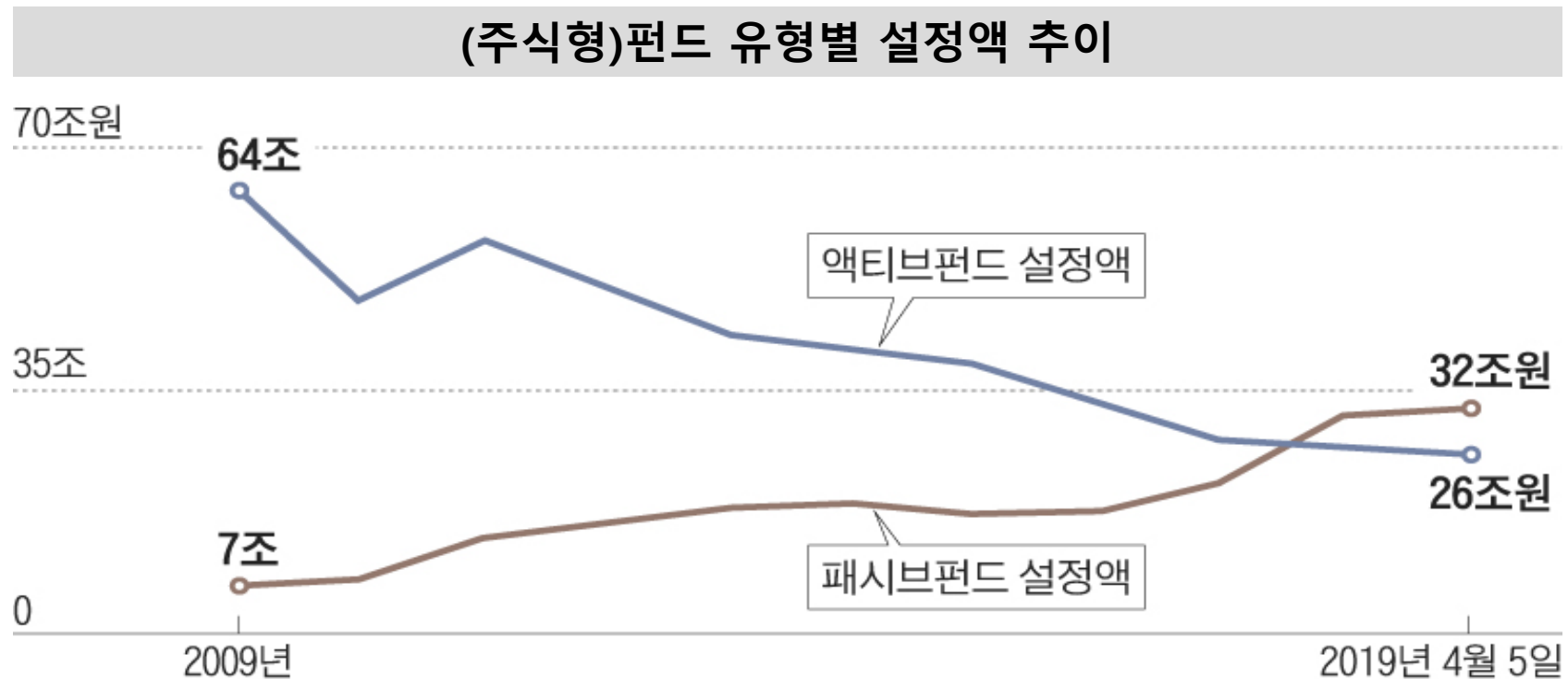
	'18년말	'19년말	'20년말	'21년말	'22년말
공모	213.6	242.3 (+13.4%)	274.7 (+13.4%)	312.0 (+13.6%)	283.1 (-9.3%)
사모	333.5	419.2 (+25.7%)	445.5 (+6.3%)	519.8 (+16.7%)	568.1 (+9.3%)

자료: 금융투자협회

가. ETF 등 패시브펀드의 확대와 시장 변동성 확대

국내 자산운용시장의 흐름

- 큰 흐름의 변화 속에 해외시장과 유사하게 패시브펀드의 약진이 지속되고 있음.
- 일부 분석자료에 의하면 국내 패시브펀드 설정액은 지난 수년 전 이미 액티브펀드 설정액을 넘어섬.



자료: 한국펀드평가

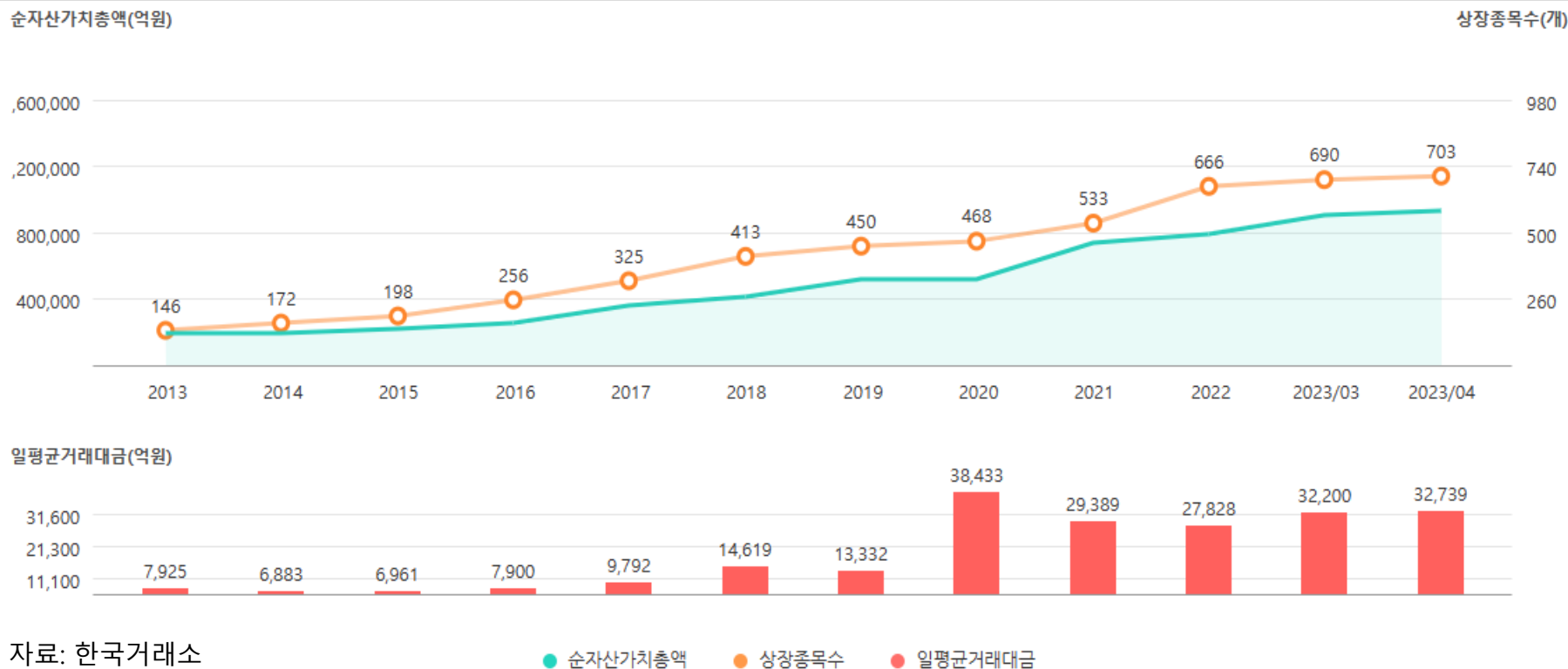
주: 펀드의 유형을 파악할 수 없는 사모펀드, ETF 등은 제외하고 파악한 수치임.

가. ETF 등 패시브펀드의 확대와 시장 변동성 확대

국내 자산운용시장의 흐름

- 또한, 주로 패시브로 운용되는 ETF의 빠른 성장도 주목할 만 함.
- 한국거래소에 따르면, 현재 상장된 703개 종목 중 81개(11.5%), NAV 92.6조원 중 16.0조원(18.5%)만이 액티브 ETF로 분류됨.

우리나라 ETF 시장 규모 추이



가. ETF 등 패시브펀드의 확대와 시장 변동성 확대

투자혁명, 패시브펀드의 전성기(?)

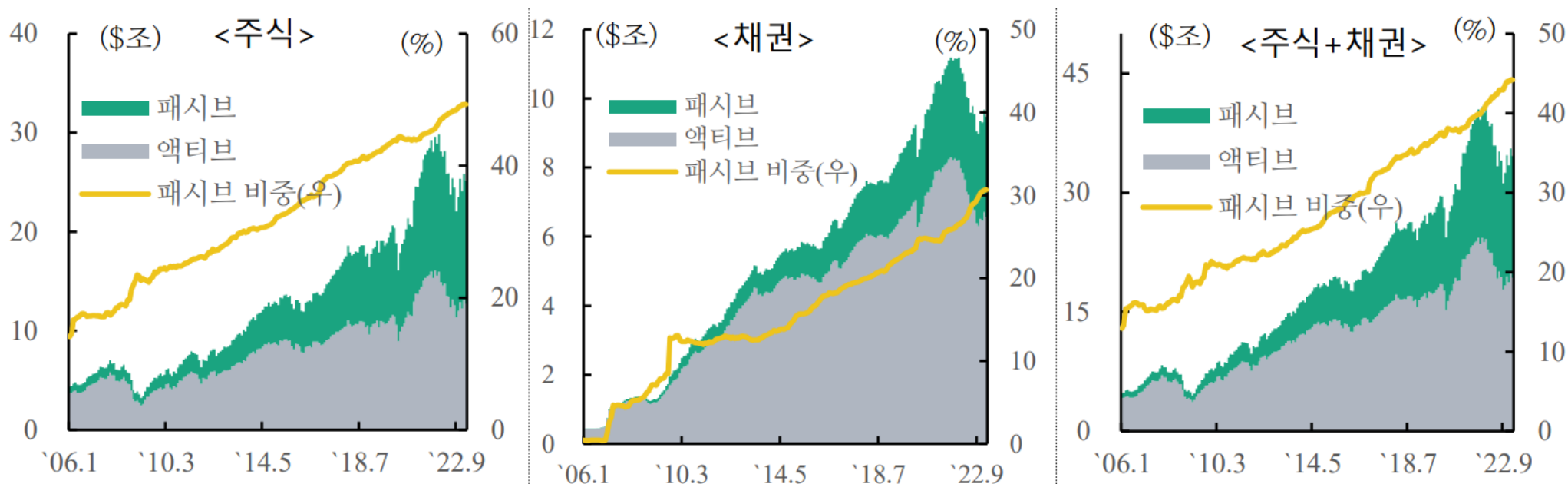
- 글로벌 금융위기 이후 전세계적으로 저성장 국면에서 패시브펀드의 성과는 강력했으며, 이는 지난 10여년간 각종 성과와 시장흐름으로도 간접적으로 증명됨.
- 저성장 국면에서 액티브펀드의 각종 비용과 성과를 고려하면 비용 측면에서도 유리하고 수익률의 변동성이 낮은 패시브 펀드가 유리한 측면이 존재함.
 - ✓ 미국 주식 액티브펀드의 평균 수수료율은 '17년 1.17%에서 '21년 1.05%까지 감소했으나 패시브펀드 수수료율(0.44%)과는 여전히 상당한 차이
 - ✓ '22년 중 미국 액티브펀드의 43%만이 패시브펀드보다 높은 수익률을 기록하였으며, '21년 47%보다 부진(Morningstar)
- "자금 규모가 큰 기관투자자나 소액의 개인투자자 모두 비용이 낮은 인덱스펀드에 투자하는 게 낫다." - 워렌 버핏 -

가. ETF 등 패시브펀드의 확대와 시장 변동성 확대

패시브펀드의 전성기(?)

- 실제 최근 수년간 액티브펀드에서 패시브펀드로의 자금이동이 지속되는 가운데 2년내 주식·채권펀드의 패시브 비중이 액티브를 넘어설 가능성 제기되고 있음.
- '23.2월 기준 전세계 주식·채권 패시브펀드 운용자산 규모는 \$15조로 전체(패시브 +액티브)의 44%를 차지

글로벌 주식 및 채권 펀드의 액티브/패시브 유형 추이



자료: EPFR, 국제금융센터 재인용

가. ETF 등 패시브펀드의 확대와 시장 변동성 확대

패시브펀드의 성장과 위협요인(1)

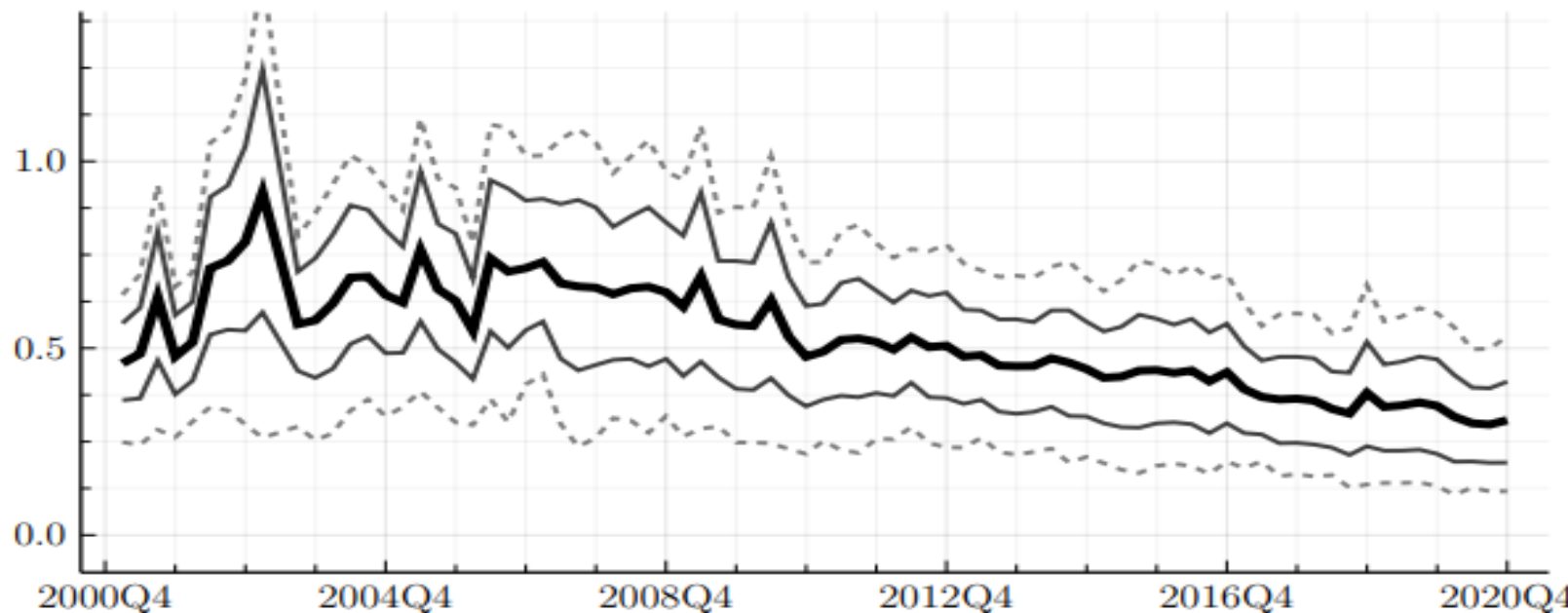
- 패시브펀드의 증가는 근본적으로 자본시장의 (정보)효율성에 대한 근본적인 질문을 제기
 - 시장수익률 초과를 목표로 운용되는 액티브 전략의 경우 기업펀더멘털, 경제여건 등에 대한 판단에 기초하여 자산을 거래함에 따라 적정 가치를 빠르게 찾아가는 기능이 있음.
 - 또한, 패시브펀드의 확대로 시장의 정보생산기능이 약화될 가능성
 - 게다가, 패시브펀드 특성상 장기투자 성향이 크고 액티브펀드보다 매매회전율(turnover rate)이 상대적으로 낮기 때문에 새로운 정보가 가격에 반영되기까지의 시차가 더욱 확대될 가능성
 - ✓ 미국 대형주 액티브펀드의 매매회전율 중간값은 31%인 반면 인덱스펀드는 6%에 불과
 - 즉, 자본시장(주식시장)의 약형 또는 준강형 효율성에 대한 의문이 제기
 - 이로 인해 정보반영의 시차가 길어지지만, 하락장에서 지연된 정보반영이 한꺼번에 반영될 경우 패닉/모멘텀 셀링(panic/momentum selling) 이 발생할 가능성도 더욱 높아짐.

가. ETF 등 패시브펀드의 확대와 시장 변동성 확대

[참고] 패시브펀드의 성장과 가격탄력성 감소

- 최근 일부 연구에서는 주식시장의 가격탄력성이 점차 줄고 있다는 연구결과를 발표
 - Haddad *et al.*(2022)는 지난 20년간 미국 주식시장의 가격탄력성(가격에 대한 수요탄력성)이 약 15%p 감소했다고 분석하는데, 패시브펀드의 확대를 원인으로 지목
 - ✓ Haddad, Valentin and Huebner, Paul and Loualiche, Erik, How Competitive is the Stock Market? Theory, Evidence from Portfolios, and Implications for the Rise of Passive Investing (April 7, 2021). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3821263> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3821263>

총수요탄력성의 분포 변화



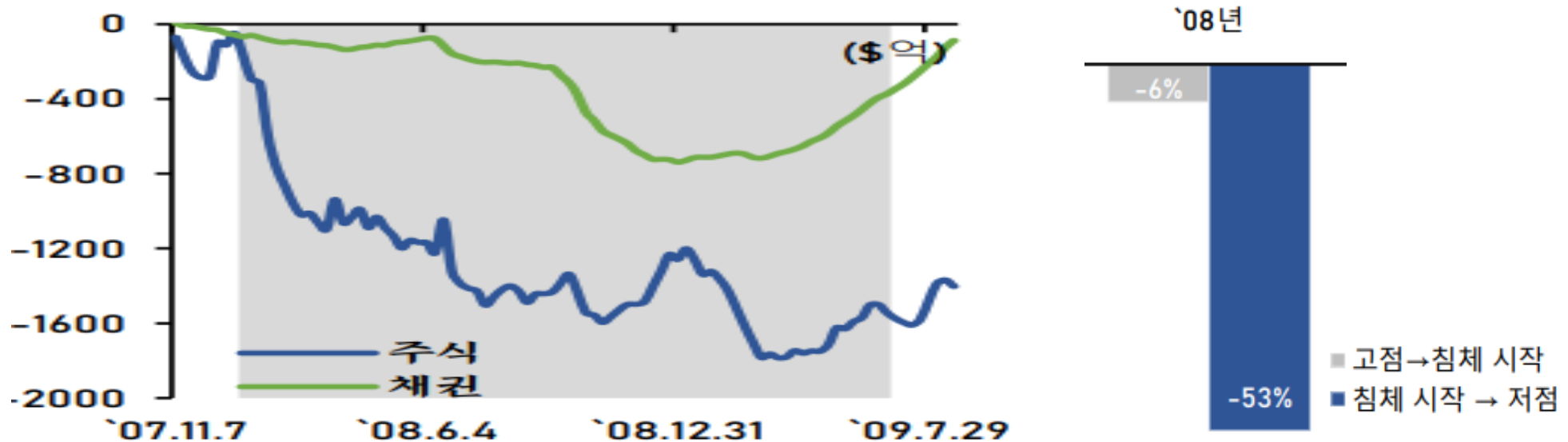
자료: Haddad et al.(2022)

가. ETF 등 패시브펀드의 확대와 시장 변동성 확대

[참고] 경기침체기와 글로벌 펀드자금 흐름

- 최근 침체기 글로벌 펀드시장의 자금흐름을 단계별로 분석한 바에 의하면, 침체기 자금유출이 가속화되는데 패시브펀드가 확대된 지금 펀드자금유출을 가속화시킬 수 있음.
- 예컨대, '08년 글로벌 금융위기 당시('08.01~'09.06월) 글로벌 주식펀드자금이 주간 평균 \$19억불 감소하였는데, 패시브펀드가 확대된 지금 더욱 빠르게 유출될 가능성
 - ✓ 신술위(2022), 경기침체기 글로벌 펀드자금 흐름 특징 및 시사점, Issue Analysis, 국제금융센터

'08년 글로벌 금융위기 당시 누적 글로벌펀드자금 흐름과 MSCI World Index 하락폭



자료: EPFR, Bloomberg, 신술위(2022) 재인용

가. ETF 등 패시브펀드의 확대와 시장 변동성 확대

패시브펀드의 성장과 위협요인(2)

- **패시브펀드의 증가로 자산간 동조화가 확대되는 경향이 나타남.**
 - 이는 펀드매니저들이 통상 바스켓내 전체 자산을 비중대로 매매함에 따라 발생하는데,
 - 이로 인해 다각화 또는 초과수익추구가 어려워지며, 또한 시장 불안시 광범위한 매도세로 이어질 가능성
 - ✓ 2000년 이후 지수편입 이후 개별주식과 지수간 상관관계가 상승하는 경향이 관찰되는데 (Sushko and Tumer, 2018), 이는 역설적이게도 패시브투자를 통해 분산투자를 이루고자 하는 전략이 실패할 가능성을 높여줌.
 - 또한, 특정 자산에서 불안이 나타나 패시브펀드의 자금이 유출될 경우 해당 바스켓에 있는 모든 자산에 대한 매도압력이 확대될 수 있는데, 이 경우 위험이 크지 않았던 자산 혹은 지역 전반으로 불안이 전이될 가능성이 높아짐.
 - ✓ 특히, 기초자산에 대한 정보가 충분하지 않은 ETF의 경우 펀더멘털이 아닌 시스템적 요인에 의해 거래가 이루어져 양떼(herding)효과가 발생할 가능성(Bhattacharya and O'Hara, 2018)

가. ETF 등 패시브펀드의 확대와 시장 변동성 확대

[참고] 1987년 10월 블랙먼데이

- 1987년 10월 19일(월), 주가가 20%이상 폭락하였는데, 이후 포트폴리오보험(portfolio insurance)에 의한 과잉반응으로 밝혀짐.
 - 포트폴리오보험의 핵심은 주가가 미리 설정한 범위를 넘어 하락하면, 컴퓨터가 자동으로 현물과 선물을 매도하도록 한 것
 - ✓ 당시 펀드들이 설정한 자동매도 기준은 10% 하락이었는데, 개별 펀드매니저 처지에서 보면 포트폴리오보험은 아주 합리적인 안전장치로 느껴짐.
 - ✓ 뉴욕과 도쿄, 런던 등의 주가는 직전 주의 목요일과 금요일 눈에 띄게 하락하면서, 프로그램 매도가 작동할 수준에 이르렀고, 실제 블랙먼데이 아침이 밝자, 뉴욕 증시엔 엄청난 매도 주문이 쏟아지게 됨.
 - ✓ 포트폴리오보험의 전제는 프로그램 매도가 이뤄지면 누군가는 사줘야 한다는 것임에도 불구하고 너무나 많은 기관 투자자들이 포트폴리오보험 전략을 채택하고 있어서 불행하게도 블랙먼데이 당일에 매수자가 없는 상황이었음.

가. ETF 등 패시브펀드의 확대와 시장 변동성 확대

패시브펀드의 성장과 위협요인(3)

- 패시브펀드의 운용시 주로 대형주 중심의 운용이 이루어지면서, 주식시장의 대형/소형주 간 양극화가 발생할 가능성
 - 미국의 경우 패시브자금 유입이 확대될 때에는 대형주가 소형주보다 높은 수익률을 보이는 반면 자금유입이 상대적으로 저조할 때에는 그 차이가 축소되는 경향
 - ✓ 패시브펀드 자금유입의 영향으로 '96년~'20년 중 미국 상위 50개 기업의 주가 수익률이 시장 수익률을 30%이상 초과한 것으로 추정(Jiang *et al.*, 2022)

가. ETF 등 패시브펀드의 확대와 시장 변동성 확대

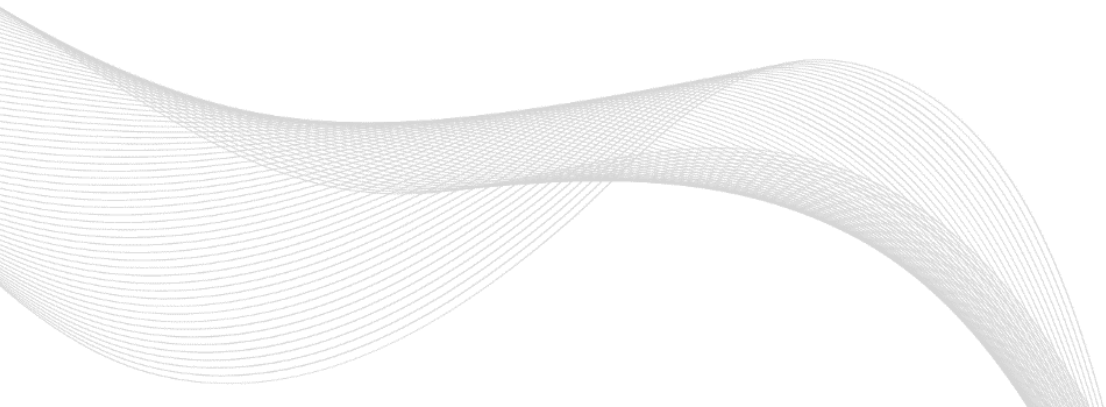
패시브펀드의 성장과 대응방안

- **액티브펀드의 성과제고 방안(?)**
- **자본시장(주식시장)의 정보생산에 대한 인센티브를 강화하는 방향으로 정책방향을 설정**
 - 액티브 공모펀드에 대한 성과보수체계의 개선 등을 논의하여 정보생산(초과수익률 달성)에 대한 인센티브를 강화하는 방안을 중장기적으로 검토
- **다양한 유형의 패시브펀드 출시를 유도하여 시장의 쓸림현상을 사전적으로 방어적으로 제어할 수 있는 인센티브를 제공**
 - 롱 온리 패시브펀드(long only passive fund)뿐만 아니라 인버스 패시브펀드(inverse passive fund) 출시를 지원·유도하여 패시브펀드의 롱 전략에 따른 시장왜곡현상을 축소시킬 제도적 장치를 보완할 필요
 - 이와 더불어 차익거래전략 등을 적극 활용하는 액티브펀드의 출시를 유도할 수 있는 인센티브 제공을 강구할 필요

목 차

가. ETF 등 패시브펀드의 확대와 지수 변동성 확대

나. 디지털펀드런?



나. 디지털핀드런?

디지털/모바일시대, 실리콘밸리뱅크(SVB)의 뱅크런과 파산

- 실리콘밸리뱅크(SVB)의 파산 사례(2023.3월)
 - SVB: 미국에서 16번째 규모의 은행(자산: 2,090억 달러, 약 277조원) [21년말 1,160억 달러]
 - ✓ 미국에는 약 5,000여개의 은행이 있음.
 - 실리콘밸리의 스타트업과 IT기업을 주고객으로 영업
 - 코로나 위기 대응으로 낮은 금리와 유동성 확대 ⇒ **스타트업/IT기업 (투자유치)자금 이 풍부** ⇒ **SVB 예금증가**(20.1분기 600억 달러 → 21년말 2,000억달러) ⇒ **대출보다는 채권 (미 국채) 운용**(동기간 대출 230억 달러 → 660억 달러, 증권잔액 270억 달러 → 1,280억 달러)
 - 최근 금리인상 ⇒ **보유 채권 가격하락** 및 **스타트업/IT 기업 예금인출 시작**(21년말 1,890억 달러 → 22년말 1,730억 달러) 및 **채권매각** ⇒ **23.3.8일 채권매각손실 발표**(2022년 SBV 채권매각 손실 18억 달러(약 2.3조원)) 및 **자금조달 실패**[22.5억 달러] ⇒ (위험하다는 소문) → **3.9일 뱅크런 발생**(스마트폰 뱅크런/터치런) [420억 달러(55.6조원) 자금인출] → **3.10일 SVB 폐쇄, FDIC 파산 관재인 임명**

나. 디지털펀드런?

예금과 펀드: 금융혁신과 shadow banking system의 성장

- 금융혁신은 이윤을 얻으려는 욕망에 의해 추진되는데, 금융환경의 변화는 금융기관에 이윤을 가져다 주는 금융혁신을 추구하도록 자극
- 금융혁신을 이끈 요인
 - 수요조건 변화에 대한 대응
 - ✓ 이자율 변동성의 증가: adjustable-rate mortgage, financial derivative 등
 - 공급조건 변화에 대한 대응
 - ✓ 정보기술의 발전: 신용카드, 직불카드, 전자금융, 정크본드, 기업어음, 증권화와 그림자 은행시스템 등
 - 규제 회피
 - ✓ 지준의무와 예금이자율 규제 회피를 위해 은행 예금보다 높은 이자율을 지급하는 **MMF의 등장**(Bruce Bent와 Henry Brown, 1971)

나. 디지털펀드런?

[참고] Bruce Bent와 2008년 MMF 패닉

- **Bruce Bent: MMF의 원금 보존이라는 확고한 원칙을 강조하였으나, 글로벌 금융위기 시 MMF 패닉이 발생**
 - 안전성과 유동성을 기반으로 MMF를 설계
 - 2008년 글로벌 금융위기 당시 최고의 수익률을 추구하면서 완결성을 훼손
 - ✓ 리먼브라더스 파산 시 Reserve Primary Fund(Bruce Bent가 만든 MMF)는 600억 달러 이상의 자산 중 리먼브러더스 채권 7.85억 달러 보유 → breaking the buck (순자산가치 \$1달러 하회) → Reserve Primary Fund의 90% 자산 감소 → 자금인출로 인한 고전적인 패닉 상황 발생 (\$3,000억 환매) → 연준과 미 재무부가 MMF 지급보증, 환매요청에 대응할 수 있는 자금을 대출 (비상조치)
- **펀드런?**

나. 디지털펀드런?

MMF 펀드런과 미국 정부의 대응

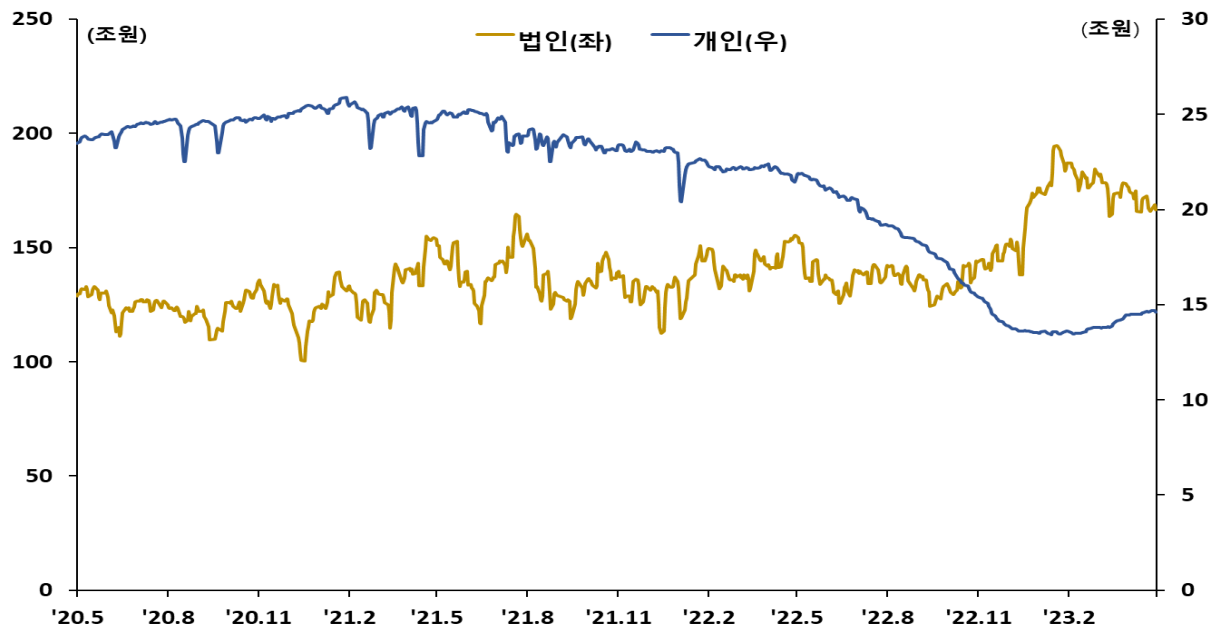
- 2008년 MMF 패닉 당시 정부의 안전망이 MMF 산업으로 확대되었기에 당연히 MMF 산업을 보다 강하게 규제해야 한다는 요구
 - '08년 이후에도 코로나 팬데믹 지원을 위해 MMF에 대한 연방정부의 개입이 있었는데,
 - 일부에서는 납세자들이 지원할 필요가 없는 투자상품에 암묵적인 보장을 제공하는 위험을 만든다고 문제를 제기
- [참고] 미국 MMF 규제개혁안(2016년)
 - 주당 1달러로 고정된 미국 MMF의 순자산가치를 시장가격 변동에 따라 움직일 수 있도록 변경(변동순자산가치, floating NAV)
 - ✓ 유럽도 2016년부터 변동 NAV 방식으로 전환하였으나, 5년간 한시적으로 low volatility NAV MMF 운용을 허용
 - MMF 내 주간 유동성 자산이 전체 자산의 30% 이하로 떨어지면 MMF를 환매하는 투자자들에게 2%의 추가 '유동성 수수료(liquidity fees)'를 부과
 - MMF의 리스크 관리 및 투명성 제고를 위해 모든 MMF는 2016.4월부터 운용자산 다변화, 스트레스 테스트 및 공시 의무 강화 등의 조치 이행을 의무화

나. 디지털펀드런?

우리나라 MMF의 유출입 추이와 위험요인

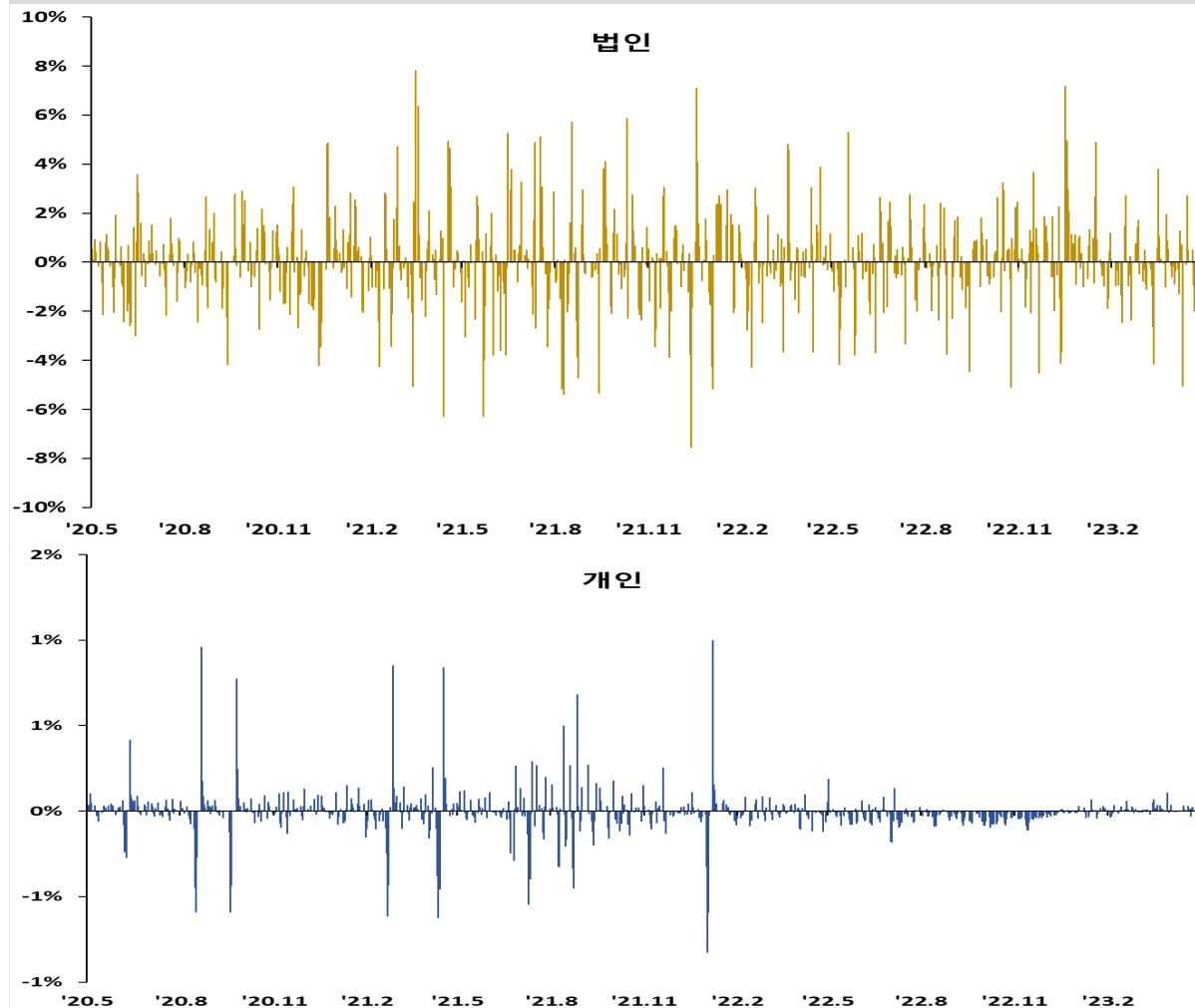
- 국내 MMF 시장의 경우, 법인자금의 유출입이 빈번하고 규모도 상당함.
 - 법인의 경우 전체 MMF 규모의 5% 이상이 환매되는 경우도 발생

우리나라 MMF 규모 추이



자료: 금융투자협회

우리나라 MMF 일일 유출입 규모



나. 디지털펀드런?

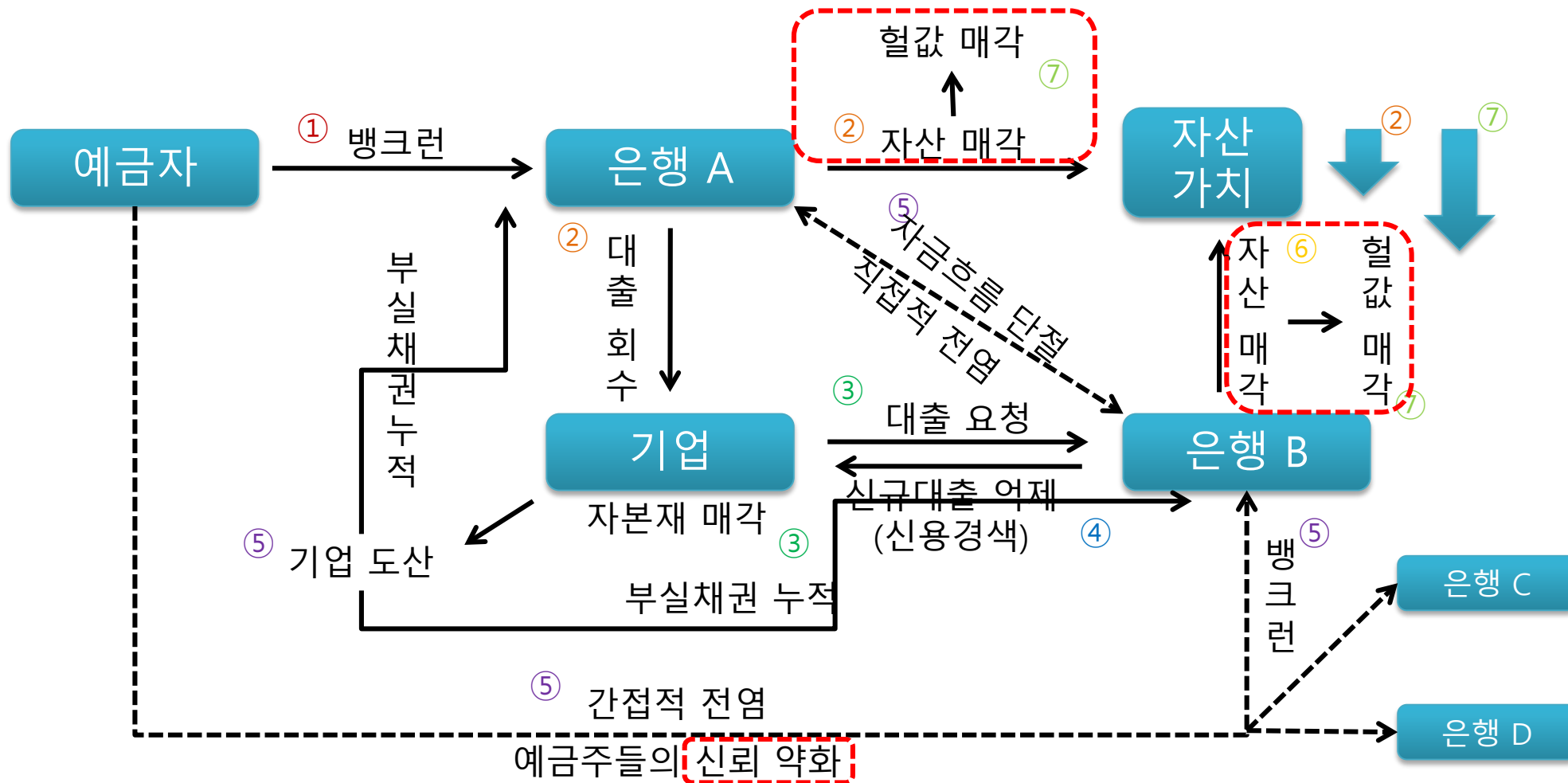
디지털/모바일 시대, 디지털펀드런 방지를 위한 대응방안 검토

- 펀드는 예금과는 달리 환매요청과 인출과정 사이에 시간적 여유(buffer)가 있기 때문에 은행의뱅크런과는 진행양상이 다소 차이가 있을 수 있음.
 - 예금은 그 정의상 인출요구를 할 경우 즉시 이에 대응하여야 하나,
 - 펀드의 경우 환매요청과 환매 이후 인출가능시점에 차이가 있음.
 - ✓ MMF의 경우에도 주로 익일환매가 이루어지기 때문에 은행의 뱅크런과는 달리 이에 대응할 시간적 여유가 있음.
- 다만, 뱅크런/펀드런 등 런(run)의 발생 기제와 위기의 증폭 기제는 유사한 측면이 있음
 - 펀드런의 경우에도 위기로의 진행과정에서는 환매요구에 대응하기 위한 자산매각(fire sale)과 이에 따른 자산가치 하락이 시발임.
 - MMF 등을 포함한 shadow banking system은 예금을 수취하는 금융기관은 아니지만 구조적 취약성과 외부효과에 노출되어 있다는 점을 감안 필요

나. 디지털펀드런?

디지털/모바일 시대, 디지털펀드런 방지를 위한 대응방안 검토

뱅크런 발생기제와 증폭기제



나. 디지털펀드런?

디지털/모바일 시대, 디지털펀드런 방지를 위한 대응방안 검토

- 따라서, 펀드와 관련된 투명성 제고를 통해 막연한 불안감 확산을 사전에 예방하고,
 - 뱅크런: 예금보호제도와 중앙은행의 (암묵적) 지급보증에 의해 예방
 - 펀드런: (일부 손실에도 불구하고) 환매가 가능할 것이라는 믿음에 의해 예방 가능
 - ✓ 지급보증? 유동성 지원?
 - ✓ 최근 펀드와 구조가 유사한 신탁·랩어카운트 운용과 관련해서 일부 문제가 제기되면서, 이와 관련된 신뢰훼손의 문제가 발생
- 이에 더하여, 일부 펀드런의 징후가 감지될 경우 디지털시대 환매요청 순서에 따라 손익이 달라지지 않도록 첫번째 환매자의 이익을 방지하면서 펀드를 차단할 수 있는 방안 등을 중장기적으로 검토할 필요
 - MMF의 당일환매?
 - 환매요청시점과 환매중단조치시점에 대한 명확화?

나. 디지털펀드런?

[참고] MMF 규제안에 대한 SEC의 재검토

- 미국 SEC가 MMF 규제개혁안을 마련할 당시 일부 개혁안은 업계의 로비로 채택되지 않은 것으로 알려짐.
 - SEC는 투자신탁업계의 압력으로 MMF가 일간 변동성에 대비할 수 있는 자본 여력을 보유하도록 하자는 제안을 채택하지 않았음.
- 다만, 최근 SEC와 재무부는 MMF에 대한 규제를 재검토하겠다는 의지를 피력
 - SEC 전 위원장, Clayton: 최근 개혁을 재검토할 필요가 있다는 점은 의문의 여지가 없음.
 - US Treasury, former Deputy Secretary, Muzinich: MMF환매 요청에 따른 불안정한 파장이 잇따를 수 있다는 점을 지적하며, 정책입안자들이 '펀드 런'(대규모 펀드 환매)을 방지할 수 있도록 하는 동안, 규정을 명확하게 하지 않고서도 펀드가 사용할 수 있는 유동성 원천을 늘릴 방법이 있는지 혹은 첫 번째 환매자의 이익을 방지하면서 펀드를 차단할 수 있는지 물어보는 것도 유용하다고 언급

Q&A

감사합니다