

OPINION

거시금융실

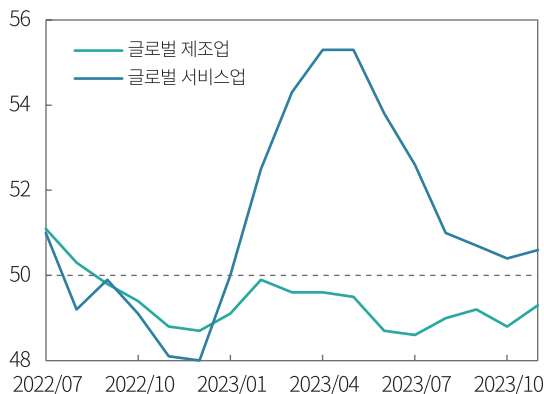
2024년 거시경제 전망*

2024년 중 미국 경제는 통화긴축에 따른 경기침체 우려에도 불구하고 연착륙(2023년 2.5% → 2024년 1.6%)할 것으로 예상되는 한편, 물가상승률 또한 연준의 목표수준에 근접(4.1% → 2.3%)할 것으로 전망됨에 따라 미 연준은 기준금리를 100bp 인하할 것으로 판단된다. 한국 경제는 수출 및 설비투자 개선에 힘입어 성장세가 회복될 것으로 예상(1.4% → 1.9%)되는 가운데 물가상승률 또한 둔화(3.6% → 2.7%)되면서 한국은행은 기준금리를 50bp 인하할 것으로 예상된다. 종합적으로 한국과 미국 모두 코로나19 감염확산 이후 균형수준을 크게 벗어난 성장 및 물가 경로가 점차 안정화되면서 각국의 기준금리 또한 균형금리 수준으로 조정되는 흐름세를 나타낼 것으로 보인다.

2023년 글로벌 경제동향

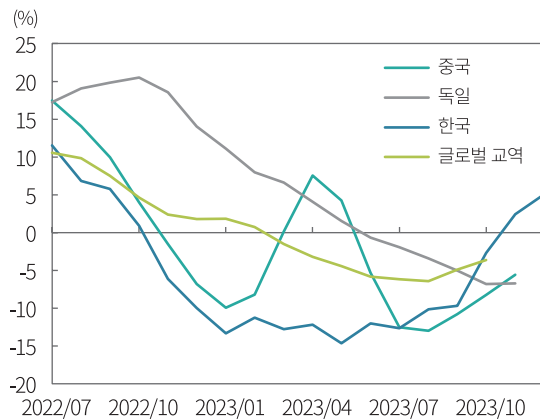
2023년 글로벌 경제는 자동차를 제외한 IT 등 제조업 경기 부진으로 국제교역이 위축되었다. <그림 1>에서 나타난 바와 같이 글로벌 제조업 구매관리자지수(Purchasing Managers' Index: PMI)는 2023년중 기준치인 50을 밑돌아 경기 부진을 시사하였다. 이에 따라 한국을 비롯하여 중국 및 독일 등 주요 제조업 국가들의 수출이 전년대비 크게 감소하면서 경제성장이 당초 예상보다 부진했다(<그림 2> 참조). 반면, 통화긴축에 따른 고금리에도 불구하고 미국은 서비스 소비 및 고용호조에 힘입어 견조한 성장세를 나타내는 등 국별로 상이한 성장 흐름을 보였다.

<그림 1> 글로벌 제조업 및 서비스업 PMI



주 : PMI는 50 이상이면 경기 회복, 미만이면 위축을 의미
자료: Refinitiv

<그림 2> 글로벌 교역 및 주요국 수출



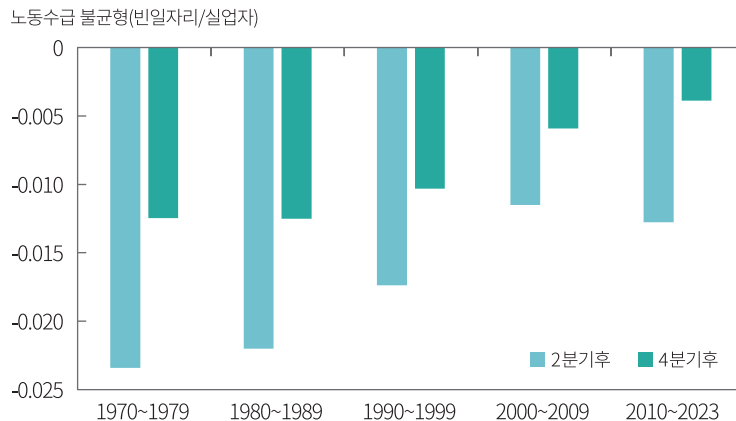
주 : 3개월 이동 평균
자료: Refinitiv

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

2024년 미국 경제 성장률 전망

2024년 중 미국 경제는 미 연준의 통화긴축에 따른 경기침체 우려에도 불구하고 2023년에 이어 견조한 고용여건 및 양호한 민간소비에 힘입어 연착륙할 것으로 전망된다. 이러한 판단의 근거는 미국 실물경제의 금리 민감도가 구조적으로 하락한 데다 명목균형금리의 상승으로 긴축효과가 축소되었기 때문이다. 우선, <그림 3>은 시기별로 통화긴축에 따른 고용여건의 악화 정도를 나타낸다. 세로축은 실업자대비 빈일자리수로 정의되는 노동수급 불균형지수가 통화긴축으로 얼마나 변화하였는지를 나타낸다. 기준금리가 상승하면 분모인 실업이 늘어나고 분자인 기업의 구직공고가 줄어들어 노동수급 불균형지수가 하락하게 되는데, 통화긴축 효과의 시기별 변화를 시변 파라미터 벡터회귀모형(VAR)을 통해 추정해 보면 통화긴축의 고용여건 악화 효과가 1970~80년대에 비해 2010년대에는 절반(통화긴축 충격 발생후 2분기 지난 시점) 또는 1/3(충격 발생후 4분기 지난 시점)로 줄어들었음을 알 수 있다. 즉, 동일한 크기의 통화정책 충격에 대해 1970~80년대에 비해 2010년대 이후에는 미국의 고용여건 악화 정도가 절반 이하로 줄어들었음을 의미한다. 금번 금리인상기에 미국 경제의 금리 민감도 하락은 더욱 두드러진 것으로 판단되는데 주요 원인으로 장기 국채금리의 하향 안정과 함께 고정금리 대출 비중의 확대로 통화정책의 고전적 전달경로가 약화된 점이 지적된다(강현주·백인석, 2023).

<그림 3> 시기별 통화긴축에 따른 고용여건 악화

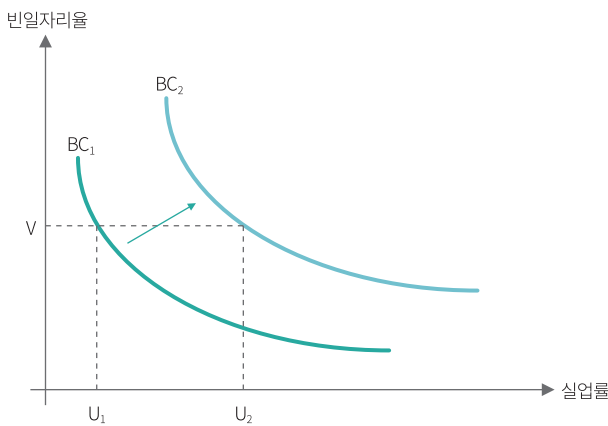


주 : 노동수급 불균형지수, 물가상승률, 연방기금금리로 구성된 시변 파라미터 VAR을 추정하여 통화정책 충격반응 결과를 시기별로 비교한 결과
 자료: 자본시장연구원

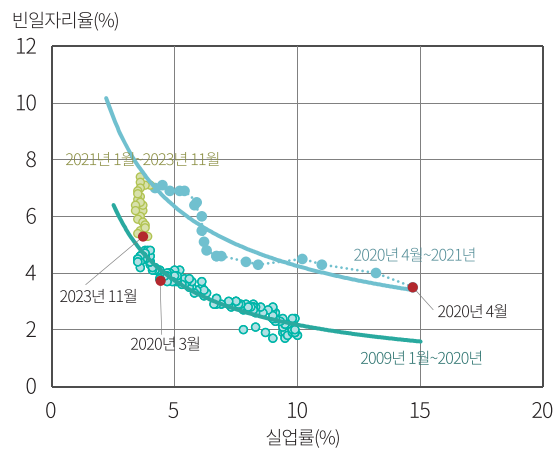
이와 더불어 미국의 고용시장 효율성이 회복된 것 또한 고금리에도 불구하고 실업률이 낮게 유지된 데 기여한 것으로 판단된다. <그림 4>에서는 세로축이 빈일자리율, 가로축이 실업률인 베버리지 곡선(Beveridge Curve)을 제시하고 있다. 이론적으로 경기가 악화되어 실업이 늘면 기업의 신규채용도 줄어들어 따라 베버리지 곡선은 우하향하는 형태를 나타낸다. 또한, 외생적 충격으로 베버리지 곡선이 우측으로 이동(<그림 4>의 BC1→BC2)하게 되면 동일한 빈일자리율 V에 대해 실업률이 U1에서 U2

로 높아지므로 고용시장의 일자리 매칭 효율성(job matching efficiency)이 악화됨을 의미한다. <그림 5>는 코로나19 충격으로 미국의 베버리지 곡선이 2020년 4월 우측으로 크게 이동한 후 새로운 베버리지 곡선을 따라 고용 여건이 점차 개선되다가 미 연준의 금리인상 이후 최근까지 코로나19 팬데믹 이전 수준으로 점차 회귀(일자리 매칭 효율성 개선)하는 모습을 나타내고 있다. 이러한 점은 통화긴축이 실업률 악화 없이 빈일자리를 하락시켜 경기연착륙을 유도할 수 있다는 미 연준의 Waller 이사의 예측에 정확히 부합하는 결과이다(Waller, 2022).

<그림 4> 베버리지 곡선



<그림 5> 미국의 베버리지 곡선

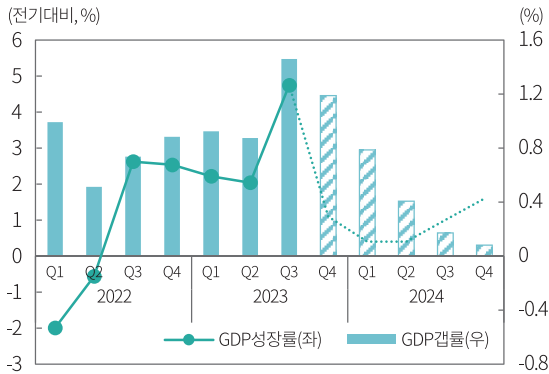


자료: FRED, 자본시장연구원

다른 한편으로 코로나19 팬데믹을 거치면서 미국 경제의 균형금리가 과거 글로벌 금융위기 이후 저금리 시기에 비해 상승했다는 점 또한 현재의 기준금리 수준이 생각보다 덜 긴축적일 가능성을 시사한다. 명목균형금리는 실질균형금리와 추세 인플레이션의 합으로 구성되며, 경기를 부양하거나 위축시키지 않는 단기금리 수준으로 정의될 수 있다. 통화정책 전망에서 후술하는 바와 같이, 경제모형을 통해 추정해 본 결과 2020년대 이후 명목균형금리 수준이 상승하여 연준의 점도표가 제시하는 중기 기준금리 전망치인 2.5%보다 높은 3% 중반으로 판단된다. 따라서 현재의 기준금리는 표면적으로 2001년 2월 이후 가장 높은 수준이나 통화긴축의 정도를 나타내는 기준금리와 균형금리간 차이인 금리갭은 균형금리의 상승으로 예상보다 크지 않을 가능성이 존재한다.

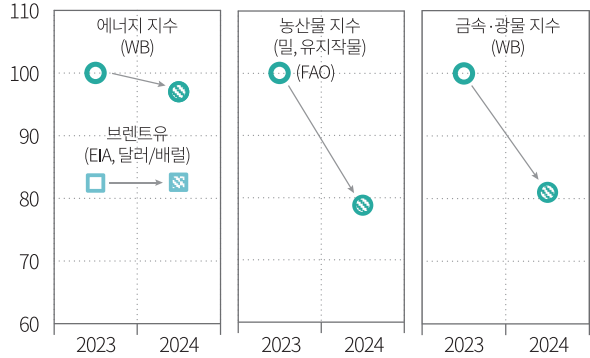
이와 같이 금리 민감도의 하락 및 균형금리의 상승 가능성을 종합적으로 감안하면 고금리의 부정적 영향이 크게 확대되지 않을 것으로 판단된다. 다만 2023년 중 높은 성장률에 따른 기저효과 및 통화정책의 정책시차(policy lag) 등을 감안한 성장률 둔화는 자연스러우나 큰 폭은 아닐 것으로 예상된다. 이에 따라 2024년 중 미국 경제는 1.6% 성장할 것으로 예상되며 2023년 3분기를 정점으로 실제 GDP와 추세 GDP간 차이를 나타내는 GDP갭률이 완만하게 축소되어 균형 수준의 성장세에 점진적으로 근접할 것으로 전망된다(<그림 6> 참조).

〈그림 6〉 미국의 성장경로 추이 및 전망



주 : GDP갭 = (실제 GDP - 추세 GDP)/추세 GDP
 자료: FRED, 자본시장연구원

〈그림 7〉 주요 국제 원자재 가격 전망



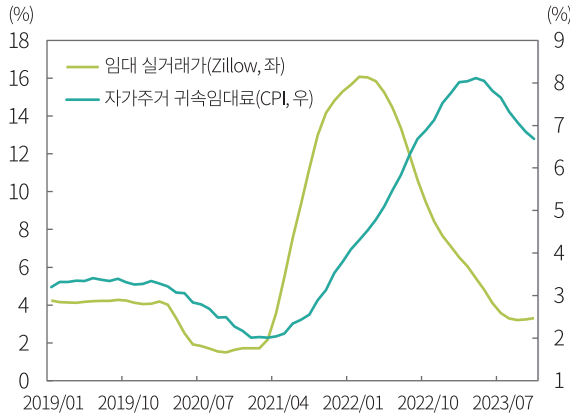
주 : FAO 전망 기간은 2023년 하반기~2024년 상반기
 자료: EIA, World Bank, FAO

2024년 미국 물가상승률 전망

2024년 중 미국 물가상승률은 점차 연준의 물가목표에 근접할 것으로 예상된다. 우선, 글로벌 물가여건을 살펴보면 2024년에는 국제 유가를 비롯한 주요 국제 원자재 가격이 안정됨에 따라 각국의 물가안정에 기여할 전망이다. 국제 유가는 사우디아라비아를 중심으로 한 OPEC의 감산을 통한 가격 지지 노력에도 불구하고 미국의 셰일오일을 중심으로 공급이 확대될 것으로 판단되는 가운데 글로벌 제조업 경기의 완만한 회복세에 힘입어 수요 또한 늘어날 것으로 예상된다. 이에 따라 원유에 대한 수급이 대체로 균형을 이룰 것으로 예상되는 만큼 국제 유가가 2023년 수준을 유지할 것으로 판단된다 (EIA, 2024). 또한, FAO(Food and Agriculture Organization, 2023)는 〈그림 7〉과 같이 가공식품의 가격 상승에 큰 영향을 미쳤던 곡물과 유지작물 등 농산물의 가격이 하락할 것으로 예상하였다. 아울러 여타 공업제품의 소재인 주요 금속·광물의 가격도 2023년에 비해 낮아질 것으로 보인다(World Bank, 2023).

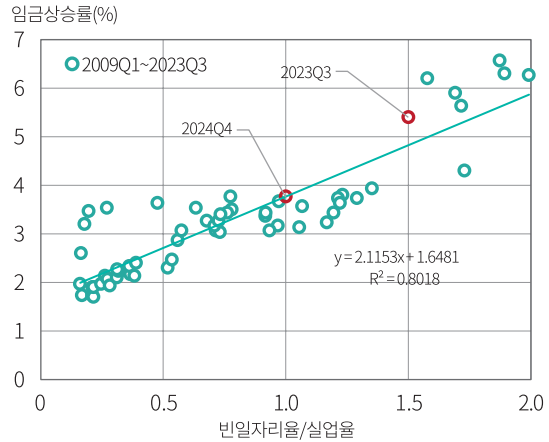
한편, 미국 국내 요인들을 살펴보면 〈그림 6〉에서 제시된 바와 같이 미국 GDP갭이 0에 근접함에 따라 수요부문 물가압력이 점차 축소될 것으로 전망된다. 또한, 〈그림 8〉에서 나타난 바와 같이 주택시장의 실거래 가격이 코로나19 이전 수준으로 회복함에 따라 시차를 두고 물가지수에 반영될 것으로 예상된다. 뿐만 아니라 〈그림 5〉에서 제시된 바와 같이 노동수급이 점차 안정화되어 2024년 4분기 중에는 균형 수준에 도달할 것으로 보여 임금상승률 또한 연준의 목표에 부합하는 수준인 3% 중후반 수준으로 수렴할 것으로 판단된다(〈그림 9〉). 이에 따라 종합적으로 미국의 2024년 물가상승률(Core PCE)은 2.3%가 될 것으로 전망된다.

〈그림 8〉 미국의 주택부문 물가상승률



주 : 자가주거 귀속임대료는 미국 CPI에서 23%를 차지
 자료: Zillow, Refinitiv

〈그림 9〉 미국의 노동수급과 임금상승률

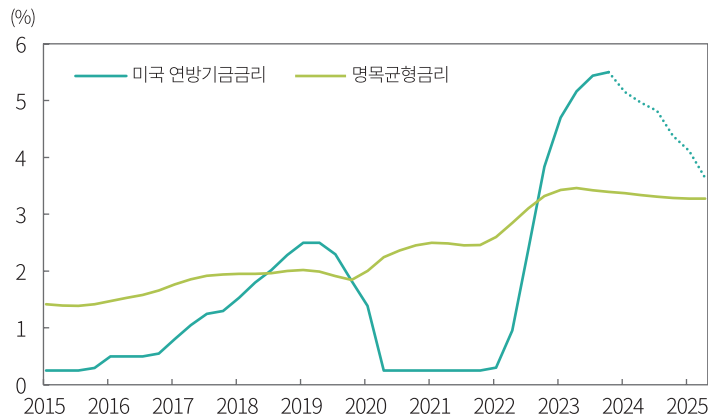


자료: FRED, 자본시장연구원

2024년 미국 통화정책 전망

이러한 성장 및 물가 경로를 테일러 준칙(Taylor rule)에 대입해 보면 미국의 기준금리는 2024년중 100bp 정도의 인하 여력이 있는 것으로 판단된다. 경기가 연착륙하는 가운데 인플레이션이 점차 연준의 목표수준에 수렴함에 따라 기준금리 인하는 경기둔화 대응 목적이라기보다는 인플레이션 둔화로 높아진 실질금리를 하향 안정시켜 기준금리를 균형 수준으로 조정하기 위한 것으로 해석할 수 있다. 즉, 예상한 대로 물가상승률이 2% 초반 수준으로 하락하는 가운데 현재 수준의 기준금리가 유지될 경우 실질 기준금리가 3%를 상회하게 되므로 1% 수준으로 추정되는 실질균형금리에 비해 매우 높은 수준이기 때문이다.

〈그림 10〉 미국의 통화정책 경로



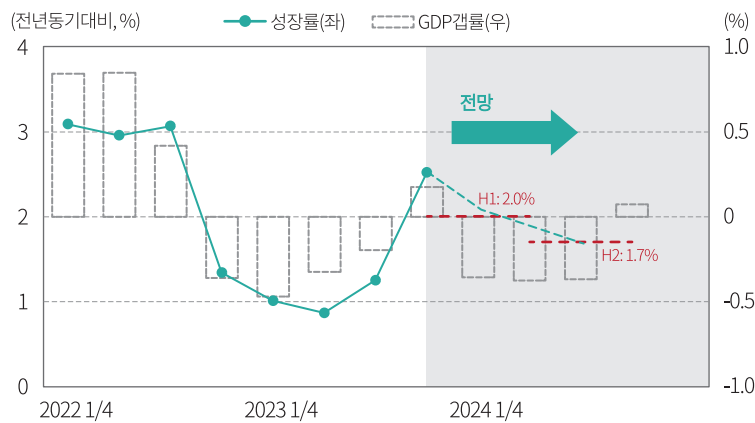
주 : 점선은 예상된 성장 및 물가 경로를 추정된 테일러 준칙에 대입하여 산출한 예상 경로. 명목균형금리는 신인석·강현주(2022)를 일부 변형하여 미국 데이터로 추정한 실질균형금리와 추세 인플레이션의 합
 자료: FRED, 자본시장연구원

구체적인 금리인하 시기는 불확실성이 매우 큰 상황으로 2023년 하반기중 Core PCE가 이미 전기 대비 연율 기준 2% 수준으로 하락한 만큼 테일러 준칙에 따르면 2024년 1분기중 인하 여력이 충분하나 경제지표 의존적인 미국의 통화정책 운영을 감안하면 실제 인하시기는 다소 후행할 가능성이 크다. 한편 금번 금리인하기의 최종 기준금리(terminal rate)는 명목균형금리 수준인 3% 중반 수준으로 판단되며 예상대로 미국 경제가 경기침체 없이 연착륙한다면 2025년 하반기 중 금리인하가 종료될 것으로 전망된다.

국내 성장률 전망

2023년 국내 경제는 제조업 및 수출 부진이 이어진 가운데 민간소비의 모멘텀이 축소되면서 성장세가 약화되었다. 2024년에는 경기가 회복세를 보이면서 GDP 성장률이 1.9%를 나타낼 것으로 전망된다. <그림 11>과 같이 전년동기대비 성장률은 상반기에 2.0%, 하반기에는 1.7%의 흐름을 보일 것으로 예상된다. 하반기의 경우 성장률(전년동기대비)이 다소 축소되는 모습이지만 성장세 약화가 아닌 기저효과에 의한 결과로 해석할 필요가 있다. 즉, 전기대비 성장률은 하반기에 더 높고, GDP갭도 4분기에는 플러스로 전환될 것으로 전망된다.

<그림 11> 성장률 전망



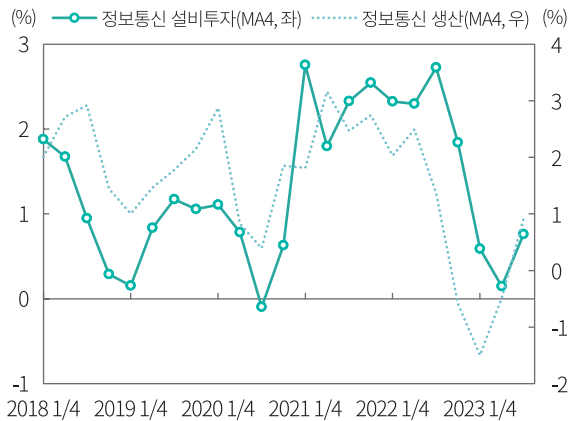
주 : H1은 상반기, H2는 하반기를 의미(이하 동일)
 자료: 자본시장연구원

금년의 성장세 회복은 IT 부문의 반등이 견인할 것으로 보인다. WSTS(World Semiconductor Trade Statistics) 등 주요 시장조사 기관들에 따르면, 금년에는 AI 기술 상용화 및 관련 인프라 도입이 가속화되는 등 반도체를 중심으로 IT 산업이 상승 사이클에 진입할 전망이다. WSTS는 2023년 12월 전망에서 2024년 반도체 시장 규모가 2023년 대비 13.1% 증가할 것으로 전망하고 있으며 트렌드포

스(TrendForce)는 D램 및 낸드 평균판매단가가 2024년 1분기중 각각 전년동기대비 13~18% 및 15~20% 오를 것으로 예상했다. 이러한 예측은 일차적으로 우리나라의 수출 확대에 상당히 긍정적인 영향을 미치는 효과가 있다. 또한, <그림 12>와 같이 IT 산업의 투자는 업황에 동조화되는 특징이 있으므로 IT 부문을 중심으로 설비투자가 확대될 것으로 예상된다. 다만, 설비투자와는 달리 건설투자는 부진이 지속될 것으로 생각된다. 여기에는 예정(기존 인허가) 물량의 감소와 함께 원가 상승으로 인한 착공 지연 등이 요인으로 작용할 것으로 판단된다.

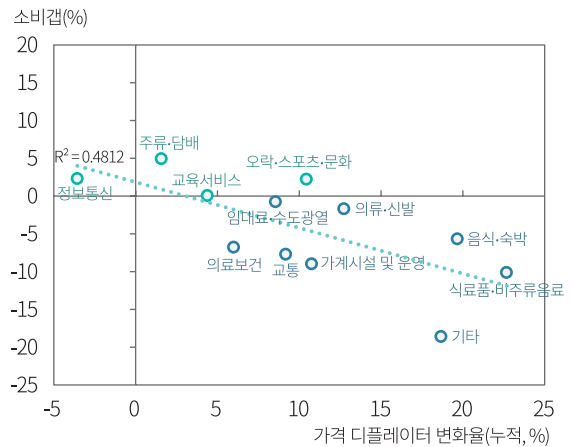
한편, 민간소비는 하반기에 회복세를 보일 것으로 전망된다. 코로나19 팬데믹을 비롯하여 러시아·우크라이나 전쟁, 기상 악화 등 공급 충격이 크게 영향을 미친 품목들은 가격 상승과 수요 위축이 상당 기간 지속되었다. 특히 팬데믹 이전 3년간(2017~2019년)의 소비 증가율로부터 산출한 추세 수준과 2020년 1분기부터 2023년 3분기까지의 실제 소비(누적 기준)와의 차이인 소비갭을 나타내는 <그림 13>을 살펴보면, 식료품·비주류 음료, 가계시설·운영(전자제품, 가구 등 내구재 등) 등의 소비가 큰 폭의 마이너스 갭을 나타내고 있으며 해당 품목들은 동 기간중 큰 폭으로 가격이 상승한 것으로 나타났다. 금년 하반기에는 금리와 함께 물가 압력이 어느 정도 완화되면서 앞서 언급한 품목을 중심으로 민간소비가 개선될 것으로 예상된다.

<그림 12> IT 부문의 업황과 설비투자



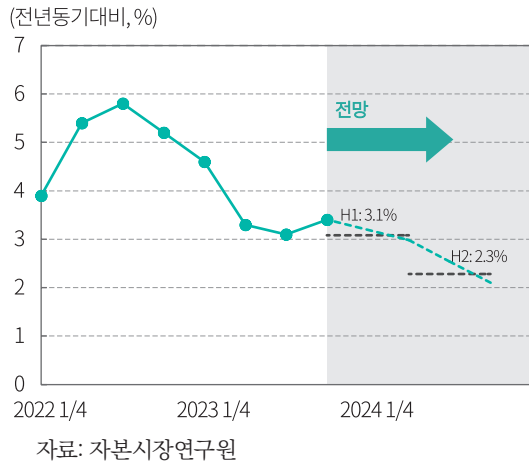
주 : MA4는 전기대비 변화율의 4분기 이동평균을 의미
 자료: 한국은행, 자본시장연구원

<그림 13> 가격 상승률과 소비갭

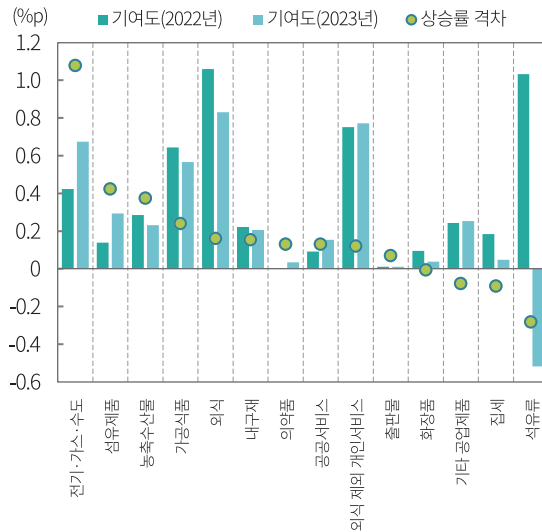


주 : 소비갭은 2017~2019년 동안의 소비 증가율로부터 산출한 추세 수준과 2020년~2023년 3분기까지의 실제 소비와의 차이(%)를 의미. 가로축은 2020년 이후 2023년 3분기까지의 누적 가변화율임
 자료: 한국은행, 자본시장연구원

〈그림 14〉 소비자물가 상승률 전망



〈그림 15〉 CPI 기여도와 상승률 격차



주 : 격차는 2015~2019년 월평균 대비
 자료: 한국은행, 자본시장연구원

국내 물가상승률 전망

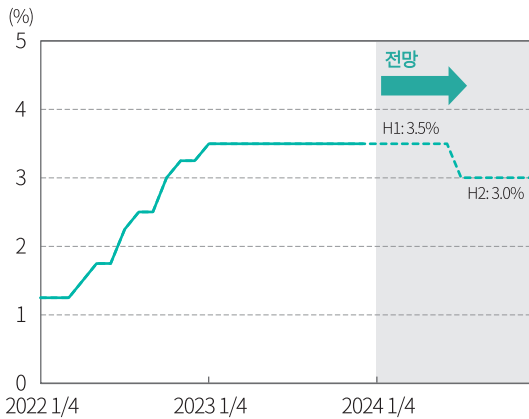
2024년의 소비자물가는 2.7% 상승하여 2023년에 비해 오름세가 둔화될 것으로 예상된다. 〈그림 14〉와 같이 상반기까지는 3% 이상의 상승률(전년동기대비)을 보이겠지만 하반기에는 2% 초반으로 낮아지면서 한국은행의 물가 목표(2%)에 근접할 전망이다. 여기에는 주요 공업제품의 가격 상승세 둔화가 기여할 것으로 판단된다. 소비자물가 상승률은 2022년 5.1%에서 2023년 3.6%로 1.5%p 낮아졌는데 그 폭은 석유류의 소비자물가 상승률에 대한 기여도 변화(2022년 1.0%p→2023년 -0.5%p)와 동일하다. 이러한 점은 2023년 들어 석유류 가격이 큰 폭 하락(-11%)했음에도 불구하고 여타 품목의 가격은 여전히 높은 오름세를 나타내었음을 시사한다. 특히 〈그림 15〉를 살펴보면 공급 충격의 영향이 점진적으로 반영된 전기·가스·수도, 섬유제품, 가공식품, 외식, 내구재 등이 예년 수준을 상회하는 상승률을 보이면서 물가 안정을 제약한 것으로 나타났다. 2024년에는 전술한 바와 같이, 국제 원자재 가격의 하향 안정화가 국내 상품 가격에 점차 반영되면서 금년도 소비자물가 상승률 둔화에 기여할 것으로 판단된다.

국내 통화정책 전망

한국은행은 2023년 1월 기준금리를 3.5%로 인상한 이후 현재까지 동 수준을 유지하고 있다. 2024년에는 기준금리가 하반기에 25bp씩 두 차례 인하되어 3.0%로 낮아질 것으로 전망된다(〈그림 16〉 참조). 주요 예측기관들을 대상으로 조사한 Reuters 및 Bloomberg의 최근 예상 기준금리 경로도 이러

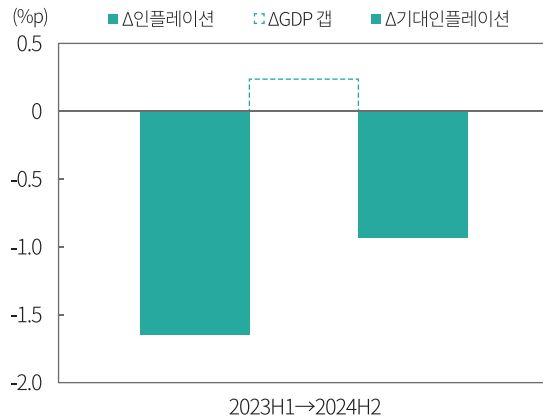
한 전망과 유사한 것으로 나타났다. 최근 부동산PF 대출과 일부 건설사의 유동성 문제가 부각된 바 있는데 한국은행은 금융·경제적 파급 영향이 크지 않은 것으로 인식하고 있다.¹⁾ 따라서 향후 통화정책을 전망하기 위해서는 이러한 금융시장 상황보다는 앞으로의 실물 경제 및 물가 여건에 초점을 맞추어 판단할 필요가 있다고 생각된다. 기준금리 인상 종료 시점과 대비하여 여건 변화를 예상해 볼 때, 금년 하반기에는 소비자물가 상승률이 2% 초반대까지 낮아지는 등 정책 기조를 전환할 수 있는 환경이 조성될 것으로 평가된다. <그림 17>을 통해 주요 요인별로 살펴보면, 2024년 하반기에는 소비자물가 상승률이 상당폭 축소되고 기대 인플레이션²⁾도 하락할 것이라는 점을 알 수 있다. 2023년 상반기에 비해 GDP 갭이 소폭 높아지면서 금리 인하를 일부 제한할 수도 있지만, 인플레이션 및 기대 인플레이션 하락이 크게 작용하면서 금리 인하가 유력한 방향으로 전개될 것으로 예상된다.

<그림 16> 기준금리 전망



자료: 자본시장연구원

<그림 17> 통화정책 여건 변화



주 : 1) 금리인상 종료 시점(2023년 상반기) 대비 2024년 하반기의 변화

2) 인플레이션, 기대 인플레이션은 금리 인하 요인, GDP 갭은 금리 인상 요인

자료: 자본시장연구원

종합 평가

2024년 중 한국과 미국 경제는 성장 및 물가 경로가 균형수준으로 수렴함에 따라 통화정책 또한 균형금리 수준으로 점진적으로 조정될 전망이다. 미국은 2023년 중 잠재성장률을 크게 상회하는 높은 성장세가 하향 조정되면서 미국 경제가 기초경제여건에 부합하는 잠재 GDP 수준으로 점차 근접하는 한편 코로나19 감염확산 이후 크게 상승했던 물가상승률 또한 연준의 목표 수준에 가까워질 전망이다. 이에 따라 연준의 통화정책은 인플레이션 둔화로 높아진 실질금리를 하향 안정시켜 기준금리를 균

1) 이에 대해 2024년 1월 「통화정책방향 관련 총재 기자회견담회」를 참고할 수 있다.

2) 기대 인플레이션이 하락하면 실질 기준금리(=기준금리-기대 인플레이션)가 상승하므로 통화정책의 긴축 강도가 자연적으로 확대 되게 된다. 이를 상쇄하기 위해서는 기준금리를 낮추는 것이 필요하다. 한편, 이러한 평가에 활용된 2024년 하반기의 기대 인플레이션(일반인)은 소비자물가 상승률과 기대 인플레이션 간 관계에 따라 산출된 전망치이다.

형 수준으로 조정하기 위한 금리인하에 나설 것으로 예상된다. 한국 또한 그동안 부진했던 수출이 반등하면서 경제성장률이 잠재성장률에 근접하는 가운데 물가상승률이 둔화되어 하반기 이후 통화정책 전환이 본격화될 것으로 판단된다.

〈표 1〉 미국 및 한국 경제전망 요약

	미 국		한 국	
	2023년	2024년	2023년	2024년
경제성장률	2.5%	1.6%	1.4%	1.9%
물가상승률 ^{주)}	4.1%	2.3%	3.6%	2.7%
기준금리	5.5%	4.5%	3.5%	3.0%

주 : 미국은 Core PCE, 한국은 CPI 기준

자료: 자본시장연구원

다만, 이러한 기본 전망에도 불구하고 향후 국내외 성장경로에 대한 상·하방 위험요인이 혼재된 가운데 하방 위험이 큰 것으로 판단된다. 우선, 향후 성장경로를 상향 조정시킬 요인으로는 글로벌 AI 투자가 확대되면서 IT 경기가 예상보다 가파르게 반등함에 따라 국내 수출 및 투자 회복세가 강화될 가능성이 있다. 또한, 국제 원자재 가격이 예상보다 큰 폭으로 하락하여 주요국의 물가상승률 둔화가 빨라지면서 기준금리가 조기에 인하됨에 따라 경기 회복세를 뒷받침할 수도 있다. 반면, 향후 성장경로를 예상보다 하향 조정시킬 요인으로는 중국의 제조업 고도화 추진과 더불어 미국의 대선 국면에서 미중 무역분쟁이 심화됨에 따라 IT 경기 회복이 지연될 가능성이 있다. 또한, 2022년 이후 지속되고 있는 지경학(geo-economics)적 분쟁이 더욱 확대되면서 글로벌 원자재 가격이 예상과 달리 상승하는 한편 해상운송 차질로 공급교란이 발생할 수 있다. 국내적 요인으로는 부동산PF의 수익성 악화가 건설투자 및 민간소비의 동반 부진을 초래하는 한편 내수 부진의 장기화를 유발할 가능성에 유의할 필요가 있다.

참고문헌

강현주·백인석, 2023, 『미국 경제의 금리 민감도 하락 및 시사점』, 자본시장연구원 이슈보고서 23-22.

신인석·강현주, 2022, 한국 통화정책의 최근 기조 평가 및 쟁점, 『한국경제포럼』 제14권 제4호, pp. 25-55.

Energy Information Administration, 2024, *Short-term Energy Outlook*, January 9.

Food and Agriculture Organization of the United Nations, 2023, *Food Outlook*.

Waller, C.J., 2022, Responding to high inflation, with some thoughts on a soft landing,
Speech at the Institute for Monetary and Financial Stability(IMFS) Distinguished
Lecture, May 30.

World Bank, 2023, *Commodity Markets Outlook*.

OPINION

거시금융실

2024년 거시경제 주요 이슈*

본 고에서는 2024년 국내외 거시경제의 주요 이슈로 한미 양국의 통화정책 전환에 따른 저금리 회귀 가능성 평가와 함께 국내 경제 리스크 요인으로 민간소비의 회복 지연 위험 평가 및 건설부문 수익성 악화에 따른 부동산PF 위험에 대해 분석하였다. 우선, 한미 양국의 기준금리 인하로 2010년대와 같은 저금리로 회귀할 가능성이 제기되고 있으나, 통화정책 전환에도 불구하고 균형금리 상승으로 장기 국채금리 하락 폭은 제한될 것으로 판단된다. 또한, 2023년 중 민간소비를 제약하였던 고물가·고금리 상황이 점차 완화되겠으나 소비성향이 높은 소득 하위가구들의 소득 개선이 지연되면서 소비 부진이 장기화될 위험이 존재한다. 끝으로, 건설비용 상승으로 부동산PF 수익성이 악화됨에 따라 건축투자 부진이 지속되고 건설사 위험이 금융기관 및 자금시장 위기로 전이될 가능성에 유의할 필요가 있다.

거시경제 주요 이슈 1: 통화정책 전환에 따른 저금리 회귀 가능성 평가

금번 고물가, 고금리는 글로벌 경제가 2010년을 전후해 시작된 저물가, 저금리에 익숙한 상태에서 발생한 만큼 경제 및 금융시장이 적지 않은 충격을 겪고 있다. 이런 가운데 미 연준의 기준금리 인하에 대해 강한 기대가 형성되면서 일각에서는 과거 저금리 기조로 급격하게 회귀하게 될 가능성이 대두되고 있다. 실제로 한미 중장기 국채 금리는 2023년 11월부터 통화정책 전환에 대한 기대로 크게 하락하였다. 이에 따라 기준금리 인하로 한미 국채 금리가 2010년대와 같은 저금리로 회귀할 수 있을 것인지 평가해 본다. 특히, 국채 금리가 통화정책에 대한 국채시장의 기대와 기간 프리미엄으로 분해될 수 있으므로 아래에서는 각 요인 관점에서 저금리 회귀 가능성을 살펴본다.

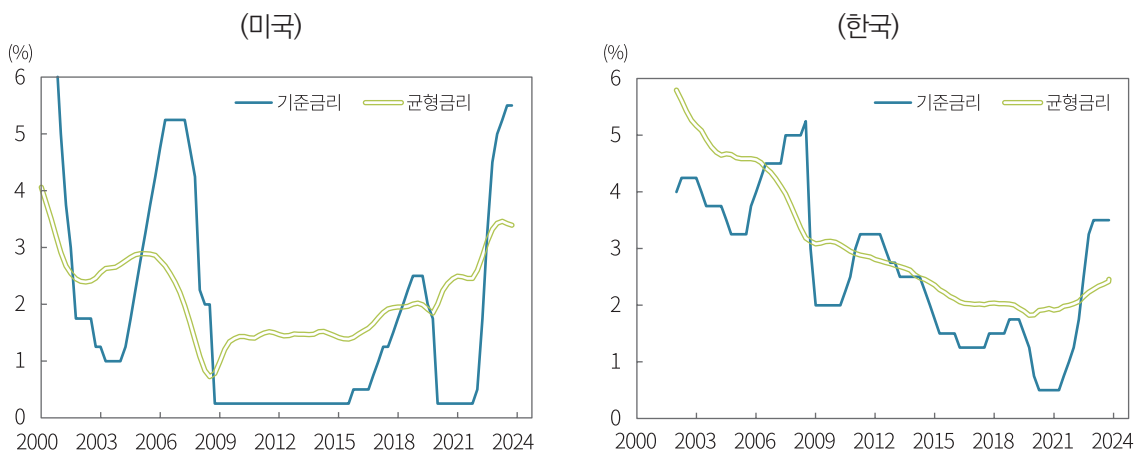
거시경제 전망에서 언급한 바와 같이 한미 모두 2024년 중 경기침체가 발생하지 않는다면 금번 기준금리 인하의 종착 기준금리는 명목균형금리 수준에서 형성될 것으로 판단된다. <그림 1>은 거시경제여건을 이용하여 추정한 한국과 미국의 명목균형금리를 보여준다. 양국 모두 코로나19 감염확산 이후 명목균형금리가 상승 전환하여 2010년대에 비해 높은 수준을 유지중이다. 다음으로 <그림 2>에는 국채시장이 평가하는 명목균형금리가 제시되어 있다. 동 균형금리는 국채시장 참여자가 평가하는 중장기적 관점의 경제구조변화를 반영한다. 시장 평가 균형금리 또한 감염확산 이후 상승세로 전환하였는데, 2024년 1월 중 시장 평가 균형금리는 미국이 3% 중후반, 한국이 2% 중후반으로 나타났다. 한편 <그림 2>가 보여주듯 양국의 채권시장 참여자는 기준금리가 점진적으로 인하되어 2026년에 균형

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

금리 수준에 근접할 것으로 예상하고 있다.¹⁾

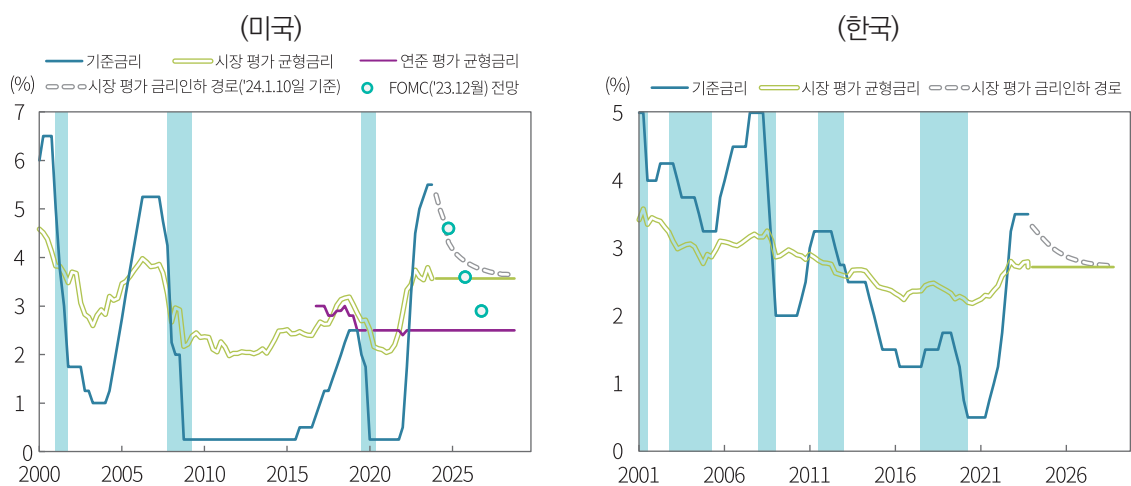
이상을 통해 금번 기준금리 인하기의 종착 기준금리가 2010년대보다 높은 수준에서 결정될 가능성이 있는 것으로 예상할 수 있다. 향후 균형금리가 다시 2010년대 수준으로 낮아질 가능성을 완전히 배제할 수는 없겠으나, 균형금리의 상승 전환이 인구구조 변화 및 탈세계화 등과 같은 경제구조변화를 반영한 현상일 가능성이 존재하는 만큼, 통화정책 측면에서 보면 저금리로의 회귀 가능성이 제한적인 것으로 판단할 수 있다(강현주·백인석·장근혁, 2023).

〈그림 1〉 한미 명목균형금리



주 : 1) 신인석·강현주(2022) 준구조거시모형 적용
 2) 명목균형금리는 실질균형금리와 균형(추세)인플레이션의 합
 자료: 자본시장연구원

〈그림 2〉 한미 시장 평가 명목균형금리



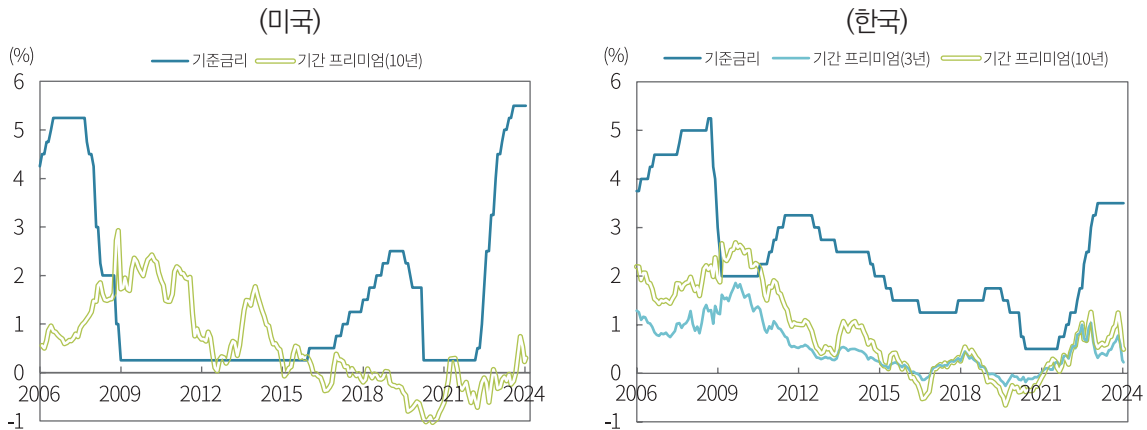
주 : 1) Adrian et al.(2013) 금리모형 적용
 2) 시장 평가 균형금리는 5년 후 5년 위험조정금리, 금리 인하 경로는 '24.1.10일 기준 위험조정 1개월 선도금리
 자료: FRB, 키스자산평가, 자본시장연구원

1) 2023년 12월 FOMC 이후 국채 금리의 변동성이 증가하면서 기준금리 인하시기 및 속도에 대한 시장의 기대가 다소 불안정한 양상을 보이고 있다. 위험조정 1개월 선도금리를 통해 분석해 보면 2024년 1월중 미국 국채시장은 대략 2024년 중 4~5회, 2025년

다음으로 <그림 3>은 양국의 기간 프리미엄을 보여준다. 채권의 기간 프리미엄이 금리 인하 및 인플레이션에 대한 불확실성과 함께 국채에 대한 수급 요인에 따라 변화하는 만큼 금년 중 기준금리 인하 시기 등에 대한 불확실성이 해소되면서 기간 프리미엄이 낮아질 가능성이 존재한다. 또한 미국 양적 긴축(QT)의 경우, 종료 시기에는 불확실성이 있으나 규모는 축소될 것으로 예상되므로 국채 수급 측면에서도 기간 프리미엄이 축소될 여지가 있다. 반면, 미국 국채 발행 확대가 불가피하다는 측면에서 보면 기간 프리미엄이 오히려 상승할 위험도 상존한다. 이처럼 미국의 기간 프리미엄은 상하방 요인이 혼재하는 것으로 볼 수 있으나, 저금리 회귀를 유도할 만큼의 충분한 하락을 보일지는 불투명하다. 2010년대의 낮은 기간 프리미엄에는 양적완화가 크게 기여했다는 점²⁾을 감안하면 금년 중 기간 프리미엄의 하락 폭이 제한될 가능성이 존재하는 것으로 판단할 수 있다. 한국 기간 프리미엄은 미국에 강하게 동조화되는 경향이 있으므로 미국 기간 프리미엄의 향배가 중요 결정요인이 될 전망이다.

이상의 논의를 종합할 때 2024년에는 기준금리 인하기에 접어들 것으로 예상되는 만큼 국채 금리가 하락세를 나타내겠지만 하락 폭은 크지 않을 가능성이 있는 것으로 판단된다. 특히 <그림 4>에서 알 수 있듯 인플레이션이 지속적으로 2%를 하회한 가운데 미국 양적완화가 미국 및 한국 국채 금리의 지속적 하락요인으로 작용했던 2010년대와 같은 저금리로의 회귀에는 어려움이 예상된다. 다만, 국채금리의 방향성과 관련하여 균형금리 변화와 맞물려 주요국에서 통화정책 기조 전환 시 인플레이션의 안정 범위에 주목해야 할 것이다. 즉, 향후 인플레이션이 중기적으로 2% 수준에서 안정한다면 균형금리가 재차 하락하면서 금년 금리 인하기의 최종적인 기준금리 수준 자체가 낮아져 국채 금리의 추가 조정 가능성이 큰 것으로 볼 수 있다.

<그림 3> 한미 국채 기간 프리미엄

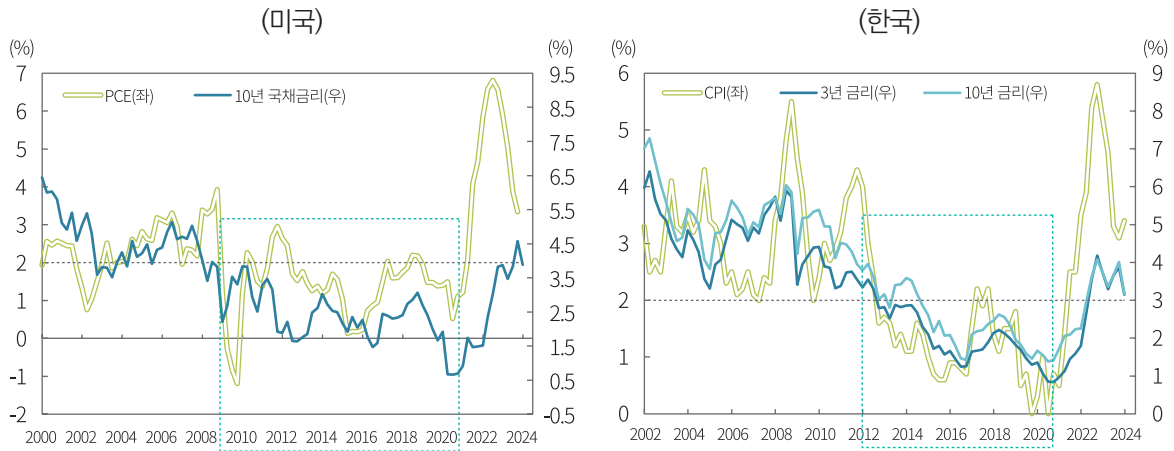


주 : Adrian et al.(2013) 금리모형 적용
 자료: FRB, 키스자산평가, 자본시장연구원

중 2회, 2026년 중 1회 기준금리 인하를 예상한다. 반면, 한국 국채시장은 2024년 하반기 중 2회, 2025~2026년에 1~2회의 기준금리 인하를 반영하고 있어 미국에 비해 기준금리 인하 예상이 안정적이다.

2) 강현주·백인석(2023)에 따르면 2010년대 미국의 기간 프리미엄은 양적완화로 인해 평균 수준이 100bp 가량 낮아진 것으로 분석되었다. 양적완화와 함께 저물가 기조 및 고령화로 인한 장기 국채 수요 증가도 기간 프리미엄 하락에 기여했을 것으로 추정된다.

〈그림 4〉 시기별 금리 및 물가 기조 비교

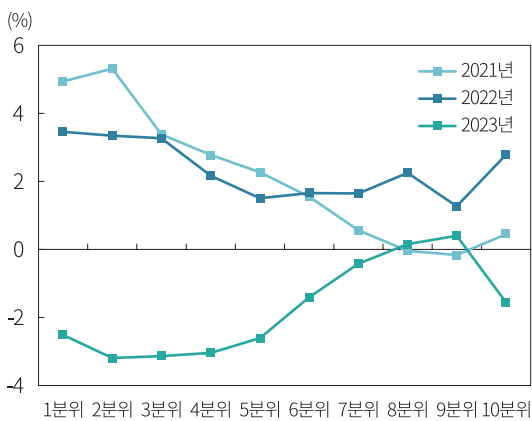


주 : 미국 PCE 및 한국 CPI 상승률은 전년동기대비
 자료: FRB, 세인트루이스연준, 키스자산평가, 한국은행, 자본시장연구원

거시경제 주요 이슈 2: 최근 민간소비의 부진 원인 및 회복 지연 위험 평가

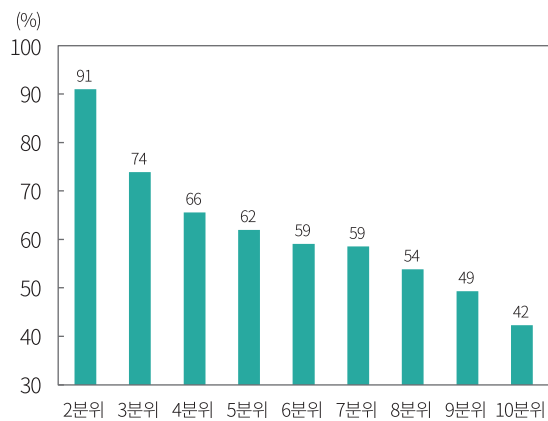
고물가·고금리 상황이 지속되면서 민간소비 부진이 이어지고 있다. 고물가는 실질 구매력을 약화시켜 소비둔화를 유발하는데, 2023년 소득분위 전반에 걸쳐 명목소득 증가율이 물가상승률을 하회하면서 가계의 실질소득이 감소하였다(〈그림 5〉 참조). 특히 소득 하위가구에서 실질소득이 더 크게 감소했는데³⁾, 〈그림 6〉에서 나타난 바와 같이 소득 하위가구의 소비성향이 높다는 점을 감안하면 소비에 미치는 부정적 영향이 더 클 수 있다.

〈그림 5〉 소득분위별 실질소득 증가율



주 : 소득10분위 그룹별 평균 실질소득의 전년대비 증가율 (2023년은 1~3분기 중 증가율)
 자료: 가계동향조사 마이크로데이터, 자본시장연구원

〈그림 6〉 소득분위별 평균 소비성향

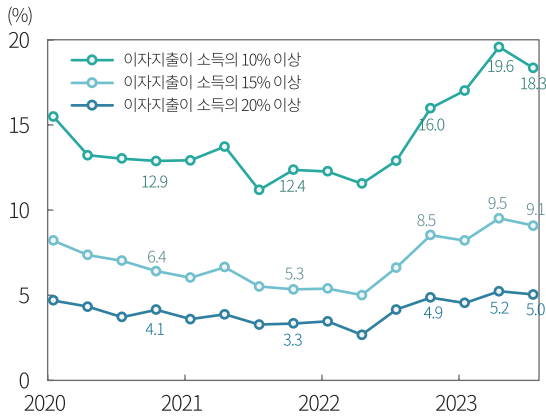


주 : 1) 소득10분위 그룹별 평균소득 대비 평균소비의 비율
 2) 소득 1분위는 적자 가구(평균 소비성향: 165%)이므로 생략
 자료: 가계동향조사 마이크로데이터, 자본시장연구원

3) 2023년 소득 하위가구에서 실질소득 증가율이 더 낮은 것은 소상공인 손실보전금 등 정부 지원효과가 소멸된 데에도 기인한다.

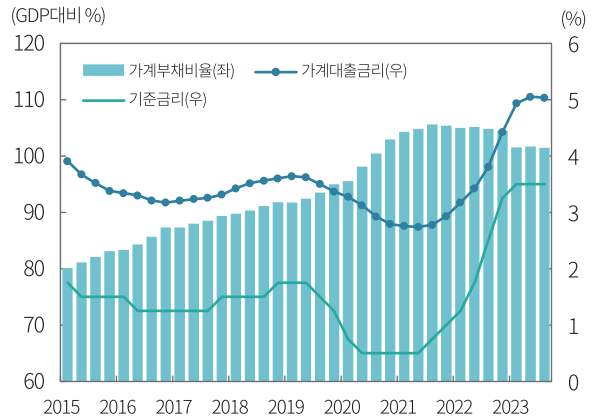
고물가에 더하여 고금리로 인한 원리금 상환부담 증가도 소비 제약 요인으로 작용하고 있다. <그림 7>은 부채 보유가구(이자지출이 있는 가구)를 대상으로 이자지출이 소득의 10%, 15%, 20%를 상회하는 가구비중 추이를 나타내는데⁴⁾, 금리가 빠르게 상승하면서 각 가구비중이 높아진 것을 확인할 수 있다. 이자부담 증가로 가처분소득이 줄어들면서 가계의 소비 여력이 약화되었다. 민간소비에 대한 고물가·고금리의 이러한 부정적 영향을 고려할 때 향후 수출 회복 등에 힘입어 가계의 소득 여건이 개선되는 가운데 고물가·고금리 여건이 점차 완화되는 하반기 이후 민간소비가 점차 회복될 것으로 예상된다.

<그림 7> 소득 대비 이자지출 비율별 가구비중



주 : 부채 보유가구(이자지출이 있는 가구) 기준
 자료: 가계동향조사 마이크로데이터, 자본시장연구원

<그림 8> 가계부채비율 및 금리 추이



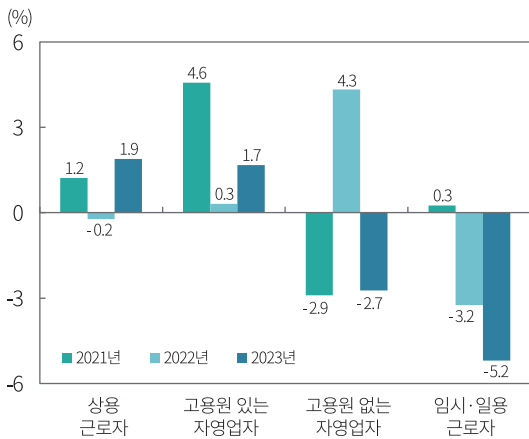
주 : 가계대출금리는 예금은행 잔액 기준(분기 평균)
 자료: BIS, 한국은행

다만, 민간소비의 회복 전망에도 불구하고 영세자영업자 및 임시·일용직 비중이 높은 저소득 가구를 중심으로 소득 개선이 지연됨에 따라 소비 약세가 예상보다 장기화될 가능성에 유의할 필요가 있다. <그림 9>는 가구주의 종사상지위별로 구분하여 실질 근로·사업소득의 증가율을 비교하고 있는데⁵⁾ 소비가 부진했던 2023년 영세자영업자(고용원 없는 자영업자)와 임시·일용 근로자 가구에서 근로 및 사업소득이 크게 감소했음을 알 수 있다. 이와 같은 소득 감소는 영세자영업자와 임시·일용직 비중이 상대적으로 높은 도소매업, 음식·숙박업 등의 업황이 크게 악화된 데 기인한 것으로 판단된다.⁶⁾ 이상의 분석을 종합하면 최근의 소비 둔화가 도소매업, 음식·숙박업 업황 부진 등을 통해 영세자영업자 및 임시·일용직 비중이 높은 소득 하위가구의 소득 개선을 지연시키는 한편, 소비성향이 높은 소득

4) 가계동향조사는 가계의 대출 원리금 상환 중 원금 상환을 제외한 이자지출만을 조사하고 있다. 따라서 이자지출뿐 아니라 원금상환 부담까지 포함한 가계의 원리금 상환 부담은 <그림 7>에 나타난 것보다 더 크다.
 5) 경기 변화에 따른 소득 변화를 고려하기 위해 근로소득과 사업소득만을 고려하였으며, 정부 지원금 등 이전소득(transfer income)은 고려하지 않았다.
 6) 2023년 취업자수 기준 영세자영업자 및 임시·일용직 비중(무급가족 봉사자 제외): 도소매업 40.6%, 음식·숙박업 57.0%

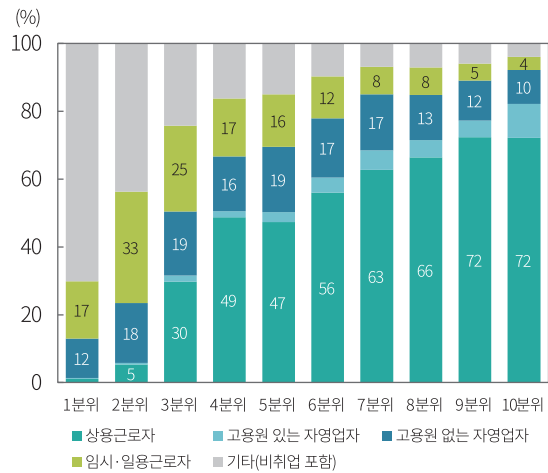
하위가구들이 소비지출을 더욱 줄여 민간소비 회복이 더디게 진행되는 악순환에 빠질 수 있음을 시사한다. 특히, <그림 11> 및 <그림 12>에서 제시된 바와 같이 수출에 비해 취업유발효과가 크고 고용 비중이 큰 민간소비 및 도소매업, 음식·숙박업 등의 업황 부진이 이어지면 GDP 성장을 반등에도 불구하고 체감경기 개선이 지연될 수 있다.

<그림 9> 가구주 종사상지위별 실질 근로·사업소득 증가율



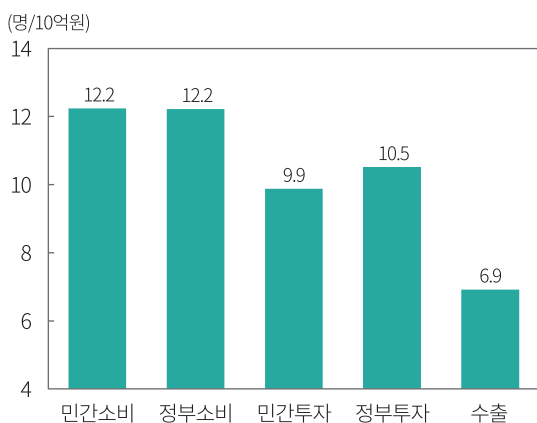
주 : 1) 가구주 종사상지위별 실질 근로 및 사업소득 (가구 평균)의 전년대비 증가율
 2) 2023년은 1~3분기 중 증가율
 자료: 가계동향조사 마이크로데이터, 자본시장연구원

<그림 10> 소득분위별 가구주 종사상지위 구성 비중



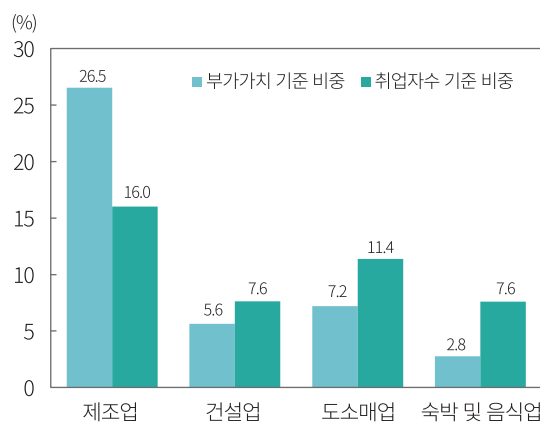
주 : 2023년 3분기 기준
 자료: 가계동향조사 마이크로데이터, 자본시장연구원

<그림 11> 최종수요 항목별 취업유발계수



주 : 1) 국산품에 대한 소비, 투자, 수출이 각각 10억원씩 발생할 경우 전산업에서 직·간접적으로 유발되는 전업환산 취업자수
 2) 투자는 고정자본형성 기준
 자료: 산업연관표(2019년 기준)

<그림 12> 국내경제 내 주요 산업 비중

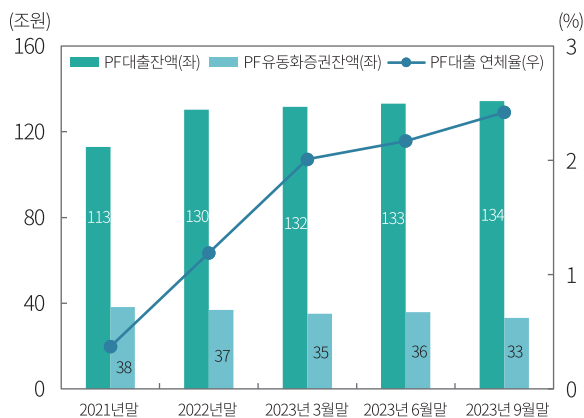


주 : 1) 부가가치 기준은 2023년 1분기~3분기 중 명목 총부가가치 대비 각 산업 부가가치의 비중
 2) 취업자수 기준은 2023년 총 취업자수 대비 각 산업 취업자의 비중(무급가족 봉사자 제외)
 자료: 한국은행, 통계청

거시경제 주요 이슈 3: 건설부문 수익성 악화에 따른 부동산PF 위험 점검

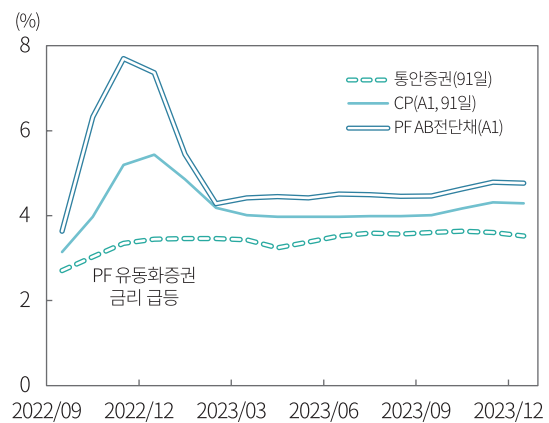
2023년 시장금리 안정과 정부의 대응책으로 레고랜드 사건 이후 부각되었던 부동산PF 위험은 다소 진정되었다고 할 수 있다. 정부는 자금시장 유동성 지원과 함께 「PF 대주단 협약」 등을 통해 만기연장 및 재구조화를 유도하였으며 금융사들은 꾸준히 충당금을 적립하였다. 이에 따라 <그림 13> 및 <그림 14>에서 나타난 바와 같이 금융권의 PF 규모(대출, 유동화증권)가 유지되고 PF 대출 연체율의 상승세도 둔화되었으며, 2022년 4분기 급등하였던 PF 유동화증권 금리⁷⁾도 2023년 들어 안정적으로 유지되었다. 다만, 공사뿐만 아니라 분양 및 입주가 완료되어야 기존 부동산PF 위험이 해소된다는 점을 고려하면, 여전히 부동산PF 수익성이 악화되고 공사가 지연되고 있는 만큼 부동산PF는 2024년 금융시장 및 실물경제의 위험요인으로 작용할 전망이다.

<그림 13> 금융권 부동산PF 규모 및 연체율 추이



주 : PF 유동화증권은 ABCP, AB전단채를 포함
 자료: 금융위원회(2023), 예탁결제원, 자본시장연구원

<그림 14> CP 및 PF AB전단채 금리 추이

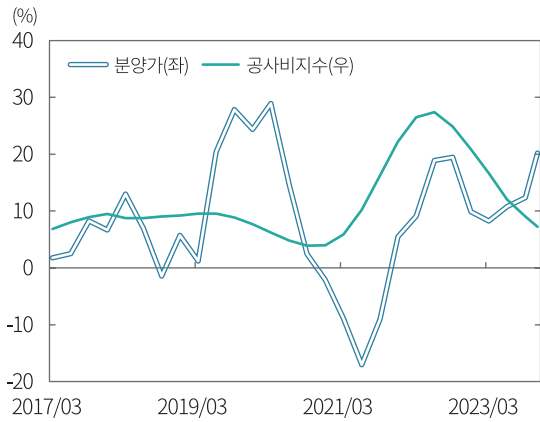


주 : 월평균 금리
 자료: 예탁결제원, 금융투자협회, 자본시장연구원

최근 부동산PF 수익성 악화의 주요 원인은 개발비용 상승과 주택가격 하락이라고 판단된다. 고금리 및 신용스프레드 확대에 따라 이자비용이 증가한 데다 공사비용은 2020~2023년중 27% 상승한 반면 부동산시장 침체로 주택가격은 하락하였다. <그림 15> 및 <그림 16>를 살펴보면, 공사비용 상승이 대체로 분양가격 상승으로 이어지는 가운데 공사비용 상승에도 불구하고 아파트 가격 상승률이 높은 시기에는 미분양이 축소되나 최근과 같이 아파트 가격 상승률이 낮은 시기에는 미분양이 증가하는 경향이 나타난다.

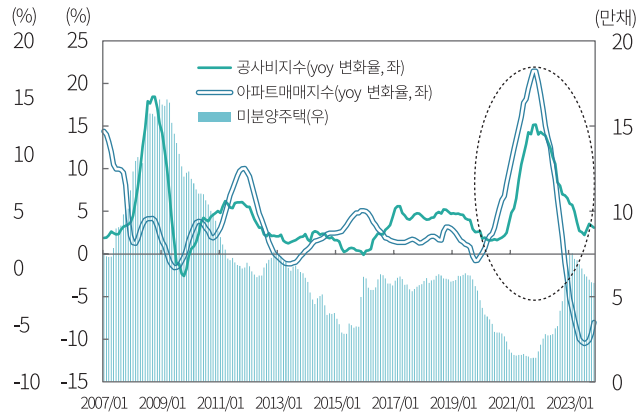
7) PF 유동화증권은 PF ABCP, PF전단채(ABSTB)를 포함하며, 주로 증권사 및 건설사가 채무보증을 수행한다.

〈그림 15〉 건설공사비와 분양가격 추이



주 : 4분기 이동평균의 전년동기대비 상승률
 자료: 한국건설기술연구원, 주택도시보증공사

〈그림 16〉 건설공사비와 미분양주택 추이

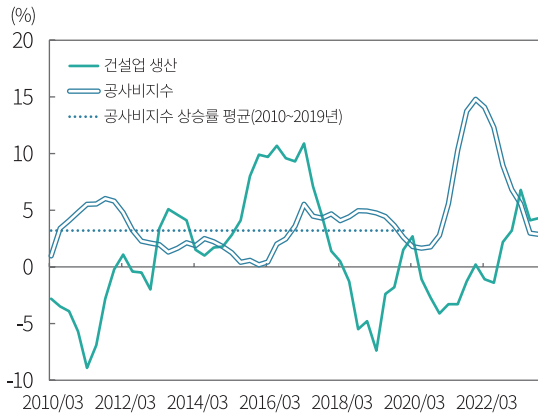


자료: 국토교통부, 한국건설기술연구원, KB부동산

이와 같이 부동산PF 수익성이 악화됨에 따라 건축투자 부진 등 실물경기 위축이 우려되는 한편 책임준공을 부담한 시공사(건설회사)의 위험 증가가 금융기관 및 자금시장 위기로 전이될 가능성에 유의할 필요가 있다. 우선, 부동산PF 수익성이 악화되면서 브릿지론의 본 PF 전환이나 기존 PF 사업장의 공사 진행에 어려움이 발생하고 2021년부터 누적적으로 급등한 공사비와 기존 PF 포지션 부담으로 건축 인허가·착공이 급감함에 따라 향후 건설경기가 상당기간 위축될 가능성이 있다. 특히, 〈그림 12〉에서 제시된 바와 같이 건설업의 높은 고용비중을 감안하면 부동산PF로부터 유발된 건설투자 부진이 앞에서 언급한 소득 하위가구의 고용여건 및 소득개선 악화를 통해 민간소비와의 동반 부진을 초래할 가능성도 배제할 수 없다. 또한, 부동산PF 진행 과정에서 공사를 수행하고 준공을 책임지는 시공사의 부실이 발생하는 경우 공사가 완료되지 못하고 중단될 수 있어 해당 개발사업에 대출이나 보증을 제공한 금융기관이 부실해지고 단기자금시장 위기로 확대될 가능성도 있다(장근혁 외, 2023).

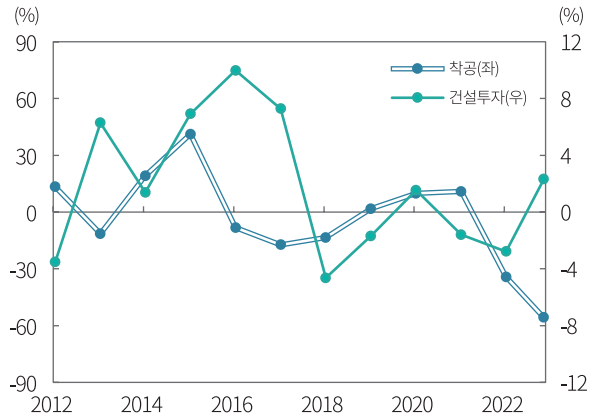
종합적으로 레고랜드 사건이 발생한 2022년 말은 PF 유동화증권을 채무보증한 증권사와 단기자금시장의 유동성 위기로부터 부동산PF 위험이 부각된 반면 2024년은 PF 사업장과 건설사 위험이 부동산PF 위험 증가의 원인이 될 수 있다. 따라서 정책 당국은 부동산PF의 특성을 감안하여 건설사의 구조조정 및 지원 방향을 마련하고, 수익성이 있는 PF 사업장 선별 및 원활한 공사 진행을 유도하는 정책을 통해 부동산PF 위험을 관리할 필요가 있다.

〈그림 17〉 건설공사비와 건설업 생산



주 : 전년동기대비 변화율
 자료: 한국건설기술연구원, 한국은행

〈그림 18〉 건축 착공과 건설투자



주 : 전년비 변화율
 자료: 국토교통부, 한국은행

참고문헌

강현주·백인석, 2023, 『미국 경제의 금리 민감도 하락 및 시사점』, 자본시장연구원 이슈보고서 23-22.

강현주·백인석·장근혁, 2023, 『금리 기조의 구조적 전환 가능성 평가』, 자본시장연구원 개원 26주년 기념 세미나 발표자료.

금융위원회, 2023. 12. 11, 금융시장 현안 점검·소통회의 개최, 보도자료.

신인석·강현주, 2022, 한국 통화정책의 최근 기조 평가 및 쟁점, 『한국경제포럼』 제14권 제4호, pp. 25-55.

장근혁·이석훈·이효섭, 2023, 『국내 증권업 부동산PF 위험요인과 대응방안』, 자본시장연구원 이슈보고서 23-10.

Adrian, T., Crump, R., Moench, E., 2013, Pricing term structure with linear regression, *Journal of Financial Economics* 110(1), 110-138.

OPINION

자본시장실

2024년 자본시장 전망 및 주요 이슈*

2023년 국내 주식시장은 코스피지수와 코스닥지수가 모두 상당폭 상승하고 외국인투자자의 자금 유출 추세가 유입으로 반전되는 등 긍정적인 전환 양상을 보였다. 또한 2023년 경기 저점을 지나 2024년에는 경기 회복 국면에 진입하고 기업실적이 개선될 것이라는 기대감 속에 2024년에도 주식 시장에서 긍정적인 성과가 이어질 것으로 전망된다. 한편, 채권시장의 경우 2024년 금리인하가 예상되지만, 인하 시점에 대한 불확실성과 건설 PF 부실에 따른 신용채권 시장에 대한 우려가 존재하므로 주의가 필요하다.

2023년 개인투자자 자금의 순유출에도 불구하고, 코로나19 이후 크게 증가한 개인투자자가 2024년에도 시장에 상당한 영향을 미칠 것으로 예상된다. 개인투자자의 활발한 시장 참여로 주주 권리 보호에 대한 관심이 증가하면서 2024년 전자주주총회를 활성화하고 합병 및 분할 시 소수주주 보호를 위해 제도를 개선하는 등 긍정적인 변화가 이어질 것으로 전망된다. 하지만 과도한 거래회전율과 복권형 주식 선호 성향을 보이는 개인투자자의 거래 특성 및 투자 행태를 고려할 때 직접 투자는 시장수익률을 하회하는 손실로 이어질 수 있으므로 신중한 투자 판단이 필요하다.

시장 환경 측면에서 다자간매매체결회사의 등장과 토큰증권 발행 및 유통 제도 개선은 증권시장의 변혁과 발전을 위한 새로운 도전이 될 것이다. 이러한 변화에 대비하는 과정에서 시장참여자는 잠재적 비즈니스 기회를 발견하고 투자자에게는 선택의 폭을 넓히는 기회가 될 것이다. 마지막으로, 2024년에도 변화하는 금융환경 속에서 시장 건전성을 강화하고 투자자 이익을 보호하기 위해 불공정 거래 제재 강화를 포함한 시장 안정화 및 투자자 보호 제도 개선을 위한 노력이 지속될 전망이다.

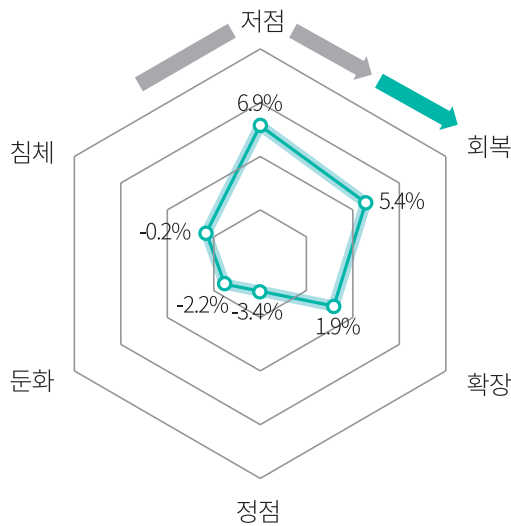
2023년 국내 주식시장은 코스피지수와 코스닥지수가 각각 18.7%, 27.6% 상승하며 양호한 성과를 보였다. 특히 2020년부터 지속된 외국인과 금융투자업자의 국내시장 이탈이 유입으로 전환되는 등 국내 증권시장에 긍정적 변화가 관찰되었다. 또한 채권시장에서는 2023년 3분기까지 상승세를 보이던 금리가 2023년 말을 기점으로 하락세로 전환되었다. 신용스프레드는 레고랜드 사태 이후 대폭 하락하여 비교적 안정적 모습을 보였으며, 신용채권 발행 수요가 회복되어 신용채권 발행이 전년 대비 15% 증가하였다. 2024년 국내 경기는 저점에서 회복 국면으로 접어들 것으로 예상되며, 기업실적 또한 2023년에 비해 개선될 것으로 전망된다. 2024년 자본시장 전망에 대해 알아보고 주주 권리 보호 제도 개선, 복수거래시장 등장, 토큰증권 제도 보완 등 금융환경에 영향을 미칠 주요 이슈에 대해 보다 자세히 살펴보면 다음과 같다.

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

국내 경기 회복과 기업실적 개선 전망

한국 경제는 2023년에 경기 저점 국면을 지난 것으로 판단되며, 2024년에는 저점에서 회복 국면으로 이어질 것으로 예상된다. 주식시장은 일반적으로 경기 국면에 선행하는 양상을 보이는데, 경기 저점일 때 가장 높은 수익률을 기록하며 경기 회복기와 확장기에는 수익률의 증가세가 둔화된다. 2023년 경기 저점기를 지나면서 국내 주식 수익률은 상승하는 추세를 보였으며, 2024년에는 경기 회복기로 이어지며 주가가 추가 상승하는 양상을 보일 것으로 기대된다.

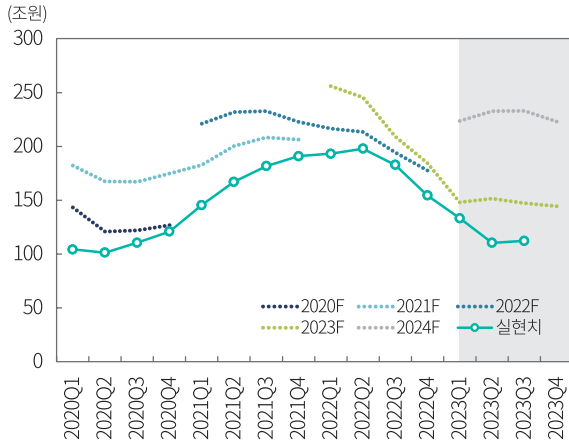
〈그림 1〉 경기국면별 코스피지수 수익률



주 : 1) 2000년부터 2023년까지 분기 자료 이용
 2) 코스피지수 수익률은 분기별 증가 기준
 3) 와 는 각각 2023년과 2024년 경기국면 변화를 나타냄
 자료: DataGuide, 자본시장연구원

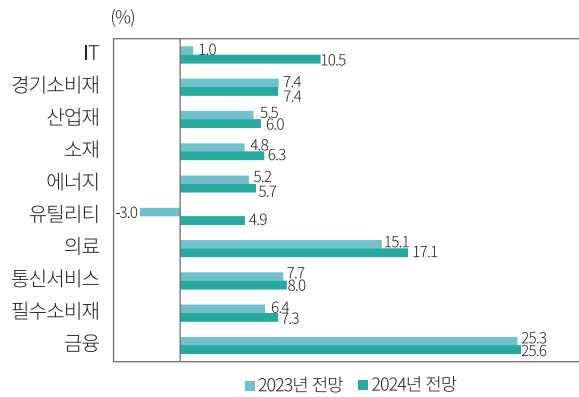
애널리스트 실적 전망치를 분석한 결과, 상장기업의 실적은 2023년 저점을 지나 2024년에는 개선될 것으로 예측된다. 2023년 영업이익의 전망치는 2023년 1분기까지 급락하는 추세를 보였으나, 이후 유지로 전환되었으며 이는 2023년 3분기 실현치에 비해 높은 수준이다. 또한 2024년 영업이익의 전망치는 2023년 전망치에 비해 54% 높게 예상되고 있다. 애널리스트 실적 전망치는 통상적으로 과대에 측하는 경향이 있으므로 2024년 전망치보다 실현치가 낮을 것이라 보는 것이 타당하나, 현재의 예측 추세가 상당히 높게 형성되어 있다는 점을 감안할 때 기업실적이 2024년에 개선될 것으로 기대할 수 있다. 산업별 영업이익의 전망을 살펴보면, 반도체 업종을 중심으로 한 IT 업종의 영업이익률이 크게 상승할 것으로 예상되며, 지난 2년간 저조한 실적을 보였던 유틸리티 업종도 흑자 전환이 예상되어 실적에 긍정적인 변화가 있을 것으로 보인다.

〈그림 2〉 애널리스트 영업이익 전망 추이



주 : 분석기간 동안 전망치 시계열을 확보할 수 있는 상장기업을 대상
 자료: DataGuide, 자본시장연구원

〈그림 3〉 산업별 매출액 영업이익률 전망



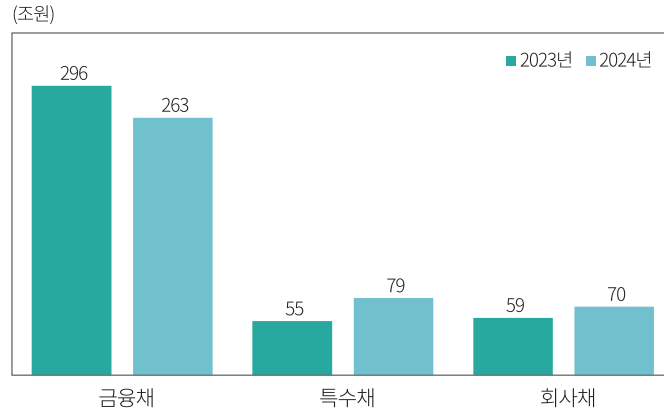
주 : 분석기간 동안 전망치 시계열을 확보할 수 있는 상장기업 대상
 자료: DataGuide, 자본시장연구원

부동산금융시장발 신용채권시장 불확실성 증가

2024년 만기가 도래하는 신용채권 규모는 412조원으로 전년과 비슷한 수준이다. 유형별로 보면 특수채는 전년 대비 43%, 회사채는 19% 증가하나 가장 큰 규모를 차지하는 금융채 만기도래가 전년 대비 11% 감소하여 신용채권시장의 수급 부담이 전년 대비 크지 않을 것으로 예상된다. 단, 올해 만기가 도래하는 한전채는 전년 대비 3배가량 증가한 18.6조원으로 예상되어, 일부 부담으로 작용할 가능성이 있다.

이와 더불어 건설 PF 부실화 우려와 금리 상황 변화는 신용채권시장에 영향을 미칠 것으로 예상된다. 태영건설의 워크아웃 개시로 PF 부실화 우려가 가시화되고 있는 가운데 추가적인 PF 부실화 문제가 발생하거나 건설경기 둔화가 지속될 경우 신용채권시장에 적지 않은 영향을 미칠 가능성이 있다. 또한 2024년 금리가 하락할 것이라는 기대로 신용스프레드가 축소되고 있다. 그러나 금리가 시장의 기대처럼 조기에 하락하지 않고 고금리 상황이 상당 기간 지속될 경우, 기업의 조달비용 증가로 기업의 재무성과가 악화되고, 신용스프레드가 확대될 가능성을 배제하기 어렵다.

〈그림 4〉 신용채권 유형별 만기도래



주 : ABS와 MBS 제외

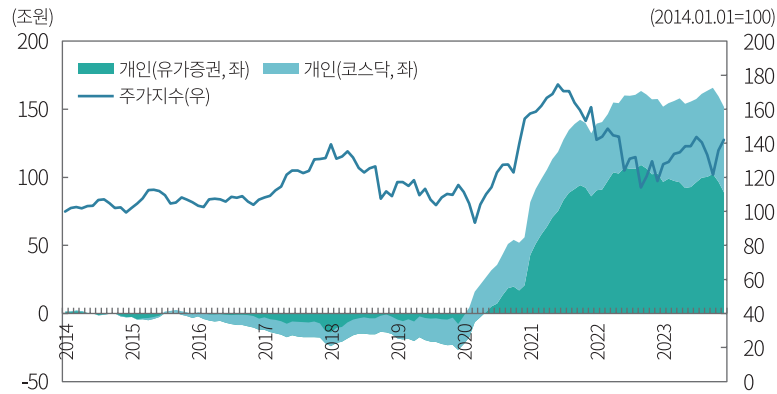
자료: 인포맥스

개인투자자 영향력 확대

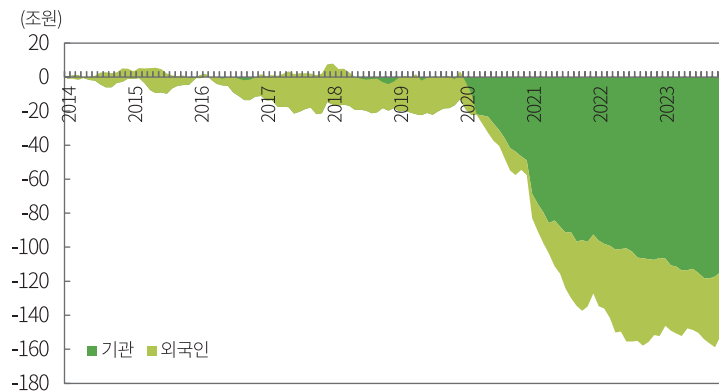
개인투자자는 지난 10년간 증시 상황에 따라 유출입하는 양상을 보였다. 2023년 한 해 동안 유가증권시장에서 14조원을 순매도하고 코스닥시장에서 8조원을 순매수하여, 전체적으로 6조원의 개인투자자 자금이 주식시장에서 이탈하였다. 2023년 개인투자자의 순유출에도 불구하고 코로나19로 인해 주식시장이 급등락하는 과정에서 나타난 자금 유입은 여전히 상당한 규모로, 2020년 이후 개인투자자의 누적 순매수 규모는 160조원에 달한다. 이에 따라 2024년에도 개인투자자의 영향력은 지속될 것으로 예상되며 시장 역학관계에 영향을 미칠 것으로 전망된다.

〈그림 5〉 주식시장 투자자군별 누적순매수 추이

패널A: 개인투자자



패널B: 기관 및 외국인

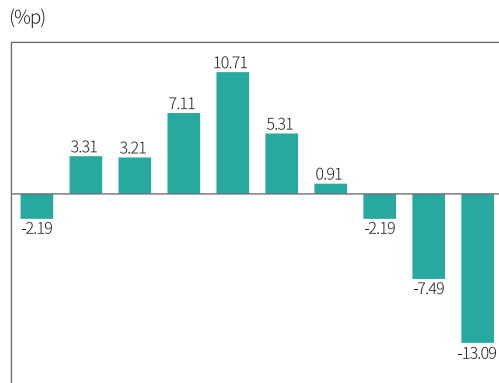


주 : 1) 2014년 1월부터 투자자군별 순매수를 누적함
 2) 주가지수는 2024년 1월을 기준(100)으로 코스피지수와 코스닥지수를 가치가중함
 자료: DataGuide, 자본시장연구원

주식시장에 대한 개인투자자의 관심과 참여가 증가한 것은 긍정적인 현상이나, 직접 투자가 항상 투자수익으로 이어지는 것은 아니므로 투자 결정에 주의가 필요하다. 개인투자자는 자신의 판단을 과신하여 과도한 거래를 하고 결국 저조한 수익으로 이어질 수 있다. 2020년 3월부터 2020년 10월까지 국내 4개 증권사 고객의 거래자료를 이용하여 개개인의 일평균 거래회전율을 계산하여 수익률을 비교한 결과, 가장 빈번하게 거래하는 개인투자자의 수익률이 시장수익률을 13.09%p 하회하는 등 거래 빈도가 높은 그룹의 수익률이 저조했다. 또한 개인투자자는 초고수익을 기대하며 복권형 주식을 매수하지만, 실제 기대수익률은 낮았다. 2016년부터 2023년까지 복권형 특성이 강한 종목과 일반 종목의 포트폴리오 투자 성과를 계산한 결과, 일반 주식에 비해 복권형 주식의 수익률이 11.48%p 더 낮았다. 2024년에는 제22대 국회의원 선거를 앞두고 있어, 선거 관련 정치테마주가 나타날 것으로 예상된다.

정치테마주는 정책 공약의 수혜가 예상되는 종목이나 특정 정치인과의 인맥에 따라 비이성적으로 과열되는 복권형 성향이 높은 종목으로 주가 폭락이 우려되므로 투자 주의가 필요하다.

〈그림 6〉 개인투자자 거래회전율별 투자성과

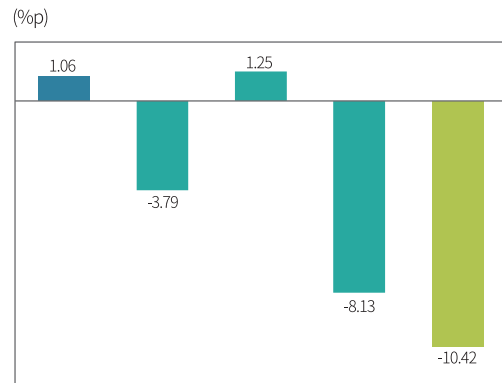


최저 2분위 3분위 4분위 5분위 6분위 7분위 8분위 9분위 최고

- 주 : 1) 2020년 3월부터 10월까지 국내 4개 증권사 고객 거래자료 이용
 2) 일평균 거래회전율 기준, 10그룹으로 분류
 3) 시장수익률 대비 초과성과

자료: 개별 증권사, 자본시장연구원

〈그림 7〉 복권형 주식 투자성과



일반형 2분위 3분위 4분위 복권형

- 주 : 1) 복권성향은 주가수준, 고유변동성, 고유왜도의 평균으로 정의(Kumar, 2009)
 2) 2016년부터 2023년 수익률을 가치가중합
 3) 시장수익률 대비 초과성과

자료: DataGuide, 자본시장연구원

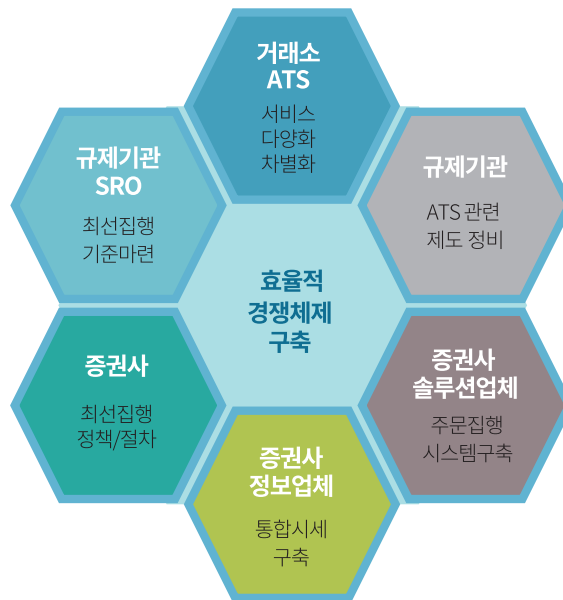
주주 권리 보호 제도 개선

시장에 대한 투자자의 참여와 관심이 증가함에 따라 주주 권익 강화에 대한 요구가 높아졌으며, 2024년에도 관련 제도 개선이 이어질 것으로 예상된다. 우선 개인투자자의 의결권 행사가 용이해질 전망이다. 법무부는 2023년 8월 주주총회 소집통지, 의결권 행사 및 회의를 전자화하기 위한 법안 입법을 예고하였으며, 현재 국회에서 논의 중이다. 상법 개정안에 따르면 직접 출석이나 전자적 출석을 선택하는 병행전자주주총회 방식을 포함하여 모든 주주가 전자적으로 출석하는 완전전자주주총회 또한 가능해진다. 이를 통해 주총이 특정일에 집중되는 ‘수퍼 주총데이’ 문제를 완화하고, 물리적 참여가 어려운 일반 투자자의 의결권 행사 기회를 확대할 것으로 기대된다. 또한 기업의 조직이나 소유구조에 중대한 변화를 초래하는 기업 인수합병 시 소액주주의 권리를 보호하기 위한 합병 관련 제도가 개선될 예정이다. 합병이 회사와 주주를 위한 의사결정인지 파악할 수 있도록 합병 결정에 관한 이사회 의견서와 합병 진행 경과를 공시하도록 의무화하고, 합병가액 산정방법을 자율화하되 외부평가제도를 개선하여 평가의 객관성과 신뢰성을 제고할 방침이다. 이를 통해 이사회의 책임 있는 의사결정을 촉진하고 보다 공정한 합병가액 산정에 기여할 것으로 기대된다. 그 외에 기업이 분할·합병 등 기업 소유구조 변경 과정에서 기업이 자기주식 활용 시 손해를 입을 수 있는 소액주주 보호 방안에 대한 논의도 이뤄질 것으로 예상된다.

복수거래시장 체제 전환 본격화

넥스트레이드는 2025년 1분기를 목표로 국내 주식 거래시장 최초의 다자간매매체결회사 출범을 준비 중이다. 다자간매매체결회사가 설립되면 한국거래소로 모든 주문이 집중되는 현재와 달리 유리한 호가, 저렴한 수수료, 빠른 체결 속도, 다양한 매매체결 방식 등을 고려하여 두 시장 중 유리한 곳에서 주문을 집행하게 될 것이다. 이에 따라 거래시장 간 경쟁이 본격화되어 주문 관련 서비스가 다양해지고 시장참여자의 효용을 제고하며 시장 선진화를 촉진하는 계기가 될 것이다. 2024년에는 국내 복수거래시장 체제 도입에 대비해 감독당국, 증권사, 증권정보업체, 주문집행 자동화 솔루션업체 등 주요 시장참여자는 주문집행 구현과 유통시장 정비를 위한 본격적 준비에 착수할 것이다. 다양한 주문 조건을 비교하여 최선의 주문을 판단하기 위한 지침이 마련되면, 증권사는 이에 맞는 최선집행 정책을 수립하고 이를 구현할 주문집행 시스템을 구축하게 된다. 또한 증권정보업체는 각 시장에 분산된 거래 자료를 효율적으로 통합할 방법을 마련하고, 솔루션업체는 주문집행 전략을 차별화하는 등 신규 사업 기회를 창출할 수 있을 것이다. 다자간매매체결회사의 설립은 모든 투자자에게 영향을 미치는 시장의 구조적 변화이므로, 투자자의 관심과 이해를 증진할 다양한 방안도 이어질 것으로 예상된다.

〈그림 8〉 복수거래시장 체제 전환을 위한 시장참여자별 과제



토큰증권 관련 제도 정비

2023년 토큰증권과 관련된 제도 정비 및 법안 발의에 이어 2024년에 제도 구체화가 추진될 예정이다. 2023년 7월 토큰증권의 주종을 이루는 투자계약증권의 유통을 허용하는 자본시장법 개정안이 의원입법으로 발의되었으며, 현재 국회에 계류 중이다. 2024년 토큰증권 법안 통과를 장담하기 어려운 상황이나, 이와 별도로 비금전신탁 수익증권 발행 및 유통을 위한 근거 조항을 마련하고 투자계약증권 및 장외거래중개업 관련 하위규정을 정비하는 등 관련 논의가 이어질 것으로 예상된다. 또한 분산원장의 권리추정력 인정을 위해 2023년 7월 발의된 전자증권법 개정안도 하위규정 구체화 논의가 진행될 것이다. 현행 전자증권법에 따르면 분산원장의 거래기록을 다시 전자등록계좌부에 미러링해야만 토큰증권 투자자에게 권리 추정력이 발생해 비효율적이다. 분산원장을 전자증권법상의 전자등록계좌부로 인정하여 이러한 불편을 개선하고, 분산원장의 요건, 분산원장 기재, 거래기록의 보존 및 파기, 발행인 계좌관리기관의 등록 요건 및 절차 등 제도 구체화 방안이 마련될 예정이다. 이를 통해 토큰증권의 발행과 유통이 가능해지고 분산원장을 통한 토큰증권 거래의 안정성과 편리성이 제고될 것으로 기대된다.

시장 건전화 및 투자자 보호 정책

2023년 불공정거래 제재 강화 방안이 신속하게 도입되어 과징금 신설, 부당이득 산정방식 법제화, 자진신고자 제재 감면 등을 개정된 법안이 2024년 1월 시행된다. 2024년에는 더 나아가 시장 건전화와 투자자 보호를 위해 불공정거래에 대한 비금전적 제재를 강화하기 위한 논의가 이어질 것이다. 불공정거래 행위 제재 내역을 공개하고, 상장사 임원을 제한하고, 자산동결권 및 자본시장 거래제한 등 구체화 방안이 마련되면 불공정거래 행위로부터 투자자를 보호하고 재범을 방지하는 효과를 기대할 수 있다.

또한 불공정거래로 인한 일반투자자의 피해구제 방안도 구체화될 것이다. 증권관련 집단소송제도가 일반투자자의 피해구제에 기여할 수 있도록 제도를 개선하고 금융사기 피해자의 피해 회복을 양형인자로 고려하여 피해자 배상을 강화하는 계획이 논의될 것이다.

결론 및 시사점

결론적으로, 주식시장에서 양호한 실적을 보인 2023년에 이어 2024년에도 긍정적인 성과가 이어질 것으로 기대된다. 2023년 외국인투자자와 일부 기관투자자의 순유입 전환과 2024년 경기 국면상 저점을 지나 회복 국면으로 들어설 것이라는 예측, 애널리스트의 IT 부문을 중심으로 한 기업실적 개선에 대한 기대 등은 이러한 전망을 뒷받침한다. 단, 채권시장의 경우 2024년 금리인하가 예상되지만,

인하 시점에 대한 불확실성과 건설 PF 부실에 따른 신용채권 시장에 대한 우려가 존재하므로 주의가 필요하다.

2023년 개인투자자 자금의 순유출에도 불구하고, 코로나19 이후 크게 증가한 개인투자자가 2024년에도 시장에 상당한 영향을 미칠 것으로 예상된다. 개인투자자의 활발한 시장 참여는 주주 권리 보호에 대한 관심을 증가시켰다. 2024년 전자주주총회를 활성화하고 합병 및 분할 시 소수주주 보호 제도를 개선하는 등 이사회 책임 있는 의사결정을 촉진하기 위한 긍정적인 변화가 이어질 것으로 예상된다. 하지만 과도한 거래회전율과 복권형 주식 선호 성향을 보이는 개인투자자의 거래 특성 및 투자 행태를 고려할 때 직접 투자는 시장수익률을 하회하는 손실로 이어질 수 있으므로 신중한 투자 판단이 필요하다.

시장 환경 측면에서 다자간매매체결회사의 등장과 토큰증권 발행 및 유통 제도 개선은 증권시장의 변혁과 발전을 위한 새로운 도전이 될 것이다. 이러한 변화에 대비하는 과정에서 시장참여자는 잠재적인 비즈니스 기회를 발견하고 투자자에게는 선택의 폭을 넓히는 기회가 될 것이다. 마지막으로, 2024년에도 변화하는 금융환경 속에서 시장 건전성을 강화하고 투자자 이익을 보호하기 위해 불공정 거래 제재 강화를 포함한 시장 안정화 및 투자자 보호 제도 개선을 위한 노력이 지속될 전망이다.

OPINION

금융산업실

2024년 증권산업 전망 및 주요 이슈*

2024년 증권산업은 경제성장률 개선과 정부의 증시 활성화 정책 등의 영향으로 주요 사업부문의 수익이 개선될 것으로 전망한다. 위탁매매 부문은 경기회복 기대와 증시 활성화 정책에 따른 거래 대금 회복으로 수익이 개선될 것이며, 투자은행 부문은 부동산PF 관련 손실 개연성이 있으나 경기 회복 기대 및 고금리 기조의 일부 완화 영향으로 IPO와 M&A 중심으로 회복을 기대한다. 자기매매 부문은 ELS·DLS 발행 위축으로 수익이 감소할 개연성이 있고, 자산관리 부문은 비대면 자산관리 수요 증가와 퇴직연금 성장세에 힘입어 실적이 꾸준히 개선될 것이다.

2024년 국내 증권산업의 주요 이슈는 부동산PF 부실, 홍콩H지수 ELS 손실을 꼽을 수 있고 구조적 변화로는 中~高금리 기조 유지, 디지털금융 가속화, ELS 금융 수요 증가 등이 있다. 만일 부동산PF 부실이 본격화되면 증권사 손실이 확대되고 채권시장 변동성이 커질 수 있으므로, 단기적으로 충당금 적립 강화 및 유동성 위험 관리에 힘쓰고 중장기적으로 PF 익스포저 비중을 줄이는 노력이 필요하다. 홍콩H지수 ELS 판매 위축에 대비하여 증권사들은 조달창구를 다양화하고 고위험 채권 매매 비중을 줄이는 것이 필요하다. 中~高금리 기조 유지 등 구조적 변화에 대응하기 위해 기업금융 역량을 강화하고 맞춤형 자산관리 서비스를 확대해야 한다. 증권업 전체적으로 디지털금융 가속화에 대비하기 위해 생성형 AI의 효율적 활용 및 토큰증권 활성화 방안을 검토하며, ESG 금융 수요에 부합하기 위해 다양한 ESG 금융상품에 대한 발굴, 중개, 투자가 필요할 것이다.

2023년 증권산업 수익성 요약

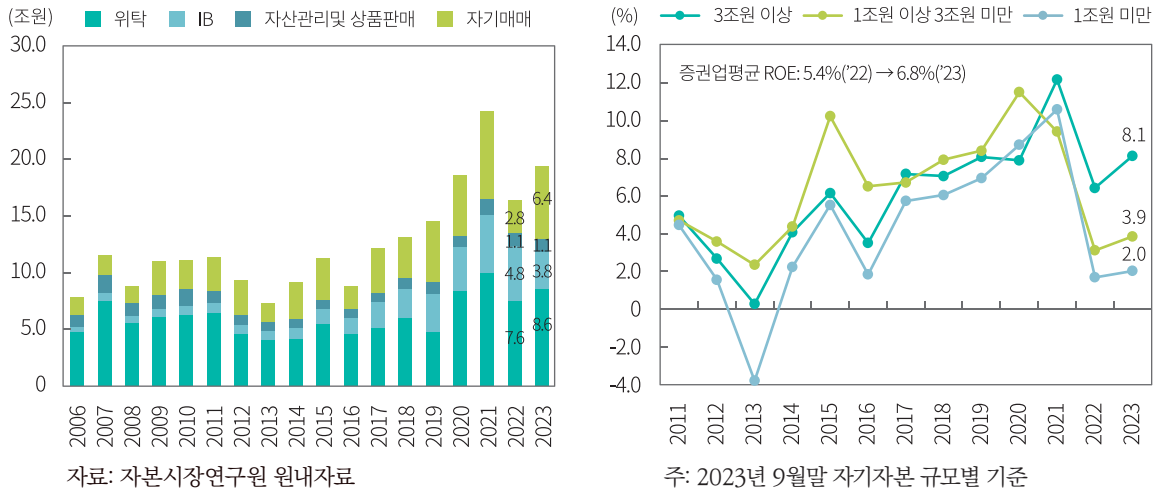
지난 2023년에는 시장금리 상승과 경기 둔화에도 불구하고, 주요 사업부문의 수익 개선 노력에 힘입어 증권사 영업이익과 ROE 모두 전년 대비 증가했다(〈그림 1〉 참조). 2023년¹⁾ 국내 증권사 순영업수익은 19.4조원으로 2022년(16.3조원) 대비 18.6% 증가했으며, 증권사 평균 ROE는 6.8%를 기록하며 2022년(5.4%) 대비 1.4%p 개선되었다. 증권업 사업부문별로 살펴보면, 위탁매매(44.3%), 자기매매(33.1%), 투자은행(17.0%), 자산관리(5.7%) 부문 순서로 순영업수익 기여도가 높다. 개인투자자의 주식거래 참여 증가로 위탁매매 부문의 순영업수익은 전년 대비 1조원 증가한 8.6조원을 기록했으며, 자기매매 부문은 2023년말 시장금리 하락에 따른 채권매매 수익 증가 영향으로 전년 대비 3.6조원 증가한 6.4조원을 기록했다. 반면 투자은행(IB) 부문 순영업수익은 부동산PF 채무보증 부실에 따른 충당금

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

1) 2023년은 4사분기 결산 미완료에 따라 2022년 4분기부터 2023년 3분기까지 재무자료를 합산하여 산출했다.

적립이 증가하고, IPO 등이 부진함에 따라 전년 대비 1.5조원 감소한 3.3조원을 기록했다. 증권사 규모별로 ROE를 살펴보면 자기자본 3조원 이상의 대형사 ROE가 8.1%로 양호한 실적을 기록한 가운데, 중형사와 소형사는 부동산PF 부실 영향으로 각각 3.9%와 2.0%의 다소 부진한 ROE를 기록했다.

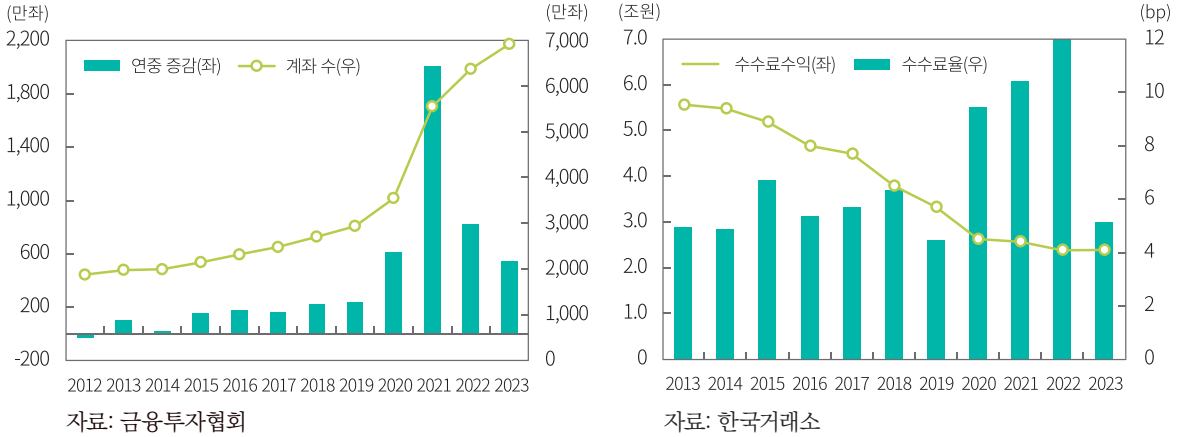
〈그림 1〉 증권업 순영업수익 추이(좌) 및 규모별 ROE(우) 추이



2024년 사업부문별 전망

2024년 위탁매매 부문은 경기회복 기대 및 정부의 증시 활성화 정책에 힘입어 2023년 대비 개선될 것으로 전망한다. 자본시장연구원(2024a)은 2024년 한국 경제성장률이 작년(1.4% 예상)보다 높은 1.9%를 기록할 것으로 전망했으며, 금융투자소득세를 폐지하고 ISA 지원을 대폭 강화하는 한편, 소액주주 권익을 보호하기 위해 상법 개정을 추진하기로 발표했다. 이와 같은 정부의 자본시장 활성화 정책 및 가계의 잉여자산 증대 효과로 자본시장에 대한 개인 참여가 늘면서 증권업 위탁매매 수익은 꾸준히 증가할 것으로 전망한다. 2023년말 주식거래 활동계좌수는 6,920만좌로 증가 추세를 유지하고 있고, 증권사간 위탁매매 경쟁 확대에도 불구하고 증권업 평균 위탁매매 수수료율은 0.04%로 유지하고 있기 때문이다(〈그림 2〉 참조). 2024년에 미국 연방준비은행의 기준금리 인하에 기인한 해외 직접투자 수요 증가와 국내 토큰증권 상장은 증권업 위탁매매 부문에 기회요인이 될 것이다.

〈그림 2〉 주식거래 활동계좌수(좌) 추이 및 위탁매매 수수료 수익 추이(우)

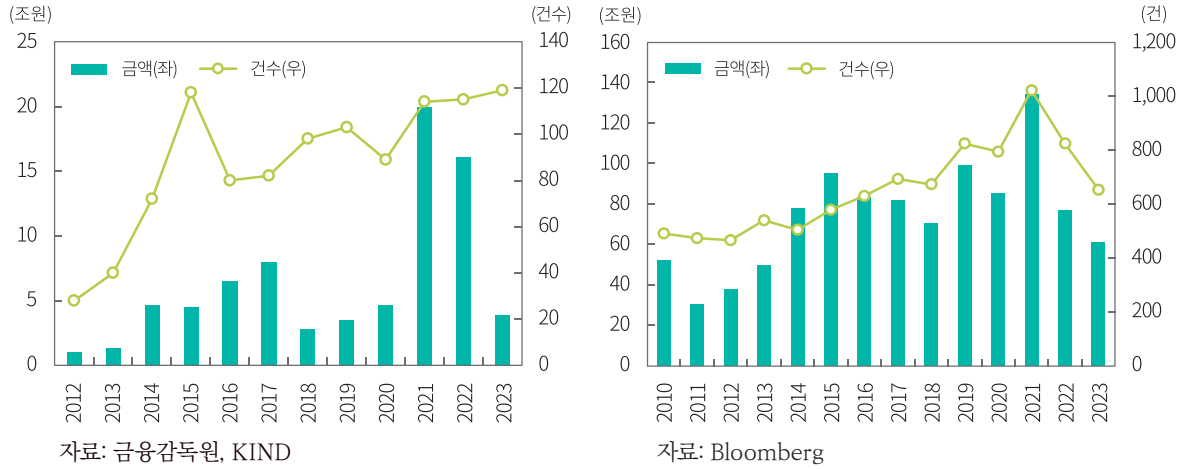


2024년 자기매매 부문은 ELS·DLS 발행이 위축되고 금리 상방 리스크 부각시²⁾ 시장금리 변동성이 높은 수준을 유지할 것으로 전망하여, 채권매매 관련 수익이 둔화할 개연성이 있다. 홍콩H지수가 3년래 고점대비 50% 이상 하락하며 홍콩H지수 ELS의 투자자들은 2024년에만 약 4~6조원 내외의 투자손실이 예상된다.³⁾ 문제는 원금의 전액을 손실 볼 수 있는 홍콩H지수 ELS를 판매하는 과정에서 금융회사가 해당 위험을 제대로 설명하지 않거나, 손실 위험을 감내하기 어려운 투자자에게 판매하는 등 불완전판매 우려가 커진 점이다. 이러한 여파로 정부는 은행 채널에서 ELS 판매 규제를 강화할 가능성이 커졌고, 은행 채널 중심으로 ELS·DLS 판매가 둔화되면 ELS·DLS를 설계하고 헤지운용하는 증권회사의 자기매매 부문 수익도 크게 줄어들 가능성이 있다. 금리 상방 리스크 부각으로 시장금리가 높은 변동성을 유지하게 되면, 증권사들은 채권매매 부문에서 손익 변동성이 커질 수 있다. 2023년 9월 말 기준 증권회사가 보유한 채권규모는 290조원⁴⁾으로 보유채권 듀레이션을 2년으로 가정할 경우 시장금리가 100bp 상승시 증권업 전체적으로 약 5.8조원의 평가손실을 예상할 수 있다.

투자은행(IB) 부문은 전년 대비 경기가 회복되고, 국내외 고금리 기조가 일부 완화될 것으로 예상함에 따라 IPO와 M&A 사업 중심으로 실적 개선을 기대할 수 있다. 2023년에는 시장금리 상승 및 경기 둔화 우려로 기업 밸류에이션(Valuation)이 하락하고 대형 딜(Deal)이 부진함에 따라 IPO 규모가 크게 감소했다(〈그림 3〉 참조). 국내외 M&A 시장 역시 '지경학적' 리스크가 확대되고 금리상승에 따른 인수금융 비용 증가 등의 영향으로 거래규모가 다소 감소했다. 2024년에는 경기회복 기대로 2023년에 추진되지 못했던 대형 IPO와 M&A 딜이 다수 성사될 가능성이 크고, 미국 연방준비은행의 기준금리 인하로 기업 밸류에이션이 회복될 것으로 예상된다. 특히 M&A 시장은 인공지능(AI), 친환경 분야의 대형 딜 수요가 증가함에 따라 거래규모와 건수 모두 증가할 것으로 예상된다.

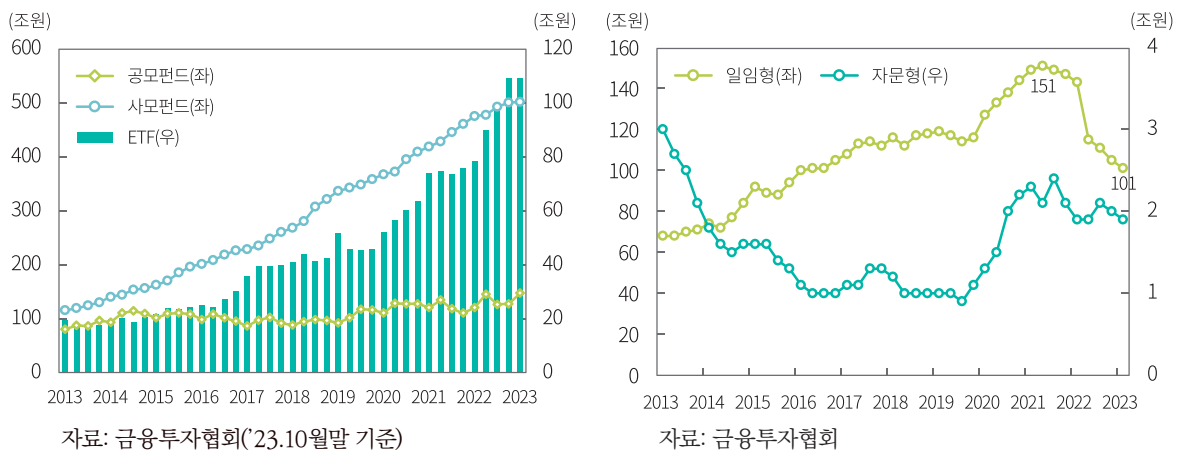
2) 자본시장연구원(2024a) 참조
 3) 금융감독원(2024) 참조
 4) 한국은행 경제통계시스템 참조

<그림 3> 국내 IPO 시장(좌) 추이 및 M&A 시장 추이(우)



자산관리 부문은 비대면 자산관리 서비스가 보편화되고, 퇴직연금 규모 증가에 힘입어 꾸준한 실적 개선을 기대할 수 있다. 2023년에는 1:1 맞춤형 자산관리 수요 증가 영향으로 사모펀드 판매가 늘었으며, 저보수 및 글로벌 분산효과 우수성에 기초한 ETF 판매가 큰 폭으로 증가했다. 반면 2023년에 공모펀드 판매는 다소 둔화되었고, 시장금리 상승에 따른 안전자산 선호 현상으로 증권사 랩어카운트 및 금전신탁 규모는 성장이 둔화되었다. 2024년에는 전년 대비 국내외 경기가 회복될 것으로 기대하고, 1:1 맞춤형 자산관리 서비스 및 퇴직연금 확대에 힘입어 증권업 공·사모펀드 판매, 랩어카운트, 금전신탁 모두 견조한 성장세를 시현할 것으로 전망한다. 다만 2023년 증권업에 불거진 채권형 랩어카운트, 금전신탁 운용 과정의 일부 불건전 영업행태를 근절하고, 고객 성향에 부합한 맞춤형 상품을 제공하는 노력을 통해 증권업 자산관리 부문의 신뢰 회복이 필요할 것이다.

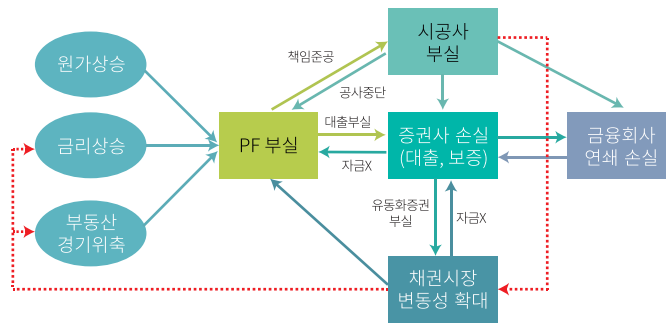
<그림 4> 증권업 유형별 펀드판매(좌) 추이 및 랩어카운트 잔고(우) 추이



2024년 증권산업 이슈 및 과제

2024년에 경제성장률이 개선되고 고금리 기조가 일부 완화될 것으로 예상하는 점은 증권산업에 긍정적 영향을 미칠 것이다. 그러나 부동산PF 부실이 본격화되면 증권사 손실이 확대될 뿐 아니라, 부동산PF 익스포져 손실이 시공사와 비은행기관 손실로 전이되고 채권시장 변동성이 확대되어 증권업 자기매매 부문 수익에 부정적 영향을 미칠 가능성이 크다(〈그림 5〉 참조). 원자재 가격 상승, 시장금리 상승, 부동산 경기 둔화 등의 영향으로 주요 PF 사업장 가치가 사업계획 당시보다 30~40% 하락한 것으로 알려진 가운데, 브릿지론 대출과 중후순위 PF 채무보증 비중이 높은 증권사들은 부동산PF 익스포져의 상당수가 손실로 확정될 가능성이 크다. 따라서 부동산PF 부실이 본격화되기 이전에, 증권사들은 충당금 적립을 늘리고, 장단기 미스매칭 관리를 통해 유동성 위험 관리를 강화할 필요가 있다. 장기적으로 부동산PF 채무보증에 대한 위험값이 상향될 가능성이 크므로, 증권업 전체적으로 브릿지론 대출, PF 채무보증 등 PF 익스포져 비중을 줄이는 노력이 필요할 것이다.

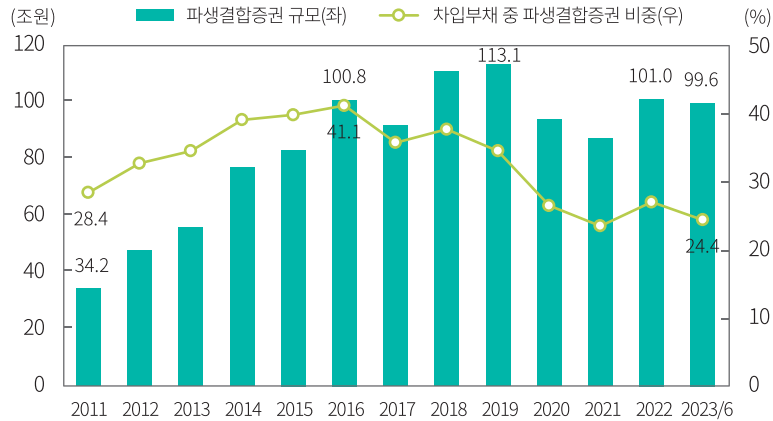
〈그림 5〉 부동산PF 손실 위험의 전이



다음으로 2024년에는 홍콩H지수 ELS의 대규모 손실이 예상됨에 따라 과거 증권업의 주요 수익 기반이었던 ELS·DLS 판매가 위축될 가능성이 크다. 금융감독원(2024)에 따르면 2024년에 만기 도래되는 홍콩H지수 ELS 판매규모는 15.4조원으로, 홍콩H지수가 현 수준을 유지한다는 가정 하에 약 4~6조원의 투자자 손실이 예상된다. 홍콩H지수 ELS는 은행 채널을 통해 주로 판매되었는데, 증권사는 은행신탁에게 ELS를 공급하는 역할을 수행해왔기 때문에 불완전판매 이슈로 은행의 ELS 판매가 위축되면 증권사 역시 ELS·DLS 발행이 줄어들 수밖에 없다. 문제는 과거 증권사들이 ELS·DLS 발행을 통해 조달한 비중이 전체 증권사 차입부채의 25~40%를 차지할 정도로 커서, ELS·DLS 발행이 위축되면 증권사 조달위험이 커질 수 있다(〈그림 6〉 참조). 그뿐 아니라 증권사가 ELS·DLS 헤지운용 과정에서 여전채 등을 상당규모 편입하였는데, ELS·DLS 발행이 위축되면 여전채 매입수요가 줄어 여전채 및 기타 고위험 회사채 가격의 변동성이 커질 수 있다. 이에, 증권사들은 ELS·DLS 발행 위축에 대비하여 증권사 자금조달 창구를 ELB·DLB, RP매도, CP, 발행어음 등으로 다양화할 필요가 있다.

더불어 ELS·DLS 헤지운용 부문의 위험관리를 위해 여전채 및 기타 고위험 회사채 편입 비중을 축소하는 노력이 필요할 것이다.

〈그림 6〉 증권사 차입부채에서 ELS·DLS가 차지하는 비중 추이



자료: 금융감독원

부동산PF 부실 확대, ELS 판매 위축 등 현안 이슈 외에도 中~高금리 지속, 디지털금융 가속화, ELS 금융 수요 증가 등 거시금융환경의 구조적 변화 추세가 관찰되는 점도 2024년 증권산업의 주된 이슈로 꼽을 수 있다.

첫째, 자본시장연구원(2024a)에 따르면 2008년 글로벌 금융위기 이후 지속되었던 저금리·저물가 기조는 사라지고, 中~高금리 및 中물가 기조가 지속될 가능성이 높다. 2024년에는 미국 연방준비은행의 고금리 기조가 일부 완화될 것을 예상할 수 있지만, 인구구조 변화 및 탈세계화에 따른 균형금리 상승 영향으로 비교적 높은 수준의 시장금리가 형성될 것으로 예상된다. 따라서 저금리 기조에서 유효했던 증권업 증장기 사업전략들을 개편할 필요가 있다. 우선 증권회사들은 고위험 자기매매, 대체투자 등의 비중을 축소하고 저위험 이자수익 비중을 확대할 필요가 있다. 구체적으로 中~高금리 여건에서 매력적인 기업금융 서비스를 확대하고 금리 및 주식 변동성이 높은 시기에서 수익이 증가할 수 있는 구조화(Structuring) 사업 역량을 강화할 필요가 있다. 더불어 가계와 기업의 잉여자산을 직접 투자하려는 수요가 증가하고 있는 만큼, 증권사들은 1:1 맞춤형 자산관리 서비스와 일반법인형 OCIO 서비스 역량을 강화해야 할 것이다.

둘째, 생성형 AI와 블록체인 기술 혁신으로 증권산업의 구조적 변화가 나타날 것으로 예상된다. 2023년 ChatGPT 공개 이후 제조업과 서비스업 전반에서 생산성 증대 효과를 기대한 가운데, 증권산업도 생성형 AI에 기반한 혁신 서비스를 적극적으로 도입할 것으로 기대한다. 다만 생산성 증대라는 희망적 기대 이면에는 개발과 도입 과정에서 발생하는 비용과 리스크 요인에 대한 우려를 인식해야 한다. 최근 발표되고 있는 생성형 AI 모형의 경우, 상용화까지 오랜 시간과 비용이 소요되기 때문에 미국,

인도의 금융업계에서도 관련 기술을 보유한 인재를 앞 다투어 확보하고 있다. 이와 같은 추세는 규모의 경제 측면에서 소수의 기술 선도 기업에 대한 산업 의존도를 강화하는 방향으로 흘러갈 수 있다. 성공적인 개발 이후에도 개인정보의 노출, 거짓 정보의 생성 등으로 인한 금융소비자 피해와 법적 책임소재에 대한 문제가 여전히 존재하고 있다. 생성형 AI와 더불어 금융산업의 디지털화를 이끄는 요인으로 블록체인이 확산을 들 수 있다. 최근 미국 SEC의 비트코인 ETF 승인에 힘입어 가상자산에 대한 투자자들의 관심이 제고된 가운데⁵⁾ 블록체인과 분산원장 기술의 활용은 금융투자업 분야에만 그치지 않고 있다. 특히, 기존 시장참여자들의 주도하에 분산원장 기술을 이용하여 금융인프라(Financial Market Infrastructure: FMI)의 효율성을 강화하려는 노력이 계속되고 있다.⁶⁾ 이와 같은 움직임에 대응하여 감독기관들의 시장감시 및 규제 개선 노력 또한 강화될 것으로 예상할 수 있다.

셋째, 글로벌 기후 위기의 심각성이 확산되면서 ESG 금융의 중요성은 더욱 커질 것으로 예상된다. 한국은 파리기후협약의 국가 온실가스 감축목표(Nationally Determined Contribution: NDC)에 따라 1차적으로 2030년까지 2018년 대비 온실가스 배출량을 40% 감축하고, 2차적으로 2050년까지 탄소중립을 달성해야 하는데, 1차 목표 달성까지는 불과 6년이 남아 있다. 한국의 NDC 달성을 위해서는 에너지 믹스(energy mix)의 조정과 더불어 국내 기업의 저탄소 생산구조 전환이 동반되어야 하며, 이를 위해서는 대대적인 친환경 기술 투자가 수반되어야 한다. 또한 2023년 유럽집행위원회는 탄소배출의 국가 간 규제차익으로 인한 탄소누출을 방지한다는 명분하에 탄소국경조정제도(Carbon Border Adjustment Mechanism: CBAM)를 발표했다. CBAM의 대상 품목은 순철 및 강철(iron and steel), 알루미늄, 시멘트, 비료, 전기, 수소가 포함되며 해당 섹터에 속해 있는 국내 기업의 대응 방안 마련이 필요하다. 나아가 기업의 ESG 공시도 구체화되고 있으며, 2023년 국제회계기준(IFRS) 산하 국제지속가능성기준위원회(ISSB)는 상장 기업의 지속가능성 공시 기준 최종안을 발표했으며, 국내에서도 ISSB 표준을 기반으로 ESG 공시 기준이 마련될 예정이다. ESG의 중요성이 높아지고, 특히 기후변화에 대응이 시급한 과제로 다가오고 있는 상황 속에 국내 ESG 금융시장의 활성화를 위한 금융업계 및 금융당국의 역할이 더욱 요구되고 있다. 우선 국내 증권사는 국내 기업이 직면하고 있는 각종 ESG 관련 규제에 대응하기 위해 저탄소 생산구조로 전환하기 위한 다양한 금융 수단을 마련할 필요가 있다. 여기에는 ESG 채권시장 증개와 더불어 친환경 기술기업의 발굴, 평가, 투자, 인수합병(M&A) 등 증권사 본연의 업무와 연계되는 부분이 상당이 있다. 국내 자산운용사는 개인 및 기관투자자의 ESG 투자를 촉진시키기 위해 ESG 펀드를 설계하고, ESG 펀드의 신뢰성을 높이는 방안을 마련해야 한다. 마지막으로 ESG 금융의 활성화는 민간 부문만이 전담할 수 없으며, 금융당국을 비롯한 정부의 참여가 요구된다. ESG채권 발행자에게 비용 지원, ESG 투자자를 위한 세제혜택, 민관공동 ESG 투자펀드 개발 등 ESG 금융의 촉진을 위한 다양한 정책들에 대한 검토가 필요하다.

5) Reuters(2024. 1. 11)

6) 지난해 동안 시행된 실험으로는 증권금융거래 효율성 개선(JSFC and Tanaka Lab, 2023), 독립된 블록체인 네트워크의 연결(SWIFT, 2023), 자산거래 인프라 효율성 제고(DTCC, Clearstream, Euroclear, 2023)등이 있다.

맺음말

2024년 증권산업은 경제성장률 개선과 정부의 증시 활성화 정책 등에 힘입어 위탁매매, 투자은행, 자산관리 부문 중심으로 수익이 개선될 전망이다. 다만 부동산경기 악화시 부동산PF 관련 손실 개연성이 우려되며 ELS·DLS 발행 위축으로 자기매매 부문 수익이 둔화할 수 있다. 만일 부동산PF 부실이 본격화되면 증권사 손실이 확대되고 채권시장 변동성이 커질 수 있으므로, 단기적으로 충당금 적립 강화 및 유동성 위험 관리에 힘쓰고 중장기적으로 PF 익스포져 비중을 줄이는 노력이 필요하다. 홍콩H지수 ELS 판매 위축에 대비하여 증권사들은 조달창구를 다양화하고 고위험 채권매매 비중을 줄이는 노력이 필요하다. 中~高금리 기조 유지 등 구조적 변화에 대응하기 위해 기업금융 역량을 강화하고 맞춤형 자산관리 서비스를 확대해야 한다. 증권업 전체적으로 디지털금융 가속화에 대비하기 위해 생성형 AI의 효율적 활용 및 토큰증권 활성화 방안을 검토하며, ESG 금융 수요에 부합하기 위해 다양한 ESG 금융상품에 대한 발굴, 중개, 투자 노력이 필요하다.

참고문헌

금융감독원, 2024. 1. 7, 홍콩H지수 기초 ELS 주요 판매사 현장검사 실시, 보도자료.

자본시장연구원, 2024a, 2024년 거시경제 전망 및 주요 이슈, 자본시장연구원 정책세미나(2024. 1. 25).

자본시장연구원, 2024b, 2024년 증권산업 전망 및 주요 이슈, 자본시장연구원 정책세미나(2024. 1. 25).

DTCC, Clearstream, Euroclear, 2023. 9, *Advancing the Digital Asset Era, Together*.

Japan Securities Finance Co. Ltd. & Takana Laboratory, University of Tokyo, 2023. 5, Empirical Research on Securities Finance Transactions using Distributed Ledger Technology.

Reuters, 2024. 1. 11, US SEC approves bitcoin ETFs in watershed for crypto market

SWIFT, 2023. 8, Connecting blockchains: Overcoming fragmentation in tokenized assets.

OPINION

펀드 · 연금실

2024년 자산운용산업 전망 및 주요 이슈*

최근 들어 글로벌 자산운용시장의 화두로 부상하고 있는 수요 구조의 변화는 2024년에도 우리나라 자산운용시장과 산업에 큰 영향을 미칠 전망이다. 시의 발전에 따른 자산관리 서비스의 대중화, 온라인을 통한 펀드 판매 확대, ETF의 진화 등은 더 가속화될 것이며 다양한 측면에서 자산운용시장과 산업에 영향을 미칠 것이다. 퇴직연금시장 성장 및 구조 변화 또한 중요한 의미를 지닌다. 성장이 정체된 DB를 대신해 DC와 IRP의 비중이 커지면서 퇴직연금의 자산배분이 안전자산 집중으로부터 조금씩 변화될 가능성이 있다. 한 예로 TDF를 중심으로 한 자산배분형 펀드가 장기투자 성격의 퇴직연금 자산운용 수단으로 한층 주목받을 가능성이 크다. 다만, 퇴직연금 자산배분을 적절한 수익을 추구하는 방향으로 전환시키는 촉매제가 될 것으로 보였던 사전지정운용제도도 그 기능을 제대로 하지 못하고 있다. 2024년에 예상되는 자산운용시장 및 산업의 위험 요인은 자산운용사 간 양극화 심화, 해외부동산펀드의 부실화, 사모펀드 전문 운용업의 건전성 문제 등을 들 수 있다. 다양한 긍정적 변수와 부정적 변수가 공존하는 가운데, 2024년 자산운용시장은 양호한 성장을 거둘 것으로 전망된다. 전망이 밝은 분야는 TDF를 포함한 자산배분형 상품, 액티브 ETF 및 채권형펀드 등을 들 수 있겠다. 반면, 부동산 및 인프라 등 특별자산 분야는 부정적인 변수가 많을 것으로 예상된다.

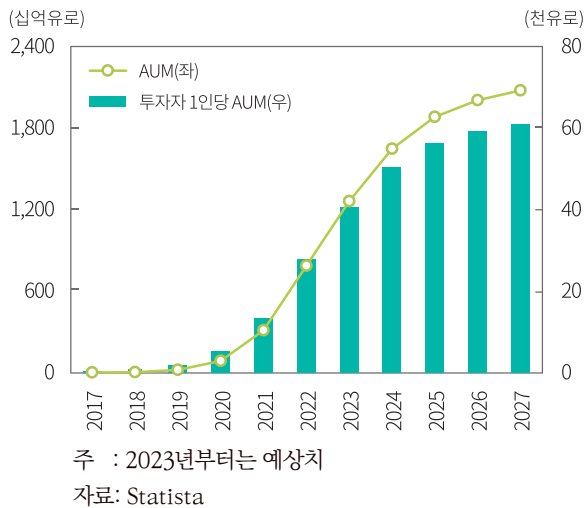
2023년 자산운용시장은 성장세가 회복되는 모습을 보였다. 2023년말 자산운용사들이 운영하는 공사모펀드 순자산총액과 투자일임 평가액은 1,600조원을 넘어섰다. 최근 수년간 높은 성장세를 보였던 사모펀드시장의 성장세가 다소 둔화된 반면, 공모펀드와 투자일임시장은 상대적으로 높은 성장세를 보였다. 공모펀드 내 ETF 비중 증대 추세는 2023년에도 이어졌다. 그동안 부진을 면치 못했던 공모 주식형펀드시장은 순자산이 크게 늘었으나, 순자산 증가의 대부분이 평가액 증가에 따른 것으로 현금유입액은 소폭에 그쳤다. 2023년말 기준 사모펀드 순자산총액과 투자일임 평가액 합산 총액은 1,255조원으로 고액자산가와 기관고객 자산의 증가 추세가 이어졌다. 사모펀드와 투자일임을 구성하는 핵심자산에는 큰 변화가 없었다. 부동산과 특별자산의 사모펀드 내 비중은 50.1%이며, 채권이 투자일임에서 차지하는 비중은 70.3%를 차지하고 있다. 자산운용사들의 수수료수익은 시장규모 회복에도 불구하고 정체되는 모습을 보였다. 운용보수 하락, 저수익 자산 비중 증대 등의 추세적 변화가 자산운용사들의 수익구조에 영향을 미치고 있는 것으로 보인다. 이하에서는 2024년에 주목해야 할 이슈를 수요구조의 변화, 퇴직연금시장의 구조 변화, 위험 요인 등 세 가지 테마로 나누어 자산운용시장과 산업에 미칠 영향을 중심으로 살펴본다.

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

자산운용시장의 수요구조 변화

지난 수년간 자산운용시장에서 부각되었던 수요 측면의 몇 가지 변화들이 2024년에 더 가속화될 것으로 전망된다. 먼저, 인공지능(이하 AI) 기반 맞춤형 자산관리 본격화와 그에 따른 금융권역간 경쟁 격화를 예로 들 수 있다. 자산관리는 펀드를 제조, 판매 및 운용하는 자산운용보다 더 넓은 개념의 금융서비스이다. 이는 가입자의 환경에 맞는 자산배분, 상품 편입 자문 및 중개, 리스크 관리와 리밸런싱 등 가입자의 생애주기에 맞춰 자산을 통합 관리할 수 있는 개인 맞춤형 금융서비스를 의미한다. 그동안 높은 비용 문제로 인해 소액 개인투자자들에게 제공되기 어려웠던 자산관리 서비스가 AI 기반 기술을 바탕으로 개인투자자에게도 제공되기 시작했다. 글로벌 금융회사들은 로보어드바이저와 다이렉트 인덱싱 서비스를 제공하기 위해 기반투자를 늘리고 있고, 이와 동시에 시장규모도 커지고 있다. 해외에서는 은행 및 증권회사뿐만 아니라, 자산운용사들도 이 서비스를 제공하기 위해 적극적으로 나서고 있다. 이는 다른 시장으로 여겨졌던 자산관리시장과 자산운용시장이 동질적인 시장으로 변화될 가능성이 있음을 의미하며, 이 경우 자산관리 및 자산운용을 둘러싼 금융권역간 경쟁도 격화될 것이다. 향후 국내 자산관리시장 및 자산운용시장도 유사한 움직임을 보일 가능성이 크며, 2024년에는 이러한 움직임이 태동하기 시작할 것으로 예상된다.

〈그림 1〉 글로벌 로보어드바이저 AUM 추이



〈표 1〉 다이렉트 인덱싱 서비스 제공 글로벌 자산관리회사

자산운용회사 AUM 규모별 다이렉트 인덱싱(Direct Indexing) 서비스 제공 회사 비율		
소형사 (50억달러 미만)	중형사 (50억~999억달러)	대형사 (1,000억달러 이상)
46%	68%	84%

주 : 북미지역 1,060개 자산관리회사 대상 조사 결과
자료: Broadridge(2023) 재인용

온라인을 통한 펀드 판매는 팬데믹 이후 본격적으로 늘어나고 있다. 전체 공모펀드시장에서 차지하는 온라인전용펀드 비중은 MMF와 ETF시장을 제외하고 집계할 경우 2019년말 10%에서 2023년말 28%까지 늘어났다. 이는 오프라인 판매채널 대비 편리한 거래와 저렴한 비용 등 온라인 판매채널의 장점이 부각되고, 온라인 펀드 판매 플랫폼의 사용자 친화적인 진화가 지속되고 있기 때문이다. 2024년에도 디지털 기기에 친숙한 젊은 세대를 중심으로 온라인전용펀드 선호 현상이 이어질 것으로 예상된다.

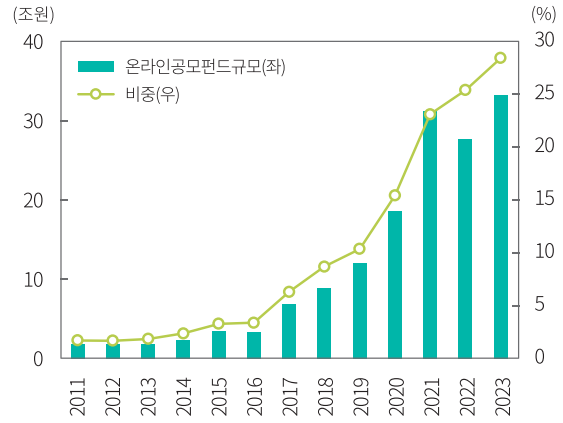
편리한 거래와 저렴한 비용 등 고유의 장점에 더해, 퇴직연금, 연금저축, ISA 등의 저축계좌에 온라인을 통한 펀드 편입이 점차 늘어날 것으로 예상된다.

〈그림 2〉 전체 공모펀드 시장규모 추이



주 : MMF와 ETF를 제외하고 집계
자료: 금융투자협회, 한국거래소

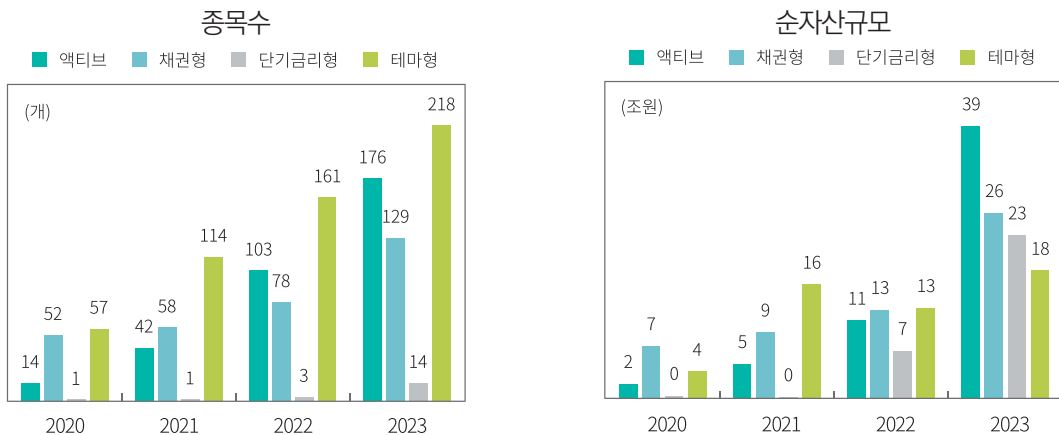
〈그림 3〉 온라인전용펀드 시장규모 및 점유율 추이



주 : MMF와 ETF를 제외하고 집계
자료: 금융투자협회, 한국거래소

상품 활용도 증대 등 ETF의 진화 역시 수요 측면의 중요한 이슈가 될 것으로 보인다. 최근 수년간 폭발적인 성장세를 보인 ETF는 그동안의 대표지수형 중심에서 액티브형, 채권형, 단기금리형, 테마형 등으로 그 폭이 넓어지고 있다. 2024년에도 파킹통장, 트렌드 추종, 초과수익 추구 등 ETF의 활용 목적 다양화가 진전될 것으로 예상된다. 특히 정부가 액티브 ETF의 상관계수 준수 의무를 없앨 것으로 전망됨에 따라 액티브 ETF 수요가 크게 늘어날 것으로 보인다. ETF 시장의 지속적인 확대에 의해 지나친 단기거래, 자산운용사 수익성 하락, 자산운용사 간 차별화 등의 부작용도 점차 부상할 전망이다.

〈그림 4〉 액티브/채권형/단기금리형 ETF 현황



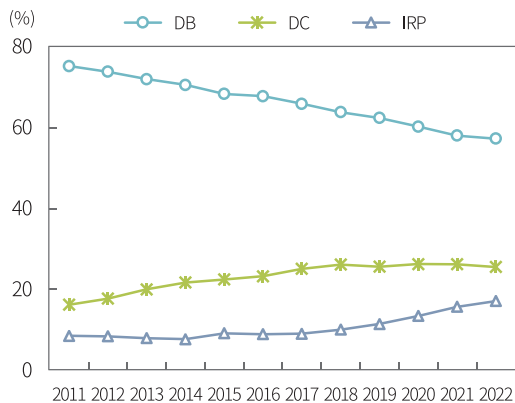
주 : 1) '채권혼합형'은 '채권형'으로 집계하지 않음
2) 한국거래소 분류체계 상 '업종테마형'과 '전략테마형'을 합쳐 '테마형'으로 정의
자료: 한국거래소

주 : 1) '채권혼합형'은 '채권형'으로 집계하지 않음
2) 한국거래소 분류체계 상 '업종테마형'과 '전략테마형'을 합쳐 '테마형'으로 정의
자료: 한국거래소

퇴직연금시장의 구조 변화

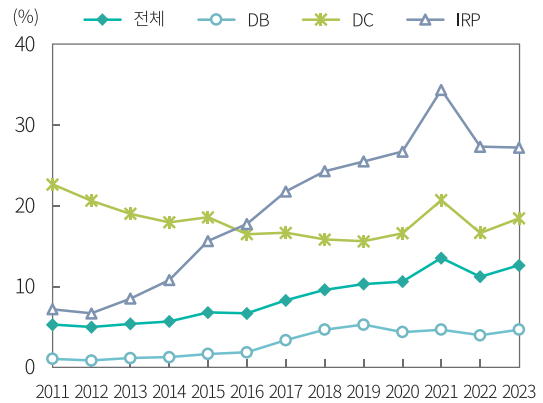
지난 2006년에 도입된 퇴직연금은 시장규모가 크게 늘어났다. 퇴직연금시장의 성장은 실적배당상품에 대한 수요 증대를 통해 자산운용시장에 영향을 미친다. 특히 최근 관측되는 퇴직연금시장의 구조 변화는 2024년에도 자산운용시장에 영향을 미치는 핵심 변수가 될 전망이다. 우선 DB형 대비 DC형과 IRP형의 빠른 성장세가 당분간 이어질 것으로 예상된다. DB형의 경우 대형 사업장의 제도 도입이 어느 정도 마무리된 데다, 외부 적립률 100% 이상을 달성한 도입 기업도 늘어남에 따라 성장 모멘텀이 약해진 것으로 보인다. 반면, 아직 퇴직연금으로 전환하지 못한 다수의 중소기업들이 퇴직연금으로 전환할 경우 대부분 DC형을 선택할 가능성이 크다. IRP 역시 가입대상자 범위가 대폭 넓어짐에 따라 가입률이 높아지는 등 퇴직자산 축적용 저축계좌로서의 중요성이 커지고 있다. 퇴직연금시장이 DB형에서 DC형 및 IRP형으로 무게 중심축이 조금씩 이동하면 퇴직연금시장 전체의 실적배당형 배분 비중이 점진적으로 늘어날 것으로 전망된다.

〈그림 5〉 퇴직연금 유형별 비중



주 : 적립금 기준
자료: 금융감독원

〈그림 6〉 퇴직연금 유형별 실적배당 비중



주 : 2023년도 자료는 3분기 기준
자료: 금융감독원

퇴직연금시장의 규모가 커지면서 자산배분의 중요성도 한층 강조되고 있다. 일반 저축계좌와 달리 퇴직연금, 세제혜택 저축계좌 등은 보다 긴 시각으로 투자하게 되는데, 여기에 가장 적합한 구조의 펀드가 TDF(Target Date Funds)라 할 수 있다. 국내 TDF는 2016년에 출시된 이후 빠르게 성장해 현재는 순자산총액이 10조원을 넘어섰다. TDF 순자산의 대부분은 퇴직연금계좌에 편입된 것인데, 2023년부터 도입된 사전지정운용제도의 영향으로 TDF의 성장세는 향후 대폭 커질 것으로 전망된다. TDF의 성장은 연령에 따른 적절한 자산배분이 중요함을 시사함과 동시에 자산운용사 간의 격차를 확대시키는 요인이 될 수도 있다. TDF 시장의 본격적인 성장이 예상됨에도 불구하고 이를 출시 및 운용하고 있는 자산운용사는 2023년말 기준 20개사에 불과하다. TDF 설계 및 운용을 위해서는 초기 투자비용이 많이 발생하기 때문에 중소형 운용사들이 이 시장에 진입하기 쉽지 않다. 여기에 더해 퇴직연금

사전지정운용제도의 적격상품에 포함되기 위해서는 심사과정이 필요한데, 정교한 설계능력과 낮은 운용비용을 확보하지 못하면 이를 통과하기 어렵다. 따라서 TDF시장은 당분간 중대형 이상 자산운용사들이 경쟁하는 구도를 유지할 것으로 예상된다.

〈표 2〉 TDF 운용회사 및 운용자산 추이

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
운용회사수(개)	3	6	8	10	12	16	19	20
펀드수(개)	70	361	467	641	921	1,057	1,150	1,239
설정액(억원)	661	6,727	13,707	28,799	41,790	80,754	85,690	95,970
순자산(억원)	672	7,424	13,740	33,242	52,018	108,731	97,582	109,634
퇴직연금 TDF(억원)	513	3,036	7,080	15,351	30,860	76,306	74,581	79,502

자료: 제로인(펀드닥터프로), 금융투자협회, 금융감독원

한국형 디폴트옵션인 퇴직연금 사전지정운용제도는 2023년부터 도입되었는데, 당초 안전자산에 집중된 퇴직연금계좌들의 자산 구조를 적절한 수익을 추구하는 구조로 전환시키는 촉매제가 될 것으로 기대를 모았다. 그러나 현재까지 진행되고 있는 움직임은 기대와 달리 퇴직연금계좌들의 자산배분 구조에 거의 영향을 미치지 못하고 있다. 사전지정운용제도는 DC 및 IRP 가입 근로자가 일정 기간 내 구체적인 운용지시를 내리지 못하는 경우 자동으로 운용되는 상품(적격상품)을 근로자 스스로 미리 지정해 두도록 하는 제도이다. 미국 401k의 디폴트옵션과 달리 우리나라 퇴직연금 사전지정운용제도에서는 안정형펀드 편입에 대한 특별한 규제가 없을 뿐만 아니라, 원리금보장상품도 적격상품에 포함되어 있다. 따라서 사전지정운용제도 하에서의 자산배분 의사결정 환경이 이전과 달라진 것이 없다는 의견이 지배적이다. 그 결과가 2023년 사전지정운용제도 가입 현황에 반영되어 있다. 초저위험과 저위험에 포함되는 적격상품을 합하면 가입자 기준 93%를 차지해, 원리금보장형 중심의 기존 퇴직연금 자산배분과 거의 차이가 없다. 따라서 DC와 IRP 비중이 커지는 우호적인 환경하에서도 현재의 사전지정운용제도하에서는 실적배당형 상품의 비중이 단기간에 늘어나기 어려울 전망이다.

〈표 3〉 사전지정운용제도 가입 현황

	가입자 기준		적립금 기준	
	가입자	비중	적립금	비중
전체	200만명	100.0%	11,019억원	100.0%
초저위험	177만명	88.5%	9,393억원	85.2%
저위험	9만명	4.5%	806억원	7.3%
중위험	8만명	4.0%	488억원	4.4%
고위험	6만명	3.0%	332억원	3.0%

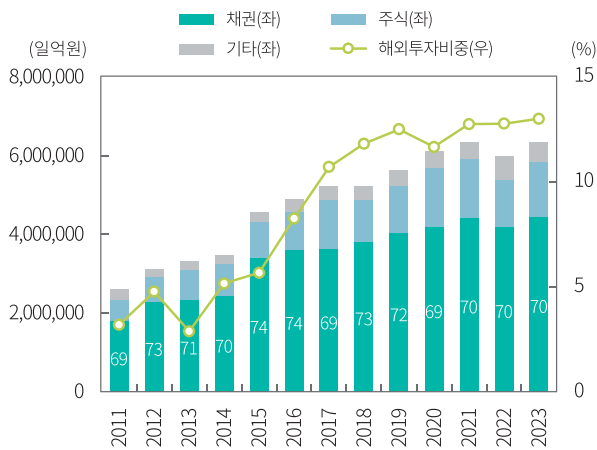
주 : 위험 분류는 사전지정운용제도 하의 적격상품 위험도 분류 기준

자료: 고용노동부

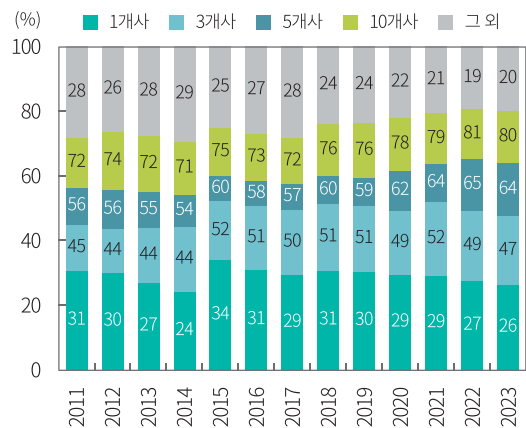
위험 요인

2024년에 예상되는 자산운용시장의 위험 요인 중 하나는 투자일임시장의 비중 확대를 들 수 있다. 자산운용사들의 운용자산 확보라는 측면에서 볼 때 투자일임시장의 성장은 당연히 자산운용사들에게는 기회가 될 것이다. 그러나 투자일임시장의 성장은 두 가지 측면에서 부정적인 영향도 미친다. 저수익성 자산인 채권 위주로 구성된 투자일임시장의 자산 구성은 자산운용사 영업수익성에 부정적인 영향을 미칠 가능성이 크다. 채권은 투자일임시장에서 70% 내외의 비중을 차지하고 있는데, 추세적으로 거의 변화가 없다. 보수율이 낮은 채권 위주의 자산 구성에 더해, 투자일임시장의 고객인 기관투자자(연기금 및 보험사)들은 개인투자자에 비해 가격(운용보수) 협상력이 훨씬 강하다. 이는 동일한 자산에 대해서도 개인고객시장에 비해 더 낮은 운용보수가 책정될 가능성이 크을 의미한다. 투자일임시장의 성장은 자산운용사들 간의 양극화를 더 심화시킬 가능성도 있다. 투자일임시장의 주요 고객은 연기금과 보험사들이다. 따라서 보험사와 계열 관계에 있는 자산운용사, 브랜드가치가 뛰어난 자산운용사 등 소수의 대형 자산운용사들이 시장을 장악하고 있다. 이러한 회사들은 이미 규모의 경제를 확보하고 있어서, 전술한 저수익성 문제도 일정 수준 극복할 수 있다. 결국 투자일임시장에서 경쟁이 어려운 중소규모 자산운용사들은 대형사들과 운용자산 규모에 있어서 더 큰 격차를 보일 가능성이 크다.

〈그림 7〉 투자일임 설정 규모 및 구성



〈그림 8〉 상위 자산운용사의 투자일임시장 점유율 추이

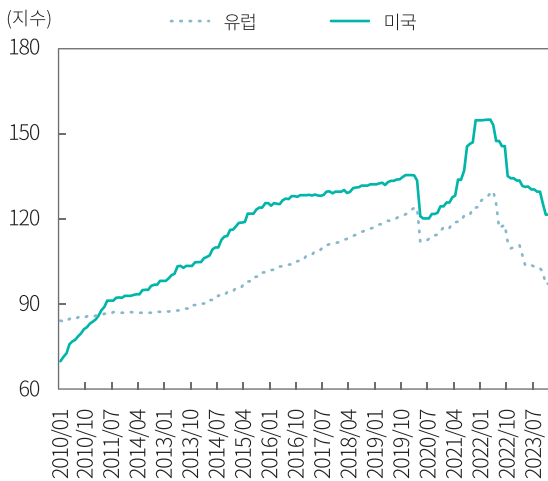


주 : 1) 좌측 그림의 기타 항목은 증권형의 혼합자산과 재간접형, 부동산, 파생형, 특별혼합 등을 포함
 2) 우측 그림은 상위 1개사, 3개사, 5개사, 10개 자산운용사가 투자일임시장에서 차지하는 합산 점유율을 의미
 자료: 금융투자협회, 남재우(2024) 재인용

2024년에는 우리나라 투자자들이 많이 가입한 해외부동산펀드의 부실화 이슈가 수면 위로 부상할 것으로 예상된다. 각국의 기준금리 인하가 시작될 전망이지만, 높아진 시중금리가 단기간 내에 과거와 같은 수준으로 떨어지기는 어려울 것으로 예상된다. 금리 하락이 글로벌 부동산시장에 온기를 불어넣기 위해서는 시간이 더 소요될 것이다. 이외에도 각국의 경기 둔화 가능성, 근무 형태의 변화 등 글로벌

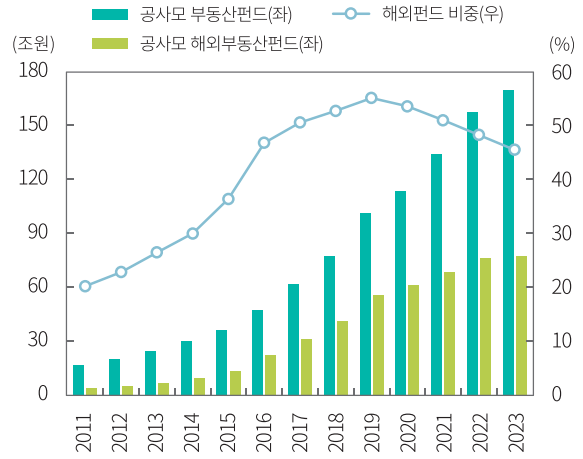
부동산시장에는 여전히 부정적인 변수들이 많은 상황이다. 2023년말에 순자산총액 기준 80조원에 근접한 국내 등록 공사모 해외부동산펀드 중 부동산가격 상승기에 설정된 펀드들의 부실 규모가 확인될 것으로 예상된다. 2023년말 미국과 유럽의 상업용부동산 가격지수는 정점 대비 각각 21.6%와 25.1% 떨어졌다. 부동산펀드는 지분투자자들의 투자와 선순위 대출을 기반으로 자산을 매입한다. 채권 권리상 선순위에 있는 대출의 존재로 인해 펀드 지분투자자들은 펀드 편입 자산의 가격 하락폭보다 더 큰 손실을 입게 된다. 펀드 편입 자산 가격 하락에 따른 순자산가치 하락은 각 펀드 편입 자산의 주기적인 감정평가 직후 확인될 것이며, 일부 펀드는 손실 확정 후 청산절차를 밟게 될 것으로 예상된다. 이러한 과정은 편입 자산 가격 하락 이후 시차를 두고 진행되므로 2024년에 본격화될 전망이다.

〈그림 9〉 글로벌 상업용부동산가격지수



자료: Green Street

〈그림 10〉 해외부동산펀드 비중



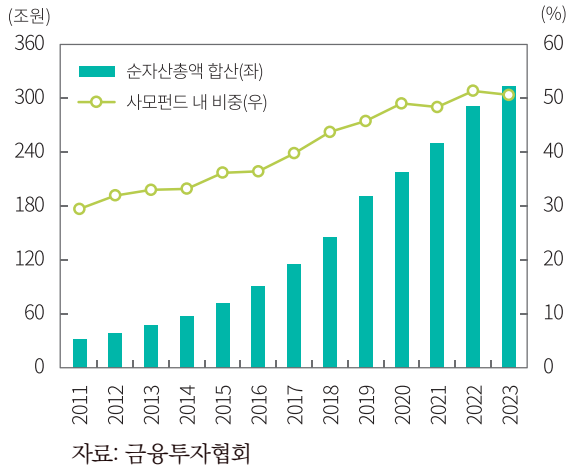
자료: 금융투자협회

해외부동산펀드를 중심으로 한 부동산펀드 부실 문제는 사모펀드 전문 운용업(일반 사모운용회사)의 건전성 문제와도 연결된다. 일반 사모운용회사는 진입제도가 등록제로 바뀐 2010년대 중반 이후 그 수가 급격하게 늘어나 2023년 3월 기준 369개사에 달한다. 2023년 9월말 기준 474개 자산운용사 중 205개사의 당기순이익이 적자를 기록하고 있는데,¹⁾ 이 중 대다수가 일반 사모운용회사인 것으로 추정된다. 2024년에는 사모펀드 전문 운용회사들의 건전성 문제가 본격적으로 부각될 가능성이 있다. 단기간에 신규진입 회사 수가 급증함에 따라 첨예한 경쟁이 벌어지고 있다. 여기에 더해 부동산펀드와 특별자산펀드에 집중된 운용자산의 구조도 자산시장의 현황과 맞물리면서 건전성 문제에 영향을 미칠 것이다. 2023년말 기준 부동산펀드와 특별자산펀드의 순자산총액 합산액은 전체 사모펀드 순자산총액의 50%가 넘는다. 특히, 일반 사모운용회사들의 시장진입이 본격화된 2015년 이후 그 비중은 계속해서 상승하고 있다. 해외부동산펀드의 손실이 확정되고, 청산이 본격화되면 시장 전체의 순자산가치도

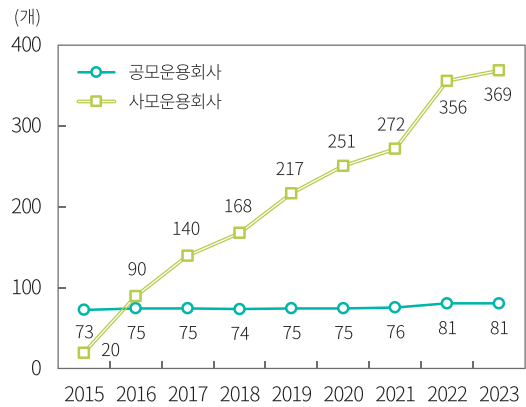
1) 2023년 1~3분기 누적 기준(금융투자협회)

크게 하락할 것으로 보인다. 자산 유형에 따라 차이는 나겠지만, 특별자산펀드도 유사한 상황일 것으로 추정된다. 이 경우 일반 사모운용회사들의 운용자산 규모 위축이 불가피할 것이고, 경영성과에도 큰 영향을 줄 것으로 예상된다.

〈그림 11〉 사모부동산펀드와 사모특별자산펀드



〈그림 12〉 사모펀드 전문 운용사 진입 현황



주 : 사모운용회사는 사모펀드만 운용할 수 있는 일반 사모운용회사를 의미
 자료: 송홍선(2023) 재인용

2024년 자산운용업 전망 종합

지금까지 2024년 자산운용시장과 산업에 영향을 미칠 주요 이슈들을 세 가지 테마의 범주에서 논의했다. 시장에 긍정적인 영향을 미칠 변수들이 많지만, 한계도 명확할 것으로 보인다. 요약하자면, 2024년에 자산운용시장은 양호한 성장세가 예상되는 가운데, 자산운용사 간 차별화가 더욱 심화될 것으로 전망된다. 전망이 밝은 분야는 TDF를 포함한 자산배분형 상품, 액티브 ETF 및 채권형펀드 등을 들 수 있겠다. 반면, 부동산과 특별자산 분야는 부정적인 변수가 많을 것으로 예상된다.

자산운용산업에 영향을 미칠 것으로 보이는 핵심 변수들을 긍정적 변수와 부정적 변수로 나누어 살펴보면서 글을 마무리한다. 먼저 대내외 경제환경을 살펴보면, 인플레이션 둔화와 금리하락, AI 기반 혁신산업의 성장이 예상되는 반면, 주요국 경기 둔화 가능성도 열려 있다. 자산운용시장의 환경은 연금저축, ISA 등 장기계획성 저축계좌의 확대와 ETF의 진화, 판매채널 다양화 등 수요를 촉진시킬 수 있는 긍정적 변수들이 다수 존재한다. 이러한 변수들이 자산운용사를 포함한 금융회사들의 자산관리 서비스와 잘 연계될 경우 그 잠재력은 무척 클 것으로 예상된다. 반면, 개인투자자들의 직접투자 선호, 자산운용사의 낮아진 영업수익성, 자산관리 시장에서의 금융권역 간 경쟁 격화 등은 자산운용사들이 직면할 어려운 변수들이다. 제도 및 정책 환경에도 긍정 및 부정적 변수들이 공존할 것으로 예상된다. 2023년부터 시동을 걸기 시작한 공모펀드 활성화 정책은 2024년에도 이어질 전망이다. 공모펀드

상장, 펀드 판매사 간 판매보수 경쟁 등 이미 굵직한 정책들이 제시된 데 이어, 개방형 판매채널 경쟁 체계 구축 등 온라인 펀드 판매 플랫폼 대폭 개편, 판매보수 체계 개선, 대체투자펀드를 중심으로 한 펀드 자산운용 규제 완화 등 아직 개선의 여지가 많이 남아 있다. ISA 세제혜택 확대 등 세제혜택계좌를 활성화하려는 정부의 의지도 강력한데, 이는 자산운용시장에 매우 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다. 다만, DB, DC 및 IRP 등 퇴직연금과 관련된 자산운용 규제는 여전히 보수적인 시각에 머물러 있어서, 2024년 자산운용시장 성장에 한계점으로 작용할 것으로 예상된다.

〈표 4〉 2024년 자산운용산업 환경

구분	핵심 변수
대내외 경제 환경	- (긍정적 변수) 인플레이션 둔화, 금리 하락, AI 기반 혁신 산업 성장 - (부정적 변수) 주요국 경기 둔화
자산운용시장 환경	- (긍정적 변수) 장기 계획성 저축계좌(연금저축, ISA 등)확대, ETF의 진화, 판매채널 다양화, 기관투자자 운용자산 지속적 증대 - (부정적 변수) 개인투자자의 직접투자 선호, 저수익구조로 변화되는 자산운용사 핵심 운용자산, 광의의 자산관리 영역에서 금융권역간 경쟁 격화
제도 및 정책 환경	- (긍정적 변수) 공모펀드 활성화 정책, ISA 등 세제혜택계좌 활성화 정책 - (부정적 변수) 보수적인 퇴직연금(DB, DC, IRP) 자산운용 관련 규제 및 정책

참고문헌

남재우, 2024, 『투자일임업의 발전과 자산운용회사의 대응』, 자본시장연구원 이슈보고서(발간 예정).

송홍선, 2023, 『규제완화 이후 사모펀드운용업: 진단과 과제』, 자본시장연구원 이슈보고서 23-27.

Broadridge, 2023, *Preparing for the Next Evolution in Passive Investing: Direct Indexing*.

- 금융감독원 www.fss.or.kr
- 금융투자협회 www.kofia.or.kr
- 고용노동부 www.moel.go.kr
- 한국거래소 www.krx.co.kr
- Green Street www.greenstreet.com
- Statista www.statista.com