

## 연말 개인투자자 주식 순매도에 대한 분석 및 시사점\*

연구위원 김민기

올해 개인투자자의 증시 대규모 유입으로 연말 개인 순매도에 따른 시장 충격 우려가 제기되고 있다. 이에 과거 개인투자자의 연말 순매도에 대해 분석한 결과, 개인투자자의 연말 순매도는 과세 회피 등에 따른 차익실현 매도 외에도 기관투자자의 배당투자 및 차익거래에 따른 매수요인도 복합적으로 작용한 것으로 평가된다. 또한 과거 개인 순매도에 따른 주가에의 영향은 기관의 수요 여부에 따라 차별적으로 나타나는데, 연말 기관의 투자수요가 높은 주식에서는 개인투자자의 순매도에 따른 주가하락이 관측되지 않는다.

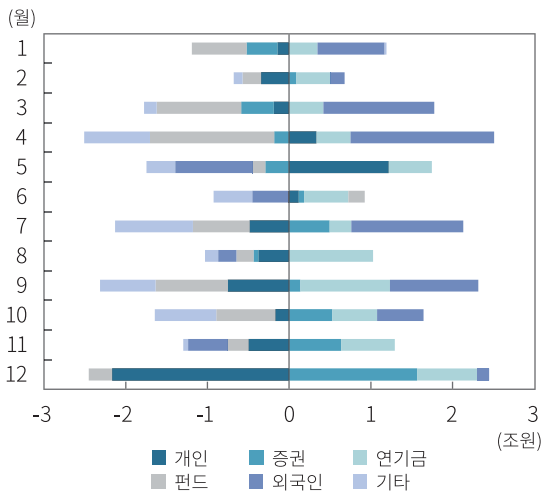
다만 올해 경제충격 여파로 상장기업의 배당여력 감소 및 이에 따른 연말 기관투자자의 수요 저하가 예상되지만, 개인투자자의 지속적인 위험자산 선호 현상으로 올해 연말 주식시장 투자자금 흐름은 과거와는 다른 양상으로 전개될 수 있음을 인지해야 한다.

올해 개인투자자의 주식 투자가 급증하면서, 연말 대주주<sup>1)</sup>의 조세회피 목적 매도로 인한 시장 충격 우려가 지속적으로 제기되고 있다. 이러한 우려의 배경에는 올해 급격히 확대된 개인투자자 저변과 단계별로 강화된 양도소득세 기준이 복합적으로 작용한 것으로 풀이된다. 최근 기재부는 불필요한 시장 혼란을 최소화하기 위해 양도소득세 대주주 기준을 현행 10억원으로 유지하기로 확정했지만, 올해 국내 증시가 견조한 흐름을 보이며 연말 차익실현을 위한 개인투자자의 순매도가 예년에 비해 강화될 가능성 또한 상존한다.

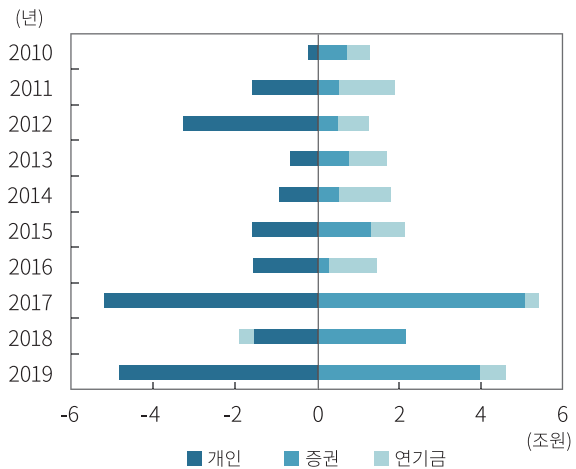
\* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

1) 여기서 '대주주'는 국내 상장주식 양도소득세 과세 요건에 부합하는 모든 투자자를 칭한다.

〈그림 1-1〉 월평균 투자자 그룹별 순매수(매도)



〈그림 1-2〉 투자자 그룹별 12월 순매수(매도)



주 : 코스피·코스닥 시장을 대상으로 최근 과거 10년(2010년-2019년) 자료를 활용

자료: DataGuide, 저자 계산

통상 양도소득세 과세 대상은 연말 보유 비중 또는 금액으로 확정되기 때문에, 연말이 다가올수록 개인투자자의 수급 불균형(order imbalance)<sup>2)</sup>이 대량 보유자를 중심으로 매도(sell) 쪽으로 치우칠 수 있는 것은 타당한 추론이다. 실제로 〈그림 1-1〉에서 나타난 바와 같이, 과거 개인투자자는 12월이 되면 주식을 순매도하는 경향이 다른 달에 비해 높게 관측되었고, 이러한 매도 중심의 수급 불균형은 최근 들어 더 강해졌다(〈그림 1-2〉).

하지만 해당 자료는 어떤 주체가 거래를 주도(initiate)하는지 식별이 불가하다는 점에서, 연말 개인투자자의 수급 불균형을 다른 주체의 매수수요도 함께 고려해서 판단해야 한다. 이에 본고에서는 연말 개인투자자의 순매도 중심의 수급 불균형을 개인투자자 및 기관투자자의 거래요인과 함께 분석하고 시사점을 도출하고자 한다.

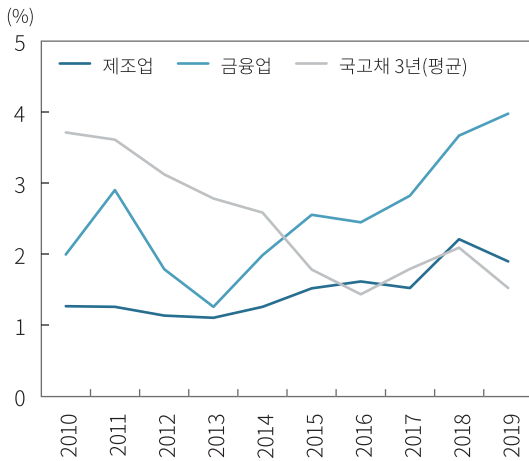
**개인투자자의 매도요인과 기관투자자의 매수요인**

세금 결산시점을 기준으로 개인투자자의 매도 유인이 증가하는 것은 비단 우리나라만의 국지적인 현상은 아니다. 가령 주식에 대한 자본이득세(capital gain tax)를 과세하는 미국에서도 과거 연말이 다가올수록 세금을 최소화하기 위한 개인투자자의 매도 성향이 강해졌음을 확인한 바 있다(Ritter, 1988). 다만 손익통산이 가능한 대부분의 선진국에서는 자본이득세를 최소화하기 위해 손실(loss)이 발생한 종목을 미리 매도하지만, 우리나라와 같이 손익통산이 불가한 경우 연말에 이익(gain)을 미리 실현할 유인이 강할 것으로 기대할 수 있다.<sup>3)</sup>

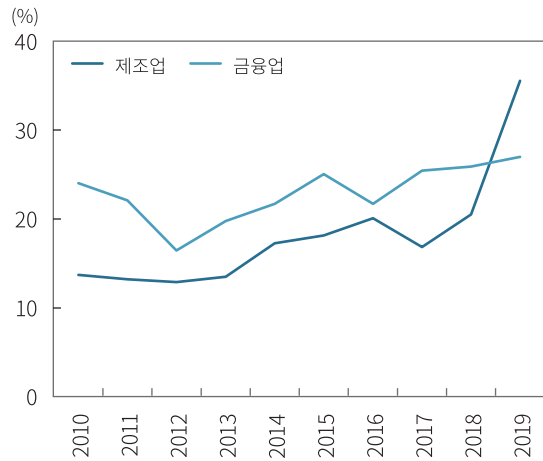
2) 특정 투자 주체의 수급 불균형은 거래가 매도 또는 매수 중 어느 한쪽으로 치우친 정도를 의미한다.  
 3) 소위 전망이론(prospect theory)에서 나타나는 손실/이익에 대한 비대칭적인 위험 선호/회피 현상으로, 통상 개인투자자는 손실

한편 위 <그림 1-1>에 제시된 것처럼 12월에는 주로 증권사 및 연기금의 순매수가 관측되고, <그림 1-2>에 따르면 특히 증권사의 연말 순매수 비중이 증가하고 있다. 2010년대 중반 이후 급증한 증권사의 연말 순매수세는 배당투자 및 이와 연동된 프로그램매매와 연관될 가능성이 높다. 이러한 배경에는 2010년대 이후 점차 증가하고 있는 배당수익률이 있다. <그림 2-1>과 <그림 2-2>는 배당지급 기업의 연도별 배당수익률과 배당성향을 나타낸다. 이에 따르면 국내 상장기업의 배당수익률은 추세적으로 증가하여 2015년부터 국고채 수익률을 상회하는 수준에 도달했다. 또한 배당성향도 점점 증가하고 있어, 저금리 환경에서 배당투자에 대한 매력이 부각되었다.

<그림 2-1> 배당지급 기업의 배당수익률 추이



<그림 2-2> 배당지급 기업의 배당성향 추이



주 : 각 연도별 배당지급 기업의 결산기준 합산 배당수익률 및 배당성향을 나타냄  
 자료: DataGuide, 한국은행, 저자 계산

무엇보다 국내 상장기업의 약 98%는 12월을 회계연도 결산일로 지정하고 있고, 배당을 지급하는 기업 중 연간배당만 실시하는 경우가 약 93%로 대부분을 차지한다. 이로 인해 우리나라 주식시장에서 연말은 대주주의 과세대상 지정 시점과 동시에 배당금 지급 기준일<sup>4)</sup>이 되어, 다양한 투자주체의 거래 행태가 연말을 중심으로 변화할 수 있다.

분석에 앞서 연말 전후 개인투자자 및 증권사의 누적 순매수 추이를 살펴보자. 우리나라는 주식거래 후 2거래일(D+2)이 지나야 결제가 완료되므로, 연말 최종거래일로부터 2일 전을 중심으로 실질적인 거래 패턴이 변화할 것이다. 아래 <그림 3-1>과 <그림 3-2>는 과거 배당지급 여부<sup>5)</sup>를 기준으로 그

보단 이익을 우선적으로 실현하는 것으로 알려져 있다. 연말 매매행태에 대해 정확히 밝혀진 바는 없지만, 대주주 요건 부합 가능성 및 양도소득세에 대비해 이익이 발생한 주식을 중심으로 연말에 미리 이익 실현할 가능성이 높다.

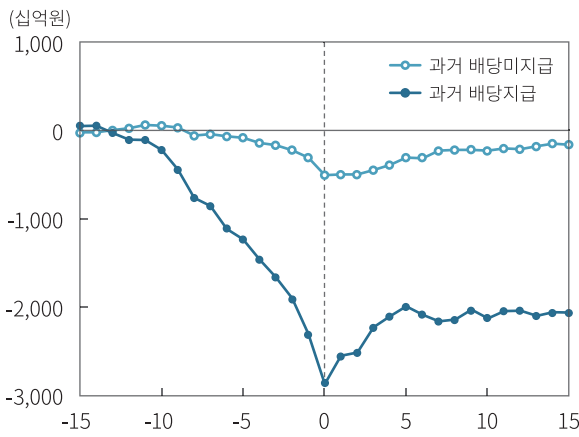
4) 우리나라의 경우 직전 영업연도 말에 배당기준일로 해석할 수 있는 각종 상법 규정(예를 들어, 상법 제360조 제3항)으로 인해 직전 영업연도 말이 통상 배당기준일이 된다.

5) 기업이 사전공시를 실시하지 않는 한, 실제 투자시기에 배당금 지급여부와 금액을 알 수 없으므로, 예견 편향(look-ahead bias)을 최소화하기 위해 과거 배당금 지급을 기준으로 분류한다.

를 나눠 개인투자자와 증권사의 누적순매수 추이를 나타낸 것이다. 그림에서 알 수 있듯이, 증권사는 배당주를 중심으로 순매수를 지속하다 배당기준일 이후 순매도로 전환되는 것으로 관측되고, 개인투자자는 정확히 반대 패턴을 보인다. 이를 통해 추측할 수 있는 것은 첫째, 향후 배당성향이 증가할 것을 기대한 기관투자자의 단기 매수세가 연말이 다가올수록 집중될 가능성이 있다는 점과 둘째, 이로 인해 오히려 개인투자자의 연말 순매도세가 다른 시기보다 더 강하게 관측될 수 있다는 것이다.

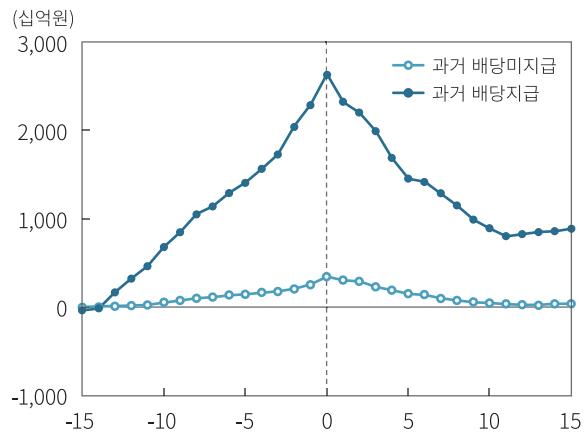
〈그림 3-1〉

배당지급 그룹별 개인 누적 순매수 추이



〈그림 3-2〉

배당지급 그룹별 증권사 누적 순매수 추이



주 : 그래프의 점선(0)은 최종거래일로부터 2거래일 전을 나타내고, 전후 15거래일 동안의 평균 누적 순매수 추이를 산출  
 자료: DataGuide(분석기간: 2015~2019년), 저자 계산

**연말 개인투자자 순매도 중심의 수급 불균형 요인 및 영향 분석**

전술한 논의를 요약하면, 연말 개인투자자의 순매도 중심의 수급 불균형에는 크게 개인투자자의 차익실현 매도요인<sup>6)</sup>과 추세적인 배당성향 증가를 기대한 기관투자자(주로 증권사)의 배당 차익거래(dividend arbitrage) 매수요인이 복합적으로 작용할 것을 기대할 수 있다.

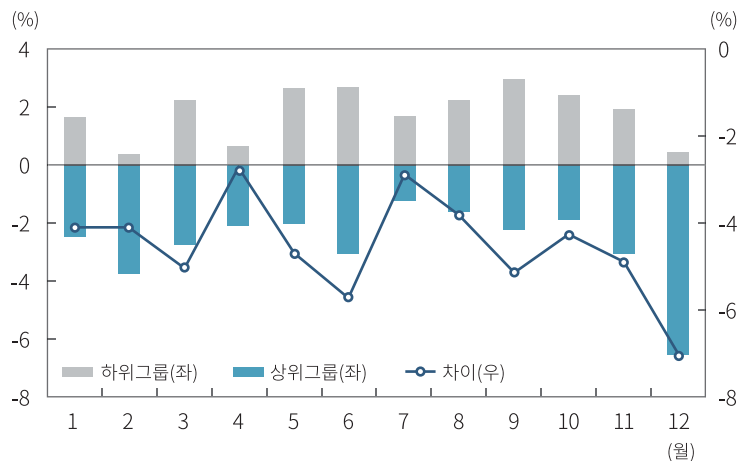
앞서 제시된 거래요인들이 개인투자자의 수급 불균형에 미치는 영향을 분석하기 위해 개인투자자의 매수-매도 주문 불균형(buy-sell order imbalance)<sup>7)</sup>을 측정하고, 두 가지 거래요인의 대용치(proxy)로 과거 기업의 배당수익률<sup>8)</sup> 및 본 분석에서 추정한 개인투자자의 평균 미실현 자본이익률(unrealized capital gain rate)을 활용한다. 본 고에서 추정한 미실현 자본이익률은 시장자료를 기초로 하여 개인투자자의 평균 매수단가와 특정 시점(가령 12월 초)의 주가간의 비율로 산출한다. 이는 해

6) 여기서 다루는 개인투자자의 차익실현 매도에는 연말 세제 유도도 크게 작용할 것으로 보이며(황세운, 2020), 자료의 한계로 포괄적인 의미의 개인투자자 차익실현 매도요인으로 정의한다.  
 7) 개인투자자의 매수-매도 주문 불균형은 순매수금액/(매수금액+매도금액)으로 산출된 비율로 -100%(순매도)부터 100%(순매수)까지의 값을 가질 수 있다.  
 8) 예전 편향을 최소화하기 위해 과거 4/4분기(연말 배당의 경우 연간) 배당금과 12월 초 주가간 비율로 산출한다.

당 종목을 보유한 개인투자자의 평균적인 미실현 자본이익률에 대한 추정치이며, 미실현 자본이익률이 높을수록 향후 개인투자자의 차익실현 매도 유인이 증가할 것을 가정한 것이다.<sup>9)</sup>

먼저 분석에 포함된 주식<sup>10)</sup>을 개인투자자의 차익실현 매도요인(미실현 자본이익률)을 기초로 매월 상·하위 30%로 분류하고, 두 그룹의 익월 평균 개인투자자 수급 불균형을 살펴보자. 아래 <그림 4>에서 확인되는 바와 같이, 개인투자자의 차익실현 매도요인에 따른 수급 불균형은 매월 꾸준히 관측된다. 즉, 차익실현 유인이 높은(낮은) 종목에서 순매도(순매수) 중심의 수급 불균형이 나타난다. 하지만 이러한 수급 불균형의 차이는 12월이 되면 유독 확대되는 것을 알 수 있다. 상·하위그룹간의 월평균 수급 불균형 격차는 차익실현 유인 상위그룹을 중심으로 특히 12월에 증대되는데, 이러한 요인은 세계 등에 따른 개인투자자의 연말 매도요인도 분명히 작용하겠지만, 위 전술한 기관투자자의 매수요인과 결합되어 나타나는 현상일 수 있다.

<그림 4> 개인투자자 차익실현 매도요인 상·하위 그룹의 월평균 수급 불균형



주 : 분석대상 주식(코스피·코스닥 시가총액 상위30% 대형주식)을 대상으로 월별 개인투자자 차익실현 매도요인(미실현 자본이익률) 상·하위 30% 그룹으로 나눠, 익월의 평균 개인투자자 수급 불균형을 산출

자료: DataGuide(분석기간: 2015~2019년), 저자 계산

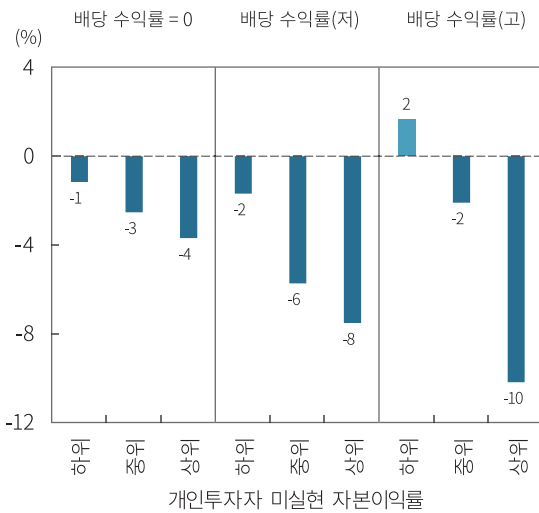
다음으로 기관투자자의 매수요인을 함께 고려하여 살펴보기 위해, 표본 주식을 11월 말에 개인투자자의 차익실현 매도요인(미실현 자본이익률) 및 기관투자자 매수요인(배당수익률)을 기준으로 각각 3그룹으로 나눠(총 9그룹), 연말(12월) 평균 개인투자자 수급불균형을 산출한다. <그림 5-1>에서 나타난 바와 같이, 12월에는 전반적으로 매도 중심의 수급 불균형이 관측되지만, 수급 불균형에 두 가지 요

9) 구체적으로 Grinblatt and Han (2005)에서 제시된 방법론을 활용하며, 종목별 개인투자자의 평균매수단가와 거래량을 토대로 산출한다. 이러한 방법론은 과거 미국 주식시장의 1월 효과를 연말 세금-손실 매도 가설(tax-loss selling hypothesis)로 설명하고자 했던 연구(e.g., Reinganum, 1983)를 참고한 것이다.

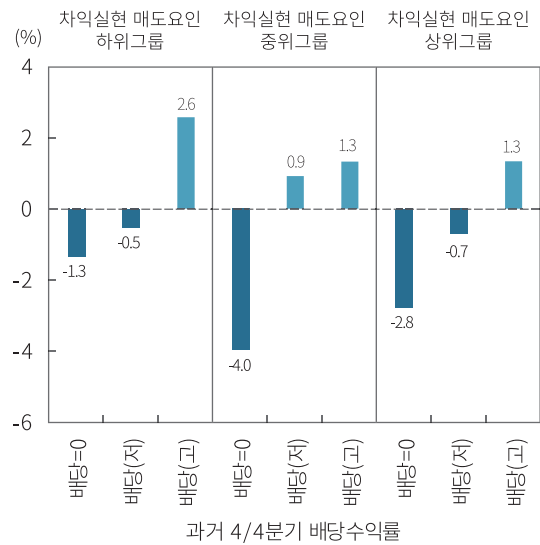
10) 연말 개인투자자 순매도는 대형주에서만 주로 관측되기 때문에, 분석 표본을 코스피,코스닥 대형 보통주식(시가총액 상위 30%)으로 설정한다. 중소형주를 모두 포함해도 결과의 질적인 차이는 없다.

인이 복합적으로 작용함을 알 수 있다. 먼저 개인투자자의 차익실현 매도요인이 강할수록 개인투자자의 수급 불균형은 확대되지만, 개인투자자의 매도요인이 높음과 동시에 배당투자 유인이 강할수록 개인투자자의 수급 불균형이 확대된다. 즉, 연말 개인투자자의 매도 중심의 수급 불균형은 개인투자자의 차익실현 매도요인에 유의미한 영향을 받지만, 배당과 같은 기관투자자의 단기 수요요인에도 동시에 영향을 받는 것으로 해석할 수 있다.

〈그림 5-1〉 개인투자자 미실현 자본이익률·기업 배당수익률 그룹별 평균 개인 수급불균형



〈그림 5-2〉 개인투자자 미실현 자본이익률·기업 배당수익률 그룹별 평균 주식 초과수익률



주 : 각 그룹별 12월 평균 개인투자자 수급 불균형 및 주식 초과수익률을 계산하고, 초과수익률은 개별 주식 수익률에서 주식시장(코스피·코스닥) 시가총액 가중평균 수익률을 차감

자료: DataGuide(분석기간: 2015~2019년), 저자 계산

마지막으로 연말 개인투자자의 수급불균형에 대한 시장 영향을 살펴보면 다음과 같다. 만약 개인투자자의 매도요인의 영향이 강하다면, 같은 기간 주식수익률은 개인투자자의 수급 불균형과 연관이 깊을 것이다. 〈그림 5-2〉는 개인투자자 차익실현 매도요인 그룹 내에서 배당수익률과 연말 주식 초과수익률의 관계를 나타낸 것이다. 연말 개별주식의 수익률은 개인투자자의 매도요인에도 일부 영향을 받지만, 보다 특징적인 점은 배당수익률(기관투자자의 연말 투자수요)과 더욱 관련이 깊다는 것이다. 배당 투자수요가 높은 주식의 수익률은 같은 시점 시장수익률을 상회한다. 하지만 상대적으로 기관투자자의 연말 매수수요가 적은 그룹(가령, 배당수익률=0)에서는, 개인투자자의 차익실현 매도요인에 따른 추가하락이 관측된다. 이렇듯 기관투자자의 매수수요가 충분했던 경우, 개인투자자의 매도 중심 수급불균형이 주가에 막대한 영향을 미치지 않은 것으로 사료되고, 연말 주식가격 결정에 있어 개인투자자보다는 실질적인 가격발견 기능을 수행하는 기관투자자의 영향이 더 컸던 것으로 평가할 수 있다.

### 맺음말

위 분석내용을 요약하면 다음과 같다. 연말 개인투자자의 매도 중심의 수급 불균형은 조세회피 등에 따른 개인투자자의 차익실현이 분명한 영향을 끼치지만, 그 외 증권사와 같은 기관투자자의 매수요인도 함께 작용한다. 반면 주가에 대한 영향은 연말 순매수를 지속해왔던 기관투자자의 거래가 더 크게 작용해 개인 순매도에 따른 주가 하락은 기관의 수요가 적은 주식에 집중되었다. 일반적으로 기관투자자의 수요가 적은 주식의 시가총액 비중이 낮기 때문에, 과거 개인투자자의 연말 순매도에 따른 전체 주식시장에의 영향은 미미했던 것으로 풀이된다.

그러나 올해 코로나19 충격 이후 개인투자자의 증시 유입이 지속되었고, 이후 증시 회복으로 연말 양도소득세 회피를 위한 차익실현 유인이 예년에 비해 증대될 수 있다. 또한 올해 상장기업 수익 감소에 따른 배당여력 저하로 연말 개인투자자 순매도의 영향이 이전과는 다른 양상으로 전개될 가능성이 있어 보다 면밀한 주의가 필요하다. 그럼에도 불구하고 분명한 점은 단기적인 수급 불균형에 따른 가격 괴리는 펀더멘탈(fundamental)이 악화되지 않는 한 다른 주체의 투자수요로 빠르든 느리든 이내 적정가격으로 회복된다는 것이고, 올해와 같이 개인투자자의 위험자산 수요 지속과 저가 매수수요가 높게 유지되는 시장에선 일시적인 주가하락에 따른 매수주체가 다른 개인투자자일 가능성도 높다.

### 참고문헌

황세운, 2020, 『대주주 지정 회피를 위한 주식거래행태 특성 분석 및 주식 양도소득세제에 대한 시사점』, 자본시장연구원 이슈보고서 20-09.

Grinblatt, M., Han, B., 2005, Prospect theory, mental accounting, and momentum, *Journal of Financial Economics* 78(2), 311-339.

Reinganum, M. R., 1983, The anomalous stock market behavior of small firms in January: Empirical tests for tax-loss selling effects, *Journal of Financial Economics* 12(1), 89-104.

Ritter, J. R., 1988, The Buying and Selling Behavior of Individual Investors at the Turn of the Year, *Journal of Finance* 43(3), 701-717.

## 최근 가계저축률 상승 요인에 대한 소고\*

연구위원 노산하

글로벌 금융위기 이후 경제성장 추세 둔화와 불확실성 확대는 최근 한국의 가계저축률 상승 요인으로 작용하는 것으로 판단된다. 코로나19는 금융위기 이후 지속되어 온 우리 경제의 생산성 둔화 및 역동성 저하를 심화시키는 방향으로 작용할 것으로 예상되고, 이에 따라 우리 경제의 성장추세는 둔화될 것으로 보인다. 국내 경제의 성장세 둔화에 대한 우려는 코로나19 여파로 인한 불확실성 확대에 의해 더욱 심화되고 있다. 이러한 점을 감안할 때 최근 가계저축률 상승에 반영된 우리 경제의 불확실성 및 성장추세 둔화를 완화하기 위한 장기적인 노력이 필요하다. 성장추세 회복을 통한 소득증대는 가계의 저축여력을 증가시키고 동시에 경제성장률에 미치지 못하는 소비증가세를 개선할 수 있을 것으로 판단된다. 특히 코로나19 여파에 취약한 가구의 경우, 평균적으로 소득에서 소비가 차지하는 비중이 높은 점을 고려할 때, 단기적으로 이들 가구의 소득흐름 불확실성을 완화해 주어 소비심리를 개선해 주는 것과 함께 장기적으로 노후소득 개선을 위한 안정적인 투자활동과 저축을 장려하는 노력이 필요하다.

2020년 상반기 신종 코로나바이러스감염증(코로나19) 위기 속에서 각국의 가계는 소비를 줄이는 대신 저축을 늘리는 것으로 나타나 가계저축률이 상승한 것으로 나타났다. 가계저축률이 이처럼 오르는 이유에 대해서 각국이 각종 경제봉쇄 조치(공장가동 중단, 이동 및 영업제한 등)를 취하면서 소비가 둔화되고 비자발적 저축(involuntary saving)이 증가했다는 주장이 있는가 하면, 불확실한 경제 상황에 대해 가계의 예비적 저축(precautionary saving)성향이 증가했다는 해석도 있다.<sup>1)</sup> 두 가지 해석 모두 가계의 소득증가에 따른 저축여력 상승에 바탕을 두고 있기보다는 코로나19로 인한 경제봉쇄와 불확실성의 확대에 따른 소비둔화 현상을 반영하고 있다. 이러한 해석과 함께 코로나19 여파로 인해 경제성장 추세가 둔화되면서 미래 가계소득 증가에 대한 기대가 약화된 측면과 이에 따른 가계소비 증가 둔화 현상 역시 가계저축률 상승 요인으로 고려될 수 있다.<sup>2)</sup> 즉 코로나19 기간 동안 가계저축률 상승 요인으로 경제봉쇄, 불확실성 확대와 함께 경제의 성장추세 둔화 또한 중요하다고 판단된다.

\* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

- 1) 크리스틴 라가르드 유럽중앙은행(ECB) 총재는 가계의 예비적 저축 증가로 인한 경기회복 속도 둔화에 대한 우려를 지적했다. 반면 영국중앙은행(BOE)의 앤디 홀데인 수석 이코노미스트는 봉쇄 등으로 인한 비자발적 저축이 경제의 불확실성에 대한 예비적 저축보다 클 수 있다고 주장했다.
- 2) 여기서 성장추세 둔화로 인한 소비둔화와 불확실성 확대에 따른 소비둔화는 구분될 필요가 있다. 성장추세 둔화는 미래 가계소득 증가 둔화를 반영하고 있지만 불확실성 확대는 미래 가계소득에 대한 기대는 변하지 않은 상태에서 소득의 불확실성이 증가한 상태를 말한다.

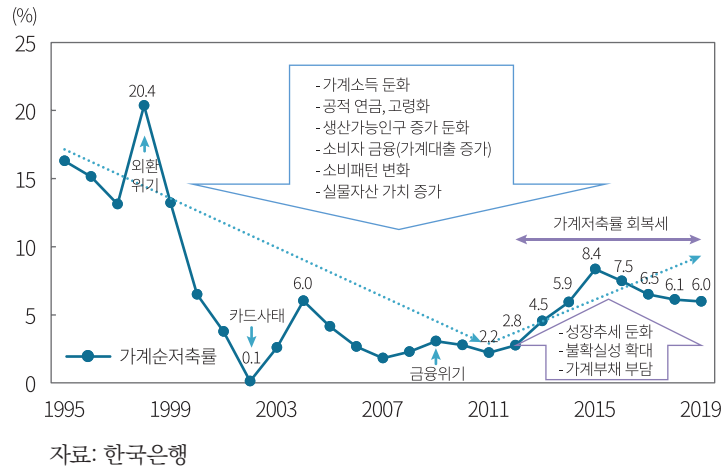
항상소득가설(permanent income hypothesis)에 따르면 성장추세가 둔화되는 모습은 가계의 미래소득 증가에 대한 기대를 약화시켜 소비 증가를 둔화시키고 가계의 저축률을 증가시키는 방향으로 작용한다. 코로나19는 우리 경제의 장기적인 성장세를 둔화시키는 방향으로 작용할 것으로 예상되고(강현주, 2020), 이에 따라 한국의 가계저축률은 과거보다 높은 수준을 유지할 것으로 보인다. 특히 코로나19로 인한 경제봉쇄 조치가 해제되고 경제의 불확실성이 점차 해소되면서 경제활동이 재개됨에도 불구하고 성장추세 둔화가 지속된다면 이는 가계저축률 상승 압력으로 작용할 개연성이 있다. 이에 따라 본고에서는 한국의 가계저축률 추이를 살펴보고, 최근 가계저축률 상승요인으로 불확실성 확대와 성장추세 둔화의 중요성을 살펴보고자 한다.

### 가계저축률의 추이

〈그림 1〉은 1995년부터 2019년까지 우리나라 가계저축률의 장기적인 흐름을 보여주고 있다.<sup>3)</sup> 외환위기 전까지 우리경제는 높은 성장률을 달성하면서 가계저축률 또한 높은 수준을 유지하였지만, 외환위기를 계기로 우리나라 가계저축률은 큰 폭으로 하락하였다. 〈표 1〉을 보면 외환위기를 기점으로 우리나라처럼 가계저축률이 급격히 하락한 사례는 다른 OECD 주요 국가들에서는 찾기 어렵다. 반면 2011년 이후 한국의 가계저축률은 회복세를 보이기 시작하면서 2011년 2.2%를 기록한 이후 꾸준히 상승하여 2015년 8.4% 수준을 보였다. 이후 소폭 감소세를 보이고 있지만 외환위기 이후 지속된 낮은 저축률과 비교해볼 때 높은 수준이라고 할 수 있다. 특히 우리나라의 가계저축률 수준은 OECD 주요 국가들에 비해 크게 낮지 않고 유사한 수준으로 회복하였다. 〈표 1〉을 보면 2018년 기준 유로지역 평균 가계저축률은 5.9%로 우리나라와 유사한 수준이다. 또한 2011년 기준 한국은 일본, 호주, 이탈리아 등과 함께 가계저축률이 낮은 국가군에 속하였지만 2018년 기준 이들보다 높은 수준(한국(6.1%), 일본(4.3%), 호주(3.0%), 이탈리아(2.5%))을 보이고 있다. 가계저축률 변동 요인으로는 가계소득, 인구구조 변화, 조세 및 사회부담금, 실질금리, 가계차입 여건, 주택가격, 필수적 소비지출 변화 등이 제시되었다(신원섭·이원기, 2010; 김형석·성현구·박범기, 2018). 하지만 이러한 요인들은 대체로 가계저축률 하락 요인으로 제시되고 있어 최근 가계저축률 상승 요인을 설명하는데 한계가 있다.

3) 통상적으로 가계저축률은 국민계정상의 가계순저축률을 지칭하는데, 가계순저축률은 가계순저축을 가계의 처분가능소득으로 나눈 비율이다. 이때 국민계정상의 가계 처분가능소득은 개인 순처분가능소득과 연기금의 가계순지분 증감을 더한 것이다.

〈그림 1〉 가계저축률 추이



〈표 1〉 국가별 가계저축률 비교

	1998년	2011년	2018년
한국	20.4	2.2	6.1
미국	7.1	7.4	7.9
캐나다	5.0	4.4	1.5
영국	4.5	4.9	0.4
프랑스	9.0	9.9	8.4
일본	12.1	4.2	4.3
호주	1.4	8.8	3.0
독일	10.4	10.0	10.9
이탈리아	9.9	3.4	2.5
유로지역	8.1(1999년)	6.1	5.9

(단위: %)

자료: 한국은행, OECD

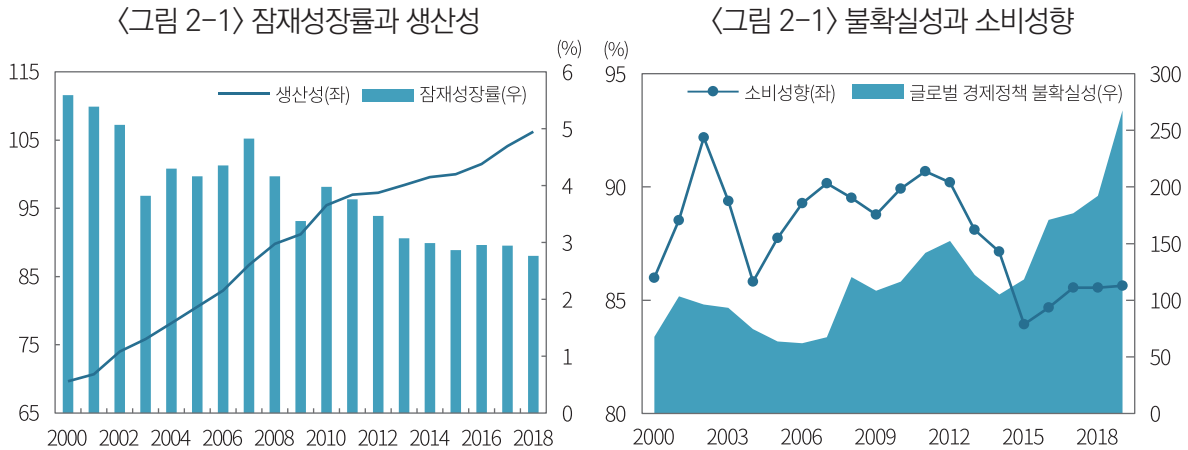
**금융위기 이후 가계저축률 상승 요인: 성장추세 둔화와 불확실성 확대에 따른 소비둔화**

최근 가계저축률이 상승하게 된 요인으로 글로벌 금융위기 이후 전 세계적 경기둔화가 장기화되면서 우리나라 역시 성장추세가 둔화된 점을 지적할 수 있다.<sup>4)</sup> 즉 성장추세가 둔화되면서 경제주체들의 장기경제성장 전망이 어두워져 가계의 소비가 위축되고 저축률이 상승했을 가능성이 있다(Aguiar & Gopinath, 2007). 또한 불확실성 확대에 따른 가계의 예비적 저축성향 증가와 소비성향 둔화가 가계

4) 여기서 성장추세는 인플레이션 압력을 유발하지 않는 장기적으로 달성되는 균형GDP(잠재GDP)를 의미한다.

의 저축률 증가로 나타났을 가능성이 있다.<sup>5)</sup> <그림 2-1>은 한국경제의 펀더멘탈을 가늠해볼 수 있는 다요소생산성(Multifactor productivity, OECD)과 잠재성장률을 보여주고, <그림 2-2>는 글로벌 불확실성과 국민계정을 바탕으로 계산한 소비성향(가처분소득에서 소비지출이 차지하는 비중)을 나타낸다. 생산성은 2010년을 기점으로 증가세가 둔화된 모습을 보이고 있으며, 이는 우리경제의 잠재성장률을 저하에 영향을 준 것으로 보인다. 잠재성장률 저하(성장추세 둔화)는 미래 소득 증가에 대한 가계의 기대를 약화시켜 소비 증가를 위축시키고 저축률은 증가시키는데 영향을 주었을 가능성이 있다. 또한 글로벌 불확실성 요인으로 인해 우리 경제의 불확실성이 확대되면서 가계의 소비성향이 감소하는 모습은 가계의 저축률 상승에 영향을 준 것으로 판단된다. 즉 가계의 저축률 상승은 우리 경제의 성장추세 둔화 및 불확실성 확대에 따른 소비둔화와 관련이 있는 것으로 보인다.

<그림 2> 가계저축률 변동 요인

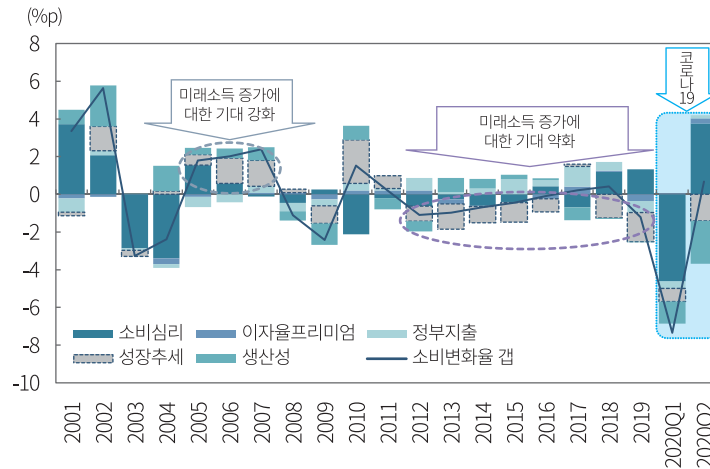


주 : 잠재성장률은 Holston et al.(2017)의 중립금리 결정 모형에 글로벌경제정책불확실성을 추가하여 저자 계산  
 자료: 한국은행, OECD, <https://www.policyuncertainty.com>

<그림 3>에서 우리나라 민간소비 증감률을 거시경제 구조적 요인분해를 통해 살펴보면 민간소비의 증감은 주로 소비심리와 성장추세에 대한 충격에 의해 주도되는 것을 확인할 수 있고, 민간소비 변화율의 변동성은 소비심리 변화에 따라 확대되는 모습이다. 특히 금융위기 직전 성장추세 증가는 가계의 미래소득 증가에 대한 기대를 확대시켜 카드사태 이후 단기적으로 침체된 소비를 증가시킨 것으로 보인다. 반면 금융위기 이후 우리 경제의 성장추세가 둔화됨에 따라 민간소비 증가율은 장기간 둔화되는 모습을 보이며 추세 GDP 성장률보다 낮은 증가율을 보여주고 있다. 따라서 2011년 이후 가계저축률 증가는 성장추세 둔화로 인해 미래 가계소득 증가에 대한 기대가 약화된 측면을 반영하고 있는 것으로 평가된다.

5) 본고에서 자세히 논의되지 않았지만 가계부채에 대한 원금상환 부담의 증가 역시 소비심리를 위축시켜 가계저축률 상승 요인으로 작용할 수 있다.

〈그림 3〉 민간소비 증감률에 대한 역사적 분해



주 : Garcia-Cicco et. al.(2010)의 소규모 개방경제 모형을 2차 다항식에 근사시켜 불확실성을 고려하여 추정(PMCMC, Andrieu et. al.(2010))한 후 민간소비 증가율에 대한 역사적 분해를 하였다. 단위는 평균적인 추세GDP성장률과의 차이(%p)를 나타낸다.  
 자료: 한국은행 실질GDP, 민간소비, 투자, 경상수지

코로나19와 가계저축률 방향

중국을 시작으로 코로나19(Coronavirus Disease-19: COVID-19) 감염이 전 세계로 확산됨에 따라 각국이 각종 경제봉쇄 조치(공장가동 중단, 이동 및 영업제한 등)를 취하면서 세계 경제는 유례없는 침체를 경험하고 있다. 〈그림 3〉에서 코로나19로 인한 2020년 1분기 민간소비가 급락하게 된 구조적 원인을 살펴보면 코로나19로 인한 민간소비의 하락은 소비심리 위축이 주도하였으며 생산성, 성장추세 하락의 순으로 영향을 미쳤다. 코로나19 여파로 인한 대내외 불확실성 확대와 경제봉쇄는 기업뿐만 아니라 가계의 소비심리에 큰 영향을 미쳐 소비를 위축시킨 것으로 생각된다. 강현주(2020)에 따르면, 코로나19는 글로벌 금융위기 이후 지속되어 온 우리 경제의 생산성 둔화 및 역동성 저하를 심화시키는 방향으로 작용할 것으로 예상되기 때문에 이로 인한 우리 경제의 성장추세 하락은 미래 소득 증가에 대한 기대를 약화시켜 가계소비 증가 둔화 및 가계저축률 상승의 지속적인 원인이 될 것으로 판단된다.

가계저축률 상승은 금융시장의 성장 동력이 될 뿐만 아니라 저축된 자금이 기업의 투자로 이어질 경우 우리경제의 성장잠재력을 높일 수 있기 때문에 긍정적인 현상으로 논의되어 왔다. 그러나 최근 가계저축의 확대는 우리경제의 성장추세가 둔화되면서 미래 가계소득 증가에 대한 기대를 약화시킨 측면을 반영하고, 우리경제의 불확실성 요인(유럽재정위기, 미·중 무역분쟁, 코로나19)에 따른 가계의 불안 심리를 반영한 측면이 있다. 즉 성장추세의 둔화와 불확실성의 확대는 가계의 소비를 위축시켜 가계소득에서 저축이 차지하는 비중을 증가시킨 것으로 해석된다. 이러한 상황 속에서 (1) 가계저축은

현금 및 국채와 같은 안전자산에 편중될 가능성이 있고, (2) 기업의 원활한 투자로 연결되지 못 할 가능성이 크다.

이러한 점을 감안할 때 가계저축률이 상승하는 현상을 긍정적인 측면에서 확대해석 하기보다는 최근 가계저축률 상승에 반영된 우리경제의 불확실성 및 성장추세 둔화를 완화하기 위한 노력이 필요하다. 성장추세 회복을 통한 소득증대는 가계의 저축여력을 증가시킴과 동시에 장기간 지속되어 왔던 경제성장률에 미치지 못하는 소비증가세를 개선할 수 있을 것으로 판단된다. 특히 코로나19 여파에 취약한 가구들이 평균적으로 소득에서 소비가 차지하는 비중이 높은 점을 고려할 때 단기적으로 이들 가구의 소득흐름 불확실성을 완화해 주어 소비심리를 개선해 주는 것과 함께 장기적으로 노후소득 개선을 위한 안정적인 투자활동과 저축을 장려하는 노력이 필요하다.

#### 참고문헌

강현주, 2020, 『한국 경제의 장기추세와 코로나19』, 자본시장연구원 이슈보고서 20-21.

김형석·박범기·성현구, 2018, 『최근 가계 저축률 상승 원인 및 시사점』, 한국은행, 조사통계월보, 72(3).

신원섭·이원기, 2010, 『가계저축률 하락과 정책과제』, 한국은행, BOK경제브리프 2010-1.

Aguiar, M., Gopinath, G., 2007, Emerging market business cycles: The cycle is the trend., *Journal of Political Economy* 115(1), 69-102.

Garcia-Cicco, J., Pancrazi, R., Uribe, M., 2010, Real business cycles in emerging countries? *American Economic Review* 100(5), 2510-31.

Holston, K., Laubach, T., Williams, J.C., 2017, Measuring the natural rate of interest: International trends and determinants, *Journal of International Economics* 108, 59-75.

## 미국 마이크로 선물·옵션 도입 배경 및 특징

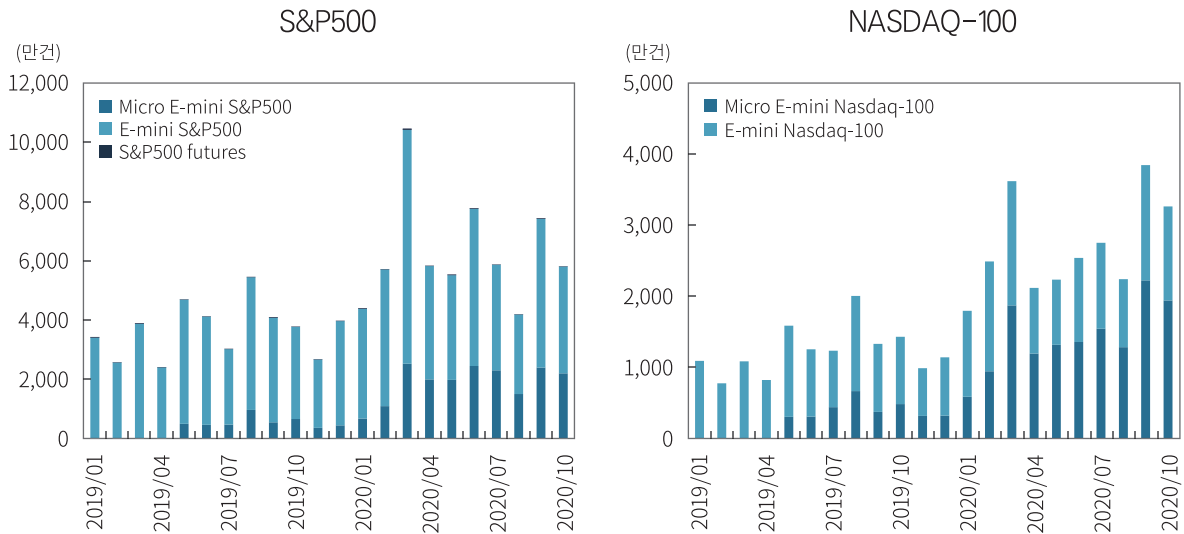
- 시카고 상품거래소의 마이크로 E-mini 선물은 2020년 들어 거래량이 급증하였으며, 정규 선물 거래 및 E-mini 선물도 전년대비 거래량이 증가세
- 소규모 선물·옵션 상품은 1997년 CME에서 최초로 도입된 가운데, 최근 글로벌 주식시장의 주요 지수 상승 및 개인투자자 거래 증가로 소규모 선물 상품에 대한 관심이 확대되었으며, 미국 주요 거래소에서 관련 상품을 지속적으로 도입
- 국내 파생상품 시장의 경우에도 2020년 들어 미니 선물 거래량이 정규 선물 거래대비 가파른 증가세를 보이며, 소규모 파생상품에 대한 수요가 늘어나고 있음

- CME(Chicago Mercantile Exchange)의 마이크로 E-mini 선물은 2020년 들어 거래량이 급증하였으며, 정규 선물 거래 및 E-mini 선물도 전년대비 거래량이 증가세<sup>1)</sup>
  - 2020년 들어 마이크로 E-mini 선물을 중심으로 소규모 파생상품에 대한 시장 수요 급증
    - 마이크로 E-mini S&P500 및 마이크로 E-mini NASDAQ-100 선물의 2020년 1~10월 중 월평균 거래량은 각각 전년대비 252.8%, 258.2% 증가<sup>2)</sup>
    - E-mini S&P500 선물 및 E-mini NASDAQ-100 선물의 2020년 1~10월 중 월평균 거래량은 각각 전년동기대비 29.7%, 26.2% 증가
    - S&P500 선물의 경우에도 같은 기간 동안 월평균 거래량은 전년동기대비 35.3% 증가

1) 마이크로 E-mini 선물은 정규 선물 계약규모의 1/50 크기이며, E-mini 선물은 정규 선물 계약규모의 1/5 크기

2) 마이크로 E-mini 선물의 2019년 월평균거래량은 도입시기인 5월부터 12월에 한해 계산됨

지수별 선물, 미니 선물, 마이크로 E-mini 선물 거래량 추이



주: 각 기초자산별 선물, 미니선물, 마이크로 미니선물 월별 총거래량을 의미  
 자료: CME Group

□ 소규모 계약 단위 선물·옵션 상품은 1997년 CME에서 최초로 도입되었으며, 최근 글로벌 주식시장의 주요 지수 상승 및 개인투자자(non-institutional)의 거래 증가로 이에 대한 관심이 확대

- E-mini 선물은 1990년 중·후반 지수 선물 상품의 기초자산 지수가 급격히 상승하면서 정규 선물 거래승수(multiplier)로 거래 시 나타나는 높은 증거금(margin requirement)의 부담을 덜어 주고자 계약 단위를 축소한 상품
  - CME 최초의 미니 선물인 E-mini S&P500 선물은 기존에 거래되던 S&P500 선물의 기초자산인 S&P500지수가 1997년 1,000포인트 내외를 기록하며, 당시 S&P500 선물 1계약의 명목 금액(notional value)가 500,000달러 수준에 근접하고, 증거금이 25,000달러를 초과하는 상황이 발생
  - 이에 투자자들의 선물시장 진입 시 증거금을 낮추기 위해 계약단위를 축소한 미니 선물 상품이 도입되었으며<sup>3)</sup>, 이후 Nasdaq-100, Russell 2000 등 각 부분을 대표하는 지수를 기초자산으로 하는 미니 선물 상품을 추가적으로 도입
- 또한 최근 기초자산 지수가 E-mini 선물의 도입시기(1997년)대비 크게 상승하고, 개인투자자의 선물 투자 참여 비중이 확대됨
  - 특히 E-mini S&P500선물의 경우 기초자산인 S&P500 지수 상승으로 명목 금액(notional value)이 도입시기대비 3배 이상 증가(2019년 5월 기준)<sup>4)</sup>
  - 개인투자자의 E-mini 선물 거래의 경우 2018년 기준 전년대비 27% 증가(일평균 66만건 거래)<sup>5)</sup>

3) CME, 2018, Friday Fun Fact: The Origins of E-mini S&P500 Futures.  
 4) CME Group, 2019. 3. 11, Frequently Asked Questions: Micro E-mini Equity Index Futures.  
 5) CME Group, 2019. 3. 11, CME Group Makes Global Equity Benchmarks More Accessible to Active Traders with Launch of Micro E-mini Futures, news release.

S&P500지수 미니·마이크로 선물 도입 시기 명목 금액 비교

(단위: pt, 미달러)

상품	미니 선물 도입 (1997년 9월)			마이크로 E-mini 선물 도입 (2019년 5월)		
	기초자산 지수 <sup>1)</sup>	거래승수 <sup>2)</sup>	명목 금액 <sup>1)</sup>	기초자산 지수	거래승수	명목 금액
S&P500 선물	937.02	500	468,512	2,854.71	250	713,676
S&P500 미니선물	상동	50	46,851	상동	50	142,735
S&P500 마이크로선물	-	-	-	상동	5	14,273

주 : 1) 지수는 각 상품 도입 월의 일평균 지수이며, 명목금액은 한 계약당 명목 금액(multiplier × index point)을 의미

2) 시카고상업거래소는 1997년 11월 3일 S&P500선물 계약의 거래승수(multiplier)를 500에서 250으로 축소

자료: Bloomberg, CME Group

— 이에 주요 파생상품 거래소에서는 주요 지수의 미니 선물 및 마이크로 선물·옵션 상품을 추가적으로 도입

- CME는 2019년 5월 미니 선물 상품의 1/10크기의 마이크로 E-mini 선물을 도입하였으며, 2020년 8월에는 마이크로 E-mini 선물을 기초자산으로 하는 마이크로 E-mini 옵션상품을 도입
- CBOE(Chicago Board Options Exchange)에서는 주식시장 변동성지수인 VIX Index (CBOE Volatility Index) 미니 선물을 도입(2020년 8월)<sup>6)</sup>
- NASDAQ에서는 OMXS30(The OMX Stockholm 30 Index) 선물의 1/10 크기의 OMXS30 미니 선물을 도입(2020년 9월)<sup>7)</sup>
- ICE(Intercontinental Exchange)에서도 최근 거래량이 급증한 기술주로 구성된 선물 상품의 계약단위를 축소해 Micro NYSE FANG+ Index 선물 상품을 9월말 출시<sup>8)</sup>

□ 특히 CME Group의 마이크로 E-mini 선물 및 옵션은 각 부분별로 미국 주식시장 전반을 포괄하는 지수를 기초자산으로 두고 있으며, 기존의 E-mini 선물 상품에 조성된 유동성에 접근할 수 있도록 포지션 상쇄가 가능한 것이 특징

— 마이크로 E-mini 선물의 기초자산은 S&P500(대형주), Nasdaq-100(비금융/기술주), Russell 2000(중/소형주), Dow Jones(블루칩주) 4가지의 각 부분 대표 지수로 구성

— 거래시 기존의 E-mini 선물 상품에 조성된 유동성에 접근할 수 있도록 포지션 상쇄가 가능한 것이 특징

6) VIX Index 미니 선물의 거래승수(multiplier)는 VIX Index\*\$100(VIX 선물의 1/10규모)

7) OMXS30 미니 선물의 기초자산은 OMXS30 Index로 계약 규모는 OMXS30\*SEK 10로 하며, tick size는 0.25지수포인트(index point) 수준

8) 테슬라, 넷플릭스, 바이두 등으로 구성된 NYSE FANG+ Index를 기초자산으로 하며, 계약단위는 CME Group의 마이크로 E-mini 상품과 동일하게 1/10 수준으로 축소한 반면, Block Trade(tick size 기준 0.01 index point)가 가능

- 마이크로 E-mini 선물과 E-mini 선물 계약은 10:1 비율로 청산소(CME clearing)를 통해서 포지션 상쇄 가능
  - 그 밖에 E-mini 선물은 대량 협의 매매(Block Trade) 또는 종가지수 베이스 거래(Basis Trade at Index Close: BTIC)가 가능한 반면 마이크로 E-mini 선물은 해당 거래방식의 거래가 불가
- 또한 마이크로 E-mini 옵션은 마이크로 E-mini 선물 중 거래량이 가장 높은 E-mini S&P500 선물 및 마이크로 E-mini Nasdaq-100 선물로 구성
- 마이크로 E-mini 옵션의 기초자산은 마이크로 E-mini S&P500 선물 및 마이크로 E-mini Nasdaq-100 선물로 구성
  - 마이크로 E-mini 옵션과 E-mini 옵션의 포지션 상쇄는 유럽식 옵션에 한해 10:1 비율로 가능
  - 그 밖에 CME group은 마이크로 E-mini Russell 2000 및 마이크로 E-mini Dow 부문의 옵션 도입에 관해 추후 수요 등을 지속적으로 평가할 예정<sup>9)</sup>

□ 국내 선물 시장의 경우에도 2020년 들어 미니 선물 거래량이 정규 선물대비 가파른 증가세를 보이고 있으며, 특히 개인투자자의 미니 선물에 대한 선호도 증가

- 국내의 경우 KOSPI200 지수를 기초자산으로 한 미니 선물 및 옵션 상품을 2015년 7월 도입
- 미니 KOSPI200 선물 및 옵션은 정규 선물 계약단위의 1/5로 하향 조정
  - 미니 KOSPI200 선물 도입당시 기초자산 지수는 248.4pt 수준

**미니 KOSPI200 선물 도입시(2015년 7월) 기초자산 지수 및 계약 명목 금액**

(단위: pt, 원)

상품	기초자산 지수 <sup>1)</sup>	거래승수 <sup>2)</sup>	명목 금액 <sup>1)</sup>
KOSPI200 선물	248.4	50만	1억 2,420만
미니 KOSPI200 선물	248.4	10만	2,484만

주 : 1) 지수는 미니 KOSPI200 선물 도입월의 일평균(2015년 7월 중) 지수이며, 명목금액은 한 계약당 명목 금액(multiplier × index point)을 의미

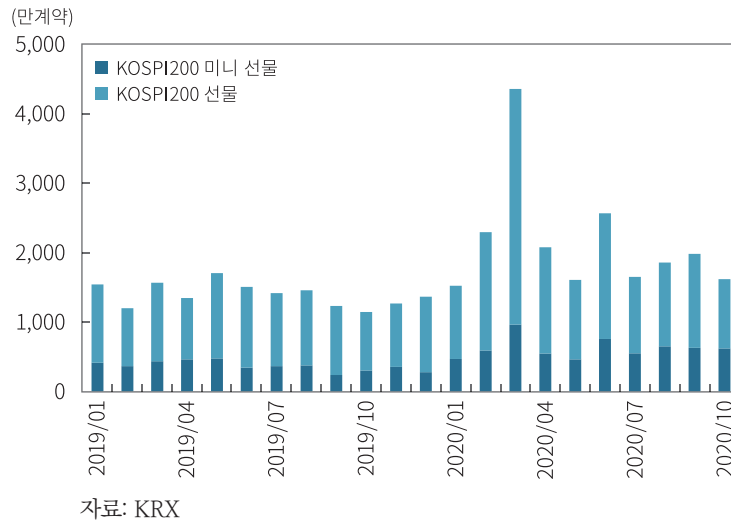
2) 2017년 3월 KOSPI200 선물·옵션 거래승수를 50만에서 25만으로, 미니 KOSPI200 선물·옵션은 10만에서 5만으로 인하

자료: Bloomberg, KRX

- 국내 선물 시장에서도 2020년 들어 미니 KOSPI200 선물의 거래량이 KOSPI200 선물보다 가파른 증가세를 보임
- 미니 KOSPI200 선물의 2020년 1~10월 중 월평균 거래량은 623만건으로 전년동기대비 65.2% 증가
  - KOSPI200 선물의 경우 2020년 1~10월 중 월평균 거래량은 1,528만건으로 전년동기대비 47.9% 증가

9) CME Group, 2020. 8. 31, Frequently asked questions: Options on Micro E-mini S&P500 and Nasdaq-100 futures.

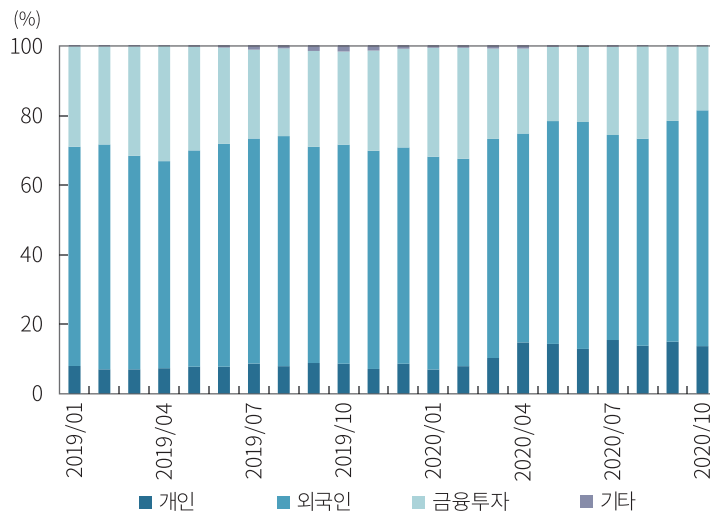
코스피200 지수 선물 및 미니 선물 거래량



— 2020년 들어 개인 투자자의 미니 선물에 대한 수요가 크게 증가함

- 개인투자자의 미니 KOSPI200 선물 월평균 거래량은 2020년 1~10월 기준 77.5만건으로 전년동기대비 163.0% 증가
- KOSPI200 선물 부문의 경우 2020년 1~10월 기준 317.8만건으로 전년동기대비 38.2% 증가

투자자별 미니 코스피200 선물 거래량



〈참고〉 주요 마이크로 사이즈 선물 및 옵션 상품

적격 거래소	CME			CBOT (CME Group)	CME	CME	ICE
상품명	Micro E-mini S&P500 Futures	Micro E-mini Nasdaq-100 Futures	Micro E-mini Russell 2000 Futures	Micro E-mini Dow Futures	Micro E-mini S&P500 Options	Micro E-mini Nasdaq-100 Options	Micro NYSE FANG+ Index Futures
기초자산	S&P500 Index	Nasdaq-100 Index	Russell 2000 Index	DJIA Index	Micro E-mini S&P500 Futures	Micro E-mini Nasdaq-100 Futures	NYSE FANG+ Index
계약단위	\$5 x S&P500 Index	\$2 x Nasdaq-100 Index	\$5 x Russell 2000 Index	\$0.50 x DJIA Index	MES <sup>1)</sup> 1계약 (\$5 x S&P500 Index)	MNQ <sup>1)</sup> 1계약 (\$2 x Nasdaq-100 Index)	\$5 x NYSE FANG+ Index
호가가격 단위	0.25 index point	0.25 index point	0.10 index point	1.00 index point	0.25 index point	0.25 index point	0.20 index point
최소가격 변동금액	\$1.25	\$0.50	\$0.50	\$0.50	\$1.25	\$0.50	\$1.00
계약월	- 3월, 6월, 9월, 12월, 3월(최근 연속 5분기)			- 3월, 6월, 9월, 12월	- 분기월물 - 월말 - 주별		- 3월, 6월, 9월, 12월
특징	- E-mini 선물과 대체 거래가 가능 - 대량 협의 매매(Block) 또는 종가지수 베이스 거래 (BTIC, Basis Trade at Index Close)가 불가				- 분기월물: 미국식 - 주간, 월말: 유럽식		- Block Trade 가능(tick size 0.01 index point 기준)

주 : 1) MES 및 MNQ는 각각 Micro E-mini S&P500 Futures 및 Micro E-mini NASDAQ-100 Futures를 의미  
 자료: CME Group, ICE

선임연구원 이정은

## 글로벌 빅테크기업의 동남아시아 플랫폼기업 투자 확대

- 경제의 불확실성 확대에도 불구하고 글로벌 빅테크기업들의 동남아시아 인터넷경제 관련 기업으로의 투자가 증가세를 지속
- 동남아시아는 거대 인구, 소득증가, 인터넷환경 개선, 스마트폰 보급률 증가 및 낮은 금융접근성 등을 바탕으로 역내 차량공유업체들이 결제서비스를 제공하면서 온·오프라인에서 모바일 결제시장 성장을 견인
- 글로벌 빅테크기업들은 결제시장 선점을 통한 금융업 진출 가능성 등을 염두하고 향후에도 동남아시아 투자 확대가 예상
- 국내 빅테크 업체들도 현지 결제플랫폼 인수 및 시중은행 협업 등으로 동남아시아 디지털금융시장에 진출 중이며, 사업 확장과 함께 향후 발생가능한 관련 리스크의 선제적 관리가 필요

### □ 코로나 바이러스 등에도 불구하고 최근까지 글로벌 빅테크기업들을 중심으로 동남아시아 플랫폼 기업으로의 투자는 지속

- 금년 상반기 최대 핀테크 투자는 인도네시아 차량공유 플랫폼인 고젝으로 텐센트(Tencent), 구글(Google), 페이스북(Facebook), 페이팔(Paypal) 등 글로벌 빅테크기업들이 30억달러를 투자<sup>1)</sup>
  - 고젝은 지급결제 영역으로 서비스 범위를 확장하면서 구글, 텐센트 등 글로벌 테크기업의 투자가 수년간 이어지고 있으며 그 규모도 확대
- 최근 보도에 따르면 중국을 대표하는 전자상거래 업체 알리바바(Alibaba)는 동남아시아 최대 차량공유 및 지급결제업체인 그랩(Grab)으로 30억달러 규모의 투자를 고려 중<sup>2)</sup>
  - 알리바바는 우버(Uber)가 보유한 그랩의 지분을 인수하는 형태의 투자를 고려
  - 그랩은 현재 싱가포르, 인도네시아, 말레이시아, 베트남, 태국, 필리핀 등 6개국에서 e-머니 라이선스(한국의 전자금융사업자와 유사)를 보유

### □ 동남아시아는 국가간 개방적인 시장구조, 거대한 인구기반, 대다수 국가들의 낮은 금융접근성 등으로 모바일 결제시장을 중심으로 한 디지털금융이 빠르게 성장

- 6억명 이상의 거대 인구, 경제성장을 통한 소득증가, 인터넷 환경개선, 스마트폰 보급 등 수요 측면의 구조적 요인으로 모바일 인터넷 관련 산업이 급성장

1) KPMG, 2020. 9, Pulse of Fintech H1 2020.

2) Bloomberg, 2020. 9. 14, Alibaba Is in Talks to Invest \$3 Billion in Grab.

- 특히 금융인프라가 갖춰지지 않은 상태에서 스마트폰 보급률이 60%를 넘어선 인도네시아, 베트남 등을 중심으로 모바일 간편결제가 일반화
  - 동남아시아 전체 성인인구(4억명)의 절반이 금융계좌를 보유하고 있지 않으며, 인도네시아, 베트남, 필리핀의 경우 절반 이상이 미보유

□ 이러한 배경에서 차량공유업체들이 결제서비스를 출시하며 온·오프라인 모바일 결제시장 상용화를 전인하였고 이들은 글로벌 테크기업을 중심으로 한 대규모 투자를 통해 금융서비스로 사업을 확장

- 2018년 동남아시아 최대 차량공유업체인 그랩은 그랩페이(Grab Pay), 인도네시아 최대 차량공유업체인 고젝은 고펀이(Go Pay)를 출시
  - 휴대폰 선불충전 지불방식으로 시작하여 신용카드 및 계좌연결, 일반 은행계좌에서 직접이체 등의 방식으로 사용방법이 확장
- 그랩과 고젝은 차량공유서비스 사용자의 폭발적 증가로 다양한 생활 밀착형 서비스로 사업을 확대하였고 결제서비스를 함께 제공하여 온라인 및 오프라인 결제시장에서 영향력을 높임
  - 음식배달, 슈퍼마켓 배달, 청소대행, 퀵서비스, 티켓 예약 등
- 이후 모바일 앱을 통한 결제플랫폼을 기반으로 동남아시아 및 중국 등의 주요 금융회사와 협력하여 디지털결제사업 및 온라인보험, 자산관리 등 금융업 전반으로 영역을 확대<sup>3)4)</sup>
  - 그랩은 중국 최대 온라인보험사인 중안보험과 조인트벤처를 설립하여 온라인보험을 출시(2018년), 마스터카드와 제휴하여 현금충전식 선불카드를 출시(2019년), 싱가포르의 자산관리 스타트업 벤토인베스트를 인수하여 자산관리 서비스를 출시(2020년)
  - 고젝은 베트남 비에틴뱅크, 싱가포르 DBS holdings 등과 협력하여 디지털 결제사업 확장에 투자

싱가포르에서 제공되는 그랩파이낸셜 서비스

간편결제 (GrabPay)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• QR 코드 기반 결제로 신용카드 혹은 직불카드 계좌연결, 카드를 통한 잔액충전 및 자동충전, 타은행계좌에서 직접이체 등의 다양한 잔액 충전방법</li> <li>• 마스터카드와의 파트너십을 통해 현금충전식 선불카드인 그랩페이 카드를 출시, 전세계 모든 마스터카드 가맹점에서 그랩페이 사용 가능</li> <li>• 삼성페이와의 제휴를 통해 그랩페이를 삼성페이에 연결하여 비접촉식 결제 가능</li> </ul>
대출(GrabFinance)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 그랩 차량운전자, 소상공인 등을 대상으로 운전자금 대출</li> </ul>
보험(GrabInsure)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 그랩 차량운전자 및 승객을 대상으로 간단하고 저렴한 보험 상품 출시</li> </ul>
자산관리(GrabInvest)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 그랩페이와 연결되어 소액으로 자본시장상품 투자 가능</li> <li>• 싱가포르금융청(MAS)으로부터 자본시장서비스 라이선스 허가</li> </ul>
인터넷은행(진행 중)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 싱가포르통신사 싱텔과 컨소시엄을 구성하여 싱가포르 인터넷은행 사업면허 신청</li> </ul>

자료: Grab Financial Group 웹페이지

3) 이현정, 2018. 3. 13, Grab 분석리포트, 삼성증권 Global Research.

4) 한국경제, 2020. 9. 6, [단독 인터뷰] “동남아 교통혁신 일군 그랩, 핀테크로 금융격차 해소”.

## □ 동남아시아 각국 정부도 디지털금융 발전 및 현금없는 사회를 목표로 관련 정책을 적극 지원

- 인도네시아는 2017년을 기점으로 디지털경제 발전을 위해 관련 인프라 개선, 정책 로드맵 수립 및 규제완화 등을 시행하였고 동남아시아 최대 규모의 인터넷경제<sup>5)</sup> 성장이 예상<sup>6)</sup>
  - 인도네시아 정부는 금융포용 입장에서 핀테크를 통해 전국민에게 금융상품 및 서비스 접근 기회를 높이고자 하였고 2016년부터 지급결제 및 P2P 서비스를 중심으로 크게 발전
  - 2018년 4월, 디지털경제 발전을 위한 로드맵 「Making Indonesia 4.0」을 발표
  - 2019년 5월, 「지불결제시스템 2025 비전」을 선포하며 금융산업 디지털화를 더욱 가속화
  - 2019년 8월, 인도네시아 중앙은행은 QR 코드를 단일화(QR Code Standard: QRIS)
- 베트남 정부는 스타트업 조성 및 현금없는 사회를 위한 정책을 동시에 추진하였고, 이에 지급 결제를 중심으로 한 디지털금융이 크게 발전<sup>7)</sup>
  - 2015년, 「2016-2020년 무현금 결제수단 개발 계획」을 발표하고 중앙은행을 중심으로 관련 정책을 진행 중
  - 2016년, 스타트업 생태계 조성을 위해 국가창업의 해로 지정하고 관련 총리령을 발표(2016. 5월)하는 등 다양한 정부지원 정책을 시행 중
- 싱가포르의 싱가포르통화청(MAS)을 중심으로 정부의 전폭적인 지원, 유연한 법규제, 명확한 가이드라인, 선진금융시스템 등을 바탕으로 글로벌 핀테크 산업의 중심지로 발전<sup>8)</sup>
  - 2006년, 미래 국가전략 「Intelligent Nation 2015」에서 국가 성장동력으로 금융IT(핀테크)를 선정하고 관련 인프라 확충 및 비즈니스 환경 구축 전략을 시행
  - 2014년, 스마트국가로의 전환을 위한 「Smart Nation 비전」 선포에서 핀테크 창업 관련 인프라 육성을 강조
  - 2015년, FSTI(Financial Sector Technology & Innovation) 계획에서 핀테크 활성화를 위한 정부차원의 자금지원 프로그램을 마련
  - 2016년, 규제샌드박스를 도입하였고 이후 2018년 신생 기업의 진입장벽을 낮추기 위해 샌드박스 익스프레스 제도를 도입
  - 2018년, 싱가포르 정부는 현금없는 사회를 목표로 디지털결제 확대를 위해 세계 최초로 국가차원에서 개별 회사의 QR코드를 통일한 통합QR결제코드(SGQR)를 출시

## □ 글로벌 빅테크기업들은 플랫폼 비즈니스의 핵심인 결제시장 선점을 통해 디지털금융으로의 확장 가능성 등을 염두하고 향후에도 동남아시아 투자 확대가 예상

- 결제정보를 통해 단편 소비정보 뿐만 아니라 개인의 소비성향, 관심사, 선호도 등 동남아시아 소비자의 빅데이터 접근이 용이

5) 인터넷경제(internet economy)란 인터넷 및 스마트폰 등을 통해 상품과 서비스 거래가 이루어지는 사업으로 전자상거래, 차량 공유, 온라인여행, 온라인미디어 등이 포함

6) Kotra 자카르타무역관, 2019. 10, 인도네시아 디지털 경제현황 및 정부 주요 정책, Kotra 해외시장뉴스.

7) Kotra 하노이무역관, 2019. 6, 베트남, 현금없는 미래를 꿈꾸다., Kotra 해외시장뉴스.

8) Kotra 싱가포르무역관, 2019. 6, 싱가포르, 핀테크산업 육성에 박차 가한다., Kotra 해외시장뉴스.

- 그랩은 플랫폼을 통해 축적한 막대한 데이터를 바탕으로 한 자체 신용평가시스템을 그랩과 이넨스에서 활용
  - 알리바바의 디지털금융 자회사 앤트파이낸셜은 각종 온라인 데이터를 기반으로 한 개인신용평가시스템을 보유
- 최근 이와는 별개로 중국 빅테크기업들은 미국과 인도의 반중국기업 움직임, 미국의 대홍콩 제재, 싱가포르 정부의 핀테크기업 지원, 동남아 진출 허브 등으로 싱가포르 진출이 크게 증가<sup>9)</sup>
- 알리바바의 자회사인 Haitong 증권, 텐센트의 자회사인 디지털은행 Webank는 최근 싱가포르 금융협회에 등록하고 싱가포르 금융사와 협업 혹은 지분투자에 착수
  - 알리바바, 텐센트, 바이트댄스(틱톡의 모회사)는 싱가포르에 지역본부 설립을 발표
- 국내 테크기업들도 현지 핀테크 업체 및 금융회사와의 협업 등으로 동남아시아 디지털 금융시장에 진출하고 있으며 향후 국내 금융사와 함께 디지털은행 혹은 증권사로의 진출 가능성 등을 모색
- 대표적인 빅테크 기업인 네이버는 일본법인 라인(LINE)의 글로벌 모바일메신저 플랫폼을 기반으로 차량호출·배달서비스에서 금융서비스로 동남아시아 사업 영역을 확장
- 라인은 자회사 라인파이낸셜<sup>10)</sup>을 통해 라인이 대표 모바일메신저로 사용되는 태국과 대만, 인도네시아 등에서 현지 사용자를 기반으로 모바일결제, 음악스트리밍, 택시, 배달 서비스 등의 생활밀착형 서비스를 제공한 이후 금융서비스로 진출
  - 2018년 10월, 하나은행의 인도네시아 현지법인 지분 20% 인수
  - 2019년 5월, 태국 카시콘은행과 합작하여 합작은행 '카시콘라인' 설립
  - 2019년 7월, 대만 인터넷은행 '대만라인뱅크' 설립을 허가
- 국내 최대 모바일메신저 플랫폼인 카카오는 동남아시아 지급결제 업체와의 제휴 및 지분인수 등을 통해 현지 시장에 진출
- 2015년, 인도네시아 SNS인 Path, 모바일메신저 Path Talk을 인수
  - 2019년, 카카오모빌리티는 그랩이 투자한 모빌리티 중개 플랫폼 스플리트와 서비스 협력을 맺고 베트남에서 카카오T 앱으로 그랩의 택시 및 오토바이를 호출, 향후 동남아 전역으로 서비스를 확대할 예정
- 이외에도 벤처투자 형태로 현지 지급결제 업체의 지분을 인수
- 네이버는 미래에셋대우증권과 50%씩 공동 출자한 미래에셋-네이버 아시아 성장펀드를 통해 그랩에 1.5억달러를 투자(2018년 8월)하였으며, 인도네시아 지급결제 스타트업 핀액셀(FinAccel)에 투자(2019년 12월)
  - 2016년, 카카오의 투자전문 자회사 케이벤처그룹(現카카오인베스트먼트)은 비트코인 기반의 필리핀 모바일결제업체 SCI의 지분 40%를 인수

9) FT, 2020. 9. 10, China's tech and finance groups flock to Singapore.

10) 모바일 송금·결제 서비스(페이), 증권(노무라와 합작), 보험, 외환, 소액대출, 자산운용, 은행 등의 다양한 핀테크 서비스를 일본에서 제공, 각각의 자회사가 일본, 싱가포르, 대만, 홍콩 등에서 이미 은행, 증권, 대출 관련 회사를 보유

- 현재는 테크기업과 증권사가 합작펀드를 통해 현지 핀테크 업체 투자 등을 시행하는 단계이나, 향후 이를 기반으로 현지 디지털금융회사로의 진출 가능성도 모색
  - 네이버파이낸셜과 미래에셋금융그룹은 이미 국내 사업에서 업무협약을 맺고 관련사업을 진행

□ 이와 함께 디지털금융의 잠재리스크 및 컴플라이언스 준칙, 금융소비자보호 등의 선제적인 리스크 관리가 필요

- 대부분의 동남아시아 국가들의 낮은 금융접근성과 취약한 금융시스템에 힘입어 빠른 시간내 디지털금융이 크게 발전하였으나 소비자편익에 우선 집중
  - 자금보관 및 관리, 보안위험 등의 내부통제체제 뿐만 아니라 소비자보호 등에서도 관련 문제가 발생할 가능성
  - 그룹은 결제 및 보안 관련업체와 협력하여 안전한 금융서비스 제공을 위해 전자결제 암호화 등에 관련되는 업체인 adyen, stripe와 제휴

선임연구원 김보영