

미국 주식시장과 실물경제 괴리에 대한 평가*

연구위원 장근혁

2020년 글로벌 주식시장은 코로나19 감염확산으로 큰 조정을 겪은 후 반등에 성공하여 일부 주요지수들은 2019년말 수준을 회복하기도 하였다. 실물경제는 3, 4월 최악의 상황을 나타낸 후 5월에 경제활동 재개로 반등하는 모습을 보이지만 아직 정상화로 보기 어려운 가운데, 실물경제와 주식시장의 괴리에 대한 우려도 커지고 있다.

현재 실물경제상황과 괴리가 있지만, 경기에 선행하는 주식시장은 2분기를 경기 저점으로 하반기 기부의 경기 회복을 선반영하고 있으며, 향후 경기회복 여부에 따라 주식시장과 실물경제의 괴리가 결정된다고 볼 수 있다. 코로나19로 인해 미래를 예측하기 어려운 현재 상황에서 시장 참여자들은 하반기의 경기회복 경로를 면밀히 모니터링하며 시장대응을 하여야 한다. 정책 당국은 국내외 상황 변화에 따라 금융시장과 실물경제 흐름을 주시하고, 금융시장의 안정 유지와 함께 경제주체들의 경제활동 정상화를 위한 역할을 할 필요가 있다.

미·중 무역합의와 함께 글로벌 경기회복 기대로 2020년 글로벌 주식시장은 호조로 출발하였다. 중국에서 코로나19 상황이 악화되고 일부 아시아 지역에서 확산이 진행되는 동안에도 주식시장은 상승세를 보였지만, 이탈리아를 비롯한 유럽과 미국에서 코로나19 확산이 증가하고 전세계적 감염확산이 현실화되면서 글로벌 주식시장은 급격한 조정을 겪었다. 미국과 유럽의 봉쇄 조치(shut down)에 따른 경제활동 위축으로 인한 기업 부도위험 급등과 급격한 경기침체 우려로 금융시장은 패닉(panic) 상황이었으나, 미국 등 주요국의 유동성 공급을 포함한 적극적인 통화 및 재정 정책으로 금융시장은 안정을 찾았다.

5월부터 미국과 유럽 지역에서 봉쇄가 해제되고 경제활동 재개가 진행되면서 글로벌 주식시장은 반등에 성공하였으며, 일부 주요지수들은 2019년말 수준을 회복하기도 하였다. 반면 실물경제지표는 봉쇄 조치가 진행되었던 3, 4월 최악의 상황을 나타낸 후 5월부터 경제활동 재개로 반등이 시작되었지만 코로나19 감염확산 이전에 비하면 실물경제 상황은 아직 정상화로 보기 어렵다. IMF는 6월 25일 전세계 경제성장률 전망치를 대폭 하향 조정하고, 금융안정보고서(GFSR)에서 현재 진행 중인 실물경제와 금융시장의 괴리 현상이 자산 가치의 조정으로 이어질 수 있다고 우려를 나타냈다.

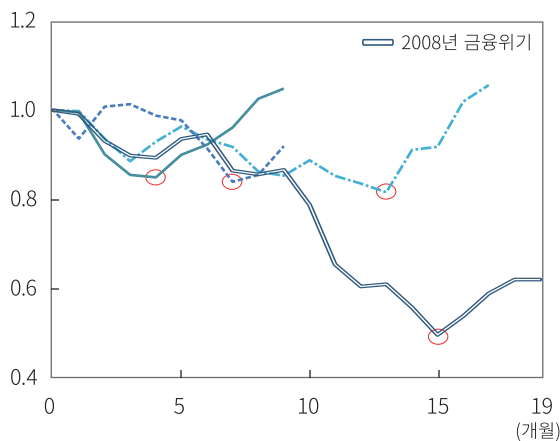
* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

코로나19 감염확산 이후 미국의 코로나19 상황에 따라 국내 금융시장도 민감하게 반응¹⁾하고 있는 점을 감안하여, 본고에서는 과거 실물경제 데이터 사용이 용이한 미국을 중심으로 경제활동 재개와 주식시장의 회복에 대하여 살펴보고자 한다. 과거 경기 수축기 동안 미국 주식시장의 반등 상황을 비교 하면서 최근 빠르게 회복한 주식시장에서 반영하는 기대를 평가해 보고 시사점을 제시하고자 한다.

경기순환국면과 주식시장

기업활동은 경제상황과 연동된다. 기업활동과 관련된 대표적인 금융시장 지표로 주가지수와 신용스프레드를 들 수 있으며 주가지수와 신용스프레드는 경기순환국면과 밀접한 관계가 있다.²⁾ 잠재성장률보다 높은 성장 시기인 경기 상승국면에서, 기업들의 수익도 증가하면서 주식시장은 상승세를 나타내며 신용스프레드는 축소된다. 경기 하강국면³⁾동안 경제성장률은 잠재성장률에 미치지 못하며, 기업활동 위축으로 인해 주식시장은 조정 기간을 보내게 되고 기업들의 신용스프레드도 증가한다. 주식시장은 하강국면의 마지막인 저점(trough) 직전부터 다시 반등하기 시작하는데, <그림 1>에서 저점(개별 그래프의 오른쪽 끝 부분)보다 2~5개월 전부터 주식시장은 반등하는 모습을 보였다. 저점 이후부터 경제가 정상화되면서 잠재성장률 이상으로 성장하게 되는데, 주식시장은 이를 선반영한다고 볼 수 있다.

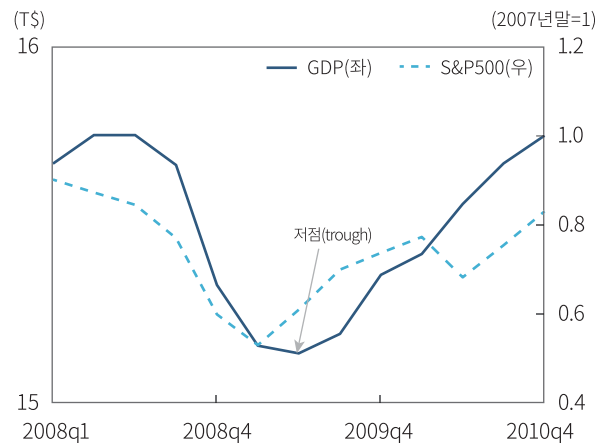
<그림 1> 경기수축기 동안 S&P500지수



주 : 1980년부터 NBER 경기수축기(contraction) 표시, 가로축은 수축기 진입 후 경과기간(개월), 세로축은 직전 월말 지수를 1로 표준화

자료: NBER, Bloomberg

<그림 2> 금융위기 당시 GDP와 S&P500지수



주 : 2008년부터 NBER contraction 기간(분기)

자료: NBER, Bloomberg

1) 코로나19 감염확산 이후 2월 21일~6월 26일 기간 중 KOSPI지수와 S&P500지수간 주간 수익률의 상관관계는 0.93 수준이다.

2) 자본시장연구원, 2018년 하반기, 『경제 및 자본시장 전망』.

자본시장연구원, 2019년 상반기, 『경제 및 자본시장 전망』.

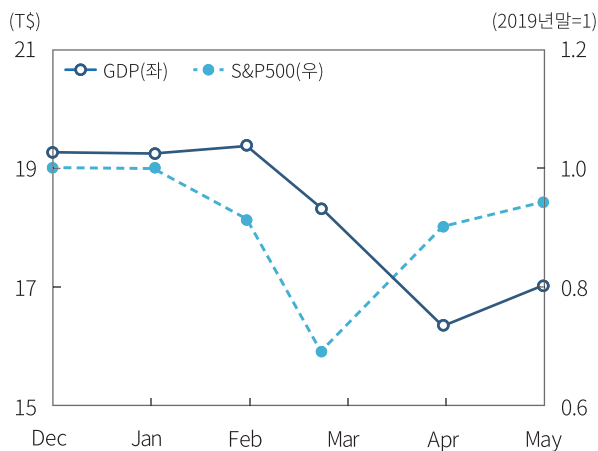
3) 상승국면과 하강국면은 NBER 기준으로 각각 확장기(Expansion) 지난번 저점(trough)에서 정점(peak)까지 기간)과 수축기(Contraction, 정점(peak)에서 저점(trough)까지 기간)를 나타낸다.

코로나19 이전 경기 수축기인 2008년 금융위기 당시 경기 회복과 주가지수의 관계를 보면 <그림 2>와 같다. S&P500지수는 2007년말 대비하여 2009년 1분기까지 50% 넘게 하락한 이후에 저점인 2분기 직전부터 반등하여 2010년 1분기에 2007년말 지수의 80% 수준을 회복하였다.⁴⁾

코로나19 감염확산과 주식시장

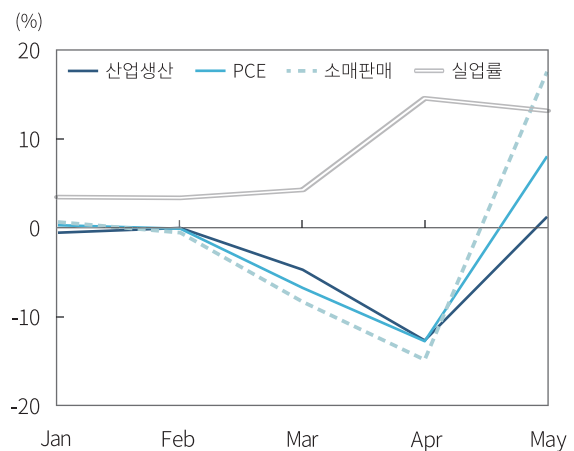
2020년 코로나19 감염확산 시기 중에 봉쇄 조치에 따른 경제활동 제약으로 인해 기업들의 신용위험이 급등하고 급격한 경기침체 우려가 심화되면서, 주식시장도 큰 조정을 겪게 된다. 신용시장의 위축과 유동성 위기 상황이 발생하면서 금융시장이 불안해지고, 실물경제 악화를 선반영하면서, 3월 중 주가지수가 급락⁵⁾하였다. 미연준의 무제한 양적완화 및 회사채 매입방안과 정부의 대규모 재정 부양책에 대한 기대로 금융시장은 3월 24일부터 점차 안정을 찾게 되었다. 금융시장의 신용경색 우려와 유동성 위험이 완화된 면도 있지만, 코로나19로 인한 경기침체는 경제활동이 재개되고 각종 재정 정책이 효과를 본다면 하반기부터 실물경제가 회복될 수 있다는 기대가 반영된 것으로 볼 수 있다.

<그림 3> 월별 GDP와 S&P500 지수(2020년)



주 : IHS Markit에서 제공하는 월별 GDP
S&P500지수는 월말 값이며 3월은 23일 값 사용
자료: Bloomberg, IHS Markit

<그림 4> 미국 주요 경제지표 추이(2020년)



주 : 산업생산, PCE, 소매판매는 전월비 증가율
자료: Bloomberg

금융시장이 안정되고 주식시장은 3월 23일 저점을 찍으며 반등에 성공하였지만, <그림 3>과 <그림 4>에서 볼 수 있듯이 실물경제 지표는 봉쇄 조치로 인해 3, 4월에 최악의 상황을 나타내고 있다. 4월 말 이후 미국 및 유럽 주요국의 봉쇄조치가 단계적으로 해제되고, 경제활동이 재개되면서 5월 생산 및 소비지표가 반등하기 시작하는데, 주식시장은 이를 선반영하여 빠르게 회복된 것으로 볼 수 있다. 2차

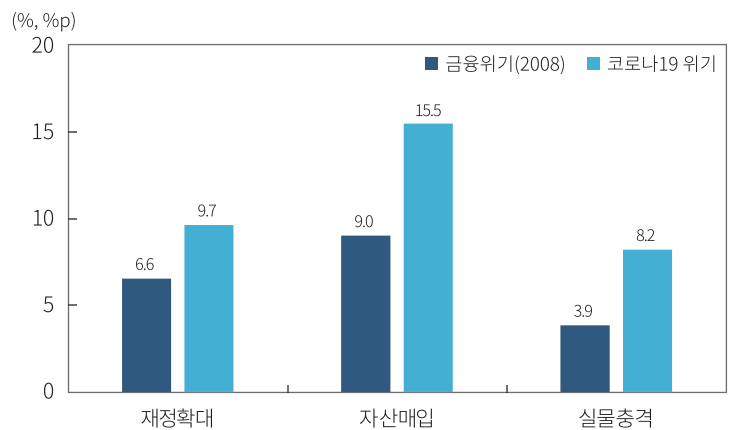
4) 동기간 GDP 갭은 -3.5%에서 -1.9%까지 음의 갭이 감소(44% 감소)한다. GDP갭은 (실제GDP-잠재GDP)/(잠재GDP)를 의미한다.

5) 2월 21일~3월 23일까지 S&P500지수와 KOSPI지수는 각각 31%, 33% 하락하였다.

감염확산 없이 코로나19가 완만한 소강상태로 진행된다면, 2분기가 경기 저점(trough)에 해당되고 하반기부터 경기회복을 기대할 수 있으며, S&P500지수의 반등은 이러한 경기회복을 반영한 것으로 분석된다.⁶⁾

경기회복 기대에도 불구하고, 코로나19로 인한 실물경제의 충격을 감안하면 6월 8일 S&P500지수가 2019년말 수준을 회복한 점은 다소 과도하게 볼 수도 있다. <그림 5>에서 코로나19 위기는 2008년 금융위기 당시에 비해 실물경제 충격의 규모가 크지만, 통화 완화 및 재정 확대 규모 역시 증가하였다. 이러한 점들은 실물경제 회복에 앞서 금융시장의 안정과 주식시장의 회복에 도움을 주었고, 또한 실물경제 회복에 대한 기대를 높이는 역할을 했다고 볼 수 있다.

<그림 5> 금융위기(2008년)과 코로나19 위기 비교



주 : 자산매입은 연준의 GDP대비 자산규모 확대, 실물충격은 충격 발생전 GDP 전망치와 충격 이후 실제치(또는 전망치) 간 차이

자료: Bloomberg, IMF

코로나19 상황과 개별 주식의 성과

코로나19로 인한 주식시장 영향을 분석해 보면 몇 가지 특징을 볼 수 있다. 봉쇄 조치와 사회적 거리두기가 시행되면서 산업이나 개별기업 특성에 따라 기업활동 및 수익성 격차가 발생하였다. 업종, 해외수출(사업) 비중, 현금보유 비중, 레버리지에 따라 코로나19 감염확산 시기에 수익률 차이가 심해되었다.⁷⁾ 이러한 차이는 봉쇄 여부와 경제활동 재개 상황에 따라 변하는데, 개별 주식들의 성과 차이를 비교해 보면 역으로 코로나19 상황에 대한 시장 반응을 해석해 볼 수 있다.

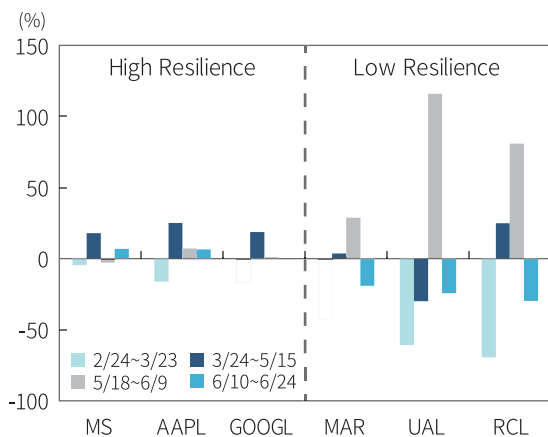
<그림 7>은 'Resilience' 정도에 따라 구분한 기업들의 코로나19 관련 시기별 CAPM 조정수익률을 나타낸 그래프이다. 'Resilience'는 기업의 영업관련 활동이 사회적 거리두기와 조화가 가능한 정도로

6) 2020년 2분기가 경기저점으로, GDP 겹은 2020년 2분기 -10.3%에서 2020년 4분기 -5.9%까지 음의 겹이 감소(42% 감소)할 것으로 예상된다. (자본시장연구원, 2020년 상반기, 『경제 및 자본시장 전망』 참고)

7) 김준석, 2020; Ramelli & Wagner, 2020

평가하며, 재택근무 가능 정도, 종업원간 상호작용이나 밀착도 정도 등을 감안한다.⁸⁾ ‘Low resilience’ 기업들은 주식이 급락하던 기간(2/24~3/23)뿐 아니라 금융시장이 안정을 찾고 주식시장이 반등하던 구간(3/24~5/15)에서도 상대적으로 좋지 않은 성과를 나타내지만, 경제활동 재개가 본격화되고 백신 개발 기대감이 커지는 구간(5/18~6/9)에서 상대적으로 높은 수익률을 보였다. 5/18~6/9 구간에서 경제 정상화에 대한 기대가 커지면서 S&P500지수도 상승폭을 키우며 6월 8일에 증가기준으로 2019 연말 수준을 회복하였다. <그림 6>의 마지막 구간(6/10~6/24)에서 ‘Low resilience’ 기업들의 성과가 다시 상대적으로 부진하게 되는데, 미국내 코로나 신규 감염자가 증가세로 전환되고 일부 주(텍사스 등)에서 재봉쇄 우려가 커지는 상황을 반영한다고 볼 수 있다(<그림 7>). 이 기간 동안 재봉쇄로 인한 경기회복 지연 우려가 증가하면서 S&P500지수도 -5% 수익률을 기록하는데, 이러한 상황이 향후 실물경제와 주식시장간의 괴리가 현실화될 수 있는 가장 큰 위험요인이라고 할 수 있다.

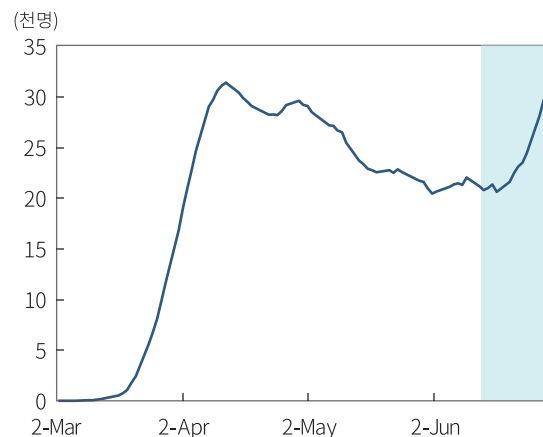
<그림 6> 시기별 미국 주식 CAPM-조정수익률



주 : CAPM-조정수익률은 베타를 감안한 초과수익률 의미, ‘High resilience’ 기업으로 MS, 애플, 구글을 예시, ‘Low resilience’ 기업으로 매리엇, 유나이티드항공, 로얄캐리비언을 예시 (Pagano et al, 2020)

자료: Bloomberg, Fama-French data, 자본시장연구원

<그림 7> 미국 코로나19 신규확진자 추이



주 : 7일 평균

자료: Bloomberg

맺음말

코로나19 감염확산으로 큰 조정을 겪었던 글로벌 주식시장은 빠르게 반등하여 일부 지수들은 2019 연말 수준을 거의 회복하였으나, 아직 실물경제의 회복은 가시화되지 않은 상황이다. 실물경제와 주식시장의 괴리에 대한 우려가 커지고 있지만, 현재의 주식시장은 경제활동이 재개되면서 2분기를 경기 저점으로, 하반기부터 경기 회복을 기대하고 있다고 평가할 수 있다. 또한 봉쇄로 인한 실물경제 충격 규모가 크지만, 통화 완화 및 재정 확대 정책은 실물경제 회복에 앞서 금융시장의 안정과 주식시장의 빠른

8) Pagano et al, 2020

회복에 도움을 주었다고 볼 수 있다. 다만, 코로나19 재확산으로 인한 경제 재봉쇄는 향후 경기회복이 지연되면서 실물경제와 주식시장간의 괴리가 현실화될 수 있는 가장 큰 위험요인이라고 할 수 있다.⁹⁾

국내 주식시장의 회복도 미국 주식시장과 같은 맥락으로 해석할 수 있다. 결국 하반기의 경기회복 여부에 따라서, 주식시장과 실물경제의 괴리가 결정된다고 볼 수 있기 때문에 하반기의 경제 정상화 및 금융시장의 안정이 더욱 더 중요하다. 코로나19로 인해 미래를 예측하기 어려운 현재 상황에서 시장 참여자들은 하반기의 경기회복 경로를 면밀히 모니터링하며 시장대응을 하여야 한다. 정책 당국은 국내외 상황 변화에 따라 금융시장과 실물경제 흐름을 주시하고, 금융시장의 안정 유지와 함께 경제주체들의 경제활동 정상화를 위한 역할을 할 필요가 있다. 또한, 본문의 'Resilience' 사례에서 보았듯이, 기업들에게도 방역 및 사회적 거리두기와 조화를 이루면서 기업활동을 정상화할 수 있는 전략에 대한 고민이 요구된다.

참고문헌

김준석, 2020, 코로나19의 주식시장에 대한 영향 평가, 자본시장포커스 2020-6호.

자본시장연구원, 2018년 하반기, 『경제 및 자본시장 전망』.

자본시장연구원, 2019년 상반기, 『경제 및 자본시장 전망』.

자본시장연구원, 2020년 상반기, 『경제 및 자본시장 전망』.

Koren, M., Peto, R., 2020, Business disruptions from social distancing, Covid Economics 2(CEPR), 13-31.

Pagano, M., Wagner, C., Zechner J., 2020, Disaster resilience and asset prices, Covid Economics 21(CEPR), 1-39.

Ramelli, S., Wagner, A. F., 2020, Feverish stock price reactions to Covid-19, Swiss Finance Institute Research Paper Series.

9) IMF는 6월 25일 금융안정보고서에서 주식시장 조정 위험요인으로 코로나19의 2차 감염확산 외에도, 주요국의 통화정책 변화, 무역갈등을 제시하였다.

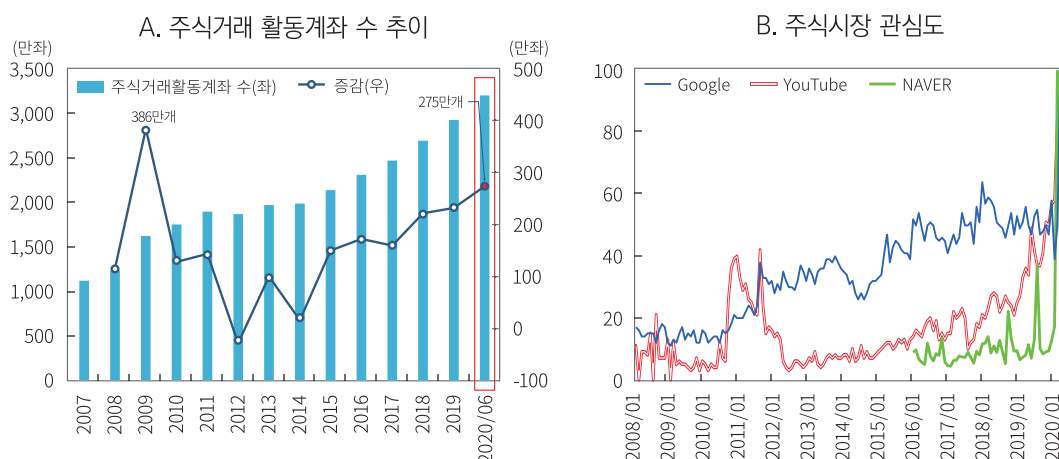
코로나19 위기와 최근 주식투자 수요 증가에 대한 소고*

연구위원 김민기

올해 코로나19 위기로 주식시장 변동성이 높아진 가운데, 개인투자자의 주식시장 참여도는 점점 높아지고 있다. 이와 관련하여 본고에서 올해 개인투자자의 주식매수의 몇 가지 특징을 살펴본 결과, 주식시장이 코로나19 위기로 인한 충격을 회복하는 과정에서 투자위험도가 높은 주식에 대한 개인투자자의 매수세가 증가하고 있는 것으로 관측된다. 또한 같은 기간 변동성 및 왜도가 높은 주식에 대한 신용융자 매수세가 늘어나고 있다. 저금리 시대에 위험자산 투자는 가계의 자산형성에 필수적인 요소이지만, 여전히 대내외적 하방 불확실성이 상존하고 있어 투자자들은 적절한 위험분산을 실행하거나 과도한 레버리지 활용을 지양할 필요가 있다.

올해 코로나19 대유행으로 주식시장의 변동성이 높아진 가운데 주식투자에 대한 관심이 뜨겁다. 주식시장이 급락했던 3월 주식거래 활동계좌¹⁾는 3천만 계좌를 돌파했고²⁾, 올해 6월까지(6/24 기준) 약 275만 개의 활동계좌가 늘어나 2009년 이후 신규 투자자가 가장 많이 유입됐다. 또한 국내 상위 검색포털의 주식시장 관련 검색이 급격하게 늘어나는 등 사람들 사이에서 주식투자가 유행하고 있는 것으로 보인다. (<그림 1> 참고)

〈그림 1〉 주식거래 활동계좌 수 및 주식시장 관심도 추이



주 : 그림1-B는 '주제어: 주식(stock)'의 구글 웹 검색(Google) 및 유튜브 검색(YouTube) 트렌드와 네이버 주식시장 관련 검색어(주가, 주식시장, 주식투자, 코스피, 코스닥) 트렌드를 나타냄

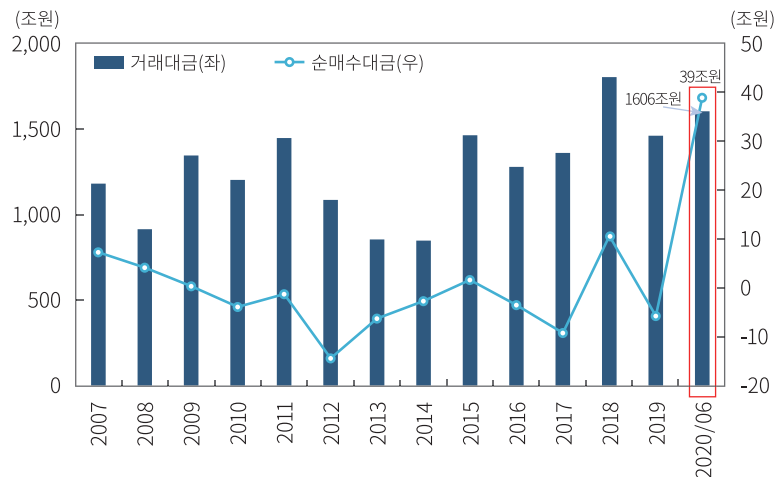
자료: 금융투자협회, 구글 트렌드(trends.google.co.kr), 네이버 데이터랩(datalab.naver.com), 저자 계산

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

1) 예탁자산 10만원 이상, 6개월간 한 차례 이상 주식이 거래된 증권계좌

주식투자에 대한 수요는 양적 지표인 거래실적으로도 분명하게 관측된다. <그림 2>에서 볼 수 있듯이 올해 1월부터 6월(6/26 기준)까지 약 39조원의 개인투자자 투자자금이 증시로 순유입되었는데, 이는 글로벌 금융위기 기간(2007-2009)을 훨씬 상회한다. 또한 개인투자자의 거래대금은 1,606조원으로 이미 작년도 수준을 돌파했고, 올해 사상 최대 거래실적을 기록할 것으로 전망된다.

<그림 2> 연도별 개인투자자 거래실적



주 : 거래대금은 매수대금과 매도대금의 평균으로 산출

자료: DataGuide, 저자 계산

코로나19 위기가 종식되지 않았고 여전히 여러 대내외적 불확실성이 상존하고 있음에도 주식투자에 대한 수요 증가는 지속되고 있는 바, 본 고에서는 이와 관련한 몇 가지 잠재적인 우려사항을 점검하고자 한다.

최근 개인투자자 주식 매수세의 특징

통상 개인투자자는 합리적인 자산배분을 통해 위험이 잘 분산된 포트폴리오에 장기적으로 투자하기보다 소수 종목에 집중한 고위험-고수익 투자를 추구하는 경향이 짙은 것으로 잘 알려져 있다.³⁾ 이는 개인투자자가 분산투자 및 위험관리에 대한 중요성을 제대로 인지하지 못하는 경우도 있지만, 시간적·기술적인 한계 탓에 위험자산 포트폴리오를 체계적으로 관리하기 어렵기 때문이다. 따라서 투자 위험 및 기업에 대한 사전적 분석 없이 단기적인 고수익을 노리는 주식매매⁴⁾가 자주 발생하곤 한다.

2) 매일경제, 2020. 3. 11, 주식거래계좌 3천만개 돌파...경제활동인구보다 많아.

3) 김재욱 외 (2008)에 의하면, 개인투자자가 주식시장에 요구하는 적정 수익률(required rate of return)은 평균 28.8%로 지나치게 높았다. 또한 설문 결과, 개인투자자는 대형주보다 중·소형주를 선호하고, 평균 보유 종목 수 또한 3개 미만으로 분산된 포트폴리오를 구축하지 않고 있었다.

김재욱, 박영석, 이재현, 박성호, 2008, 개인투자자의 투자행태와 위험에 대한 인식에 관한 연구, *Financial Planning Review* 1(1), 19-46.

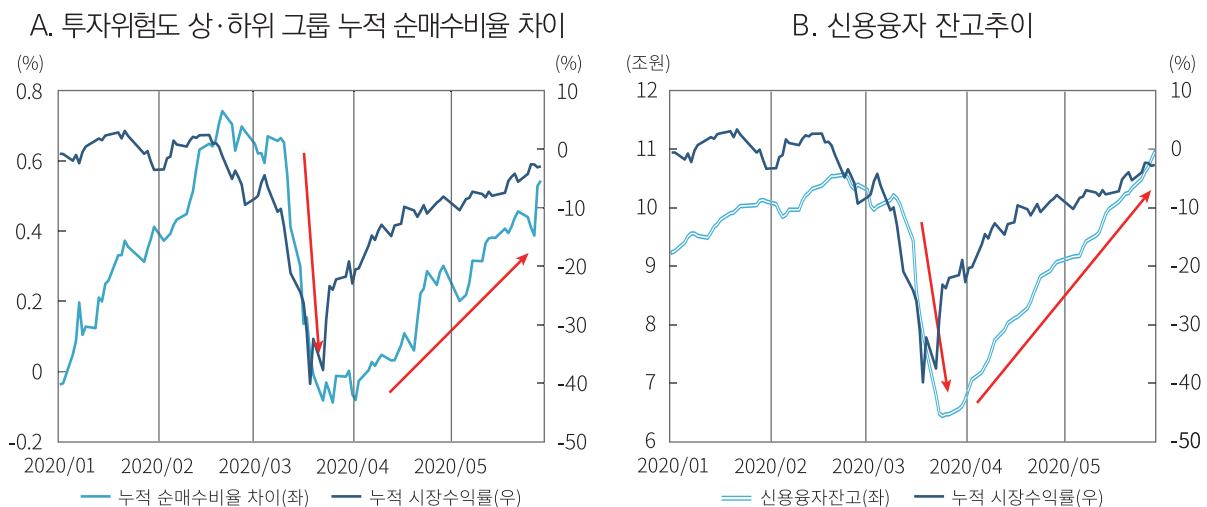
4) 올해 정치, 언택트 등 다양한 테마주의 등장, 그리고 최근 불었던 우선주 광풍도 이러한 행태를 여실히 보여준다.

최근처럼 불확실성이 높은 시기에는 위험자산 투자에 보수적으로 접근할 필요가 있는데, 최근 개인 투자자의 주식 매수세에는 크게 두 가지 우려사항이 있다.

먼저, 코로나19로 인한 증시 충격 이후 주식시장이 회복하면서 투자위험도가 높은 주식에 대한 매수세가 점점 강해지고 있다. <그림3-A>는 투자위험도⁵⁾가 높은 주식 그룹과 낮은 주식 그룹간의 개인 투자자 누적 순매수 비율의 차이⁶⁾를 나타낸다. 주식시장이 급락하고 변동성이 높은 시기에는 개인투자자가 상대적으로 안전한 주식에 대한 매수세가 강해 두 그룹간 누적 순매수비율의 차이(투자위험도 상위그룹-하위그룹)가 급격하게 감소한다. 이는 위험이 가중되는 시기에 투자자들이 상대적으로 안전한 자산을 선호하는 현상(flight-to-quality)으로 풀이된다. 그러나 이후 주식시장이 빠르게 회복하면서 개인투자자들은 고위험 주식에 대한 매수 비중을 높이고 있는 것으로 관측된다.

위험감내 수준에 맞는 자산배분 및 위험분산이 실행되지 않는 한, 향후 위기 상황이 지속될 시 투자 위험도가 높은 주식에 투자하는 것은 과도한 꼬리위험(tail risk)에 노출될 수 있어 적절한 위험관리가 요구된다.

<그림 3> 최근 개인투자자 주식 매수세의 특징



주 : 그림 3-A는 투자위험도 상·하위 30% 그룹의 누적 순매수비율(=순매수대금/시가총액) 차이[상위-하위 그룹]를 표시
 자료: DataGuide, 저자 계산

5) 각 개별 기업의 투자위험도는 회계정보 및 시장정보를 활용한 부도예측 헤저드 모형(hazard model)으로 측정한다. 모형에 대한 자세한 방법은 다음 논문을 참고한다.

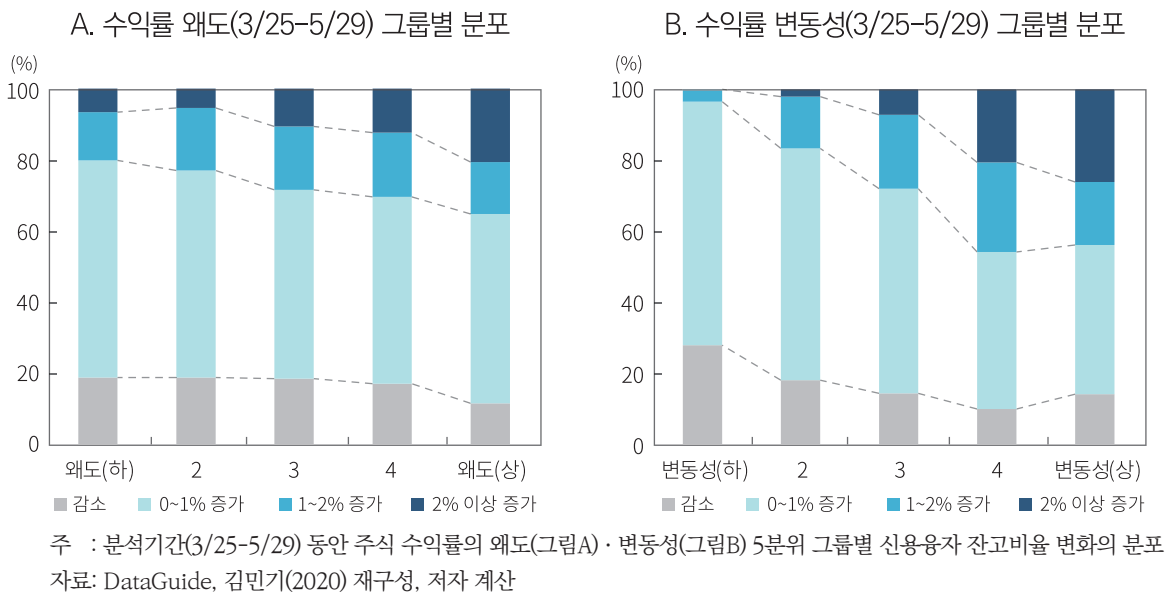
이인로, 김동철, 2015, 회계정보와 시장정보를 이용한 부도예측모형의 평가 연구, 「재무연구」 28(4), 625-665.

6) 각 그룹에 속한 주식의 개인투자자 순매수대금 합계를 시가총액 합계로 나누어 그룹별 일간 순매수비율(%)을 산출하고, 이를 일별로 누적하여 계산한다.

그리고 코로나19로 인한 증시 급락 이후 주식시장 회복과 함께 신용융자 잔고 또한 빠르게 증가하고 있어 투자자금의 건전성 악화가 우려된다. <그림 3-B>에서 알 수 있듯이 신용융자 잔고는 주식시장 급락과 함께 반대매매로 인해 급격히 감소한 후, 주식시장의 회복세보다 빠르게 증가하여 코로나19 사태 이전 수준을 돌파했다.⁷⁾

또한 최근 보고서⁸⁾에 따르면, 신용융자 잔고 증가가 주로 단기간에 주가가 급등했던 주식에 집중되어 있는 것으로 확인됐다. 간단한 예시로 <그림 4>는 최근 신용융자 잔고가 상승하는 기간(3/25-5/29) 동안 주식 수익률의 특징에 따른 그룹별 신용융자 잔고비율 변화⁹⁾의 분포를 나타낸다. 주식 수익률의 특징은 왜도(skewness)와 변동성(volatility)을 활용한다. 분석 결과 주식 수익률의 분포 상 양(+)의 꼬리가 두꺼운(단기급등 가능성이 높은) 그룹에서 신용융자 잔고비율이 상승한 주식의 비중이 더 많이 집중되어 있다. 이는 개인투자자가 변동성이 높고 단기간에 급등했던 주식을 상대적으로 더 많은 레버리지를 활용하여 매수했음을 의미한다.

〈그림 4〉 최근 주식 수익률 특징별 신용융자 잔고비율 변화 분포



신용융자를 통한 주식 매수는 주가가 상승하면 시장수익률 대비 초과수익을 거둘 수 있지만, 반대로 주가가 하락하면 더 큰 손실을 볼 수 있어 일반적인 현금거래에 비해 위험한 투자 방식이다. 향후 주식시장 변동성이 확대될 경우 차입을 통한 주식매수는 반대매매 위험에 노출될 수 있고, 특별한 호재나 이벤트가 아닌 단기간의 주가 급등은 이후 단기 반전(short-run reversal)의 가능성이 높기 때문에 투자자들은 레버리지 활용에 유의할 필요가 있다.

7) 금융투자협회에 따르면, 6/26 기준 약 12.5조원으로 사상 최대 신용융자 잔고를 기록하고 있다.

8) 김민기, 2020, 최근 개인투자자 주식 매수의 특징 및 평가, 자본시장연구원 이슈보고서 20-14.

9) 신용융자 잔고를 상장주식수로 나눈 비율의 변화로 정의

대응 및 시사점

전술한 바와 같이 코로나19 위기로 인해 시장의 변동성이 확대되고 위험이 가중되는 시기에는 개인투자자들이 상대적으로 안전한 주식을 선호한 반면(flight-to-quality), 이후 주식시장이 회복하는 과정에서 상대적으로 투자위험도가 높은 주식에 매수비중을 높임과 동시에 레버리지 활용이 늘어난 것으로 나타난다. 이러한 투자 방식은 결과적으로 포트폴리오의 수익률 변동성을 키우게 되고, 경우에 따라 위험감내 수준을 초과한 손실을 감당해야 할 수도 있다.

저금리가 고착화되면서 가계의 자산형성에 위험자산 투자는 필수요소지만, 위험성향에 맞는 투자를 지향할 필요가 있다. 향후 코로나19 2차 감염확산, 미중 무역분쟁 재점화 등 주식시장의 하방 위험요인이 남아있는 만큼 주식투자에 보수적인 접근이 요구되는 시점이다. 그리고 불필요한 레버리지 활용은 주식시장의 하방 위험이 가중될 시 포트폴리오 수익률 제고에 역효과가 날 수 있어 주의할 필요가 있다.

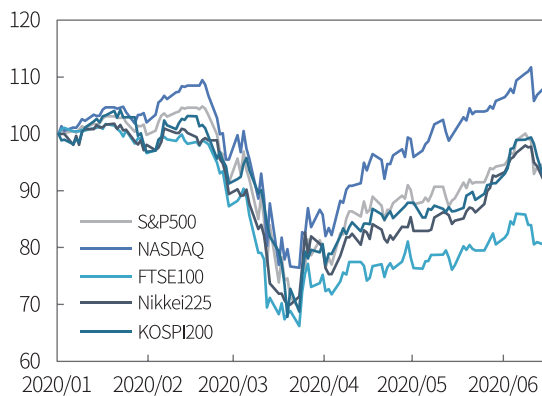
팬데믹 국면 한·미·일 개인투자자의 거래 특징

- 코로나19에 의한 팬데믹 국면에서 전 세계적으로 증시 변동성이 확대됨에 따라 주식, 파생상품 등에 대한 개인투자자의 거래 증가 현상이 두드러짐
- 최근 증시가 급락하면서 저가 매수 기회의 활용과 코로나19로 인한 락다운(lock down)의 영향으로 인한 투자 관심 증대 그리고 온라인 기반의 거래 시스템 활성화가 개인투자자의 거래 증가를 견인함
- 미국은 거래앱 기반의 개인투자자 거래가 확대되며 주로 재무적 취약 기업, ETF에 대한 투자가 증가하였고, 일본은 소형 기술주 중심의 투자가 이루어졌으며, 국내 개인투자자는 대형주와 재무적 취약 기업, 인버스 및 레버리지 ETF 등에 대한 투자가 증가한 것으로 나타남

□ 전 세계적으로 코로나19 확산에 의해 증시 변동성이 확대됨에 따라 차익을 기대하는 개인투자자의 거래 비중이 증가하는 추세임

- 지난해 12월 중국에서 시작된 코로나19가 확산됨에 따라 3월 11일 WHO의 팬데믹이 선언되었고, 이에 따라 주요 주가지수는 하락하기 시작하여 3월 19~23일 사이 최저점을 기록함
- 최근 개인투자자의 거래 확대 현상은 코로나19 사태로 인해 증시 변동성이 확대됨에 따라 저가 매수 기회를 활용하고자 하는 의도와 락다운(lock down)에 따른 활동 제한의 영향으로 투자에 대한 관심 증대, 온라인 기반의 거래 확대가 두드러짐
 - 미국은 '로빈후드' 앱 사용자를 중심으로 한 젊은층의 개인투자자가 증가했고, 일본은 30~40대의 신규 투자자가 유입되었으며, 국내도 개인투자자들을 일컫는 '동학개미'라는 신조어가 탄생할 정도로 개인투자자의 거래가 급증함

주요 주가지수 추이



변동성지수(VIX) 추이



□ 미국은 증시 변동성 확대와 정부의 유동성 공급, 수수료 무료 거래앱 증가 등으로 인해 개인투자자 거래가 증가함

- 미국 대표 주가지수 S&P500과 NASDAQ 종합지수는 3월 폭락 이후 반등하며 각각 43%(3월 23일 대비 6월 6일 기준), 44%(3월 22일 대비 6월 9일 기준)의 수익률을 시현함
- 미국 증시에서 개인투자자의 거래 확대는 위험 선호 성향과 함께 정부의 유동성 공급 정책에 기인함
 - 코로나19 사태로 인해 침체에 빠진 항공사(델타항공, 보잉)와 여행 관련 주식(카니발) 등 낙폭이 큰 기업에 대한 개인투자자의 매수가 확대됨¹⁾
 - 또한 파산 가능성이 있는 기업에 대한 투자도 증가하였는데, 기업 붕괴를 막기 위한 정부 개입에 대한 기대와 충분한 회복을 할 것으로 예상하고 투자가 몰리면서 주가가치가 두배 이상 상승함²⁾
- 특히 이러한 개인투자자 거래 확대는 로빈후드와 같은 수수료 무료를 내세운 거래앱의 열풍이 큰 역할을 했다고 볼 수 있음
 - 수수료 경쟁으로 인한 수수료 무료 거래수단의 증가로 개인투자자의 유입이 증가함에 따라 로빈후드는 연초 이후 가입자가 700만명이 증가하였고, Charles Schwab, E-Trade, TD Ameritrade 등의 신규 계좌 개설도 증가함³⁾
 - 로빈후드의 신규 계좌는 2016년 100만개에서 2020년 6월 1,300만개에 달하며 1분기에만 300만개 이상의 신규 계좌가 개설되며 미국 개인투자자의 주식, ETF, 파생상품 등 다양한 상품에 대한 투자 수단으로 등극함
 - 지난 3월에는 로빈후드 앱에 개인투자자의 주문 폭증을 소화하지 못하여 거래 시스템이 오작동하여 주식거래가 중지되는 사태도 발생함⁴⁾
- 주식시장 뿐 아니라 옵션과 같은 파생상품에도 증시 변동에 따른 이익을 얻고자 하는 개인투자자의 투자가 확대되면서 로빈후드 앱을 통한 거래가 증가함
 - 2020년 들어 일평균 2,800만건의 옵션 계약이 이루어져 지난해 대비 45% 증가한 것으로 나타났다으며 거래량이 높은 50개 주식 관련 계약의 개인투자자 거래 비중은 2019년말 10%에서 14%로 증가함⁵⁾

1) Wall Street Journal, 2020. 6. 9, Individuals Roll the Dice on Stocks as Veterans Fret.

2) 렌터카 그룹인 Hertz는 5월 11일 파산보호신청을 했으며 80% 하락하였으나 매각 뉴스 철회 후 800% 이상 상승하였고, 소매 업체인 JC Penny, Whiting Petroleum 등의 주가가치도 크게 상승(Financial Times, 2020. 6. 9, Retail investors bet on bankrupt US companies rising again)

3) 로빈후드 사용자들의 평균 연령은 31세(1980-2000년대 출생) 정도로 수수료 무료와 분할 주식거래 서비스를 제공하는 등 보유 자금이 크지 않아도 접근이 용이하기 때문에 젊은 투자자들이 많이 몰림(ETF Trends, 2020. 6. 15, Millennial Daytraders Are Behind Current Market Movements), CNBC, 2020. 5. 22, Gamblers pivot to stock trading during lockdowns - Barstool's Portnoy revives old E-Trade account.

4) 최순영, 2020, 무료수수료, 저금리 시대의 미국 리테일 브로커리저사 전략: 찰스 슈왑 사례를 중심으로, 자본시장연구원 이슈보고서 2020-15.

5) Wall Street Journal, 2020. 6. 24, Free Trades, Jackpot Dreams Lure Small Investors to Options.

- 또한 지난 4월 급락했던 항공주와 유가 ETF에 대한 개인투자자의 매수세도 강세를 보였고, 인버스 및 레버리지 ETF에 대한 거래도 증가함
 - 대표적인 항공주 ETF인 ‘US Global JETS ETF’의 가격은 폭등하며 지난 3월초 3,300만달러에서 5월말 9억 5,000만달러의 보유액을 기록함⁶⁾
 - 또한 지난 4월 코로나19 확산의 영향으로 국제 유가가 하락하면서 유가 연동 ETF의 매수세가 강세를 보이면서, 로빈후드 앱 이용자가 가장 많았던 1, 2위가 모두 원유 ETF인 것으로 나타났다⁷⁾

□ 일본에서도 3월 증시 하락 후 개인투자자의 매수와 신규 계좌 개설이 증가하였으며 특히, 소형주 중심의 Mothers(JPX 내 벤처기업 중심의 주식시장)에서 개인투자자가 크게 증가함

- 일본거래소(JPX)의 개인투자자 거래대금은 3월 마지막주 2.7조엔에서 6월 첫째주 3.3조엔을 넘어섰으며, 이 중에서도 Mothers의 개인투자자 거래대금은 3월 마지막주 1,994억엔에서 6월 첫째주 6,021억엔을 기록하며 큰 폭으로 증가함
 - 최근 개인투자자의 거래 증가는 오랜 기간의 재택근무 및 사회적 소외 등이 주식시장에 대한 관심 확대에 이동한데 기인하며, 올해 3~4월동안만 50만개 이상의 계좌가 신설됨⁸⁾
 - 특히 생명공학, 소프트웨어 등 스타트업 기업 중심의 Mothers시장의 개인투자자 거래 확대는 코로나19 확산의 영향으로 재택근무 및 디지털화 전환 추세에 따른 벤처기업에 대한 인기 상승을 반영함⁹⁾
- 닛케이머니 설문조사에 따르면 개인투자자가 가장 많이 매수한 종목은 일본주식(58.4%)이고 선진국과 일본의 ETF도 20%가 넘는 높은 비중을 나타냄¹⁰⁾

□ 국내 주식시장도 코로나19 확산 이후 개인투자자의 주식 순매수가 증가하며 개인투자자 비중은 더욱 확대되었고, 주로 대형주와 레버리지, 인버스, 원유 ETF 등에 투자가 집중되며 계좌 신설도 크게 증가함

- 개인투자자의 거래 증가는 2월말부터 대형주 중심으로 이루어졌으며 팬데믹 선언 이후 3월 12일부터 6월 29일까지 75거래일 중 56거래일에서 순매수를 나타냈고 누적 순매수 규모는 21.7조원에 달함
 - 개인투자자 거래 비중은 기존에도 높은 비중의 코스닥시장보다는 유가증권시장에서의 거래 비중 확대가 두드러짐

6) Wall Street Journal, 2020. 5. 31, This ETF Booms as Investors Bet on Airlines.

US Global JETS ETF는 미국의 4대 대형 항공사 Southwest Airlines Co., Delta Air Lines Inc., American Airlines Group Inc. United Airlines Holdings Inc와 기타 소형 항공사 주식을 포함

7) ETF.com에 따르면 1위는 US Oil Fund(USO)로 17만 1,789명이 매수하였으며, 운용자산은 약 50억달러에 달하고 2위는 14만 3,150명이 매수한 ProShares Ultra Bloomberg Crude Oil ETF로 WTI 원유가격 변화의 2배를 추종하는 레버리지 상품임

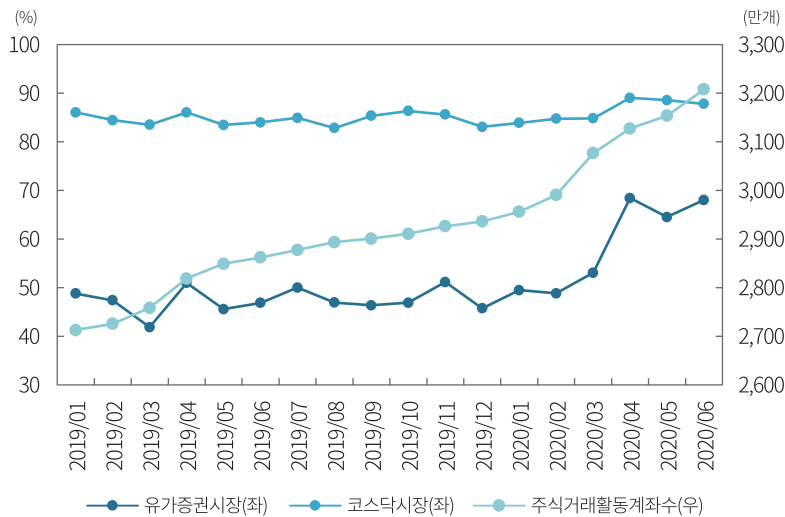
8) Financial Times, 2020. 5. 27, Coronavirus spawns new generation of Japanese stock pickers.

9) Reuters, 2020. 6. 1, RPT-Japan's "Mothers" bourse leaps as pandemic sparks hopes of digital transformation.

10) 日本経済新聞, 2020. 6. 18, ベテラン苦戦、初心者増加 コロナ下の個人投資家.

- 특히 신용거래용자를 통해 주식을 매수하는 개인투자자가 증가하면서 신용공여 잔고가 6월 기준 11.5조원을 넘어서며 올해 3월 6.5조원에서 두배 가까이 증가함
- 국내 개인투자자의 거래 확대는 주로 주가가 하락한 종목을 중심으로 이루어졌으며, 대형주 외에도 최근 재무성과 및 재무건전성이 악화된 기업 등에 대한 매수 비중이 높음¹¹⁾
 - 개인투자자의 순매수 비율은 성장성과 펀더멘탈이 불확실한 항공업, 여행, 유틸리티 산업, 디스플레이·자동차 제조업에서 높게 나타났고, 최근 주가가 크게 상승했던 제약·바이오, 소프트웨어 기업에서는 낮게 나타남
- 꾸준히 증가하던 주식거래 활동계좌 수는 3월 중순 이후 더욱 가파르게 증가함

국내 주식시장 개인투자자 거래 비중과 활동계좌 수



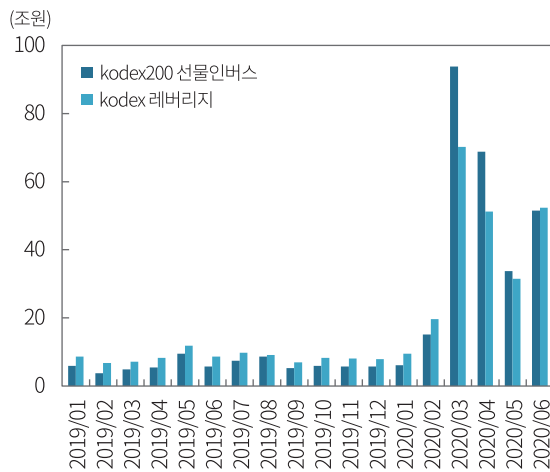
주 : 거래대금 기준

자료: 한국거래소

- 주식 뿐 아니라 증시, 원유, 환율, 원자재 등이 기초자산이 되는 파생상품과 인버스, 레버리지 ETF와 같은 고위험 상품에 대한 개인투자자의 거래도 증가함
 - 대표적으로 미니코스피200 선물은 지난 1월 3,176억원의 규모로 거래가 이루어졌으나 6월에는 9,678억원을 기록하며 거래규모가 3배 가량 증가함
 - 또한 해외 파생상품에 대한 거래량도 올해 1분기 거래량이 4,206만계약으로 전분기대비 82.8%, 전년 동기에 비해서도 56.9%가 증가함
 - ETF는 인버스, 레버리지, 원유 상품을 중심으로 거래가 크게 증가하였으며, 이 중에서도 레버리지 ETF 거래대금은 1월동안 일평균 4,840억원에서 6월에는 현재 1조 3,601억원, 인버스 ETF는 4,188억원에서 1조 8,016억원으로 큰 폭으로 증가함

11) 김민기, 2020, 최근 개인투자자 주식 매수의 특징 및 평가, 자본시장연구원 이슈보고서 20-14.

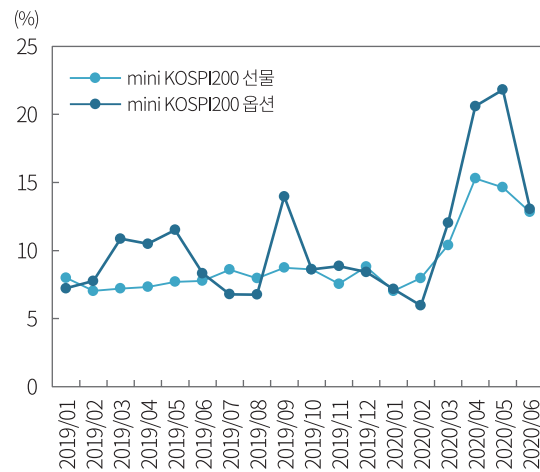
개인투자자 거래대금 추이(ETF)



주 : 인버스 및 레버리지 ETF 중 가장 거래량이 많은 대표 상품을 대상으로 함

자료: 한국거래소

개인투자자 비중 추이(선물 · 옵션)



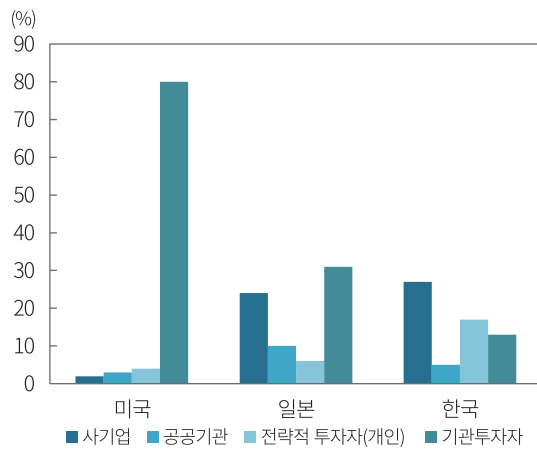
주 : 거래대금 기준

자료: CHECK

□ 전 세계적으로 증시 하락에 따라 향후 주가 회복을 기대하는 개인투자자의 거래가 증가하였고, 코로나19 사태로 인한 락다운으로 투자에 대한 관심 이동과 앱 기반의 거래시스템 활성화도 개인투자자의 거래 확대를 전인하였으며, 구체적 양상에는 국가별로 차이가 나타남

- 코로나19로 인한 증시 급락으로 유입된 각국의 개인투자자들은 저점에서 매수하여 단기 차익을 기대하며 위험선호의 경향을 보이는 가운데 코로나19로 인한 락다운으로 사회적 이동이 제한되자 투자로 관심이 이동하였으며, 로빈후드와 같은 앱 거래 시스템이 활성화되어 개인투자자의 거래가 더욱 확대됨
- 각 국에서는 개인투자자의 거래 증가 현상이 뚜렷하게 나타나지만 투자 양상에는 국가별로 특징이 있음
 - 미국은 코로나19 확산의 영향으로 재무 상태가 악화된 항공사와 여행 관련 주식, 파산신청 기업과 항공 및 원유ETF, 인버스 및 레버리지 ETF 등에 대한 개인투자자의 거래가 증가함
 - 일본은 대형주 위주의 투자가 이루어진 국내와 달리 벤처기업에 대한 개인투자자 관심이 증대되며 소형주 중심의 Mothers 상장기업에 대한 투자가 증가함
 - 미국은 기관투자자 중심의 시장으로 개인투자자 비중이 낮으며 인구 대비 주식 계좌수가 0.3개인데 비해 개인투자자 비중이 높은 국내는 인구 대비 주식 계좌수가 0.6개로 높은 편임

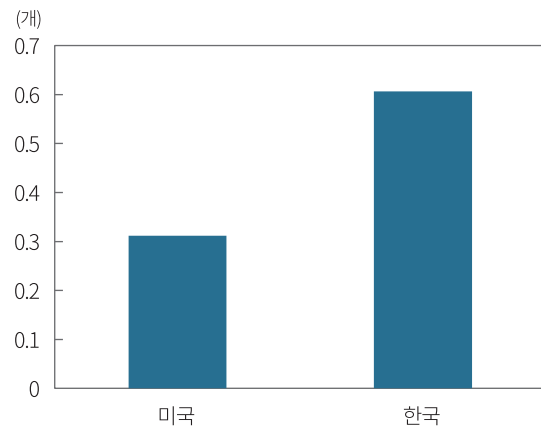
주요국 투자자별 소유 비중



주 : 2017년말 기준

자료: WSJ(2020. 6. 22)¹²⁾

인구 대비 주식 계좌수(미국, 한국)



주 : 1) 인구 한명당 계좌수

2) 인구수(2018년 기준, 세계은행), 계좌수(미국: 2019년 6월 공시 기준, SEC, 한국: 2020년 4월 기준, 금융투자협회)

자료: WSJ(2020. 6. 3)¹³⁾

선임연구원 홍지연

12) Wall Street Journal, 2020. 6. 22, The Pitfalls of America's Ant Army of Retail Stock Traders.

13) Wall Street Journal, 2020. 7. 3, Cub Investors, Taking Cues From YouTube Gurus, Help Hoist Korean Stocks.

일본 인터넷 증권사의 성장과 시사점

- 일본은 2000년대 IT 혁명과 증권업 제도 변화를 배경으로 인터넷 증권사의 설립이 이루어졌고 가격경쟁력을 강점으로 한 시장점유율 확대를 기존 시장의 위협을 인식한 중견 및 대형 증권사의 진입이 이어짐
- 수수료 인하 경쟁으로 위탁수수료 수입이 감소하는 등 한계점에 도달한 이후 수수료 무료 전략과 서비스 차별화 및 그룹별 연계 강화로 장기적인 수익원 확보를 도모
- 2019년부터 모바일 증권사의 진출이 활발하며 투자 경험이 없거나 적은 젊은 층을 타겟으로 투자 장벽을 낮춘 전략을 통해 신규 수익원을 확보
- 미국에서 일어난 수수료 무료화와 흐름과 금융수익의 증가 추세는 일본 인터넷 증권사에도 보이고 있으며 다양한 사업 진출 모색을 통해 수익구조의 균형을 구축

- 2000년대 IT 혁명과 증권업 제도 변화를 배경으로 인터넷 증권사의 설립이 이루어졌고 가격경쟁력을 강점으로 시장점유율을 확대, 기존 시장의 위협을 인식한 중견 및 대형 증권사의 진입이 이어짐
 - 1998년 면허제에서 등록제로의 제도적 변화, 1999년 주식매매 위탁수수료 완전 자유화 이후 개인투자자의 인터넷 증권사 계좌 개설이 급증
 - 2001년 인터넷 전문으로 전환한 마쓰이 증권 이후 인터넷 증권사는 85개사이며 이 중 인터넷 전업 증권사는 19개사¹⁾²⁾
 - 주식매매 위탁수수료 자유화를 계기로 인터넷 증권사는 고객과의 거래를 인터넷에 특화, 운영비, 인건비 등을 절감하여 수수료율을 낮게 설정할 수 있었으며 거래횟수가 많은 개인투자자를 중심으로 고객을 유치
 - 인터넷 거래 계좌수는 1999년 29만좌에서 2019년 9월 기준 2,800만좌으로 매해 증가하고 있으며 2000년대 초반 개인의 비중은 50% 이상 급증하여 기존 시장을 위협³⁾
 - 기존 대면영업과 달리 영업점과 영업사원을 필요하지 않기 때문에 인건비 등 고정비 절감이 가능하여 저렴한 비용으로 주식매매 위탁수수료를 대폭 인하, 이러한 가격경쟁력을 강점으로 시장점유율을 빠르게 늘렸으며 중견 증권사의 진출 이후 대형 증권사의 진출까지 이어짐

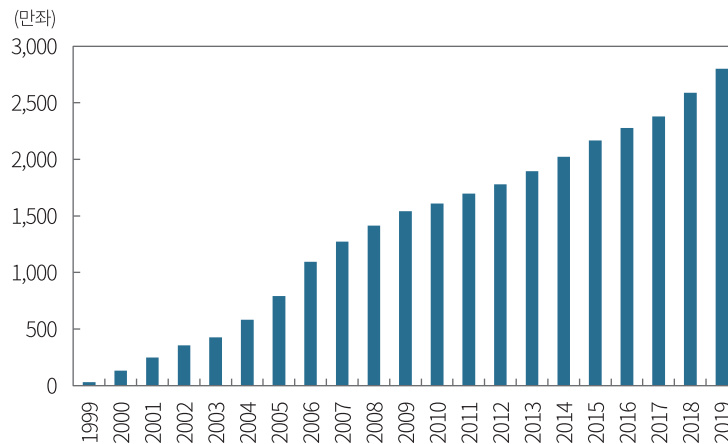
1) 일본 최초의 인터넷 증권사를 1996년 8월 출시한 '다이와 인터넷 거래'로 보는 경우도 있지만 인터넷 거래를 포함한 비대면 거래 전문의 최초는 마쓰이 증권, 이중 시장점유율 상위 5개인 SBI, 라쿠텐, 마쓰이, au카부콤, 마넉스 중심으로 서술

2) 인터넷 증권사는 법적인 기준을 별도로 두고 있지 않으나 사업의 특성상 제1종 금융상품 거래업자만 가능

3) 인터넷 전업 증권사 기반인 SBI 증권은 노무라, 다이와에 이어 증권업 시가총액 3위를 차지할 정도로 성장하였으며 2019년 종합 계좌수 500만을 돌파하여 노무라증권의 532만 계좌에 육박(노무라 532만, SMBC 닛코 346만, 다이와 301만, 미즈호 180만/SBI 500만, 라쿠텐 376만, 마넉스 185만, 마쓰이 122만, au 카부콤 144만 계좌)

- 1998년 2개에 불과한 인터넷 증권사는 2001년 3월 67개까지 증가하였으며 5대 증권사의 시장점유율은 2000년 1.4%에서 2005년 5%로 증가⁴⁾
- 약정대금 5만엔 이하 기준으로 노무라 증권은 152엔(영업점 2,860엔)인 반면 SBI 증권은 50엔으로 상대적으로 저렴
- 당시 대형 및 중견 증권사의 수수료 수익 중 위탁매매 수수료의 비중이 30%에 달하였기 때문에 자연스럽게 진입장벽이 낮은 인터넷 증권사로의 진출이 이어짐

인터넷 거래 계좌수 추이



자료: 일본 증권업협회

- 고객유치를 위한 치열한 수수료 인하 경쟁 이후 위탁수수료 수입이 감소하는 등 한계점에 도달하였으며 이후 수수료 무료 전략과 서비스 차별화 및 그룹별 연계 강화로 장기적인 수익원 확보를 도모
- 2000년대 중반까지 급성장하였으나 포화상태에서 일률적인 수수료 경쟁이 이루어져 위탁수수료 수입이 지속적으로 감소하는 등 한계점에 도달
 - 인터넷 증권사들은 수수료 자유화가 시작되자마자 극히 낮은 수수료를 설정하는 전략을 택하였으며 격렬한 수수료 인하 경쟁으로 위탁수수료 수입은 단기간에 급격한 저하를 보임⁵⁾
 - 또한 신규고객 유입을 목적으로 한 위탁수수료를 인하 전략이 개인투자자의 인터넷 거래 비중 80% 이상에 도달하면서 한계에 부딪침
 - 위탁매매 수수료 무료화에 이어 최근에는 신용거래 수수료 무료, 투자신탁 판매 수수료 무료 등의 전략을 경쟁적으로 하고 있으며 이에 따른 수익구조의 변화가 진행⁶⁾
 - 인터넷 증권사의 수익원천이 개인투자자의 인터넷 거래라는 점은 큰 변화가 없으나 매매 및 대규모 거래에 대한 수수료, 신용거래 금리를 크게 인하하는 등 고객층을 좁힌 대응⁷⁾

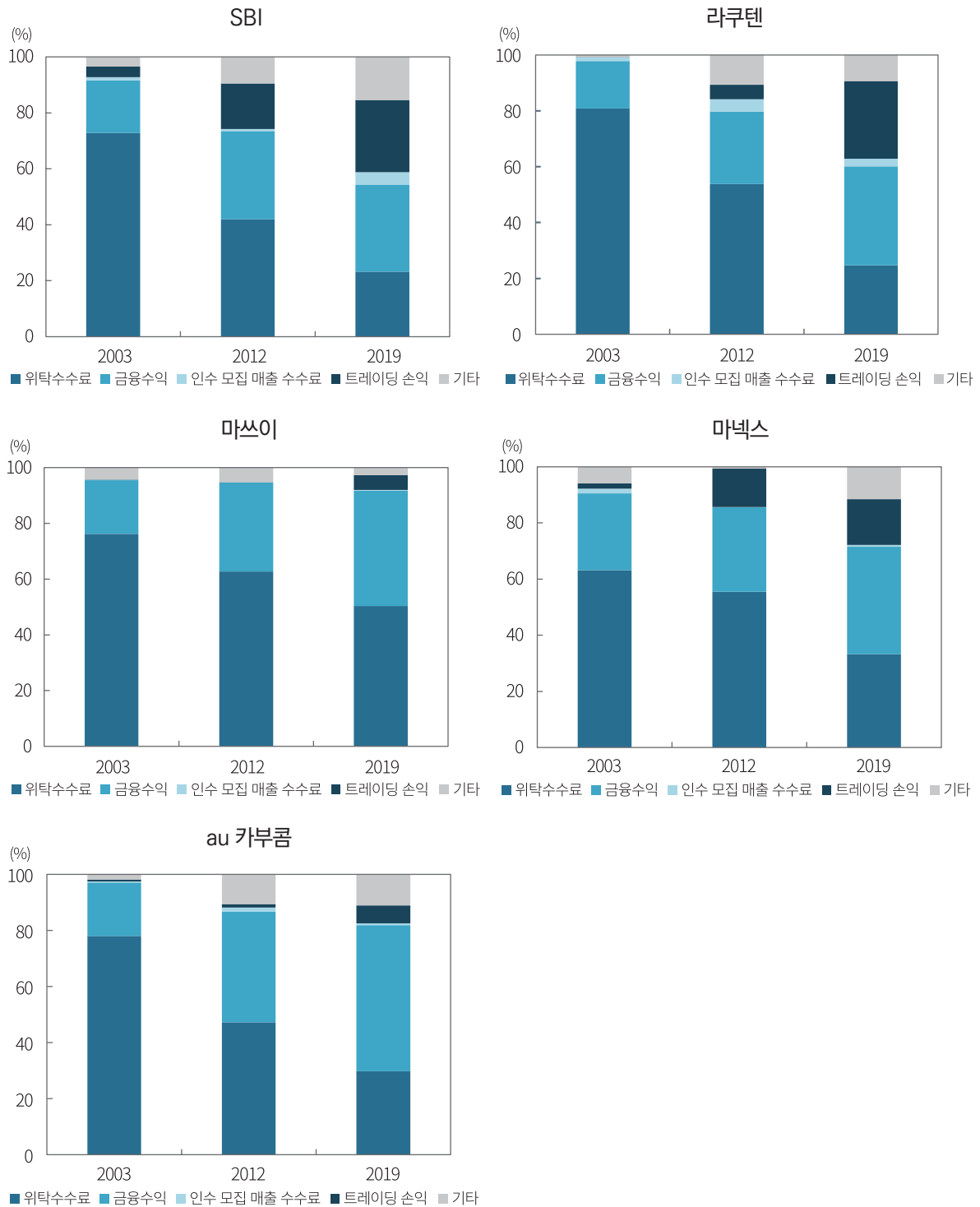
4) 수수료 수입 시장점유율로 계산, 2000년 당시 노무라, 다이와 등의 대형 증권사 시장점유율은 30%였으며 2005년은 20%로 감소

5) 예를 들면, DLJ 다이렉트 SFG 증권(현재 라쿠텐 증권)이 최저 수수료 1,900엔으로 설정하면 마넥스 증권이 최저 수수료 1,000엔으로 설정하여 홍보하는 등 과열경쟁이 이루어졌음

6) 미국에서는 찰스 슈왓의 사례처럼 이미 주식거래 수수료가 완전 무료를 실시하고 있으며 핀테크 스타트업 로빈후드도 거래 수수료를 무료화하고 있으므로 시대적 흐름과 경쟁관계에 따른 선택으로 볼 수 있음

7) 인터넷 전업 증권사들은 현재 ETF, REITs 등 신용거래 수수료 무료(au 카부콤, 라쿠텐, 마넥스, SBI), 투자신탁 판매 수수료 무료

주요 인터넷 전업 증권사의 수익구조 변화



자료: 각사 결산자료

(au 카부콤, 마쓰이, 라쿠텐, 마넥스, SBI), 국내 ETF 거래 수수료 무료(au 카부콤, 라쿠텐, SBI), 국내 주식수수료 무료(마쓰이, 라쿠텐, SBI)를 시행

- 인터넷 전업 증권사의 수익구조는 위탁수수료 감소, 금융수익 및 트레이딩 손익의 증가 추세
 - 위탁수수료 수입 비중은 2003년 평균 74.3%에서 2019년 34.9%로 감소하였으며 신용거래 이자수익을 기반으로 하는 금융수익은 2003년 20.3%에서 39.5%, 자기매매에 따른 손익인 트레이딩 손익은 2003년 1.3%에서 17%로 증가⁸⁾⁹⁾
- 기존 주식, 선물옵션 이외에 FX마진거래, 외국 주식거래 등 사업분야의 강화, 그룹 내 계열사 또는 다른 기업과의 제휴로 성장을 모색

주요 인터넷 전업 증권사의 서비스 및 중장기 전략

증권사	내 용
SBI	- 2019년 12월부터 투자신탁, 신용거래, 대체거래소(PTS) 야간거래 수수료 무료 ¹⁰⁾ - SBI 계열사와 연계한 서비스 확대 - IPO/PO 인수업무 확충 - 2019년 4월 SBI 네오 모바일 증권 영업 개시, 젊은 층을 타겟으로 한 고객기반 확대 - 해외투자, 네트워크 확대로 법인 영업부문 강화 - 지역 금융기관에 금융서비스 및 인프라 제공으로 지방 활성화에 공헌
라쿠텐	- 국내 ETF 거래 수수료 무료 - FX마진거래 및 채권 부문 수익 다각화 - 2019년 3월부터 대체거래소(PTS) 야간거래 서비스 시작 - 라쿠텐 그룹과의 제휴 서비스 강화 ¹¹⁾
마쓰이	- 개인투자자에 초점을 맞춘 주식 중개사업 강화 ¹²⁾ - 2020년 4월부터 신탁보수 일부 현금 환원 서비스 개시, 판매수수료 완전 무료 - FX마진 부문 확대
마넥스	- ETF, REITs 거래시 매매수수료 무료 - 2020년 6월 대체거래소(PTS) 신용거래 개시 - 투자 플랫폼, 유료 투자교육 채널 서비스로 미국 사업의 확대 - 주주행동주의 펀드 운용으로 기업가치 향상 - 암호자산 동향 데이터베이스 서비스 제공
au카부콤	- 2020년 7월부터 대체거래소(PTS) 서비스 개시 및 수수료 무료 - 빅데이터를 통한 실시간 주가예측 서비스 제공 - BtoB 수익원 다양화

자료: 각사 결산 설명자료

- 8) 이들 두 개의 수익은 위탁수수료와 마찬가지로 투자자가 거래할수록 늘어나는 것으로 금융수익은 투자자로부터 금리를 얻기 때문에 거래금액이 같아도 거래기간이 길어질수록 수익이 늘어나는 형태. 따라서 거래 수수료를 무료로 함으로써 투자자의 거래를 촉진하고 금융수익이나 트레이딩 손익을 증가하려는 전략이라는 것을 예상할 수 있음
- 9) 동기간 노무라 증권과 다이와 증권의 위탁수수료 비중은 평균 28.7%에서 14.4%로 감소하였고 금융수익은 9.5%에서 14.5%로 증가, 트레이딩 손익은 32.2%에서 27.9%로 감소하였으나 인터넷 증권사와 같이 큰 변화는 보이지 않았음. 그러나 수익증권, 해외 자 회사에서 취득한 거래손익과 관련된 이전가격(transfer pricing), 자산관리 수익 등의 기타 수수료 수입이 15.5%에서 30%로 증가
- 10) SBI 증권은 2019년 결산 설명회에서 3년 내로 모든 주식 수수료 무료화 방침을 발표. 최근 종합금융업을 지향하는 이미지가 강해지고 있으며 그룹 전체의 금융거래 플랫폼화를 목표
- 11) 라쿠텐은 전체 매출의 35%를 핀테크 부문이 차지하고 있으며 스마트폰과 금융 계열사(은행, 생명, 손해보험)를 결합시킨 캐시리스 네트워크 구축을 진행. 최근에는 라쿠텐 은행, 증권, 보험을 라쿠텐 카드 주식회사 산하에 편입하였으며 라쿠텐 포인트로 주식에 투자하거나 은행에 적금할 수 있는 등의 서비스를 제공
- 12) 2020년 4월 주주행동주의자, 대규모 투자자 거래동향 차트 서비스로 개인투자자들에게 투자 아이디어 제공. 2019년 10월부터 주식 및 투자신탁의 이관 수수료 무료 서비스 실시

□ 최근에는 모바일 증권사로의 진출이 활발하며 투자 경험이 없거나 적은 젊은 층을 타겟으로 간단하고 알기 쉬운 디자인 및 소액투자 상품을 통해 투자장벽을 낮춘 전략으로 신규 수익원 확보¹³⁾

— SBI 네오 모바일 증권, 노무라 홀딩스와 LINE의 합작인 LINE 증권이 대표적인 모바일 증권이며, 다이와 증권그룹의 CONNECT 등 대형 증권사의 모바일 진출이 이어지고 있음

- 스마트폰을 기반으로 한 증권사가 투자 초보자들을 대상으로 급격히 성장한 것을 계기로 젊은 고객층의 투자습관 형성과 고객유치를 위해 대형 증권사들의 유입이 가세¹⁴⁾
- SBI 네오 모바일 증권은 2019년 4월 설립되었으며 일본 최대의 포인트 서비스인 T포인트를 사용하여 국내 주식을 1주 단위로 매매, 수수료의 1%를 T포인트로 적립¹⁵⁾
- LINE 증권은 2019년 8월 설립하였으며 300종의 국내주식, ETF, REITs에 소액투자가 가능, 약정금액 상관없이 매수 수수료 무료, 21시까지 거래 가능(ETF 제외), LINE 앱에서 투자 할 수 있는 편리성을 갖춘¹⁶⁾
- CONNECT는 다이와 증권 자회사로 2020년 7월 1일 영업 개시, 젊은 고객층이 사용하기 쉬운 디자인과 업계 최저 수수료 및 월 10회 수수료 무료 쿠폰 제공 등을 제공할 예정

□ 미국에서 일어난 수수료 무료화와 금융수익의 증가 추세는 일본 인터넷 증권사에도 나타나고 있으며 다양한 사업 진출을 모색을 통해 수익구조의 균형을 구축하는 방식으로 대응, 국내에도 이와 유사한 흐름속에 성장전략의 필요성이 증가

— 2019년 10월 미국 찰스 슈왓을 시작으로 한 수수료 무료화는 일본도 따르는 추세

- 미국 인터넷 증권사의 수익구조 중 수수료 수익 비중은 평균 17% 정도로 일본의 30%에 비해 수수료 수입 의존도가 낮은 편¹⁷⁾
- 그룹 내 은행을 이용한 스위프 예금을 활용하여 유가증권에 투자해 수익을 얻는 등의 이자 수익 비중이 전체 수익의 절반 이상을 차지¹⁸⁾¹⁹⁾

13) 일본 최초의 모바일 증권사는 2013년 10월 원탭바이(OneTabBUY)로 구글, 애플, 페이스북과 같이 누구나 알 수 있는 종목으로 구성된 미국 우량주 30종목을 1만엔의 소액으로 구입 가능. ① 관심종목 선택 ② 매수금액 설정 ③ 매수, 세 번의 터치로 거래할 수 있어 투자 초보자의 이목을 집중. 고객층을 넓히기 위한 전략으로 미즈호 은행과의 제휴를 통해 은행계좌를 증권계좌로 이동할 필요 없이 주식을 매매할 수 있는 서비스를 시행

14) 젊은 층의 NISA 계좌 개설 및 투자 관심도 증가가 잠재 고객을 유인하기 위한 기반이 되었고 이에 대한 대응이 CONNECT의 설립이며 특징이 될 것(ITmedia 비즈니스online, 2020. 6. 10, スマホ証券でNISAも社長に聞く, 大和証券グループCONNECTの狙い)

15) 현재는 국내 주식(현물), ETF, REITs만 거래 가능하며 2020년 3월말 기준으로 68.9%가 T포인트로 거래하고 있는 것으로 확인. 또한 IPO 추천에서 젊을수록, 거래횟수에 따라 당첨 가능성이 높아진다는 독특한 방식을 통해 젊은 고객을 유입

16) 이외에 17~19시 동안 해당 종목의 3~7% 할인된 가격으로 구매할 수 있는 타임세일, LINE 포인트로 투자 가능한 서비스가 있으며 2020년 5월 말부터는 신용거래 메뉴를 추가하였으며 매매수수료를 무료로 하는 등 젊은 층을 공략한 서비스를 잇달아 내놓음

17) 찰스 슈왓도 2000년 거래수수료 수익 비중이 39.6%에 달하였으나 2019년 5.1%로 감소, 이는 고객 수나 거래량이 줄어들어서가 아니며 오랜 기간에 걸쳐 진행되어 온 규제 완화, 기술의 발전 및 경쟁 심화에 따른 수수료율 하락의 결과임(최순영, 2020, [무료수수료, 저금리 시대의 미국 리테일 브로커리자사 전략: 찰스 슈왓 사례를 중심으로](#), 자본시장연구원 이슈보고서 20-15)

18) 이트레이드의 경우 2019년 스위프 예금의 잔액은 400달러로 고객의 보관 잔고 전체 약 4,500억 달러 중 10%에도 미치지 못하지만 이 자금을 통해 그룹 전체 수익의 40% 이상을 얻고 있음. 증권계좌 → 예금계좌 → 채권투자의 형태로 이자수익을 얻는 구조는 찰스 슈왓도 유사

19) 일본 인터넷 증권사 중에서도 그룹 내 은행을 보유한 회사는 있지만 금리 여건이 크게 다르고 미국과 달리 마이너스 금리 상태가 이어지고 있으므로 미국처럼 대체 수익원을 이자수익으로 하기에는 쉽지 않을 것으로 보임

- 일본 금융수익의 대부분은 미국과 같이 신용거래, 유가증권 이자수익 등이지만 핀테크 관련 사업 확장도 수익원 다양화의 하나로 볼 수 있음²⁰⁾
- 일본은 규모 및 대면영업의 구분이 아닌 산업의 울타리를 넘은 경쟁이 치열해지고 있으며 본래 갖고 있던 강점을 통한 사업 확대를 강구
 - 인터넷 전업 증권사는 고령화 대응을 위해 대형 증권사와의 제휴로 고객층 확대, 인터넷 기반의 강점을 타산업과의 융합을 통해 새로운 사업 모델을 모색^{21) 22)}
 - 대형 증권사는 전통적인 증권사업을 중심으로 하면서 인터넷 및 모바일 증권사의 진출을 통한 외부 네트워크로의 사업 확대로 하이브리드형 종합 증권사를 추구
 - 최근 증권사 간 경쟁은 과거 수수료 경쟁을 넘어선 자산운용 관점에서의 장기적인 고객 유치 목적
- 국내 증권사 지점 감소, 카카오페이 증권 및 토스 증권 등 등장, 코로나 19의 영향으로 언택트 거래를 선호하는 현상이 가속화될 것이며 이에 따른 성장전략의 필요성이 증가
 - 국내 증권사 지점은 2019년 대비 75개가 감소한 928개로, 인터넷과 스마트폰을 통한 주식거래가 늘고 핀테크 기술을 이용한 비대면 계좌 고객의 증가 등으로 증권사 지점 감소의 원인으로 보임
 - 사업 및 규모 등 성장전략이 상이할 수 있으나 이러한 환경변화에 따른 대응 방향이 향후 성장성 및 수익성에 영향을 줄 것

한 · 미 · 일 인터넷 증권 수익 비교 (2019년 기준)

국가	증권사명	수수료수익	금융수익 ¹⁾	기타
미국	이트레이드	17%	64%	18%
	찰스 슈왑	7%	57%	36%
	TD 아메리트레이드	22%	54%	14%
일본	SBI	30%	37%	33%
	라쿠텐	27%	35%	38%
	au카부콤	38%	45%	17%
	마쓰이	55%	38%	7%
	마넥스	41%	31%	28%
한국 ²⁾	키움	36%	27%	38%
	이베스트	58%	37%	6%

주 : 1) 금융수익은 신용거래 수익, 예금과 유가증권의 이자 및 배당 등을 중심으로 계산

2) 한국은 상품평가 및 처분이익을 제함

자료: 각사 결산자료

선임연구원 여밀림

20) 최근 인터넷 증권사의 클라우드 펀딩 진출이 활발한데 기존 금융상품에 비해 업종, 조건, 사용편의 등 다양한 관점에서 상품 개설과 새로운 고객 확보가 가능하기 때문에 사업 다각화의 전략적 의미로 볼 수 있음

21) SBI 그룹은 2020년 4월 미쓰이스미토모 파이낸셜 그룹과 제휴를 발표. SBI는 미쓰이스미토모 FG 계열사의 고령 고객층과의 접근을, 미쓰이스미토모 FG는 부족한 디지털 기술을 보완할 수 있음. 이번 제휴는 스마트폰 기반의 신사업을 구상하고 있으며 이외에 핀테크, 블록체인, 5G 분야에 투자할 계획(日本經濟新聞, 2020. 4. 27, 三井住友FG・SBIが提携正式発表, スマホ金融サービスで)

22) au카부콤 증권은 생활 서비스로의 전략을 택했으며 일례로 자체 포인트인 au포인트를 일본 최대 통신사인 도코모의 Ponta 포인트로 전환, 결제수단뿐만 아니라 레스토랑 예약, 보험, 자산관리, 대출 서비스도 제공하는 것을 목표로 하고 있음