

저금리 시대 전망 및 금융투자업 대응전략

2021. 4

선임연구위원	최 순 영
선임연구위원	김 종 민
선임연구위원	장 근 혁
연구위원	강 현 주



자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

序 言

사전적으로 빌리거나 빌려준 돈에 대한 이자 또는 이윤을 의미하는 금리는 누구의 관점에서 보느냐에 따라 그 의미와 활용방법이 달라집니다. 정책당국은 경제 상황 및 기초여건을 고려하여 정책금리를 결정하고, 금리 수준에 따라 주식 및 채권 등 자산 가격이 변동합니다. 이에 따라 자본시장의 자금중개 및 조달 여건이 달라지고, 투자자는 금리 및 시장상황 여건을 고려하여 투자결정을 내립니다. 이처럼 금리는 경제활동에 참여하는 모든 주체들에게 직간접적인 영향을 미칩니다.

주요 선진국들의 금리 변화를 돌이켜보면, 고인플레이션 시대가 종결된 1980년대부터 하락 국면에 진입한 후 2008년 글로벌 금융위기 이후 하락세가 본격화되면서 금리 수준이 2% 이하로 하락하였고, 최근에는 1% 이하로 떨어지기도 하였습니다. 우리나라의 경우에도 외환위기와 2008년 글로벌 금융위기를 거치면서 금리하락세가 본격화되어 10년물 국채금리가 2000년 7% 수준에서 2021년에는 2%대로 하락하였습니다. 단기금리인 콜금리는 최근 1% 이하 수준을 유지하고 있습니다.

이 보고서는 이러한 세계적인 저금리 기조에 주목하여 그 원인을 되짚어 보고, 우리나라 저금리 기조의 원인 분석과 향후 전망을 하였습니다. 그 결과 현재의 저금리 기조는 일시적인 현상이라기보다 잠재성장률 하락, 인구고령화, 경제·금융위기 등 사회경제적인 변화에 기인하는 구조적인 현상으로 앞으로도 한동안 지속될 것으로 보입니다. 우리나라도 예외가 아닙니다. 분석결과 우리나라 금리하락의 상당 부분은 잠재성장률 둔화에 기인하며, 경제 기초여건에 부합하는 2021~2030년 장기금리 수준도 1.5% 수준에 머물 것으로 추정됩니다. 이로 미루어보면 우리나라에서도 현재의 저금리 기조가 일부 금리상승 요인에도 불구하고 당분간 지속될 것으로 보입니다.

본 보고서는 국내 저금리 기조의 원인 및 향후 전망과 함께 글로벌 금융위기 이후 국내 금융투자업의 환경변화를 살펴보고, 저금리에 따른 영향과

위험요인을 분석하고 있습니다. 저금리 시대에는 금융투자회사가 제공하는 상품 및 서비스에 대한 수요가 늘어나는 반면 투자 기대수익률이 낮아지고 금융불안 시 시장의 변동성이 높아지는 등 자금조달 및 운용과 관련된 위험은 더 커질 것으로 전망됩니다. 따라서 금융투자회사가 저금리에 수반되는 위험요인들을 얼마나 효과적으로 관리하느냐에 따라 저금리 시대가 기회가 될 수도 위기가 될 수도 있을 것입니다. 또한, 고령화가 빠르게 진전되고 있는 추세를 감안하면 저금리 시대에서는 은퇴 이후의 삶을 준비하는 가계나 개인투자자들은 현재보다 효과적인 자산관리 전략을 마련해야 할 것입니다. 아무쪼록 이 보고서가 향후 저금리 시대에 국내 금융투자회사가 효율적으로 대응할 수 있는 사업전략을 마련하고, 금융투자상품을 활용한 자산관리 서비스가 국내 가계의 재산증식 및 노후준비에 도움이 되는 데 일조하기를 바랍니다.

이 보고서를 작성하는 데 노고를 아끼지 않은 본 연구원의 최순영 선임연구위원, 김종민 선임연구위원, 장근혁 선임연구위원, 강현주 연구위원에게 감사를 드립니다. 또한, 지정 논평을 맡아주신 이승호 선임연구위원, 남재우 연구위원과 원내 세미나에서 유익한 논평을 해주신 여러 연구위원들께도 감사를 드립니다. 아울러 본 보고서의 기초자료 수집과 정리, 원고 교정 및 편집에 수고를 아끼지 않은 여밀림 선임연구원, 장효미 선임연구원, 심수연 선임연구원, 이종은 선임연구원, 이수련 연구조원에게도 감사를 드립니다. 마지막으로 본 보고서는 연구진 개인의 의견이며, 자본시장연구원의 공식 의견이 아님을 밝혀둡니다.

2021년 4월
자본시장연구원
원장 박영석

목 차

Executive Summary	xiii
Abstract	xxiii
I. 서론	3
1. 연구배경 및 목적	3
2. 연구구성 및 주요내용	7
II. 저금리 시대의 경제적 배경 및 전망	17
1. 글로벌 저금리 현상과 원인	17
2. 국내 저금리 현황 및 전망	31
III. 저금리 시대의 자산가격 및 투자행태	45
1. 저금리와 자산가격	45
2. 저금리와 위험자산 투자행태	56
3. 요약 및 시사점	71
IV. 저금리 시대의 해외 금융투자업	75
1. 저금리와 해외 자산운용업	75
2. 저금리와 해외 브로커리지	86
3. 저금리와 글로벌 투자은행업	93
4. 요약 및 시사점	100

V. 저금리 시대의 국내 금융투자업	105
1. 저금리 시대의 국내 자산운용업	106
2. 저금리 시대의 국내 증권업	144
3. 저금리 시대의 금융투자상품	166
VI. 결론 및 시사점	203
1. 금융투자업의 환경 변화	203
2. 저금리 기조의 영향과 위험요인	208
3. 저금리 시대의 대응전략	215
참고문헌	227

표 목 차

<표 II-1> 실질금리 하락원인에 대한 주요 문헌연구	22
<표 II-2> 10년물 국채금리의 추정결과	38
<표 III-1> 자산분류 및 해당 지수	53
<표 III-2> 자산별 성과 (샤프비율)	55
<표 III-3> 가계 및 비영리법인 금융자산 구성 변화 국제비교	63
<표 III-4> 연령대별 평균 저축금액 (연간)	65
<표 III-5> 국내 채권형펀드 수익률 결정요인 분석	68
<표 III-6> MMF지수 수익률 결정요인 분석	70
<표 IV-1> 세계 상위 20 자산운용사 및 운용자산 규모	82
<표 IV-2> 대형 자산운용사의 뮤추얼펀드 및 ETF 시장점유율	83
<표 IV-3> 주요 자산운용사 재무지표 연평균 증감률	85
<표 IV-4> 미국 가계 금융자산 구성 추이	89
<표 IV-5> 주요 글로벌 투자은행 현황 (2019년)	94
<표 IV-6> 주요 투자은행의 사업부문별 수익 연평균 성장률 (2010~2019년)	97
<표 IV-7> 지역별 부의 규모 변화	99
<표 V-1> 펀드 세부유형별 성과지표	113
<표 V-2> 사모펀드 대비 공모펀드 초과수익률 요인분석	114
<표 V-3> 공모펀드 유형별 개인투자자 대상 판매잔고 비중	115
<표 V-4> 자산운용사 기초통계 개관 - 2020년 3월 기준	118
<표 V-5> 2010년 이후 자금순유입 기초통계	120
<표 V-6> 펀드 유형별 자금흐름 결정요인 - 전기간 분석	124
<표 V-7> 펀드 유형별 자금흐름 결정요인 - 2010년 이후 한정	125
<표 V-8> 국내 집합투자업 인가 현황	128
<표 V-9> 자산운용사 분기 ROE 기초통계량	133
<표 V-10> 종합운용사 ROE 결정요인 분석 - 전기간	138
<표 V-11> 종합운용사 ROE 결정요인 분석 - 2012년 이후	139

<표 V-12> 전문사모운용사 ROE 결정요인 분석	140
<표 V-13> 거래대금 회귀분석 결과	153
<표 V-14> 위탁매매부문 수익 회귀분석 결과	153
<표 V-15> 자기매매부문 영업수익 회귀분석 결과	158
<표 V-16> IB부문 수익 회귀분석 결과	164
<표 V-17> 퇴직연금 적립금 및 장기수익률 현황	175
<표 V-18> 연금저축(세제적격) 적립금 현황	176
<표 V-19> 공모펀드 위험등급 기준표 예시 - 연환산 표준편차 기준 ..	182
<표 V-20> 스텝다운 ELS Risk 수준 비교 예시	187
<표 V-21> 스텝다운 ELS 수익상환 확률	187
<표 VI-1> 저금리 기조의 영향 및 위험요인 - 자산운용업	210
<표 VI-2> 저금리 기조의 영향 및 위험요인 - 증권업	213
<표 VI-3> 저금리 기조의 영향 및 위험요인 - 금융투자상품	214
<표 VI-4> 종합운용사 SWOT 분석	220
<표 VI-5> 전문사모운용사 SWOT 분석	221
<표 VI-6> 증권사 SWOT 분석	223

그 립 목 차

<그림 II-1> 주요국 국채금리 (10년물)	18
<그림 II-2> 글로벌 명목 및 실질 금리	18
<그림 II-3> 미국의 실제 인플레이션 및 기대 인플레이션 추이	19
<그림 II-4> OECD 필립스 곡선	20
<그림 II-5> 자금의 수급과 실질금리	21
<그림 II-6> 미국과 유로지역의 실질중립금리	23
<그림 II-7> G7 경제에서 투자의 상대가격 및 GDP내 비중 추이	24
<그림 II-8> 인구구조 변화의 실질금리 하락 효과	25
<그림 II-9> 미국의 소득불평등과 실질금리	27
<그림 II-10> 신흥국 저축-투자갭	28
<그림 II-11> 외국인의 미 국채 순매입	28
<그림 II-12> 글로벌 편의수익률	29
<그림 II-13> 국내 금리 추이	31
<그림 II-14> 국내 물가상승률 추이	32
<그림 II-15> 실질중립금리 추이	36
<그림 II-16> 통화정책 충격	37
<그림 II-17> 기초경제여건을 감안한 10년 국채금리	38
<그림 II-18> 미국, 유로지역 및 일본의 중앙은행 자산	40
<그림 II-19> 광의의 통화	40
<그림 III-1> 미국의 VIX 및 S&P500 배당 추이	47
<그림 III-2> 미국 기업들의 자금조달 추이	48
<그림 III-3> S&P500지수와 금리 추이	50
<그림 III-4> Nikkei225지수와 금리 추이	51
<그림 III-5> KOSPI지수와 금리 추이	52
<그림 III-6> 자산별 누적수익률 추이	54

<그림 III-7> 국내 자산 누적수익률 추이	56
<그림 III-8> 투자수익률(r_p)과 효용 관계	59
<그림 III-9> $r_f - r_r$ 에 대한 위험자산 투자비중 산출	60
<그림 III-10> 위험자산 투자비중 변화 요인	61
<그림 III-11> 가계 및 비영리법인 금융자산 구성 변화 국제 비교	63
<그림 III-12> 금리에 따른 노후자산 규모	64
<그림 IV-1> 미국 뮤추얼펀드 시장규모 추이	76
<그림 IV-2> 액티브펀드 누적수익률 성과	77
<그림 IV-3> 액티브투자 및 패시브투자 펀드시장 총자산 비중	78
<그림 IV-4> 투자자 유형별 미국 뮤추얼펀드 자산 규모 (2019년)	79
<그림 IV-5> 세대주 연령별 뮤추얼펀드 가입 현황 (2019년)	80
<그림 IV-6> 미국 가계의 뮤추얼펀드 가입 목적 (2019년)	81
<그림 IV-7> 미국 뮤추얼펀드 유형별 보수율 추이	84
<그림 IV-8> 세계 자산운용산업 M&A 추이	86
<그림 IV-9> 미국의 주식보유 가계 비중 추이	87
<그림 IV-10> 미국 가계 보유주식 가치 추이	88
<그림 IV-11> 주요 리테일 브로커리지 거래당 수수료 추이	90
<그림 IV-12> 주요 리테일 브로커리지 수익구조 변화	91
<그림 IV-13> 시장금리 변동과 Charles Schwab 수익 변화 (2019년) ..	92
<그림 IV-14> 글로벌 투자은행 수익구조 변화	96
<그림 IV-15> 세계 부(global wealth) 규모 추이	98
<그림 V-1> 공모펀드 시장과 사모펀드 시장 비교	107
<그림 V-2> 공모펀드의 자산구성 변화	109
<그림 V-3> 사모펀드의 자산구성 변화	110
<그림 V-4> 공모펀드와 사모펀드 성과 비교	111
<그림 V-5> 공모펀드와 사모펀드의 고객기반 변화	116
<그림 V-6> 자산운용사 수 및 순자산 추이	117
<그림 V-7> 공모펀드와 사모펀드의 월간 자금순유입 추이	120
<그림 V-8> 경기국면별 월간 자금순유입 추이	121
<그림 V-9> 경기국면별 월간 자금순유입 비교	121

<그림 V-10> 운용사 유형별 운용규모	129
<그림 V-11> 운용사 유형별 공·사모펀드 시장 내 비중	129
<그림 V-12> 종합운용사의 운용자산 유형	130
<그림 V-13> 전문사모운용사의 운용자산 유형	131
<그림 V-14> 자산운용사 최근 1년 ROE 추이	132
<그림 V-15> 자산운용사 최근 1년 ROE(%) 히스토그램	134
<그림 V-16> 자기자본 기준 자산운용사 최근 1년 ROE(%) 추이	135
<그림 V-17> 흑자여부 기준 자산운용사 최근 1년 ROE(%) 추이	135
<그림 V-18> 국내 증권사 자기자본 및 자산규모 추이	145
<그림 V-19> 국내 증권업 자산구성 추이	146
<그림 V-20> 국내 유동성 변화 추이	146
<그림 V-21> 국내 증권사 부문별 영업수익 비중 추이	147
<그림 V-22> 국내 증권사 부문별 영업수익 추이	148
<그림 V-23> 국내 증권사 연간 ROE 추이	150
<그림 V-24> 국내 증권사 ROE 표준편차 추이	150
<그림 V-25> 위탁매매부문 수익과 주식시장 거래대금	152
<그림 V-26> 채권 및 부채(RP, 파생결합증권) 규모 추이	155
<그림 V-27> 자기매매 수익과 금리 변화 및 ELS 발행 규모 추이	156
<그림 V-28> 자기매매 수익과 금리 변화 및 ELS 발행 규모 관계	157
<그림 V-29> 채무보증 구조 예시	160
<그림 V-30> IB부문 수익과 금리 변화 및 채무보증 규모 추이	160
<그림 V-31> 신용스프레드(A-등급 1년) 추이	161
<그림 V-32> IB부문 조정수익률과 금리 및 신용스프레드 변화	162
<그림 V-33> 가계 및 비영리법인의 금융자산 보유 현황	169
<그림 V-34> 가계 및 비영리법인의 펀드 보유 비중 국제 비교	170
<그림 V-35> 부문별 연간 펀드 보유 현황	171
<그림 V-36> 가계 및 개인투자자의 해외주식 투자규모 추이	172
<그림 V-37> 대체자산펀드 규모 추이	173
<그림 V-38> 사적연금 규모 추이	174
<그림 V-39> 파생결합증권 잔액 추이	179

<그림 V-40> 스텝다운 ELS 기본구조 예시	184
<그림 V-41> 미국 주식연계 소매구조화상품 연간 판매량 추이	185
<그림 V-42> 분석 대상 ELS 만기일 수익구조 예시	189
<그림 V-43> 손실발생 배리어(H)와 기대효용	190
<그림 V-44> 손실제한 수준(L)에 따른 기대효용	191
<그림 V-45> 자산수익률과 펀드 순유입액의 관계	193
<그림 V-46> 국내 ETF 시장 규모	194
<그림 V-47> 인덱스펀드 VS. ETF 비교 - 국내 주식형 기준	195
<그림 V-48> 포트폴리오 구성에 따른 위험 - 수익 분포 예시	197

약 어 표

AAII	American Association of Individual Investors
AMEX	American Stock Exchange
BGI	Barclays Global Investors
BIS	Bank for International Settlements
CAGR	Compound Annual Growth Rate
CAPE	Cyclically Adjusted Price to Earnings
CBOE VIX	Cboe Global Markets Volatility Index
CIR	Cost Income Ratio
CPI	Consumer Price Index
CPPIB	Canada Pension Plan Investment Board
DLB	Derivative Linked Bond
DLS	Derivative Linked Securities
ELB	Equity Linked Bond
ELS	Equity Linked Securities
ELW	Equity Linked Warrent
EMP	ETF Managed Portfolio
EPS	Earnings Per Share
ETF	Exchange Traded Fund
ETN	Exchange Traded Note
FRED	Federal Reserve Bank of St. Louis Economic Data
GMM	Generalized Method of Moments
GPFG	Government Pension Fund Global
IB	Investment Banking
ICI	Investment Company Institute
ICT	Information and Communication Technology
IMF	International Monetary Fund
KI	Knock-In

M&A	Mergers and Acquisitions
MMF	Money Market Fund
NCR	Net Capital Ratio
NIM	Net Interest Margin
PER	Price Earnings Ratio
PF	Project Finance
RA	Repurchase Agreement
RIA	Registered Investment Advisor
ROE	Return On Equity
RP	Repurchase Agreement
SIFMA	Securities Industry and Financial Markets Association
SPF	Survey of Professional Forecasters
SWOT	Strength, Weakness, Opportunity, Threat
TER	Total Expense Ratio
VIX	Volatility Index

《 Executive Summary 》

I. 서론

세계 경제는 그 동안 경험해보지 못한 초저금리 시대를 맞이하고 있다. 2000년대 들어 주요국 장기금리는 2%대의 ‘저금리’ 국면으로 진입하였으며, 최근에 들어서는 금리가 1%를 하회하는 ‘초저금리’ 상황도 여러 국가에서 나타나고 있다. 일본은 이미 1990년대 후반부터 저금리 상황에 접어들었고 30년 넘게 제로금리(zero interest rate)의 늪에서 벗어나지 못하고 있다. 일부 유럽 국가는 2011년 유로존 위기(Eurozone crisis) 이후 마이너스 금리 상황까지 발생하고 있으며 미국의 10년물 국채 금리도 최근 2% 이하의 수준을 기록하고 있다. 한국의 경우에도 장기금리인 10년물 국채금리는 2000년 7%대에서 2021년 2%대를 기록하고 있으며, 단기금리인 콜금리는 2021년 0.5%까지 내려갔다. 이처럼 저금리 현상은 특정 국가나 시기에 국한되지 않고 세계적으로 진행되고 있는 양상이다. 이는 저금리가 단순히 경기순환이나 특정한 사건(event)만에 의한 것이 아니며, 공통적이고 구조적인 변화가 그 밑단에 있음을 시사한다.

본 보고서는 저금리 환경이 본격적으로 형성되기 시작한 2000년대를 중심으로 국내외 금융시장 및 금융산업의 변화를 분석하고, 이에 기반하여 향후 국내 금융투자업의 대응방안을 제시한다. 보고서의 구성은 다음과 같다. II장에서는 세계적 저금리 현상을 설명하는 주요 이론과 연구결과를 정리하고, 이에 기반하여 국내 저금리의 주요 원인에 대한 분석 및 저금리 현상의 고착화 가능성을 진단해본다. III장에서는 금리와 자산가격 및 투자행태에 대한 이론을 소개하고 주요 자산군별로 저금리와 수익률 간의 관계를 분석하며, 주요 국가의 가계 금융자산 변화를 살펴본다. IV장에서는 해외사례를 통해

저금리 시대에 금융투자업 관련 주요 시장, 산업 및 가계의 변화를 살펴보고, 이러한 변화가 국내 금융투자업에 시사하는 점을 정리해 본다. V장에서는 저금리 환경이 본격화된 2008년 글로벌 금융위기 이후의 기간을 중심으로 국내 자산운용업 및 증권업의 주요 특징적인 변화를 살펴보고, 회귀분석을 통해 금리가 주요 자산 및 금융투자상품과 더불어 자산운용사 및 증권사 성과에 미치는 영향을 분석해 본다. 또한 저금리 시대에 적합한 금융투자상품에 대해서 분석해 본다. 마지막으로 VI장에서는 앞선 이론적 및 실증적 분석에 기반하여 국내 자산운용사 및 증권사에 대한 SWOT(Strength, Weakness, Opportunity, Threat) 진단 및 대응전략을 제시하고, 이와 더불어 저금리 시대에 바람직한 금융투자상품 및 자산관리의 역할을 제안한다.

II. 저금리 시대의 경제적 배경 및 전망

미국, 독일, 일본 등 주요 선진국의 금리 하락 추세는 1980년대 이후 지속되고 있는 가운데 그 원인에 대해서는 다양한 요인들이 지목되고 있다. 우선, 1980년대 이후 물가안정이 명목금리를 하락시킨 것으로 나타났다. 1970년대 석유파동으로 주요국의 인플레이션이 확대되었으나 1980년대 초반 미국의 초긴축적인 통화정책(Volcker disinflation) 도입으로 기대 인플레이션이 점차 안정되기 시작하였다. 1981년 8.0%에 달했던 미국의 기대 인플레이션은 1991년 3.7%, 2001년 2.5%로 하락하였다.

물가안정에 따른 명목금리 하락과 함께 글로벌 자금수요의 축소와 자금공급의 확대로 실질금리 또한 하락하였다. 자금의 수요 측면에서

잠재성장률이 추세적으로 둔화된 데다 글로벌 교역 확대 등으로 자본재 가격이 하락함에 따라 투자가 줄어들어 자금의 수요곡선이 왼쪽으로 이동하면서 실질금리가 하락하게 된다. 한편, 인구 고령화, 불평등 확대, 신흥국의 경상수지 흑자에 따른 글로벌 저축 과잉, 안전자산에 대한 선호 확대 및 완화적인 통화정책은 저축을 늘려 자금의 공급곡선이 오른쪽으로 이동하면서 실질금리가 하락하게 된다.

국내 금리 또한 물가 및 실질금리가 하락하면서 1997년 외환위기 이후 하락세가 지속되고 있다. 특히, 실질금리의 하락 원인을 분석하기 위해 실증분석을 통해 균형 수준의 실질금리(실질중립금리)를 추정해 본 결과 잠재성장률 하락이 외환위기 이후 실질중립금리 하락의 대부분을 설명하는 것으로 나타났다. 이와 함께 2000년대 초중반 완화적인 통화정책은 실질정책금리가 중립금리를 하회하는 원인으로 나타났다.

한편, 향후 저금리의 고착화 여부를 판단하기 위해 우리 경제의 기초경제여건인 실질중립금리와 추세물가를 이용하여 장기금리(10년물 국채금리)를 회귀분석 한 다음 해당 변수의 전망치를 바탕으로 2021~2030년 동안의 평균적인 장기금리를 전망해 보면 1.5%로 추정되었다. 이에 따라 코로나19 감염확산에 따른 충격으로부터 실물경제가 회복되더라도 국채금리의 장기 평균은 현재 수준과 크게 다르지 않을 것으로 판단된다. 이러한 전망의 위험요인으로는 코로나19에 대응하는 과정에서 확대된 글로벌 유동성이 민간의 수요팽창을 통해 인플레이션을 과도하게 확대시킬 우려와 함께 국내적으로도 재정확대에 따른 국채공급 확대가 금리의 하방압력을 상쇄시킬 가능성이 제기된다. 다만, 이러한 위험요인들이 앞서 글로벌 및 국내 저금리 요인으로 지목된 구조적 하락세를 반전시킬 만한 수준은 아닐 것으로 판단된다.

III. 저금리 시대의 자산가격 및 투자행태

금리가 금융투자업에 미치는 영향은 일차적으로 자산가격과 투자행태를 통해서다. 금리는 미래 현금흐름의 가치를 산정하는 할인율(discount rate)의 개념을 지닌다. 다른 조건의 변화가 없다면 무위험금리의 하락은 주식가격 상승을 유발한다. 반면, 금리의 절대적 수준이 낮을수록 동일한 수준의 시장변수 증감에 대해서 자산가격의 변동성이 증가할 위험이 있다.

실제로 지난 10년간 주요 자산가격 상승이 관측되며, 이 기간 동안 물가 안정과 저금리 환경이 자산가격 상승에 도움을 주었다. 특히, 미국의 S&P500지수는 글로벌 금융위기 이후 꾸준한 상승세를 이어오고 있다. 반면, 1990년대 저금리 국면에 진입한 일본의 경우 Nikkei225지수는 장기적으로 금리와 동반 하락하였다. 이는 금리의 방향성과 더불어 경제성장률 등 그 외의 변수들의 고려도 필요함을 보여준다. 한국의 KOSPI지수도 금융위기 이후 금리하락에도 불구하고 경제성장률이 둔화되어 크게 상승하지 못했다. 반면, 국내의 경우 KOSPI지수에 비해 국채 및 회사채 지수의 수익률이 상대적으로 높았으며, 이는 명목금리의 지속적인 하락에 따른 결과이다.

저금리 환경은 가계의 투자행태에도 영향을 미친다. 금리를 무위험수익률(risk-free rate)로 볼 경우 전통적인 효용함수로 포트폴리오 최적화를 시행하면 무위험수익률이 낮아질수록 위험자산 비중이 감소하게 된다. 그러나 실제로 가계나 금융회사·기관에서는 수익률 추구(reaching for yield) 현상이 나타난다. 저금리 상황에서 보험, 연기금이나 은퇴준비를 맞이하는 가계들은 목표수익률을 달성하기 위해 주식, 대체투자 등 위험자산 투자를 늘리고 있다. 이론적으로 이러한 현상은 기대이론(prospect theory)과 현저성이론(salience theory)으로

설명된다. 실제로 글로벌 금융위기 이후 저금리가 고착화되면서 미국을 포함한 일부 국가에서는 수익추구에 따른 가계 금융자산의 ‘자금이동(money move)’이 포착된다.

국내 정기예금 금리는 2000년 3월 7.8%에서 2020년 6월 0.9%까지 하락하여, 은퇴준비 목적 등 자산 증식이 예금만으로는 여의치 않게 되었다. 2000년대 초반 대비 2020년 수준의 금리를 적용하여 30년간 매년 투자를 가정할 경우 60세 일시수령 금액은 2.5배 이상의 차이를 보이는 것으로 추정된다. 따라서 국내 가계의 잠재적 수익률 추구 수요는 충분해 보인다. 또한 회귀분석 결과 국내 채권형펀드 및 MMF의 운용에 있어서도 저금리 기조가 장기화되면서 수익률 추구 현상이 포착된다.

IV. 저금리 시대의 해외 금융투자업

저금리 환경이 해외 금융시장 및 금융회사에 미치는 영향을 살펴 보아 국내 금융투자업에 대한 시사점을 얻고자 한다. 국내 자산운용사 및 증권사 사업모델에 근접한 해외 자산운용사, 리테일 브로커리지 및 글로벌 투자은행이 주요 검토 대상이다.

미국에서 저금리 환경은 가계의 수익률 추구 행태로 인한 금융자산의 포트폴리오 리밸런싱(re-balancing)으로 이어져 ‘자금이동’ 현상을 야기하고 있다. 2000년대 들어 예금금리가 제로(zero) 수준에 근접해지면서 미국 가계의 경우 금융자산 중 현금 및 예금 비중은 감소하고, 직접 주식투자와 뮤추얼펀드와 같은 간접 주식투자 비중은 늘어나고 있다.

미국 뮤추얼펀드 시장 규모는 2000~2019년 사이 연평균 6.4%의 높은 성장률을 기록하고 있으며, 주식형펀드가 가장 빠르게 증가하고

있다. 해외 자산운용시장의 주요 특징은 액티브펀드의 감소와 패시브 펀드의 증가이며, 이에 따라 BlackRock, Vanguard, State Street 등 패시브에 강점을 지닌 자산운용사의 시장 점유율이 지속적으로 증가하고 있다. 개인이 중심인 뮤추얼펀드 시장 성장의 주요 원인은 은퇴 준비 목적인 것으로 나타난다. 미국의 리테일 브로커리지 시장에서는 개인투자자의 주식시장 참여도가 높아지고 있으며 가계 금융자산의 주식비중도 늘어나고 있다. 반면 미국 리테일 브로커리지의 수익구조는 거래수수료에서 이자수익 중심으로 변모하여 금리에 대한 민감도가 늘어나고, 효율성 제고를 위한 M&A가 이루어지고 있다.

미국의 투자은행들도 글로벌 금융위기 이후 자산관리, 자산운용 및 소매금융 등 리테일 시장 관련 사업을 적극적으로 확대하고 있다. 글로벌 금융위기 이후의 규제 강화 및 시장의 더딘 증가세로 과거 주요 수익원이었던 트레이딩 사업 수익이 감소하고, 예대마진 하락으로 소매·상업은행 수익도 감소하고 있기 때문이다. 반면, 미국 가계의 ‘자금이동’으로 리테일 금융시장은 빠르게 증가하고 있기 때문에 주요 투자은행도 해당 시장에 적극적으로 진출하고 있다.

V. 저금리 시대의 국내 금융투자업

1. 저금리 시대의 국내 자산운용업

글로벌 금융위기 이후 국내 자산운용업의 가장 대표적인 특징은 공모펀드 시장의 정체 및 사모펀드 시장의 급성장이다. 2005년 국내 펀드시장 순자산 중 공모펀드 비중은 61%에 달했으나, 2020년 6월 기준 공모펀드 비중은 36%로 감소하고 사모펀드 비중이 64%를 차지

하고 있다. 국내 공모펀드의 경우 주식형 비중이 감소하고 채권형, 기타 및 단기금융(MMF) 비중이 증가하고 있다. 반면, 사모펀드의 경우 채권형에서 대체자산 중심으로 변화했다. 특히, 공모펀드로의 자금흐름은 경기순환기에 따라 증감을 보이는 반면, 사모펀드로는 저금리 기조와 맞물려 자금이 꾸준히 유입되고 있다. 이와 같은 국내 펀드시장의 변화는 무엇보다 사모펀드의 상대적으로 우수한 성과와 금융위기로 평가손실을 입은 개인투자자의 공모펀드 이탈에 기인한다. 또한, 국내 펀드시장은 과거에 비해 개인투자자 중심에서 점차 기관투자자의 비중이 늘어나고 있다.

국내 공모펀드와 사모펀드의 자금흐름 결정요인 회귀분석 결과 저금리와 펀드 자금흐름 간의 관계가 일부 확인된다. 공모펀드의 경우 금리가 낮아질 경우 채권형 및 MMF에서 자금순유입 효과가 관찰된다. 사모펀드의 경우 대체자산 및 채권형에서 금리하락 시 자금순유입이 유의미하게 나타난다.

저성장, 저금리 및 저물가와 같은 거시환경 변화가 자산운용사 경영성과에 끼친 영향을 보기 위해 종합운용사와 전문사모운용사로 나누어 ROE 결정요인을 분석해본다. 회귀분석 결과 종합운용사의 경우 시장금리의 10bp 하락 시 ROE가 2bp로 소폭 상승하는 것으로 나타난다. 전문사모운용사의 경우 10bp 금리 하락의 효과는 흑자 운용사의 경우에서만 28bp 하락하는 것으로 나타난다. 반면 실질 GDP 및 물가상승률의 하락도 자산운용사 ROE에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타난다. 이러한 분석결과를 미루어보면 향후 저금리, 저성장 및 저물가 현상이 심화될 경우 펀드투자자에 대한 수요가 늘어날 것으로 판단된다. 특히, 사모펀드뿐만 아니라 공모펀드에 대한 투자수요 증가도 포함된다. 결국 자산운용사의 입장에서는 금리 하락에 따른 수익성 악화보다 펀드투자 수요증가로 인한 수익성 개선의 가능성이 더 높아 보인다.

2. 저금리 시대의 국내 증권업

글로벌 금융위기 이후 국내 증권업의 주요 변화는 외형 성장과 수익구조 다변화를 들 수 있다. 국내 증권사 대형화는 제도·정책적인 요인과 더불어 저금리와 풍부한 유동성도 도움을 주었다. 나아가, 국내 증권사의 수익구조도 위탁매매부문 위주를 벗어나 증가한 자기자본을 바탕으로 자기매매 및 IB부문 수익이 크게 증가하여 다변화되고 있다.

사업부문별로 금리의 영향을 살펴볼 경우 우선 위탁매매 수익은 저금리로 주식시장에 자금유입이 지속되면서 간접적으로 긍정적인 영향을 미친 것으로 분석된다. 특히 최근 코로나19 상황에서 급격히 늘어난 개인투자자의 참여가 유지될 경우 저금리 환경은 위탁매매 사업에 기회가 될 수 있다. 자기매매부문 수익은 저금리 과정에서 ELS를 포함한 파생결합증권 사업이 확대되고, 채권 규모도 크게 증가했다. 자기매매 수익은 ELS 운용환경과 금리 변화에 영향을 받으며, 금리 하락에 높은 민감도를 보이는 것으로 나타난다. 반면, 향후 금리의 추가 하락 폭이 제한적이고, ELS 판매나 운용에 대한 규제가 강화되고 있는 만큼 자기매매 부문에 대한 전망은 다소 부정적인 측면이 있다. IB부문 수익은 시중 유동성 증가 및 자금조달 여건 안정은 긍정적인 영향을 주었다. 특히 분석 결과 신용스프레드 변화가 IB 부문 수익에 유의한 영향을 끼친 것으로 나타난다.

3. 저금리 시대의 금융투자상품

저금리 기조 하에 국내 가계의 잠재적 위험자산 수요는 증가하는 반면, 국내 가계 금융자산에서 금융투자상품이 차지하는 비중은 낮아

지는 추세다. 이는 국내 금융투자상품이 자산관리 수단으로 제기능을 충분히 하지 못하고 있음을 방증하기도 한다.

글로벌 금융위기 이후 국내 가계의 금융자산 구성을 살펴보면 현금 및 예금 비중은 감소하고 있으나, 그 자금이 주식이나 펀드에 투자되기보다는 보험 및 연금의 증가로 나타나고 있다. 특히, 국내 가계의 펀드보유 비중은 세계적으로도 낮은 수준이다. 2008년만 하더라도 국내 가계 금융자산 중 펀드가 차지하는 비중은 7.6%로 OECD 국가 중 프랑스와 유사한 중위권에 속했다. 그러나 2018년에 들어서는 펀드 비중이 그리스의 2.6%보다 낮은 OECD 국가 중 최하위권에 속한다. 이는 앞서 본 바와 같이 국내 공모펀드가 수익률 측면에서 충분한 성과를 보여주지 못하고 있기 때문이다. 반면, 최근 국내 개인투자자의 해외투자 및 대체자산에 대한 투자는 꾸준히 증가하고 있다. 주식 등 전통적 해외 자산의 경우 개인투자자의 직접투자가 늘어나고 있고, 해외 대체자산 투자의 경우 주로 펀드의 형식으로 이루어지고 있다.

국내 가계의 연금자산은 빠르게 축적되고 있으나, 이에 비해 연금 자산과 금융투자상품 간의 연계성은 낮은 것으로 나타난다. 2019년 말 기준 퇴직연금 전체 규모 221조원 중 87%가 원리금보장형으로 대부분 예·적금으로 운용되고 있다.

이러한 점을 종합적으로 고려할 때 국내 가계의 위험자산 투자 수요를 충족하기 위한 금융투자상품의 개발이 요구된다. 우선 공모펀드는 수익률 개선이 이뤄지지 않는다면 자산관리 수단으로서의 기능을 해 주기 어렵다. 또한 ELS, DLS 등 파생결합증권은 일반 대중에게 판매된다는 점을 감안할 때 꼬리위험(tail risk)의 정도가 다소 과도한 것으로 보인다. 결국 저금리 환경에 걸맞은 금융투자상품은 투자자 수요에 부합한 진정한 중위험·중수익의 구조를 가져야 할 것이다. 세계적으로 자산관리의 수단으로 ETF의 활용이 지속적으로 늘어나고 있으며, 국내의 경우에도 가계자산 포트폴리오의 설계를 위한 보다

다양한 ETF의 개발이 필요하다. 또한, 효과적 자산관리를 위해서는 국내 자산과 더불어 해외 및 대체투자 자산에 대한 투자 접근성이 제고되어야 할 것이다.

VI. 결론 및 시사점

현재 한국 경제가 직면하고 있는 장기 저금리 상황은 과거에는 경험해보지 못한 새로운 국면이다. 금리는 경기순환에 따라 상승하고 하락하기도 하지만, 지금과 같은 낮은 수준과 오랜 기간 지속되고 있는 저금리 시대는 유례가 없었다. 나아가 이러한 환경은 앞으로도 10년 넘게 유지될 것으로 전망되어 국내 금융투자업의 대응방안이 진지하게 검토되어야 할 시점이다.

한국 경제가 저금리 환경에 진입한지도 상당 기간이 경과하였다. 그러나 그간 국내 금융투자업의 상황과 가계의 금융자산 현황을 종합해보면, 주요 해외국과는 달리 증가하는 위험자산 수요를 국내 자산운용사 및 증권사가 충분하게 만족시켜주고 있다고는 판단하기 어려운 측면이 있다. 여전히 현금 및 예금 중심인 국내 가계 금융자산 구성이 저금리 시대에 걸맞게 금융투자상품 비중이 늘어나는 방향으로 전환하기 위해서는 금융투자업의 역량이 제고되어야 한다. 이를 위해서는 공모펀드 시장의 재활성화, 고객 수요에 부합한 중위험·중수익 금융투자상품의 개발 등 전반적으로 국내 금융투자업의 자산관리 서비스 기능이 한층 높아져야 할 필요가 있다.

— « Abstract » —

**Financial Services Industry Strategy in the Era of Ultra-low
Interest Rates**

The major economies of the world have entered a stage of ultra-low interest rates. Since the 2008 Global Financial Crisis(GFC), long-term yields on government bonds of have fallen below 2%, with some European countries experiencing negative interest rates since the Eurozone Crisis. The same is true of major emerging countries as well, including Korea, whose 10 year government bond yields are at below 2%, and call rates at 0.5% in 2021.

For developed economies, the trend of falling interest rates began in the 1980s, as the decade of high inflation came to an end with stricter monetary policy. For major emerging economies, interest rates began to fall with the onset of the 1997 Asian Financial Crisis. That fact that the phenomenon of “lower for longer” interest rates is global in nature and expands a period of decades indicates that its root causes are also common globally and systematic in nature. The main culprits of low interest rates are falling potential growth rates, demographic changes, and expansionary monetary policy following major economic and financial crises.

The implication of a prolonged low interest rate environment is significant both for the economies undergoing such changes as it is for the financial services sector. Lower

yields on safe assets makes asset building more difficult, such as for retirement planning, which implies a greater burden on government to expand social safety nets. Also, without a means to increase yields on household portfolios, current and future consumption will necessarily decline, leading to lower household welfare. As such, the role of the financial services sector is critical in effectively providing financial products and services that can aid in the portfolio re-balancing of households as well as institutional investors such as pension funds.

This research aims to examine the impact of a prolonged low interest environment, particularly from the perspective of the financial services industry. From a theoretical view point, low interest rates lead to increasing value of risky assets, such as stocks. Also, levels of yields below a threshold can lead to behavioral changes by households toward higher risk taking. However, actual changes in asset prices, as well as investor behavior, need to take into account concurrent changes alongside interest rates. In addition, the realization of a “money move” requires the supply of appropriate financial products and services that are aligned with the risk-return appetite of investors. Also, trust in the financial services industry is an important factor in whether and to what degree “money moves” take place.

I. 서론

1. 연구배경 및 목적
2. 연구구성 및 주요내용

I. 서론

1. 연구배경 및 목적

세계 경제는 그 동안 경험해보지 못한 저금리 시대를 맞이하고 있다. 2000년대 들어 주요국 금리가 2%대의 ‘저금리’ 국면으로 진입하였으며, 최근에 들어서는 금리가 1%를 하회하는 ‘초저금리’ 상황이 여러 국가에서 나타나고 있다. 일본은 이미 1990년대 후반부터 저금리 상황에 접어들었고 30년 넘게 제로금리(zero interest rate)의 늪에서 벗어나지 못하고 있다. 일부 유럽 국가는 2011년 유로존 위기(Eurozone crisis) 이후 마이너스 금리 상황까지 발생하고 있으며, 최근에는 미국 국채 10년물 금리가 1%대 수준을 기록하고 있다. 더욱이 이러한 저금리 상황이 앞으로 ‘고착화(lower for longer)’될 것으로 보는 것이 중론이다. 한국의 경우에도 장기 금리인 10년물 국채금리는 2000년 7% 수준이었지만 2021년 3월 현재 2% 내외이며, 단기금리인 콜금리도 0.5% 수준까지 내려갔다.

사실 주요국의 금리하락 추세는 이미 오래 전부터 진행되어 왔다. 미국, 독일, 일본 등 주요 선진국들의 금리는 고물가 시대가 종결된 1980년대부터 하락 국면에 진입하였다. 우리나라를 포함한 아시아 국가의 경우에도 1997년 외환위기를 계기로 금리하락 추세가 시작되었다. 이로 미루어 보면 최근 나타나고 있는 저금리 기조가 단순한 경기순환이나 금융위기 등 특정 시기나 특정 사건에 따른 일회성 현상이 아니라 세계적으로 공통된 구조적인 변화의 결과물임을 시사한다.

저금리의 고착화가 금융투자업에 미치는 영향을 논의하기에 앞서 사회경제적인 관점에서 저금리 환경의 장기화가 의미하는 바를 생각해 볼 필요가 있다. 금리를 경제의 기초체력을 반영하는 하나의 지표로 볼 경우 저금리가 장기화는 경제 전반의 성장성 및 역동성 저하를 의미하기도 한다. 특히, 저금리가 인구 고령화와 맞물려 진행되는 경우 은퇴준비를 위한

자본의 축적이 더욱 어렵게 되는 상황이 발생한다. 저금리는 연기금 등 공적연금뿐만 아니라 사적연금 및 개인 저축 등을 통한 은퇴자금의 수익률을 저하시키고, 이로 인해 가계의 효용(utility)을 낮추는 요인으로 작용하게 된다. 수익률이 저하된 환경 하에 가계가 대응할 수 있는 방법은 크게 두 가지로 볼 수 있다. 첫째, 현재의 소비 수준을 줄이고 저축을 늘리는 동시에 은퇴 후의 소비 수준을 하향조정하는, 즉 은퇴준비에 대한 기준수익률(target rate of return)을 낮추는 것이다. 이는 결국 가계의 현재 및 미래 소비 수준의 감소를 의미한다. 둘째, 가계가 기준수익률을 변경하지 않고 현재의 희망 소비 수준을 유지하고자 하면 공적 및 사적 연금의 기대수익률(expected rate of return) 제고가 필요하다. 이를 위해서는 가계 및 연기금 모두 수익추구(reaching for yield) 행태가 증가해야 하며, 안전자산에서 위험자산으로의 ‘자금이동(money move)’이 일정 수준 수반되어야 한다. 금융투자업의 역할은 이와 같은 ‘자금이동’이 효과적으로 이루어질 수 있게 적절한 금융투자상품 및 자산관리 서비스를 제공하는 것이다. 또한, 정부의 입장에서는 가계가 달성하지 못하는 수익률을 보존해 주기 위해서 사회안전망을 확대해야 하는 부담이 커진다. 만약 금융투자업과 정부가 충분한 노후 안정을 제공하지 못할 경우 사회복지(social welfare)의 저하, 불평등의 증가 등 사회적 불안이 커지는 문제가 발생할 우려가 있다. 이러한 관점에서 저금리 시대에서는 정부 못지않게 금융투자업의 역할이 매우 중요하다.

저금리 현상의 원인에 대해서는 다양한 이론과 연구 결과물들이 있으며, 저금리 발생의 국가 및 시기에 따라 저금리 현상을 일으킨 요인들에도 차이가 있다. 그럼에도 불구하고 전세계적인 저금리 현상에 기여한 사회경제적인 요인을 꼽자면 크게 다음과 같은 세 가지를 들 수 있다. 첫째 원인은 잠재성장률의 하락세이다. 두 번째 원인은 인구 고령화가 진전되면서 나타나는 생산가능인구의 감소 및 노후를 준비해야 하는 인구비중의 증가 추세이다. 그리고 2000년대 이후 발생한 금융위기에 따른 완화적인 통화정책을 세 번째 원인으로 꼽을 수 있다. 잠재성장률의 하락은 국민경제의 기초여건에 부합하는 금리인 실질중립금리의 하락으로 이어지므

로 자금수요가 감소하게 된다. 반면 인구 고령화에 따라 노후준비 목적의 저축이 늘어나게 되므로 자금공급이 늘어나는 효과가 있다. 완화적 통화정책 역시 자금공급을 늘리는 요인이다. 즉, 이와 같은 사회경제적인 구조변화에 따라 금리하락 추세가 지속되면서 현재와 같은 저금리 현상이 나타나고 있다는 것이다.

주지하듯이 잠재성장률 하락, 인구 고령화, 완화적인 통화정책 등은 우리나라가 당면하고 있는 문제들이기도 하다. 특히, 이 중에서도 잠재성장률 하락과 인구 고령화는 단기간에 해결되기 어려운 구조적인 문제이다. 그러므로 글로벌 금융위기 이후 본격화된 국내 금리하락 추세가 이러한 구조적인 문제에 기인하는 것이라면 향후에도 저금리 현상이 지속되면서 고착화될 가능성이 높다. 이에 본 보고서는 국내 저금리 현상의 원인 분석과 함께 2021~2030년 중 장기금리 수준에 대해 전망하였다. 분석 결과, 우리나라에서도 잠재성장률의 저하로 금리가 하락한 것으로 나타났다. 또한, 2021~2030년 중 장기금리 수준 역시 1.5%로 예상되어 코로나19 대응과정에서 나타나는 일부 금리상승 요인에도 불구하고 저금리 기조가 당분간 지속될 것으로 판단된다.

금리는 주식과 채권 등 자산가격을 결정하는 요인 중 하나이며, 투자자 입장에서는 무위험 투자수익률을 나타내는 지표로도 사용되면서 자산가격이나 위험자산 투자 수요에 영향을 줄 수 있다. 따라서 금리 하락에 따른 저금리 기조의 장기화 내지 고착화는 금융투자상품 및 서비스를 제공하는 금융투자회사뿐만 아니라 이를 투자하는 기관 또는 개인에게도 영향을 미치게 된다. 다른 조건들이 동일하다면, 금리 하락은 기본적으로 할인율을 낮추면서 자산가격 상승 요인으로 작용한다. 다만, 자산가격은 금리 이외에도 할인율에 영향을 주는 리스크 프리미엄 및 경제성장률 등 다른 요인들의 영향도 받는다. 일례로 2008년 글로벌 금융위기 이후 양호한 경제성장을 이어간 미국에서는 저금리 하에서 주식시장이 견조한 성장세를 유지하였다. 이와 달리 1990년대 일본처럼 금리 하락뿐만 아니라 경제성장률이 하락하면서 주식시장이 부진을 면치 못한 사례도 존재한다. 자산가격 위험 측면에서 보면, 저금리 환경에서 금리나 리스크 프리미엄, 경제성장

를 같은 요인에 충격이 발생한다면, 자산가격 변동성이 더욱 커질 수 있는 점을 유의해야 한다.

위험자산 수요 측면에서 보면 저금리 기조는 정기예금과 국채 등 안전자산의 수익률 하락으로 이어져 투자자들의 수익추구 유인을 강화할 수 있다. 예를 들어 안전자산 수익률이 5%에서 2%로 하락한 반면 위험자산 기대초과수익률은 5%를 유지한다고 가정하자. 이 경우 금리하락 이전에는 안전자산 투자만으로도 5%의 수익률을 얻을 수 있었다. 그러나 안전자산 수익률이 2%로 하락한 이후에는 위험자산 투자비중이 60% 수준이 되어야만 기존과 동일한 5%의 기대수익률을 얻을 수 있다. 즉, 저금리가 장기화 내지 심화되면 투자의 기대수익률이 낮아지므로 일정 수준의 목표수익률을 달성해야 하는 투자자들의 위험자산 투자가 늘어나는 ‘자금이동’ 현상이 나타날 수 있다. 실제로 2000년대 이후 세계적으로 주식, 고수익회사채, 신흥국채권, 대체자산 등에 대한 투자 증가 상황이 이를 방증한다.

수익추구 행태는 투자자의 유형이나 특성에 따라 달리 나타날 수 있다. 투자규모도 크고 투자위험을 감수할 수 있는 연기금 등 기관투자자는 전문성을 바탕으로 투자위험을 관리할 수 있다. 그러나 투자규모도 작고 전문성을 갖추지 못한 대부분의 개인투자자는 선불리 위험자산 투자를 늘리기 어렵다. 특히, 투자 목적이 노후준비라면 더욱 그러하다. 자칫 위험자산 투자를 늘렸다가 큰 손실을 경험하게 되면 오히려 위험자산 투자를 기피하게 될 수도 있다. 국내 주식형 공모펀드 개인투자자들이 2008년 글로벌 금융위기 당시 대규모 평가손실을 경험한 이후 주식형 공모펀드 투자를 기피하는 사례가 대표적인 예이다. 따라서, 저금리 시대에서는 개인투자자의 효율적인 재산증식 및 자산관리가 핵심 과제로 부각될 수밖에 없다.

저금리가 인구 고령화와 맞물려 은퇴준비를 앞둔 인구가 늘어나면 목표 노후자금 마련을 위한 ‘자금이동’은 더욱 크게 나타날 것이다. 그러나 이는 자본시장과 금융투자업이 ‘자금이동’이 원활하게 이루어질 수 있게 충분히 발달되어 있는 상황을 전제로 한다. 또한, 저금리 시대에 투자자가 원하는 적절한 위험-수익 구조를 제공하는 금융투자상품 및 서비스가 부족하거나 금융투자업에 대한 고객의 신뢰가 불충분한 경우 효과적인 ‘자금

이동'이 이루어지지 못할 수 있다. 이 점에서 보면, 본 보고서의 주제이기도 한 저금리 시대에서는 자산운용사와 증권사 등 금융투자상품을 제조, 판매하는 금융투자회사의 역할이 더욱 중요해질 것으로 판단된다.

이에 본 보고서는 국내 저금리 현상의 원인분석 및 전망에 이어 향후 저금리 기조가 자산운용업과 증권업 등 국내 금융투자산업에 끼칠 영향에 대해 살펴보고자 한다. 그리고 이를 바탕으로 저금리 시대의 금융투자회사의 대응전략을 모색하고, 개인투자자 및 가계의 자산증식에 기여할 수 있는 자산관리 수단으로서의 금융투자상품의 역할에 대해서도 논의한다.

2. 연구구성 및 주요내용

본 연구는 저금리시대 전망 및 금융투자업의 대응전략을 모색하기 위해 다음과 같이 다섯 가지 연구 질문을 수립하였다. 첫째, 국내 저금리 현상의 원인은 무엇이며, 향후에도 지속될 것인가? 둘째, 저금리가 자산가격 및 투자행태에 어떠한 영향을 끼치는가? 셋째, 해외 금융투자업계는 저금리 기조에 어떻게 대응하였는가? 넷째, 저금리 환경이 국내 자산운용사, 증권사 및 금융투자상품에는 어떠한 영향을 끼칠 것인가? 다섯째, 저금리 환경이 지속되는 상황에서 국내 금융투자업의 기회와 위협 요인이 무엇이며, 어떻게 대응해야 하는가? 그리고 본 보고서는 개별 연구 질문에 입각하여 세부 연구를 구성하였다.

가. 저금리 시대의 경제적 배경 및 전망

첫 번째 연구질문은 ‘국내 저금리 현상의 원인은 무엇이며, 향후에도 지속될 것인가?’이다. II장에서는 이 연구질문에 답하기 위해 세계적 저금

리 현상을 설명하는 주요 이론 및 연구결과를 정리하고, 이에 기초하여 국내 저금리의 주요 원인을 분석하고 향후 장기금리 수준을 전망하였다.

기존 연구결과를 요약하면, 1980년대 이후 물가안정에 따른 기대인플레이션이 하락한 가운데 세계 경제의 구조적 변화로 자금수요는 감소하고 공급은 늘어난 결과 금리 하락세가 나타난 것으로 판단된다. 자금수요 감소의 가장 큰 요인은 잠재성장률 둔화이며, 자금공급 확대 요인으로는 인구 고령화, 불평등 확대, 신흥국의 경상수지 흑자에 따른 글로벌 저축 과잉, 안전자산에 대한 선호 확대 및 완화적인 통화정책 등이 제시되고 있다.

국내 금리하락의 원인을 파악하기 위해 본 연구에서는 경제의 기초여건에 부합하는 금리수준을 나타내는 실질중립금리를 추정하였다. 그 결과 실질중립금리 수준은 외환위기 이전 평균 6.7%에서 2020년에는 0.2% 수준까지 하락한 것으로 나타났다. 그리고 실질중립금리 요인분해 결과 실질중립금리 하락 중 성장요인의 기여율이 70% 이상인 것으로 나타났다. 이러한 결과는 잠재성장률 하락 즉, 우리나라 경제의 구조적인 저성장이 현재 저금리 현상의 주요인임을 시사한다. 또한, 2021~2030년 10년물 국채금리 전망치도 1.5%로 추정되어 현재 저금리 기조는 경기순환적인 금리상승 요인들에도 불구하고 향후에도 지속될 것으로 나타났다.

나. 저금리 시대의 자산가격 및 투자행태

두 번째 연구질문은 ‘저금리가 자산가격 및 투자행태에 어떠한 영향을 끼치는가?’이다. 이와 관련하여 III장에서는 저금리 시대의 금리변화가 자산가격 및 투자행태에 끼치는 영향에 대한 기존 연구와 사례 등을 조사하고, 이를 뒷받침하는 실증분석 등을 수행하였다.

자산가격은 금리에 따라 결정되는 할인율 이외에도 개별 자산의 특성을 반영하는 리스크 프리미엄, 경제성장률 등 여러 변수의 영향을 받는다. 따라서 금리하락에 따른 자산가격의 변화 방향은 자산의 특성과 국가, 그리

고 시기에 따라 상승할 수도 하락할 수도 있다. 예를 들면, 미국은 저금리 기조에도 불구하고 양호한 성장세를 이어가면서 S&P500지수는 꾸준한 상승세를 보였다. 반면 대외적인 환경변화의 영향을 많이 받는 우리나라의 경우 2011~2019년까지 KOSPI지수 수익률이 동기간 채권수익률에도 미치지 못할 정도로 주식시장이 부진하였다. 한편, 자산을 기준으로 보면 고수익회사채나 신흥국채권은 2000년대 이후 꾸준히 우수한 성과를 보인 반면 2000년대 초반 우수한 성과를 기록했던 신흥국 주식이나 상품은 글로벌 금융위기 이후 저조한 성과를 기록하고 있다.

국채금리와 같은 시장금리는 안전자산 투자로부터 얻을 수 있는 수익률의 역할을 하므로 금리변화는 투자자들의 행태에도 영향을 미치게 된다. 특히, 최근에는 저금리 기조가 심화되면서 투자자들의 위험자산 투자가 늘어나는 수익추구 행태가 나타나고 있다. 이에 Lian et al.(2018)의 설명에 따르면 투자자가 기대하는 기준수익률보다 금리가 낮아질 경우 안전자산 투자만으로 기준수익률 대비 상대적인 손실을 보기 때문에 투자자는 이러한 손실을 회피하기 위해 위험자산 투자를 늘리게 된다. 또한, 금리하락에 따라 위험자산 투자를 늘리는 수익추구 행태는 개별 투자자 입장에서 미래 기대수입이 감소하거나, 저금리 기간이 늘어날 것으로 예상되거나, 또는 위험자산 투자비중이 제한될 경우에도 나타날 수 있다. 일례로 2000~2008년 국내 정기예금의 평균 금리는 약 5% 수준이었으나, 2020년에는 0.8% 수준까지 하락하였다. 노후자산 시뮬레이션에 따르면, 저축으로 30년 운용하여 받을 수 있는 연금 규모는 정기예금 금리가 5%에서 0.8%로 하락하면서 약 1/3 수준으로 축소된다. 따라서, 퇴직 이후 노후를 준비해야 하는 일반 가계 입장에서는 저금리 기조로 인한 미래 기대수입 하락분을 보충하기 위해 위험자산 투자를 늘릴 필요가 있는 것이다.

다. 저금리 시대의 해외 금융투자업

세 번째 연구질문은 ‘해외 금융투자업계는 저금리 기조에 어떻게 대응

하였는가?’이다. 이에 IV장에서는 해외 금융투자업을 자산운용업, 리테일 브로커리지, 투자은행업 등으로 나누어 해외 사례분석을 수행하였다.

글로벌 금융위기 이후 세계 개방형 펀드 시장은 주식형펀드를 중심으로 빠른 성장세를 보이고 있으며, 개인들의 직접 주식투자도 크게 늘고 있다. 특히 금융시스템에서 상대적으로 자본시장의 비중이 높은 미국의 경우 가계 금융자산 중 현금 및 예금의 비중은 감소하고, 주식 및 펀드 비중은 증가하는 모습을 보이고 있다. 은행 중심의 금융시스템을 갖춘 독일, 일본 및 프랑스의 경우에도 가계 금융자산 중 보험 및 연금의 비중이 감소하고 주식과 펀드의 비중이 증가하고 있다. 이로 미루어보면, 저금리 기조가 장기화되면서 해외 주요국가에서는 가계의 금융자산 중 위험자산의 비중이 늘어나는 ‘자금이동’ 현상이 나타나고 있는 것으로 판단된다.

국내의 자산운용사와 증권사에 해당하는 해외 금융투자회사들은 이러한 ‘자금이동’ 현상에 적극적으로 대응하고 있다. 예를 들면, 글로벌 자산운용사는 공모펀드 중 인덱스펀드(Index Fund) 및 ETF(Exchange Traded Fund)와 같은 패시브펀드를 중심으로 운용규모 및 시장점유율을 확대하고 있으며, 리테일 브로커리지 회사들도 개인투자자 기반을 확대하기 위해 수수료를 경쟁, 적극적인 M&A(Mergers and Acquisitions) 등에 나서고 있다. 글로벌 투자은행 또한 과거 자기자본을 활용한 트레이딩 사업 중심에서 리테일 고객을 대상으로 하는 자산관리 및 자산운용 부문을 크게 확대하고 있으며, 과거와는 달리 소매금융업에도 적극적으로 진출하고 있다. 이로 미루어보면, 해외의 경우 금융투자업이 가계의 ‘자금이동’ 매개체 역할을 효과적으로 수행하고 있는 것으로 보인다.

라. 저금리 시대의 국내 금융투자업

네 번째 연구질문은 ‘저금리 환경이 국내 자산운용사, 증권사 및 금융투자상품에는 어떠한 영향을 끼칠 것인가?’이다. 앞서 살펴본 바와 같이 국내에서도 이미 저금리 환경이 조성되었으며, 지난 10여 년간 국내 금융

투자업도 저금리, 저성장, 인구 고령화 등의 요인들이 자산운용사 및 증권사 등 금융투자회사의 성과와 사업모델에 영향을 미치고 있다. 예를 들면, 국내 펀드시장은 개인투자자들이 펀드시장에서 대거 이탈하면서 중심축이 공모펀드에서 사모펀드로 이동하였으며, 대체자산 운용에 특화된 전문사모운용사들이 대거 등장하면서 자산운용사들이 다변화되고 있다. 증권사의 경우에도 변화된 환경에 적응하기 위해 자기자본 규모를 확대하였고, 위탁매매 중심의 수익구조를 자기매매 및 투자은행 부문 등으로 다변화하는 노력을 기울여왔다. 그럼에도 불구하고 저금리 환경이 앞으로 더욱 심화될 것으로 전망되는 만큼 어떻게 대응하느냐에 따라 국내 금융투자업의 발전양상이 달라질 수 있다. 이에 본 보고서 V장에서는 글로벌 금융위기 이후 진행된 저금리 환경이 국내 자산운용업과 증권업에 끼친 영향을 되짚어보고, 이에 기초하여 향후 전망 및 대응방향을 논의하였다.

우선, 국내 자산운용업에 초점을 둔 분석결과는 다음과 같다. 저금리 기조가 장기화되거나 심화될 경우 해외와 마찬가지로 우리나라에서도 펀드투자 수요가 늘어날 것으로 보이나, 그 세부양상은 해외와는 다를 것으로 판단된다. 우선, 해외에서는 개인투자자가 주요 투자자인 주식형 공모펀드의 수요가 늘고 있는 반면, 우리나라의 경우에는 글로벌 금융위기를 거치면서 대규모 평가손실을 경험한 개인투자자들의 주식형 공모펀드 투자가 크게 줄었다. 이에 따라 펀드시장의 수요기반이 개인투자자에서 기관투자자로 이동하고 있고, 공모펀드 시장의 성장이 정체되어 있는 상황이다. 따라서 향후 저금리 시대에서는 기관투자자가 주요 투자자인 채권형 공모펀드와 MMF (Money Market Fund)에 대한 투자수요가 늘어날 것으로 보인다. 사모펀드의 경우에는 채권형과 대체자산형 외에도 주식형펀드에 대한 수요가 늘어날 것으로 판단된다. 운용사를 기준으로 보면, 평판이 확립된 대형 종합운용사와 대체자산 중심의 전문사모운용사에 투자자금이 집중되면서 수익성도 개선될 것으로 보인다.

한편, 국내 증권업에 초점을 둔 분석결과는 다음과 같다. 글로벌 금융위기 이후 국내에서 본격화된 금리하락 추세는 증권사들의 외형 확장과 수익구조 다변화에 긍정적인 영향을 끼친 것으로 판단된다. 예를 들면, 자기

매매부문은 금리하락의 직접적인 영향을 받으면서 수익이 증가하였고, 저금리에 따라 유동성이 늘어나고 자금조달 비용이 낮아지면서 IB(Investment Banking)부문 수익도 늘어났다. 그런데 향후 저금리 환경 하에서는 자기매매부문의 ELS(Equity Linked Securities) 사업이나, IB부문의 채무보증 규모 확대가 어려워질 수 있으며, 이에 따라 이전보다 수익성이 낮아질 수 있다. 반면 해외의 위험자산 투자 증가추세와 마찬가지로 2020년부터 국내 주식에 대한 투자수요가 크게 늘면서 주식 거래대금 및 신용융자잔고가 크게 증가하고 위탁매매부문의 수익 비중이 커지고 있다. 저금리의 장기화가 예상되는 만큼 국내 증권사들은 개별 사업부문의 위험을 되짚어볼 필요가 있다.

자산운용사와 증권사의 금융투자상품은 예·적금이나 보험상품 이외에 개인투자자 또는 가계가 효율적으로 금융자산을 관리·증식할 수 있는 핵심 수단이다. 또한, 향후 저금리 기조가 장기화 또는 심화될수록 가계 또는 개인투자자 입장에서는 중위험·중수익 금융투자상품이나 해외 및 대체자산에 대한 투자수요가 늘어날 수밖에 없다. 해외사례에서 살펴본 바와 같이 미국의 경우에는 주식시장의 견고한 성장세를 바탕으로 가계의 위험자산 투자가 크게 늘고 있다. 우리나라에서도 아직 규모가 크지 않지만 ETF를 중심으로 한 패시브펀드와 해외 및 대체자산형 공모펀드 규모가 늘어나는 등 이러한 투자수요 변화 조짐이 나타나고 있다.

그럼에도 불구하고 최근 해외 여러 국가에서 나타나고 있는 위험자산으로의 자금이동이 국내에서 일어날 것으로 단언하기 어려운 상황이다. 우선, 글로벌 금융위기 이후 국내 가계의 금융자산에서 보험 및 연금자산 비중이 늘어난 반면 펀드투자가 크게 감소하면서 금융투자상품의 비중은 갈수록 낮아지고 있다. 특히, 국내 가계의 펀드 보유 비중은 국제적으로도 매우 낮은 수준이다. 그리고 글로벌 금융위기 이후 주식형 공모펀드, ELS, DLS(Derivative Linked Securities)등 파생결합증권, 사모펀드 등의 금융투자상품에서 대규모 투자손실이 발생하거나 불완전판매 이슈가 불거지는 등 여러 문제가 발생하였다. 또한, 2000년대 이후 고령화가 진전되고 퇴직연금제도가 시행되면서 개인연금과 퇴직연금 등 사적연금 적립금이 매우 빠르게 증가하고 있으나, 이들 연금자산은 대부분 원리금보장형 금융상

품으로 운용되고 있는 것이 현실이다. 이로 미루어보면, 국내 금융투자상품은 글로벌 금융위기 이후 자산관리 수단으로서의 효용성이 낮아지고 있는 것으로 보인다.

마. 저금리 시대의 대응방향

다섯 번째 연구질문은 ‘저금리 환경이 지속되는 상황에서 국내 금융투자업의 기회와 위협 요인이 무엇이며, 어떻게 대응해야 하는가?’이다. 금리가 경기순환에 따라 상승하고 하락하기도 하지만, 지금과 같은 낮은 금리 수준이 오랜 기간 지속된 적은 없었다. 이러한 환경이 앞으로도 지속될 것으로 전망되는 만큼 국내 금융투자업의 대응방안이 진지하게 검토되어야 할 시점이다. 이에 본 연구는 상기한 분석결과를 바탕으로 VI장에서 국내 금융투자업계의 장단점과 저금리 기조에 따른 기회요인과 위협요인을 살펴보고, 향후 대응방향을 도출하였다. 그 주요내용은 다음과 같다.

본 연구에서 살펴본 바에 따르면, 향후 저금리 환경에서는 개인투자자 및 가계의 위험자산 투자가 늘어날 것임을 시사한다. 해외사례를 보더라도 그 세부 양상은 국가마다 다소 차이가 있긴 하나 대체로 2000년대 들어 은퇴준비를 목적으로 하는 가계의 주식 및 펀드 투자가 늘어나고 있다. 해외의 금융투자회사들은 금융투자상품 및 서비스를 다양화하고 사업부문을 조정·확대하는 등 이러한 자금이동 현상에 적극 대응하고 있다. 우리나라에서도 아직 절대규모 자체는 크지 않지만 개인투자자의 해외주식 및 대체 자산에 대한 수요가 꾸준히 늘고 있고, ETF 시장 규모도 커지는 등 위험 자산으로의 자금이동을 뒷받침하는 움직임이 나타나고 있다.

반면 글로벌 금융위기 이후의 상황을 돌이켜보면 국내 개인투자자 및 가계가 더 높은 투자위험을 감수하면서 자금이동 현상이라 불릴 만큼 위험 자산 투자를 늘릴 것인지 단언하기가 어렵다. 따라서 자산운용사, 증권사 등 국내 금융투자회사들은 저금리 기조에 따른 영향과 위협요인에 대한 분석을 바탕으로 저금리 시대의 대응전략을 보다 적극적으로 강구할 필요가

있다. 자산운용업을 예로 들면, 저금리 환경에서 펀드투자 수요가 늘어나는 점은 국내 자산운용업에 긍정적인 요인이다. 그런데 공모펀드의 경우 늘어나는 펀드투자 수요가 대부분 기관투자자 중심의 채권형과 MMF에 집중되는 만큼 자금흐름 변동성이 더욱 커질 수 있다. 이러한 점은 개인투자자 및 가계가 향후 저금리 환경에서 공모펀드에 투자할 가능성이 낮을 것임을 시사한다. 그러므로 국내 자산운용사는 개인투자자 및 가계의 투자자금을 유치할 수 있는 펀드상품 및 서비스 개발에 노력해야 한다. 증권업의 경우도 마찬가지이다. 2020년 코로나19 감염확산 이후 개인투자자의 주식시장 참여가 크게 늘어난 것에서 보듯이 금융투자상품에 대한 투자수요가 늘고 자금조달 여건이 개선되는 점은 증권업에 우호적인 환경변화이다. 그러나 신용융자 규모가 과도해지거나 주식시장 및 금리 변동성이 커지게 되면 오히려 수익성에 악영향을 끼치게 되므로 이에 대한 적절한 위험관리가 필요하다.

종합하면 저금리 시대에서는 금융투자회사들이 개인투자자 및 가계에게 투자위험 대비 안정적인 수익을 얻을 수 있는 금융투자상품 및 서비스를 제공하는 것이 가장 중요한 과제라고 할 수 있다. 이를 위해서는 은행, 증권사, 자산운용사 등 금융회사들이 고객 이해 ‘최우선’(best interest of the client)의 관점에서 고객자산의 증식을 통해 자사의 수익성을 높인다는 입장을 확고히 할 필요가 있다. 그리고 ETF 기초상품 확대, ELS 수익-위험구조 다양화, 해외 및 대체자산 관련 금융투자상품 확대 등을 통해 저비용·맞춤형 자산관리 서비스를 제공할 필요가 있다. 이와 함께 저금리 시대의 환경변화에 따른 위험관리체계 구축 및 역량 배양도 필수적인 과제이다. 투자자 역시 개별 상품 투자라는 관점보다는 포트폴리오 투자 관점에서 금융투자상품을 적극 활용할 필요가 있다. 고령화가 진전되면서 연금자산 운용이 중요한 과제인 만큼 연금자산의 수익률 제고 및 투자위험 관리도 중요한 과제이다. 이를 위해서는 금융투자회사는 연금관련 금융투자상품 및 자산관리 서비스를 적극적으로 확대하고, 디폴트옵션(default option) 및 기금형 퇴직연금 도입 등 제도개선 노력도 필요하다.

II. 저금리 시대의 경제적 배경 및 전망

1. 글로벌 저금리 현상과 원인
2. 국내 저금리 현황 및 전망

II. 저금리 시대의 경제적 배경 및 전망

본 장에서는 1980년대 이후 글로벌 저금리 시대 도래의 경제적 원인에 대해 선행연구결과들을 통해 살펴보고 국내의 저금리 상황이 장기적으로 고착화될지를 진단해보고자 한다.

1. 글로벌 저금리 현상과 원인

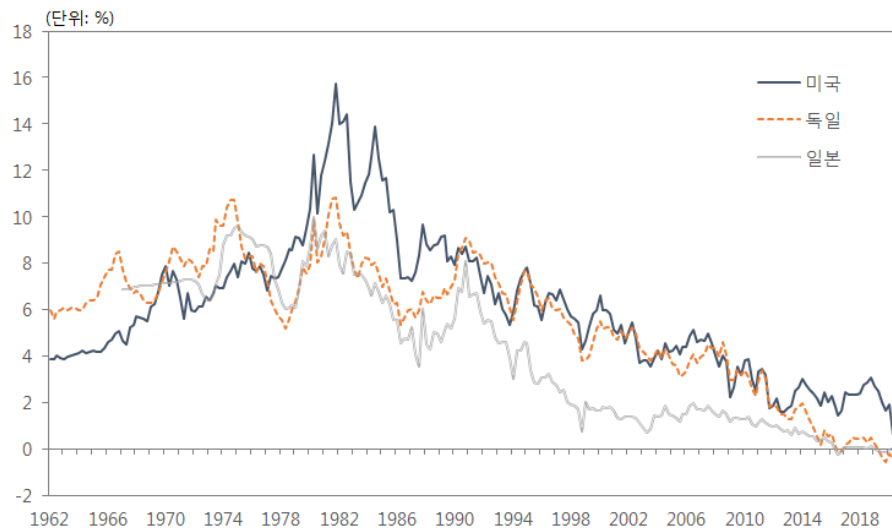
가. 글로벌 저금리 추세

주요국의 국채금리는 1980년대 이후 하락세를 지속하고 있다. <그림 II-1>에서 나타난 바와 같이 1960년대 후반 베트남 전쟁에 따른 미국의 재정확대와 1970년대 석유과동으로 인플레이션이 크게 확대되기 시작하면서 국채금리가 점차 상승하기 시작하였다. 이러한 물가인상에 대응하여 1980년 볼커(Volcker) 연방준비제도 이사회 의장이 인플레이션 기대를 억제하기 위해 초긴축적인 통화정책(Volcker disinflation)¹⁾을 도입함에 따라 국채금리가 가파르게 상승했다. 독일과 일본의 장기 국채금리 또한 미국과 같은 급등락을 경험한 것은 아니지만 1980년대 이후 하락세를 나타내고 있으며 최근에는 마이너스(-) 수준까지 하락하였다. Schmelzing (2020), Del Negro et al.(2019), King & Low(2014) 등 글로벌 금리의 장기 시계열에 관한 연구들은 1980년대 초반 이후 최근까지 글로벌 명목 금리 및 실질금리의 지속적인 하락세가 역사적 추세로의 회귀²⁾라고 지적하고 있는 가운데, 글로벌 금리 하락세의 원인에 대한 다양한 연구가 진행되었다. 아래에서는 주요 연구결과를 요약하여 정리하였다.

1) 볼커의 연준 의장 취임(1979년 8월) 당시 10.94%였던 연방기금금리는 1981년 1월 19.08%까지 상승한다.

2) Schmelzing(2020)에 따르면 14세기 이후 글로벌 실질금리가 추세적으로 연간 0.6~1.6bp씩 하락 중이다.

<그림 II-1> 주요국 국채금리 (10년물)



자료: Datastream

<그림 II-2> 글로벌 명목 및 실질 금리

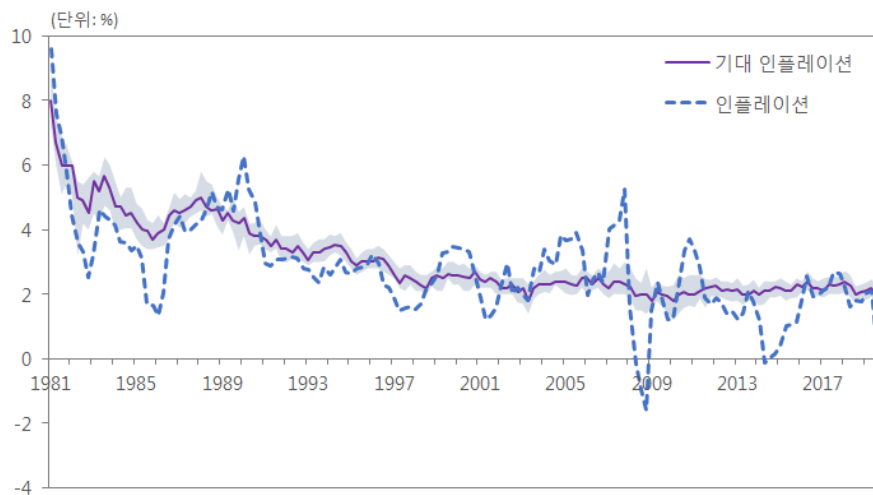


자료: Schmelzing(2020)

나. 물가안정

이자(interest)는 현재의 소비를 미래로 이연시킨 대가로 수취하는 것인 만큼 금리는 현재와 비교한 미래의 물가수준, 즉 기대 인플레이션의 영향을 받는다. 앞서 언급한 바와 같이 중앙은행의 적극적인 물가안정 노력에 힘입어 1990년대 이후 미국을 중심으로 한 세계 경제는 경제성장이 지속되는 가운데 물가가 안정된 대안정기(great moderation)에 진입하게 된다(Boivin & Giannoni, 2006). <그림 II-3>은 필라델피아 연준이 실시하고 있는 전문가 대상 경제예측 설문조사(Survey of Professional Forecasters: SPF) 중 1년 후 인플레이션(소비자물가지수(CPI) 기준) 전망치의 추세를 보여주고 있다. 1981년 8.0%에 달했던 기대 인플레이션(중간값 기준)은 1991년에는 3.7%로 크게 하락하였으며 2001년에는 2.5%, 최근에는 2% 수준으로 완만한 하락세가 지속되고 있다.

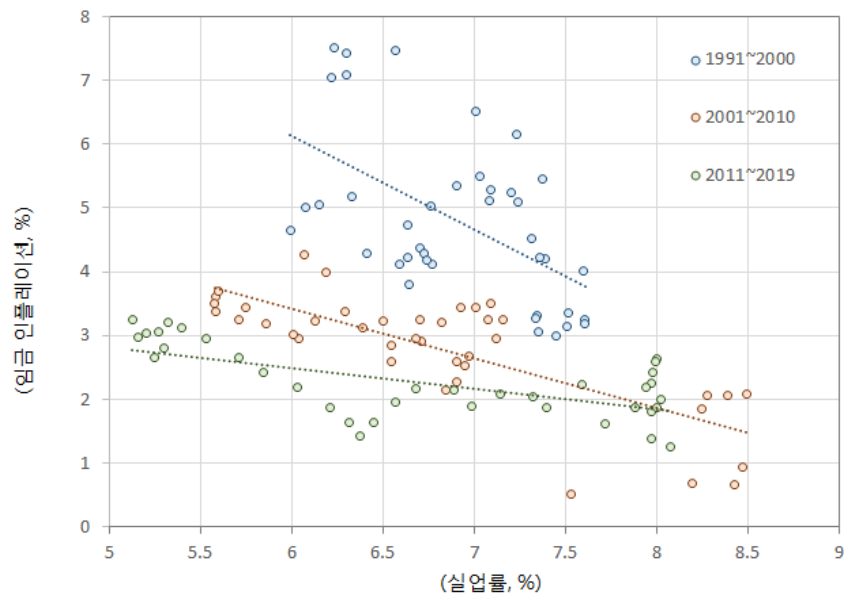
<그림 II-3> 미국의 실제 인플레이션 및 기대 인플레이션 추이



주 : 전문가 대상 1년 후 CPI 설문결과. 음영은 전체 응답의 25분위 및 75분위 사이
자료: 필라델피아 연준

기대 인플레이션 안정에 힘입어 미국의 인플레이션은 1980년 1분기 14.4%에서 1991년 4분기에는 3.0%로 하락하였다. 이러한 물가안정은 미국만의 현상은 아니며 1990년대 이후 2008년 글로벌 금융위기 이전까지 일본을 제외한 OECD 주요국의 물가상승률은 대체로 하향 안정화되었다. 중앙은행의 물가안정목표에 대한 커뮤니케이션 강화 등을 통해 선진국을 중심으로 기대 인플레이션이 2% 수준에서 안착(anchoring)하면서 경기순환에도 불구하고 고용사정에 대한 임금의 반응 정도가 크게 줄어들었다. 특히, <그림 II-4>에서 제시된 바와 같이 2000년대 이후에는 고용과 임금 간 관계를 나타내는 필립스 곡선(Phillips curve)의 기울기가 매우 평탄해진 것으로 나타났다.³⁾

<그림 II-4> OECD 필립스 곡선



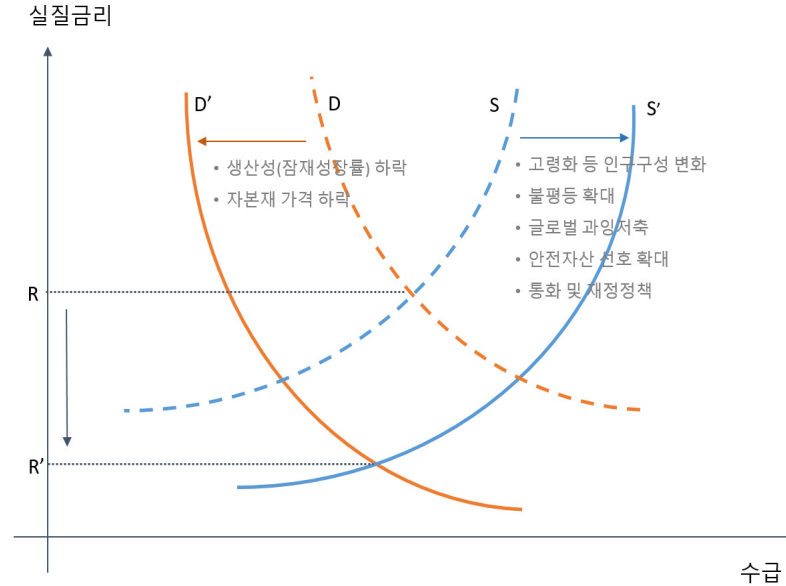
자료: OECD

3) Kang et al.(2020)에 따르면 최근 데이터를 이용하여 미국의 필립스 곡선을 추정한 결과 물가상승이나 미래의 임금상승 기대가 현재의 임금상승에 미치는 영향은 큰 반면, 실업률감축에 따른 임금상승 효과는 매우 제한적인 것으로 나타났다.

다. 실질금리의 하락

물가안정에 따른 명목금리 하락과 함께 <그림 II-2>에서 나타난 글로벌 실질금리의 하락 원인에 대해 다양한 연구가 진행되었다. 실질금리의 결정요인을 바탕으로 하락 원인을 자금의 수요(투자)와 공급(저축)으로 나누어 구분해보면 <그림 II-5>와 같다. 즉, 잠재성장률 및 자본재 가격 하락 등으로 자금 수요가 감소(수요곡선의 좌측 이동)한 데다 인구 고령화나 불평등 확대, 안전자산 선호 확대 및 글로벌 과잉저축 등으로 자금공급은 오히려 확대(공급곡선의 우측 이동)되면서 실질금리가 하락하였다. <표 II-1>에서는 자금의 수급에 영향을 미치는 요인들을 중심으로 글로벌 금리 하락 원인에 대한 선행연구 결과들을 정리하였다.

<그림 II-5> 자금의 수급과 실질금리



자료: 자본시장연구원

<표 II-1> 실질금리 하락원인에 대한 주요 문헌연구

	수요		공급				
	성장·생산성	자본재 가격	인구구조	불평등	과잉저축	안전자산 선호	통화·재정정책
Akram & Li (2017)							○
Bernanke (2005)					○		
Bielecki et al (2020)			○				
Borio et al (2017)	○	○	○	○			○
Brand et al (2018)	○	○	○	○		○	
Carvalho et al (2016)			○				
Del Negro et al (2019)	○					○	
Eggertsson et al (2019)	○	○	○	○			
Glick (2019)	○		○	○	○	○	
Holston et al (2017)	○						
Ikeda & Saito (2014)			○				
IMF (2014)		○			○	○	○
Juselius et al. (2017)	○	○	○	○			○
Krustev (2018)	○						
Lauchbach & Williams (2003)	○						
Lian et al (2020)		○					
Lundsford & West (2019)	○	○	○	○	○	○	
Neri & Gerali (2019)	○					○	
Pescatori & Turunen (2016)	○				○	○	○
Rachel & Smith (2017)	○	○	○	○	○	○	
Rachel & Summers (2019)	○		○	○			○
Wynne & Zhang (2018)	○						

1) 자금의 수요 감소

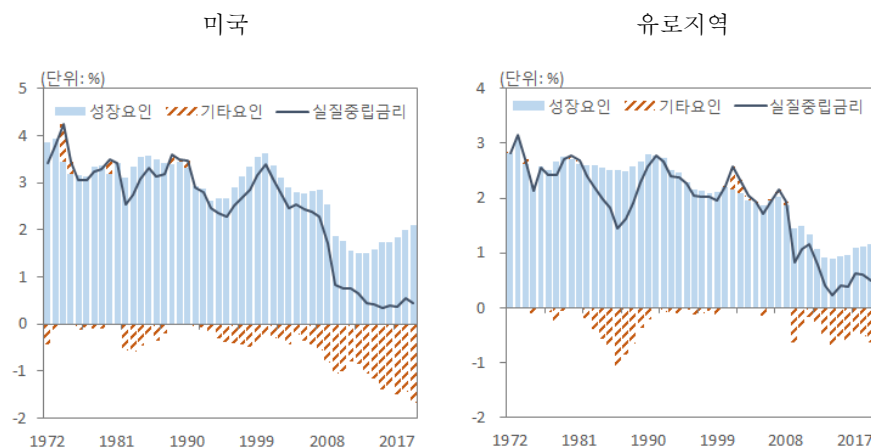
가) 잠재성장률 하락

실제 GDP가 잠재 GDP 수준과 일치하고 인플레이션 압력이 안정된 상황에서의 균형 정책금리 수준인 실질중립금리(neutral real interest rate)에 대한 다수의 연구결과들은 효용함수의 최적화 조건으로부터 실질중립금리(r_t^*)와 잠재성장률(g_t^*)간에 다음과 같은 관계가 존재한다고 상정한다(Laubach & Williams, 2003; Holston et al., 2017; Wynne & Zhang, 2018; Pescatori & Turunen, 2016; Rachel & Smith, 2017).

$$r_t^* = \rho g_t^* + z_t$$

z_t 는 잠재성장률에 의해 설명되지 않는 기타요인이며, 잠재성장률과 실질중립금리간 관계를 나타내는 ρ 는 문헌에 따라 상이하나 대체로 0.5~1의 값으로 추정된다. 따라서 잠재성장률 하락은 실질중립금리를 직접적으로 감소시키는 요인으로 작용한다.

<그림 II-6> 미국과 유로지역의 실질중립금리



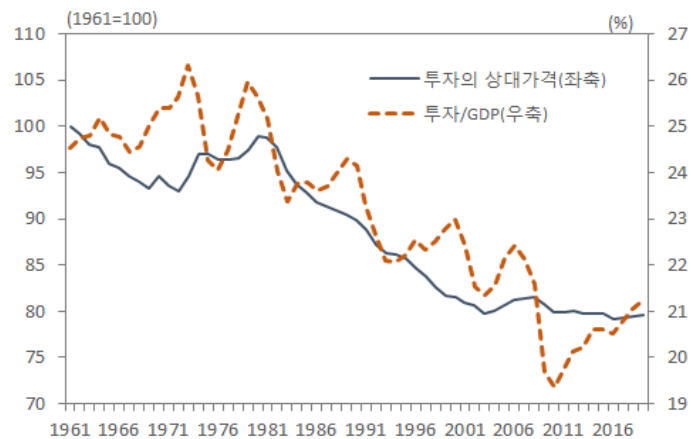
자료: Holston et al.(2017), 자본시장연구원

<그림 II-6>에서 제시된 바와 같이 미국과 유로지역의 잠재성장률(실질중립금리 중 성장요인)은 1970년대 이후 등락을 거듭하다가 미국의 경우 2000년대 닷컴 버블을 기점으로, 유로지역의 글로벌 금융위기 및 유로재정 위기를 거치면서 크게 하락하여 2000년대 이후 글로벌 저금리가 주요국의 성장 저하에 따른 구조적 현상임을 시사한다.

나) 자본재의 가격 하락

G7 국가의 자본재 상대가격은 1980년대 초반 이후 지속적으로 하락하여 1980년대비 20% 감소하였다. 관세 등 교역비용이 축소되어 자본재 관련 교역이 늘어났을 뿐만 아니라 세계화의 진전으로 국가간 생산성 격차가 줄어든 것이 주요 원인으로 지적된다(Lian et al., 2020). 이러한 자본재 가격 하락은 직접적으로 투자를 위해 필요한 자금수요를 축소시켜 실질금리를 하락시키게 된다. 또한 생산요소간 대체가 원활하지 않아 자본재 가격 하락이 노동투입을 대신해 투자를 확대시키는 효과도 제한적인 것으로 나타났다(Sajedi & Thwaites, 2016).

<그림 II-7> G7 경제에서 투자의 상대가격 및 GDP내 비중 추이



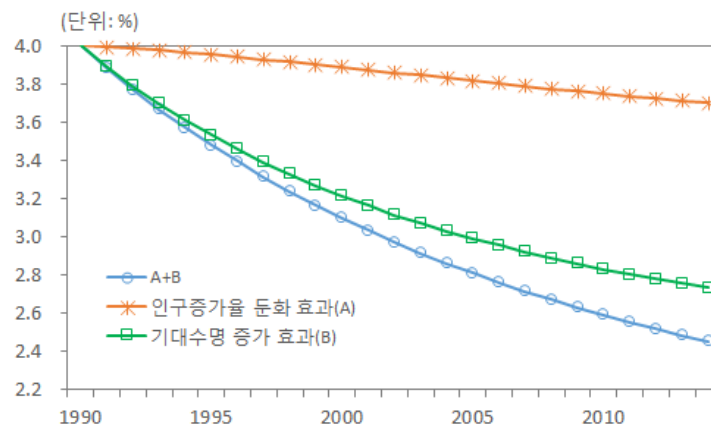
자료: OECD, Datastream, 자본시장연구원

2) 자금의 공급 확대

가) 인구구조 변화

주요국의 인구 증가율이 1960년대 이후 꾸준히 하락하고 있는 가운데, 인구구조의 변화는 다양한 형태로 실질금리에 영향을 미친다. 자금의 수요 측면에서 생산가능인구가 감소할 경우 일인당 자본장비율이 높아져 자본의 한계생산이 저하되어 실질금리가 하락하게 된다. 노동과 자본이라는 생산요소 투입이 줄어드는 한편 노동자의 고령화가 새로운 기술습득 등 생산성 개선에 부정적인 만큼 앞서 언급한 잠재성장률 둔화를 통해 실질금리 하락을 초래한다. 자금의 공급 측면에서 기대수명이 연장됨에 따라 퇴직 이후의 노후기간을 대비하기 위해 저축률이 상승하면서 실질금리가 하락하게 된다. 반면, 인구 고령화가 심화되어 경제 전체의 노인 부양비율이 크게 높아질 경우 퇴직자들이 근로자들 보다 저축률이 낮은 만큼 기존의 저축을 통해 생계를 유지하는 사람(dissaver)들의 비중이 늘어나면서 저축률이 낮아지고 금리가 상승하는 경로 또한 존재한다.

<그림 II-8> 인구구조 변화의 실질금리 하락 효과



주 : 선진국 데이터로 모형내 모수를 계측(calibration)하여 추정한 값
 자료: Carvalho et al.(2016), 자본시장연구원

이러한 이론적 경로를 바탕으로 한 실증분석 결과들은 인구 고령화 변화에 따른 저축률 상승이 장기에서의 실질금리 하락을 유도하는 주요 원인인 것으로 나타났다. Carvalho et al.(2016) 및 Bielecki et al.(2020) 등의 연구결과에 따르면 인구구조 변화로 1990년부터 2014년까지 선진국의 실질금리는 최소 1.5%p 하락한 것으로 나타났다. 따라서 이러한 연구들은 향후 주요국의 인구 고령화가 더욱 심화될 것으로 예상되는 만큼 실질금리 하락이 계속될 것이라는 전망을 제시하고 있다.

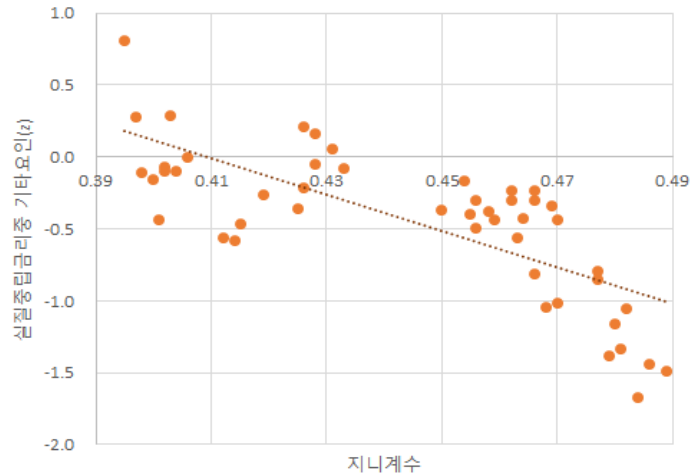
나) 불평등 확대

PC나 인터넷 등 숙련 노동에 편향적인 기술 발전과 함께 최근 기업 활동에서 무형자산(intangible assets)의 중요성이 확대됨에 따라 인적 자본 수준에 따라 임금격차가 확대되고 있다. 세계화 및 디지털화의 진전에 따른 초선도기업(superstar firms)의 승자독식 구조 강화 또한 임금격차 확대를 심화시키고 있다. 이러한 소득분포의 변화는 저축률에 영향을 미쳐 실질금리의 변동을 초래할 수 있다. 고소득층은 저소득층에 비해 항상소득(permanent income) 중 더 많은 부분을 저축한다(Dynan et al., 2004). 따라서 소득 불평등이 확대될수록 저축률이 상승하게 되며 실질금리는 하락하게 된다(Rachel & Smith, 2017; Borio et al., 2017; Glick, 2019).

<그림 II-9>는 1972~2019년까지 미국 가계의 지니계수와 <그림 II-6>에서 제시된 실질중립금리의 기타요인간의 관계를 제시하고 있다. 즉, 잠재성장률을 제외한 기타요인이 1990년대 이후 실질금리 하락을 심화시키고 있는 가운데 불평등 확대(지니계수 상승)와 일부 연관되어 있는 것으로 볼 수 있다. 실제로 Rachel & Smith(2017)는 1980년부터 2015년까지의 기간 중 불평등 확대가 글로벌 실질금리를 45bp 하락시킨 것으로 추정하고 있다.

<그림 II-9> 미국의 소득불평등과 실질금리

(단위: %)



주 : 실질중립금리 중 기타요인은 Holston et al.(2017)로부터 산출
 자료: Holston et al.(2017), FRED, 자본시장연구원

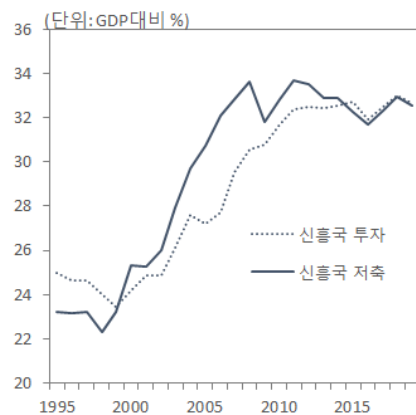
다) 글로벌 저축과잉

1997년 외환위기 이후 한국, 중국을 비롯한 동아시아 신흥국들은 자국 통화가치의 저평가를 통한 수출 주도의 성장전략을 추구하는 한편 향후 급격한 자본유출(sudden stop)에 대비하여 외환보유액을 축적하기 시작하였다. 이와 함께 국제유가의 상승으로 석유 수출국들의 경상수지 흑자 또한 크게 확대되었다. 신흥국의 금융자산은 국제적 금융위기가 발생할 경우 안전성과 유동성을 담보할 수 있는 가치저장(store of value) 수단이 아닌 만큼 신흥국들의 경상수지 흑자⁴⁾로부터 발생한 글로벌 과잉저축(global saving glut)은 국제적 안전자산인 미 국채 등에 주로 투자되었다(<그림 II-10>, <그림 II-11>). 이에 따라 2004년 미국의 경기회복세 확대에 대응

4) 국민계정 항등식으로부터 ‘국민저축 - 투자 = 순수출’이 되며, 저축이 투자를 초과할 경우 경상수지 흑자가 발생한다.

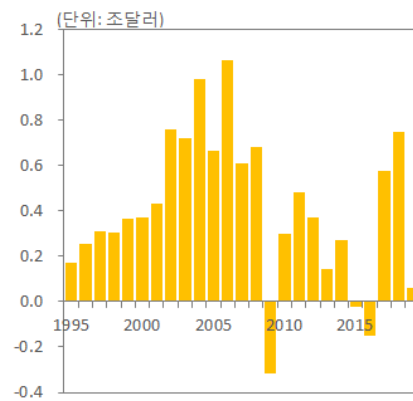
하여 미 연준이 금리인상을 단행하였음에도 불구하고 신흥국들의 미 국채 수요에 힘입어 장기금리가 상승하지 않는 현상⁵⁾이 발생하였다(Bernanke, 2005; Warnock & Warnock, 2009). 장기금리가 안정되면서 미국의 민간 소비는 더욱 늘어나 경상수지 적자가 확대되는 가운데 신흥국들의 경상수지 흑자가 미국으로 환류됨에 따라 글로벌 불균형(global imbalance)이 고착화⁶⁾ 되는 현상이 글로벌 금융위기 직전까지 지속되었다.

**<그림 II-10>
신흥국 저축-투자갭**



자료: IMF

**<그림 II-11>
외국인의 미 국채 순매입**



자료: US Treasury, Datastream

라) 안전자산 선호

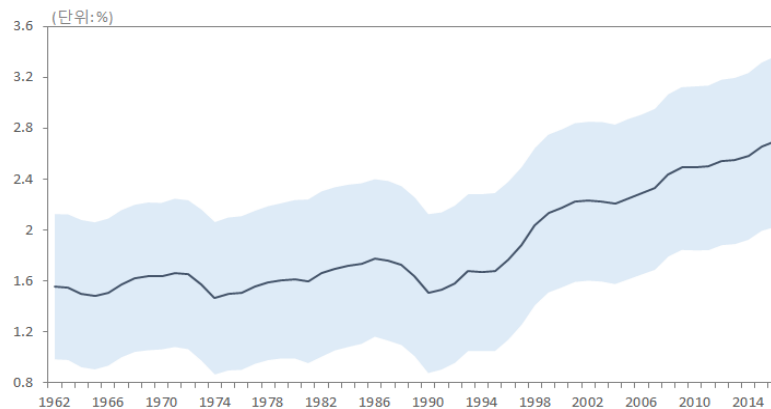
Caballero(2006), Del Negro et al.(2017, 2019) 및 Glick(2019) 등은 미 국채를 비롯한 안전성과 유동성을 확보한 자산에 대한 선호의 변화 자체가

5) 2004년 6월부터 2006년 6월까지 연방기금금리가 4.25%p 인상되는 동안 미 국채 10년물 금리는 0.5%p 상승에 그쳤다.

6) Dooley et al.(2003)은 2차 세계대전 이후 1971년까지 미국과 주요 교역국들간 고정환율제인 브레턴우즈 체제가 부활(the revived Bretton Woods system)한 것이라고 평가한 바 있다.

실질금리 하락을 유도하였음을 강조한다. 안전자산 선호는 글로벌 과잉저축과 긴밀하게 연결되어 있는 한편 글로벌 금융위기 이후 글로벌 저축-투자갭이 축소되었으나 실질금리 하락이 지속된 사실에 대해 통시적으로 일관된 설명을 제공한다. Del Negro et al.(2017, 2019)은 미 국채와 같은 안전자산 보유에 따른 편의수익률(convenience yield)이 1990년대 이후 지속적으로 상승하였음을 지적하고 있다. 편의수익률은 안전자산 보유에 따른 직접적 효용 또는 프리미엄으로 경제 이론적으로는 ‘안전자산의 실질금리 = 시점간 할인인자 - 편의수익률’의 관계가 성립한다(Krishnamurthy & Vissing-Jorgensen, 2012; Kiyotaki & Moore, 2012). 따라서 시점간 할인인자의 변화가 없는 가운데 편의수익률이 상승할 경우 안전자산의 실질금리는 하락하게 된다. <그림 II-12>를 살펴보면 1997년 아시아 및 1998년 러시아 외환위기로 글로벌 편의수익률이 상승하기 시작하여 2000년대 중반 2% 수준에서 안정되었다가 글로벌 금융위기 이후 재차 상승하고 있음을 알 수 있다. 특히, 선진국 중앙은행들의 대규모 국채 매입으로 민간에 가용한 장기 안전자산이 줄어드는 한편 금융기관 건전성에 대한 규제로 수요가 늘어나 안전자산에 대한 프리미엄 상승이 가속화되고 있다.

<그림 II-12> 글로벌 편의수익률



주 : 음영은 사후 추정분포의 68분위
 자료: Del Negro et al.(2019), 자본시장연구원

마) 통화 및 재정 정책

통화정책은 1980년대의 고금리를 유발했으나 이후 명확한 물가목표 설정을 통해 물가안정을 도모하여 장기금리를 하락시킨 한편 금융불안에 적극적으로 대응하는 과정에서 저금리를 초래하였다. 1980년대의 고금리 상황을 살펴보면 볼커 의장 시절의 연준은 실질정책금리(1981년 3분기 8.9%)를 중립금리(3.4%)보다 크게 높은 수준으로 인상하여 물가인상 압력에 대응하였으며 IMF(2014) 또한 미국의 통화정책 충격이 볼커 의장의 재임 기간이 포함된 1990년대 초반까지의 단기 실질금리 변동을 대부분 설명한다는 결과를 밝히고 있다. 한편, Borio et al.(2017) 및 Borio et al.(2019)은 주요국의 초장기 금리 시계열을 이용한 실증분석을 통해 1990년대 이후 인플레이션 타게팅(inflation targeting) 도입이 주요국의 물가안정에 기여하여 글로벌 저금리에 대해 통계적으로나 경제적으로 유의한 설명력을 갖는다고 주장한다. 한편, Juselius et al.(2017)은 2000년 닷컴 버블이나 2008년 글로벌 금융위기와 같은 금융불안에 대해 중앙은행이 적극적으로 대응한 반면 버블 확대 등 금융불균형에 대해서는 충분히 선제적으로 대응하지 않아 정책금리가 실물경제 및 금융상황을 모두 고려한 균형 수준에 비해 필요 이상으로 하락하였다고 주장한다.

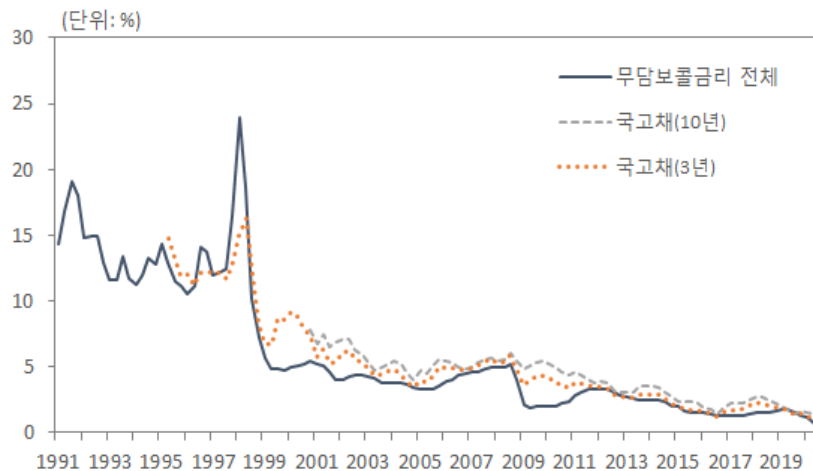
한편, 확장적 재정정책은 민간에 가용한 자금의 구축효과(공급 축소)를 통해 실질금리를 상승시키는 요인으로 작용한다. 재정적자 확대와 같은 정부부문의 저축 감소는 직접적으로 단기 실질금리를 인상시킨다. 또한 장기금리는 현재와 미래의 단기금리 예상치의 가중평균이므로 향후 재정적자 확대가 예상될 경우 미래의 단기금리 인상 기대를 통해 현재의 장기금리를 상승시키게 된다. Engen & Hubbard(2004), Laubach(2009), Gamber & Seliski(2019) 등은 국가채무비율이 1%p 상승할 경우 실질금리가 3~5bp 정도 상승한다는 실증분석 결과를 제시하고 있다. 이러한 결과를 확장하여 Rachel & Summers(2019)는 선진국의 재정확대가 민간 부문에 의한 글로벌 실질금리의 하락 압력을 상쇄하는 역할을 수행하였으며, 재정부문의 기여가 없었다면 실질금리가 더 큰 폭으로 하락했을 것이라고 주장한다.

2. 국내 저금리 현황 및 전망

가. 현황

글로벌 저금리 추세와 마찬가지로 국내 금리 또한 추세적으로 하락했다. 콜금리는 외환위기 이전인 1991년부터 금리가 본격 하락하기 직전인 1998년 3분기까지 평균 13% 수준을 유지하다가 외환위기 및 미국의 닷컴 버블 붕괴 이후인 2001년부터 글로벌 금융위기 이전인 2009년까지 4% 수준으로 하락하였다. 글로벌 금융위기와 유럽 재정위기를 거친 이후인 2013~2019년중에는 평균 1.8%로 하락하였으며 코로나19 감염확산 충격으로 2020년 6월에는 0.48%까지 내려갔다. 장기금리인 국채 10년물 또한 2000년 4분기 7.76%였으나 지속적으로 하락하여 2020년 7월에는 1.36%로 하락하였다.

<그림 II-13> 국내 금리 추이

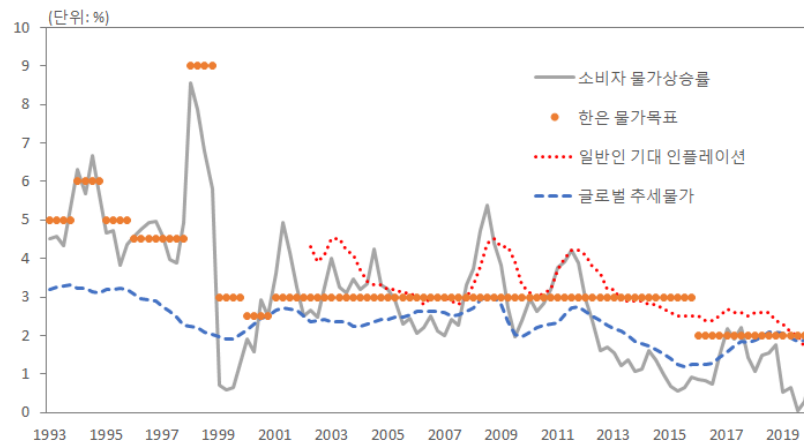


자료: 한국은행

1) 물가 하락

국내 금리의 하락세는 글로벌 금리와 마찬가지로 일차적으로 물가상승률 둔화 및 실질금리의 하락에서 원인을 찾을 수 있다. <그림 II-14>에서 나타난 바와 같이 외환위기 이전 국내 물가는 5% 수준이었으며 외환위기 당시에는 환율 불안에 따른 수입물가 상승으로 일시적으로 9%에 근접하는 모습을 보였다. 2000년대 들어 글로벌 금융위기 이전까지 경제성장률이 과거에 비해 둔화된 가운데 한국은행의 물가목표제가 정착됨에 따라 당시 한국은행의 물가목표 수준인 3%에서 등락하였다. 글로벌 금융위기 이후에는 글로벌 추세 물가가 하락하는 가운데 국내적으로는 저성장에 따른 수요둔화 및 무상복지 확대 등으로 물가상승률이 크게 하락하며 2013년 이후 2019년까지 평균물가는 1.2%까지 하락하면서 한국은행의 목표수준을 크게 하회하고 있다. 또한, 물가상승률이 둔화됨에 따라 일반인들의 기대 인플레이션 또한 점차 하락하기 시작하였다.

<그림 II-14> 국내 물가상승률 추이



주 : 1998년 한국은행의 물가목표제 도입 이전은 정부의 물가목표이며 일반인 기대 인플레이션은 한국은행 소비자동향조사 결과임. 글로벌 추세물가는 Stock & Watson(2007)으로 추정된 21개국의 추세물가로부터 추출한 공통요인임
 자료: 한국은행, 자본시장연구원

2) 실질중립금리의 추정

물가하락과 별도로 실질금리 하락의 원인을 살펴보기 위해 Laubach & Williams(2003) 등을 바탕으로 국내 실정을 감안하여 다음과 같은 준 구조모형(semi-structural model)을 통해 국내의 실질중립금리를 추정하기로 한다. 잠재 GDP의 자연로그값 y_t^* 와 실제 GDP의 자연로그값 y_t 의 차이인 GDP갭을 $\tilde{y}_t \equiv 100 \times (y_t - y_t^*)$ 라고 하면, GDP갭과 실질금리 r_t 와 실질중립금리 r_t^* 의 차이인 실질금리갭의 관계(IS 곡선)는 다음과 같이 가정된다.

$$\tilde{y}_t = a_1 \tilde{y}_{t-1} + a_2 \tilde{y}_{t-2} + a_r \sum_{i=0}^1 (r_{t-i} - r_{t-i}^*) + \epsilon_t^{IS}$$

즉, 현재의 GDP갭은 과거의 GDP갭과 함께 통화정책의 실물경제에 대한 시차를 감안하여 실질금리갭의 현재와 과거 값에 의존한다. ϵ_t^{IS} 는 GDP갭에 대한 충격으로 아래에서 설명하는 다른 충격들과 마찬가지로 모형내 여타의 충격과 독립적이며 자기상관이 없는 것으로 가정한다.

인플레이션은 수요 요인인 GDP갭과 공급 요인인 수입물가상승률에 의존한다. 소비자물가상승률을 π_t , 수입물가(원화 기준)상승률을 π_t^{IM} 로 정의하면 인플레이션과 GDP갭의 관계인 필립스 곡선(Phillips curve)은 다음과 같이 설정된다.

$$\pi_t = b_1 \pi_{t-1} + b_2 \sum_{i=2}^4 \pi_{t-i} + (1 - b_1 - b_2) \sum_{j=5}^8 \pi_{t-j} + b_y \tilde{y}_{t-1} + b_m \pi_t^{IM} + \epsilon_t^{PC}$$

다음으로, 잠재GDP y_t^* 는 잠재성장률 g_t^* 와 잠재GDP 수준에 대한 충격⁷⁾ ϵ_t^n 의 함수로 나타낼 수 있으며, 잠재성장률 g_t^* 는 임의보행(random walk)한다고 가정한다.

7) 경제위기 등으로 잠재GDP 수준 자체가 큰 폭으로 조정되는 경우에 해당된다. 이러한 충격을 고려하지 않는 경우 코로나19 감염확산과 같은 경제위기로 잠재GDP가 급락할 경우 잠재성장률이 마이너스(-)가 되는 문제가 발생한다.

$$y_t^* = y_{t-1}^* + g_t^* + \epsilon_t^n$$

$$g_t^* = g_{t-1}^* + \epsilon_t^g$$

한편, 생산과 고용의 관계인 오쿤의 관계식(Okun's law)을 모형화하기 위해 실업률 u_t 와 자연실업률 u_t^n 의 차이인 실업률갭 $\tilde{u}_t$ 은 현재와 과거의 GDP갭 및 과거의 실업률갭에 의존하며, 자연실업률은 임의보행하는 것으로 가정한다.

$$\tilde{u}_t = \beta_1 \tilde{y}_t + \beta_2 \tilde{y}_{t-1} + \beta_3 \tilde{u}_{t-1} + \epsilon_t^u$$

$$u_t^n = u_{t-1}^n + \epsilon_t^{un}$$

실질중립금리 r_t^* 는 잠재성장률 g_t^* 에 의한 성장요인과 그 밖의 기타요인 z_t 에 의해 결정된다. 다만, Clark & Kozicki(2005), Pescatori & Turunen(2016)에서 지적된 바와 같이 r_t^* 와 g_t^* 간의 관계를 나타내는 계수를 데이터로부터 추정하는 데 어려움⁸⁾이 따르는 만큼 Holston et al. (2017) 및 Rachel & Summers(2019) 등과 같이 계수를 1로 가정한다. 또한, 기타요인 z_t 는 임의보행하는 것으로 가정한다.

$$r_t^* = g_t^* + z_t$$

$$z_t = z_{t-1} + \epsilon_t^z$$

끝으로, 명목 정책금리 i_t 는 실질중립금리 r_t^* , 인플레이션 목표 π_t^c 및 GDP갭과 현재의 인플레이션 상황을 감안하여 다음과 같은 테일러 준칙(Taylor rule)을 따르는 것으로 상정하며 명목금리와 실질금리간에는 피셔가설이 성립한다.

$$i_t = \rho i_{t-1} + (1 - \rho)(r_t^* + \pi_t^c + \alpha(\pi_t - \pi_t^c) + \delta \tilde{y}_t) + \epsilon_t^R$$

$$i_t = r_t + E_t(\pi_{t+1})$$

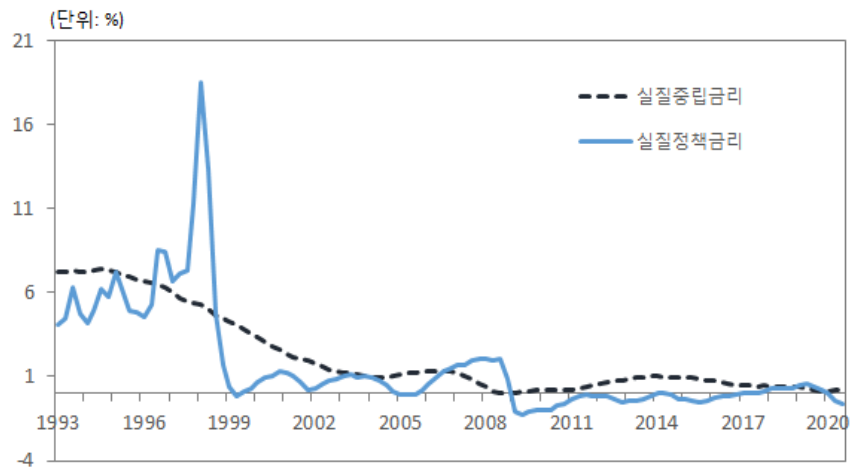
8) 김민수·박양수(2013) 등 실질중립금리에 관한 국내 선행연구에서도 추정 모형이나 데이터 기간에 따라 g_t^* 의 계수 추정치가 크게 상이하다.

모형의 추정을 위해 1991년 1분기부터 2020년 3분기까지의 GDP, 소비자물가 및 수입물가 상승률, 콜금리 및 실업률 데이터를 사용하였으며, 최근 실적치(end point)가 바뀌면 추정치가 크게 영향을 받게 되는 점을 감안하여 2021년 4분기까지의 컨센서스 추정치를 활용하였다. 물가목표의 경우 1998년 한국은행의 물가목표제 도입 이전은 정부의 물가목표를 이용했으며 소비자물가는 별도로 계절조정을 하였다. 한편, 추정방법은 칼만필터를 이용한 최우추정법 대신 Kiley(2015) 및 Pescatori & Turunen(2016)과 같이 베이지안(Bayesian) 기법을 사용하였으며 사전분포(prior distribution)는 김민수·박양수(2013) 등 국내 선행연구 결과를 감안하여 설정하였다. 추정을 위해 총 50만번의 시뮬레이션을 하되 초기 20만번의 시뮬레이션은 초기 값에서 사후분포(posterior distribution)로 수렴하는 목적으로 사용하였다.

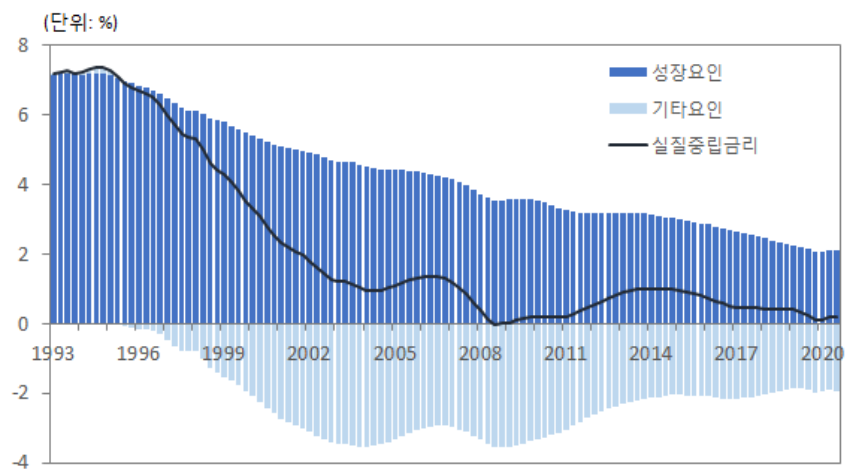
모형의 추정결과인 <그림 II-15>는 양측 필터(two-sided filter)를 통해 평활화된 실질중립금리의 추이를 보여주고 있다. 우선, 1993~1997년까지의 평균적인 실질중립금리는 6.7%로 추정되는 반면 2020년중에는 0.2% 수준까지 하락하였다. 같은 기간 중 성장요인의 실질중립금리 하락에 대한 기여율이 72.8%로 나타나 우리 경제의 구조적 저성장이 금리하락의 주요 원인임을 알 수 있다. 한편, 실질중립금리 추정치를 실질정책금리와 비교해보면 2000년대 중반 이후 글로벌 금융위기 이전까지 실질정책금리가 실질중립금리를 상회하여 통화정책이 긴축적이었다가 글로벌 금융위기 이후에는 대체로 완화적 기조를 유지하였으며 완화 정도가 점차 축소된 것으로 평가할 수 있다. 이와 관련하여 <그림 II-16>은 식별된 통화정책 충격(ϵ_t^R)을 나타내는데 2000년대 초반 대체로 음(-)의 값(통화정책 완화)을 유지하다가 2005년부터 양(+)으로 전환(통화정책 긴축)되었으며 글로벌 금융위기 기간 중 큰 폭의 음(-)의 값이 되었다가 2011년부터 다시 대체로 양(+)의 값이 되었음을 알 수 있다. 이러한 통화정책 기조의 변화는 잠재성장률 하락에 따른 실질중립금리의 추세적 하락과 함께 실질금리의 순환적 변동을 유발한 것으로 판단된다.

<그림 II-15> 실질중립금리 추이

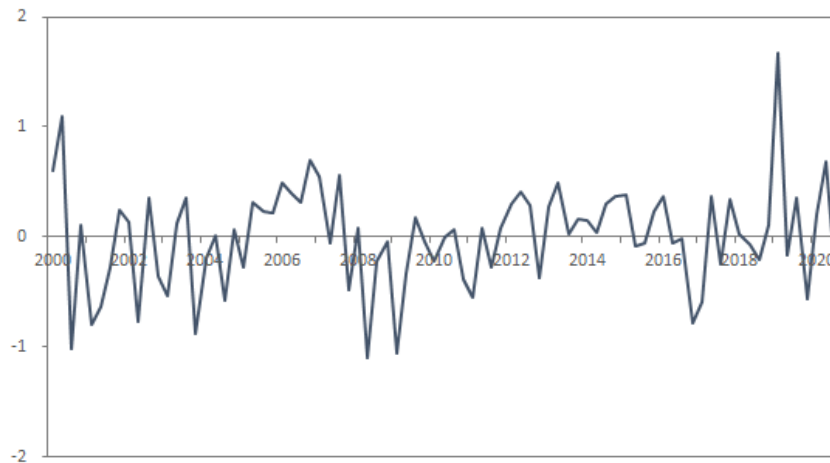
실질중립금리와 실질정책금리의 비교



실질중립금리 요인분해



<그림 II-16> 통화정책 충격



나. 전망 및 위험요인

1) 장기금리 전망

우리 경제의 추세적 저성장을 감안하면 향후에도 초저금리 현상은 고착화 될 것으로 예상되는 가운데 저금리 추세가 얼마나 심화될 것인가 하는 물 음에 대해 답하기 위해 향후 성장경로에 대한 가정으로부터 명목 장기금 리를 추정해 본다. 이를 위해 10년물 국채금리를 우리 경제의 기초경제여 건인 잠재성장률, 추세물가 및 실질중립금리로 추정한다. 실질중립금리 추 정모형으로부터 도출된 잠재성장률 및 실질중립금리와 함께 Stock & Watson (2007)을 통해 추정한 추세 물가상승률을 바탕으로 일반화 적률법 (Generalized Method of Moments: GMM)으로 추정한 결과는 <그림 II-17> 및 <표 II-2>와 같다.

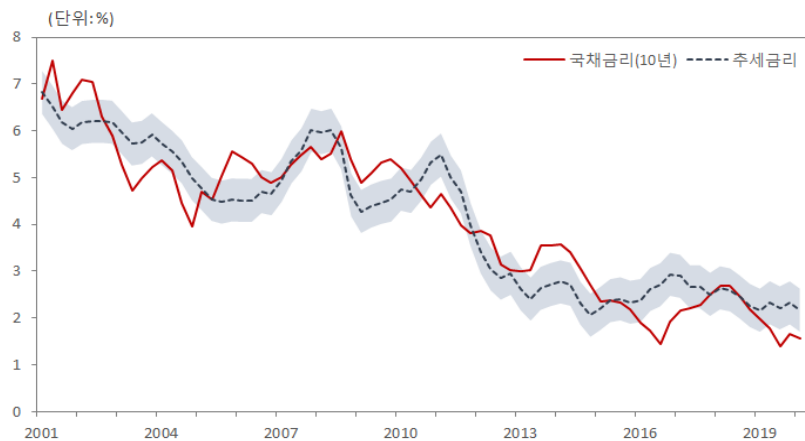
<표 II-2> 10년물 국채금리의 추정결과

추정계수	추정치
잠재성장률	0.2347
추세 물가상승률	1.2098***
실질중립금리	0.3287**
계수	0.0767

주: 1) ***, **는 1% 및 5%에서 유의함을 의미

2) 추정에 사용된 표본구간은 2000년 4분기부터 2020년 1분기까지임

<그림 II-17> 기초경제여건을 감안한 10년 국채금리



주 : 음영은 추세금리의 95% 신뢰구간

자료: 자본시장연구원

강현주(2020)에 따르면 우리 경제의 잠재성장률은 2021~2030년 중 1.5%로 둔화되는 데다 인구 고령화, 불평등 확대 등의 다양한 기타요인들 또한 실질금리를 더욱 하락시키는 방향으로 작용하여 2021~2030년 중 실질중립금리는 -0.5%로 하락할 것으로 예상된다. 따라서, <표 II-2>에 추정된 결과에 2021~2030년 중 전망치를 대입해보면 해당 기간 중 기초경제여건에 부합하는 10년물 국채금리는 1.5%로 추정되어 코로나19 감염 확산에 따른 경기침체 우려가 지속된 시기(2020년 4월부터 10월까지의 평균

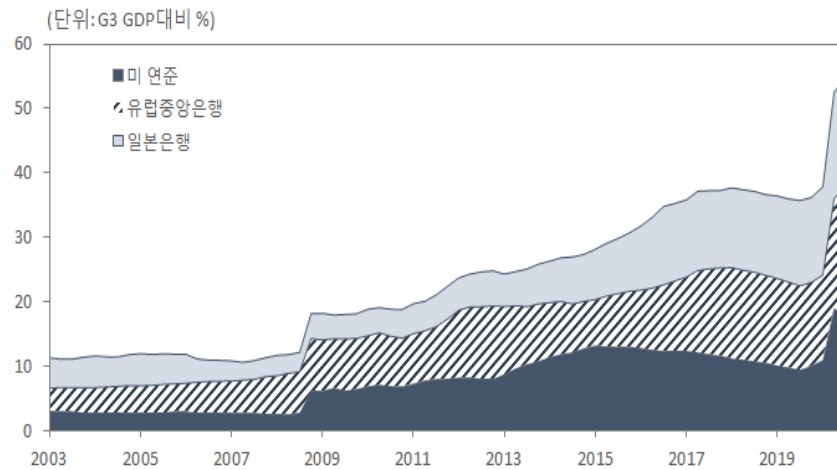
1.43%)와 유사한 수준이다. 향후 코로나19에 따른 충격으로부터 회복되어 경기가 반등하더라도 국채금리의 장기 평균은 현재 수준과 크게 다르지 않을 것으로 판단된다.

2) 위험요인

코로나19 감염확산에 따른 2020년 상반기 중 주요국의 전면적인 경제 봉쇄로부터 세계 경제가 빠르게 반등함에 따라 2020년 중 저조한 물가상승률에 따른 기저효과와 맞물려 2021년 중 물가상승률이 오름세를 나타낼 것으로 예상됨에 따라 2021년 초 국내외 장기금리가 동반 상승하고 있다. 앞서 논의한 바와 같이 글로벌 및 국내 경제의 구조적 저성장 및 저물가를 감안하면 저금리가 고착화될 것으로 예상되나 최근의 금리 상승세가 단순히 순환적인 상승에 머무르지 않고 장기적으로도 높게 유지될 위험요인으로 코로나19 대응 과정에서 확대된 유동성이 총수요 확대를 통해 인플레이션을 초래하거나 정부의 재정확대로 국채공급이 늘어나면서 국채금리가 상승할 가능성을 꼽을 수 있다.

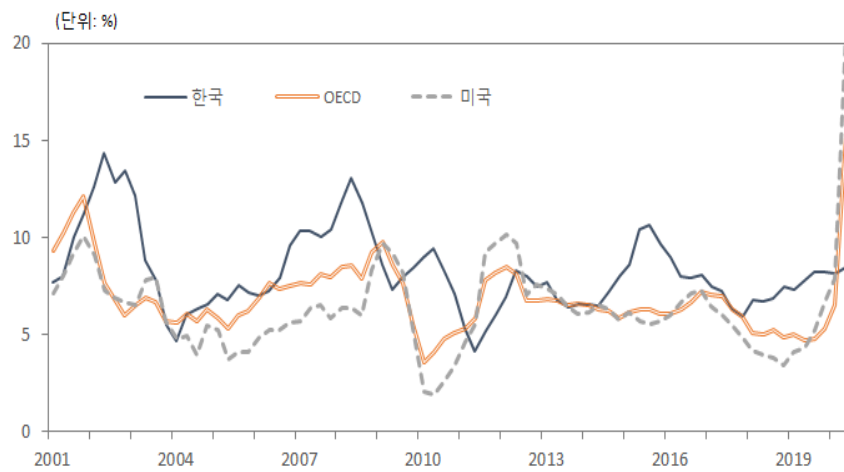
우선, <그림 II-18>에서 나타난 바와 같이 선진국 중앙은행들의 유동성 공급 확대가 과거 글로벌 금융위기와 달리 인플레이션을 유발할 수 있다는 지적이 제기되고 있다. 글로벌 금융위기 당시에는 중앙은행의 대규모 자산 매입 및 신용지원에 따른 본원통화 확대에도 불구하고 전례없는 금융충격으로 은행들의 건전성이 심각하게 훼손되어 대출취급 여력이 축소된 데다 주택가격 하락에 따른 가계의 부채축소(deleveraging)로 민간의 신용창출은 크게 늘어나지 않았다. 반면, 코로나19 감염확산에 따른 최근 위기 상황에서는 경제활동 중단에도 불구하고 금융부문의 건전성에 대한 영향은 제한적인 만큼 본원통화 증가가 저금리와 맞물려 민간의 신용창출을 유도하고 장기적으로 수요가 과도하게 확대될 우려가 있다. 특히 연준의 평균 물가목표제(average inflation target) 도입 사례에서 드러나듯 과거에 비해 중앙은행이 인플레이션에 선제적으로 대응하기보다 인플레이션을 일정 기간 용인하다가 지속성이 확인된 후 사후적으로 대응할 가능성이 높은 점 또한 감안할 필요가 있다.

<그림 II-18> 미국, 유로지역 및 일본의 중앙은행 자산



자료: FRED, Datastream

<그림 II-19> 광의의 통화



자료: OECD

한편, 기획재정부의 2020~2024년 국가재정운용계획과 2020~2060년 장기재정전망에 따르면 재정적자가 늘어나면서 국가채무비율이 2024년에는 58.3%까지 확대되는 것으로 추산되며 장기적으로도 인구 감소 및 성장률의 추세적 하락 등으로 2060년 국가채무비율은 81.1%로 확대될 전망이다(기획재정부, 2020.9.1). 재정적자 또는 정부부채비율 확대가 금리에 미치는 영향에 대한 국내 실증연구가 거의 없는 가운데⁹⁾ 미국을 대상으로 한 선행연구들을 감안하여 국가채무비율이 1%p 상승할 경우 국채금리가 3~5bp 인상된다는 결과를 바탕으로 2020년대 중반의 국가채무비율이 2020년에 비해 10%p 상승하는 경우를 시산해보면 국채금리가 30~50bp 상승하게 된다. 따라서 국채 10년물이 2011~2020년 중 평균(2.74%) 대비 향후 1.27%p 하락할 것으로 예상되는 가운데 국가채무비율 상승에 따른 국채 공급확대로 금리의 하방 압력이 일부 상쇄될 수 있겠으나 추세를 반전시킬 만한 수준은 아닌 것으로 판단된다. 또한, 2025년부터 재정준칙(fiscal rule)이 도입됨에 따라 국가채무비율이나 재정수지에 대한 관리가 강화될 것으로 판단된다. 뿐만 아니라 향후 기준금리가 실효하한(effective lower bound)에 의해 제약됨에 따라 중앙은행이 새로운 통화정책 수단으로 자산매입을 도입할 경우 재정확대의 금리인상 효과가 일정 부분 상쇄될 수 있다.

다만, 이러한 금리의 상방 불확실성과 함께 코로나19 감염확산에 따른 성장경로에 대한 부정적 영향이 장기간 지속(long-term scars)되어 잠재성장률이 크게 저하되면서 금리가 당초 예상보다 더욱 하락할 가능성도 상존한다. 코로나19 감염확산과 같은 비경제적 위험요인에 대한 인식의 확대는 경제주체들의 위험회피 성향을 강화시켜 글로벌 금융위기 이후와 마찬가지로 기업의 투자 감소, 신규 기업 진입 감소 및 초선도기업과 한계기업 간 차별화를 통해 경기의 역동성 저하가 심화되어 우리 경제의 생산성을 크게 둔화시킬 수 있기 때문이다.

9) 재정적자나 국가채무비율이 정부 예산에 의해 결정되는 만큼 실증분석상 관측 주기가 연단위가 되며 경기순환적 효과를 배제하기 위해 장기 금리(예를 들어 5년 후 5년 위험조정금리)를 대상으로 하는 만큼 장기국채발행 이력이 짧은 국내에서 분석하는데 어려움이 존재한다.

III. 저금리 시대의 자산가격 및 투자행태

1. 저금리와 자산가격
2. 저금리와 위험자산 투자행태
3. 요약 및 시사점

Ⅲ. 저금리 시대의 자산가격 및 투자행태

경제이론에 따르면 금리는 기본적으로 자금의 수요와 공급에 의해 결정된다. 그런데 금리는 어떤 관점에서 보느냐에 따라 다양하게 해석되며 사용될 수 있다. 예를 들면, II장에서 살펴본 바와 같이 경제의 기초여건에 따라 통화·재정정책을 담당하는 정책당국의 입장에서 보면 금리는 정책변수로서 의미를 가지며, 정책당국이 결정하는 기준금리는 시장금리에 영향을 미친다. 또한, 시장금리는 주식과 채권 등 금융자산의 가격을 결정하는 요인이자 투자자에게는 금융자산 투자의 기대수익률을 나타내는 지표이므로 자산가격과 투자 의사 결정에 직접적인 영향을 끼친다. 이에 본 장에서는 기존 연구 및 사례조사, 실증분석 등을 통해 금리변화가 자본시장에 미치는 영향을 자산가격 및 투자행태를 중심으로 살펴본다.

1. 저금리와 자산가격

가. 할인 모형을 이용한 저금리와 자산가격 관계 분석

자산가격 산정 시 이용되는 금리는 ‘미래 현금흐름을 할인할 때 사용되는 무위험 금리’로 해석할 수 있다. 대표적인 예로 <식 III-1>은 배당성장률을 상수로 가정한 기본적인 Gordon growth 모형(Gordon, 1962)을 나타낸다. 자산가격은 미래 기대현금흐름과 할인율에 의하여 결정되는데, 이 모형에서 할인율은 위험조정 할인율 개념으로 무위험 금리(r_f)와 리스크 프리미엄(r_p)의 합으로 구성된다.¹⁰⁾ 이 모형은 기본적으로 주식가격을 대상으로 산정된 식이긴 하지만, 다른 모든 자산에 대하여 미래현금흐름과 할인의 개념으로 비슷하게 적용이 가능한 식으로 볼 수 있다. 예를 들어 고정금리

10) 분석의 편의상 $r_f + r_p - g > 0$ 즉, 위험조정 할인율($r_f + r_p$)이 배당성장률(g)보다 크다고 가정한다.

채권에 적용하면, 현금흐름이 쿠폰(coupon)과 원금으로 확정적이고, 신용 위험이 있는 회사채의 경우 리스크 프리미엄을 신용스프레드로 보면 된다. 상업용 부동산에 적용하면, 렌트(rent) 수입을 미래 현금흐름으로 해석할 수 있다. 즉, 여기서는 주식가격을 예로 들어서 금리와의 관계를 살펴 보겠지만, 언급한 바와 같이 다른 자산의 가격과 금리와의 관계도 비슷한 맥락으로 설명할 수 있다.

$$P = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{D_1(1+g)^{i-1}}{(1+r_f+r_p)^i} = \frac{D_1}{r_f+r_p-g} \quad \text{〈식 III-1〉}$$

D_1 : 배당, r_f : 무위험 금리,
 r_p : 리스크프리미엄, g : 배당 성장률

$$\frac{d}{dr_f} \ln P = -\frac{1}{r_f+r_p-g} < 0, \quad \frac{d^2}{dr_f^2} \ln P = \frac{1}{(r_f+r_p-g)^2} > 0 \quad \text{〈식 III-2〉}$$

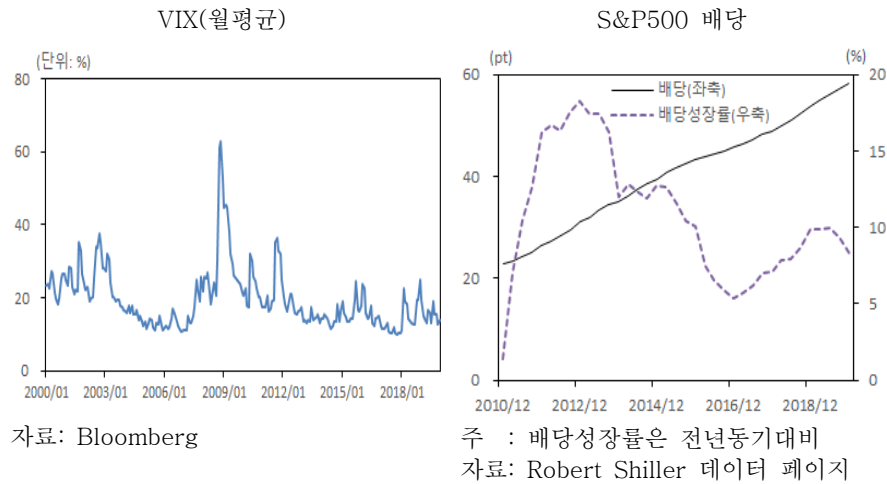
〈식 III-2〉의 첫 번째 식에서 금리에 대한 주식가격의 민감도는 음(-)의 부호이다. 다른 조건에 변화가 없다면, 무위험 금리(r_f)의 하락은 주식가격(P)의 상승 요인이 된다. 다만, 금리가 하락하더라도 리스크 프리미엄(r_p)이 상승하거나, 성장률 관계 요인(g)이 감소한다면, 주식가격은 하락할 수도 있다. 즉, 금리변화가 주식가격에 끼치는 영향을 살펴보려면 금리 외에도 전반적인 경제나 금융시장 상황이 고려되어야 한다.

글로벌 금융위기 이후 미국을 예로 들어서 살펴본다. 우선, 〈그림 III-1〉의 VIX(Volatility Index) 추이는 글로벌 금융위기 이후 시장변동성이 일정한 수준 안정화되는 것이 확인되며, 글로벌 금융위기 이후 미국에서는 저금리 환경에서 유동성이 증가하면서 리스크 프리미엄이 안정적으로 유지되었음을 추론할 수 있다.¹¹⁾ 또한, S&P500 배당 추이 그림에서 보듯이

11) 자산가격을 로그정규분포로 가정하고, 간단한 power 효용함수를 사용하면 리스크 프리미엄은 $\gamma\sigma^2$ 이다(γ 는 효용함수의 위험회피도).

금융위기 당시 급감했던 기업이익이나 배당이 2010년 이후로 꾸준히 성장함을 볼 수 있다. 따라서 글로벌 금융위기 이후 미국 상황을 보면, 장기간의 저금리 환경이 지속되는 가운데 신용위기 상황이 발생하지 않고 안정적인 성장세가 유지되면서 주식시장 상승세가 이어져 왔다고 볼 수 있다.

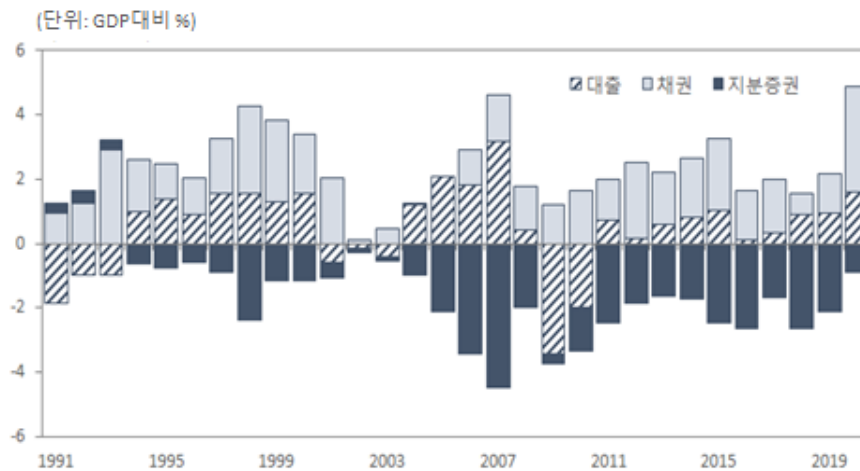
<그림 III-1> 미국의 VIX 및 S&P500 배당 추이



한편, 저금리는 자산가격 결정모형의 분모에 해당하는 할인율뿐만 아니라 분자에 해당하는 현금흐름이나 수익성을 통해서도 자산 수익률에 영향을 미칠 수 있다. 저금리 상황에서는 조달 금리뿐만 아니라 여유자금 운용 수익률도 낮아지게 되며, 기업들은 이에 다양하게 대응할 수 있다. 기존 문헌연구들을 살펴보면, 경제 전반의 저금리로 인해 유지되고 있는 수익성이 낮은 한계기업(zombie firms)들은 기존 부채의 차환을 통해 이자비용을 절감하고 현금흐름을 개선시킬 수 있다(Banerjee & Hofmann, 2018; Hong, Igan & Lee, 2021). 수익성이 양호한 우량기업들은 잠재성장률 하락 등으로 인해 투자기회가 부족한 상황에서 금리가 하락할 경우 보유 현금이나 부채로 조달한 자금으로 자사주를 매입하여 주당 수익(배당)을

개선할 수 있다(Acharya & Platin, 2019). 실제로 미국의 자금순환통계를 통해 비금융 민간기업들의 자금조달 추이를 살펴보면, <그림 III-2>와 같이 1990년대 중반 이후 미국 기업들은 채권을 통해 자금을 조달하는 한편 자사주 매입 또는 인수·합병 등으로 지분 소각을 시행한 것으로 나타난다.

<그림 III-2> 미국 기업들의 자금조달 추이



자료: Federal Reserve Board

다음으로 저금리와 자산가격 변동성에 대하여 살펴보자. 금리 수준과 주식가격 로그수익률 변화의 관계를 보면 <식 III-2>의 두 번째 식과 같다. 이에 따르면 금리 변화에 대한 로그수익률 민감도는 금리가 낮을수록 더 작아지는데, 음(-)의 부호이므로 민감도의 절대값 크기는 금리가 낮을수록 더 커진다. 즉, 저금리 환경에서는 자산가격 변동성이 더욱 커질 수 있다. 주식을 예로 들면, 할인율이 낮아지면 주식가치를 나타내는 지표인 주가수익비율(Price Earning Ratio: PER)이 높아진다.¹²⁾ 이러한 상황에서

12) 금리가 낮거나, 리스크 프리미엄이 작거나, 성장률이 높은 상황이 해당된다.

금리가 상승하거나, 리스크 프리미엄이 높아지거나, 경제 상황 악화로 인해 성장률이 하락하면, 주식가격이 크게 변동하면서 급격한 조정이 발생할 수 있다.

정리하면, 저금리 환경은 자산가격의 상승에 우호적이라고 볼 수 있다. 반면, 저금리 상황이 지속되면서 금리, 리스크 프리미엄, 성장률 같은 요인에 충격이 발생한다면, 자산가격 변동성이 더 커질 수 있는 등 잠재적인 위험이 증가하는 점을 유의할 필요가 있다.

나. 주요국 주가지수 추이와 금리 변화

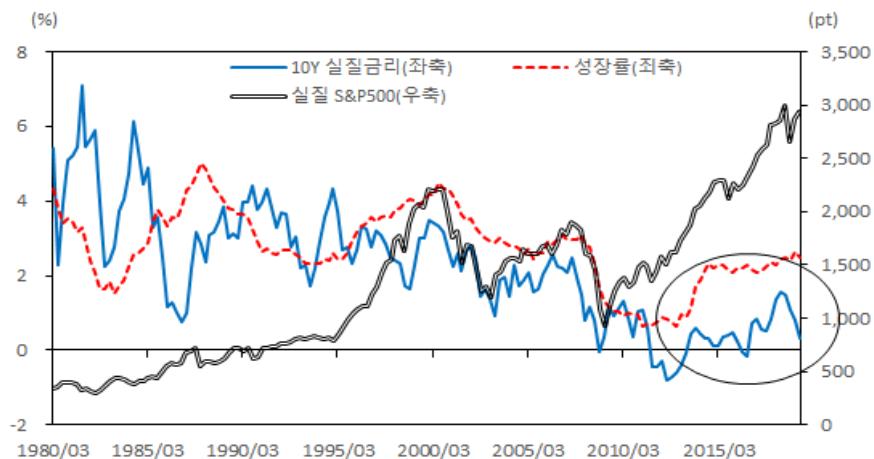
<식 Ⅲ-1>에서 다른 조건의 변화가 없다면, 금리 하락은 할인율을 감소시키면서 주가 상승 요인이 된다. 그런데 금리 하락에도 불구하고 경제 상황이 악화된다면, 배당성장률(g)이 하락하고 리스크 프리미엄(r_p)이 상승하면서 주가가 하락할 수 있기 때문에 금리 하락과 함께 경제 상황도 같이 감안하여야 한다. 이에 이 절에서는 일찍이 저금리 시대에 진입했던 일본과 글로벌 금융위기 이후 미국의 주가지수 변화를 비교하여 금리와 주가의 관계를 살펴보려고 한다. 분석의 편의상 배당성장률은 경제성장률로 대체하기로 하겠다.

미국의 S&P500지수는 글로벌 금융위기 이후 꾸준한 상승세를 지속하고 있다. S&P500지수는 금융위기로 인한 조정에서 벗어난 이후에도 2012년부터 2019년까지 157%나 상승하였다.¹³⁾ 이는 금융위기 이후 제로금리를 유지해 오는 가운데, 성장세가 점차 회복되면서 저금리가 할인율을 감소시키는 요인으로 작용했던 것으로 해석할 수 있다. 우선, <그림 Ⅲ-3>을 보면, 2008년 금융위기 직후에 실질금리가 하락하면서 성장률 추이도 같이 하락

13) S&P500지수의 주당순이익(Earning Per Share: EPS)은 2010년 대비 2019년 80% 증가하였으며, 경기조정 주가수익비율(Cyclically Adjusted Price Earning Ratio: CAPE Ratio)은 2010년 1월 20에서 2019년 12월 30으로 상승하였다. (Shiller 홈페이지, U.S. Stock Markets 1871-Present and CAPE Ratio 참고)

하였음을 알 수 있다. 2010년 이후부터 본격적으로 성장률 추이가 상승세로 전환되면서 S&P500지수는 꾸준히 상승세를 유지하고 경기조정 주가수익 (Cyclically Adjusted Price to Earnings: CAPE)비율도 높아지는 모습을 볼 수 있다. 즉, 금리가 하락하는 가운데 초기에는 성장률이 부진하였지만, 점차 이전 수준의 성장세를 회복하면서 할인율을 낮추는 것이다. 따라서 미국은 저금리 기조가 경제성장세 회복과 더불어 자산가격 상승의 주요 요인이 되었다고 할 수 있다. 다만, 저금리로 인해 주가수익비율이 높아졌으나 리스크 관점에서 보면 금리나 성장률, 또는 리스크 프리미엄에 대한 위험도 (주가수익률의 민감도) 역시 커졌다고 평가할 수 있다.

<그림 III-3> S&P500지수와 금리 추이



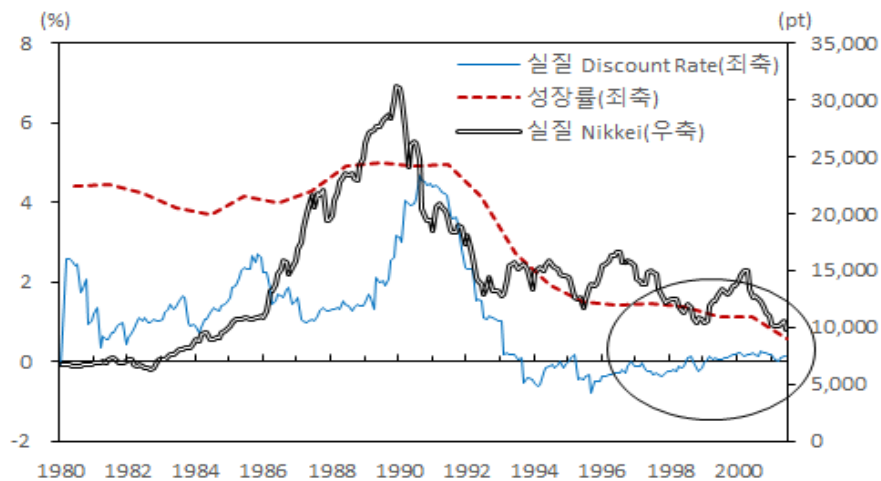
주 : 물가와 CPI로 조정한 실질 금리와 실질 주가 사용

자료: Robert Shiller 데이터 페이지, Bloomberg, 자본시장연구원

한편, 1990년대에 이미 제로금리 시대로 진입한 일본의 사례는 미국과는 다른 결과를 보여준다. <그림 III-4>에서 금리 변화에 따라 시기를 크게 세 기간으로 나눌 수 있다. 첫 번째 기간인 1986~1989년은 경제 성장률이 유지되면서 금리가 낮아지는 시기였다. 이 시기에 Nikkei225지수는 꾸준한

상승세를 보였다. 두 번째 기간은 1989~1990년 금리가 상승한 시기로, 그림에서 확인할 수 있듯이 금리가 상승하면서 Nikkei225지수는 하락세로 반전하였다. 세 번째 기간은 그림에서 타원으로 표시된 기간으로 1990년대 들어 금리 하락과 함께 성장률도 같이 하락하면서 Nikkei225지수는 크게 조정을 받았다. 이후 저금리가 지속되었으나, 미국 상황과 달리 성장세가 이전 수준으로 회복하지 못하면서 지수는 조정 후에 정체된 흐름을 보인다. 이와 같은 일본의 사례는 저금리와 함께 경제 여건이 악화되면서 지수가 상승하지 못하는 상황으로 볼 수 있다. 달리 말하면, 금리는 낮아졌지만, 성장률도 같이 하락하여 할인율 전체로 보면 감소효과가 상쇄되었다고 볼 수 있다.

<그림 III-4> Nikkei225지수와 금리 추이

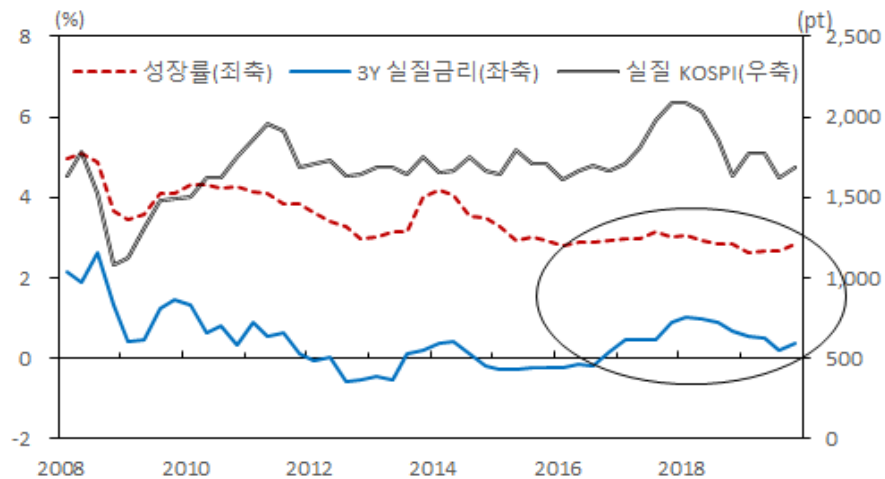


자료: Bloomberg, Datastream, 자본시장연구원

미국과 일본의 사례와 같이 국내 KOSPI지수에 대하여 위와 같이 금리 추이와 성장률 추이를 비교해 보면 <그림 III-5>와 같다. 한국의 경우 실질 금리는 2008년 글로벌 금융위기 시기에 크게 하락하여 2012년부터는

0% 근처에서 유지되고 있는 모습을 보이고 있다. 그리고 글로벌 금융위기 이후 잠시 회복세를 보였던 성장률 추이는 2010년부터 다시 하락하여 2012년 이후 정체되고 있음을 볼 수 있다. 이는 글로벌 금융위기 이후 저금리 상황이 유지되고 있지만, 성장세가 이전수준을 회복하지 못하면서 실질 KOSPI지수도 일본과 비슷하게 2012년부터는 정체된 모습을 나타내고 있다고 해석할 수 있다.¹⁴⁾

<그림 III-5> KOSPI지수와 금리 추이



자료: Bloomberg, Datastream, 자본시장연구원

다. 주요 자산군 수익률 비교

이 절에서는 저금리기조가 심화된 글로벌 금융위기 이후 몇 가지 자산들에 대하여 수익률 추이를 살펴보려고 한다. Bass et al.(2017)에서 제시하는

14) 국내 주식시장은 국내 경제여건 외에 대외 요인의 영향을 많이 받는다(장근혁·노산하, 2020). 따라서 <그림 III-5>의 해석은 국내 경제 상황만 반영된 것임을 유의할 필요가 있다.

6가지 거시 요인¹⁵⁾들과 연관된 자산들을 선택하고 개별 자산을 대표할 수 있는 지수들을 선택하였다. <표 Ⅲ-1>은 자산별로 선택한 지수와 연관된 거시요인을 정리한 표이다. 지수들을 이용하여 자산 수익률을 산출하였고, <그림 Ⅲ-6>은 글로벌 금융위기 이후 2010~2019년 동안의 자산별 누적 수익률을 보여준다. <그림 Ⅲ-6>에서 누적 수익률이 높은 순서로 범례가 표시되어 있다.

<표 Ⅲ-1> 자산분류 및 해당 지수

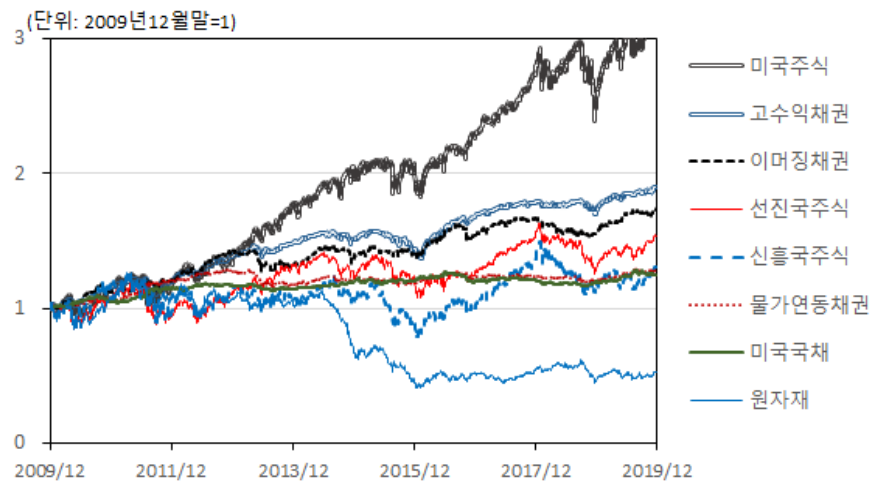
자산	지수	거시 요인
미국 주식	S&P500 Total Return	경제성장
고수익 채권	Bloomberg Barclays US Corporate High Yield Total Return Index	신용위험
신흥국 채권	J.P. Morgan EMBI Global Total Return Index	신흥국시장
선진국 주식	MSCI World ex USA Net Total Return USD Index	경제성장
신흥국 주식	MSCI Emerging Markets Net Total Return USD Index	신흥국시장
물가연동채권	Bloomberg Barclays US Treasury Inflation Notes TR Index Value Unhedged USD	물가
미국 국채	Bloomberg Barclays US Treasury Total Return Unhedged USD	금리
원자재	S&P GSCI Total Return CME	일반상품

<그림 Ⅲ-3>에서 살펴보았듯이 저금리 하에서 성장세를 회복한 미국의 주식시장이 가장 높은 수익률을 시현한 것으로 나타났다. 그 다음으로는 고수익 채권과 신흥국 채권의 수익률이 높았다. 이는 글로벌 금융위기 이후 주목할 만한 신용사건이 발생하지 않았으며, 풍부한 유동성 영향으로 신용위험이 있고 금리가 높은 채권에 대한 투자수요가 컸음을 시사한다 (IMF, 2015; IMF, 2019; Di Maggio & Kacperczyk, 2017). 반면, 미국 주식과 달리 신흥국 주식의 수익률은 높지 않았다. 또한, 저금리 환경과

15) 경제성장(economic growth), 실질금리(real rates), 물가(inflation), 신용위험(credit), 신흥국시장(emerging market), 일반상품(commodity) 등 6개의 거시 요인(macro factor)을 사용하였다.

장기간 저물가 상황이 유지되면서 물가연동채권의 수익률이 낮았으며, 저물가 영향으로 원자재(commodity) 수익률은 오히려 음(-)의 값을 나타내고 있다.

<그림 III-6> 자산별 누적수익률 추이



주 : 자산별로 <표 III-1>의 해당 인덱스 자료 사용, 범례 순서는 누적수익률이 높은 순서
자료: Bloomberg

위험을 반영한 샤프비율을 이용하여 자산별 성과를 글로벌 금융위기 이전과 비교해 보면, <표 III-2>와 같다. 고수익 채권 및 신흥국 채권의 성과는 금융위기 이전 및 이후 모두 우수한 것으로 나타난다. 특히 고수익채권의 샤프비율은 글로벌 금융위기 이전 1.49에서 글로벌 금융위기 이후 1.75로 더욱 높아졌음을 알 수 있다. 이는 금리가 낮아지면서 신용위험으로 더 높은 쿠폰을 제공하는 채권에 대한 투자가 늘었음을 시사한다. 미국주식 역시 글로벌 금융위기를 전후로 샤프비율이 0.25에서 0.86으로 크게 높아지면서 성과가 크게 개선되었음을 볼 수 있다. 이와는 달리 2002~2007년 기간에 우수한 성과를 기록했던 신흥국주식, 물가연동채권, 원자재 등은 글로벌 금융위기 이후 성과가 크게 하락했음을 알 수 있다.

<표 Ⅲ-2> 자산별 성과 (샤프비율)

	2010~2019년			2002~2007년		
	수익률 (%)	변동성 (%)	샤프비율	수익률 (%)	변동성 (%)	샤프비율
고수익 채권	6.3	3.6	1.75	5.2	3.5	1.49
신흥국 채권	5.4	4.7	1.16	8.8	5.9	1.48
미국 주식	12.5	14.5	0.86	3.9	15.8	0.25
미국 국채	2.2	3.7	0.60	2.1	4.4	0.48
물가연동채권	2.5	4.7	0.52	4.5	5.4	0.84
선진국 주식	5.2	14.3	0.36	11.3	14.2	0.80
신흥국 주식	3.8	15.1	0.25	22.6	16.0	1.41
원자재	-4.4	18.7	-0.23	15.1	22.0	0.68

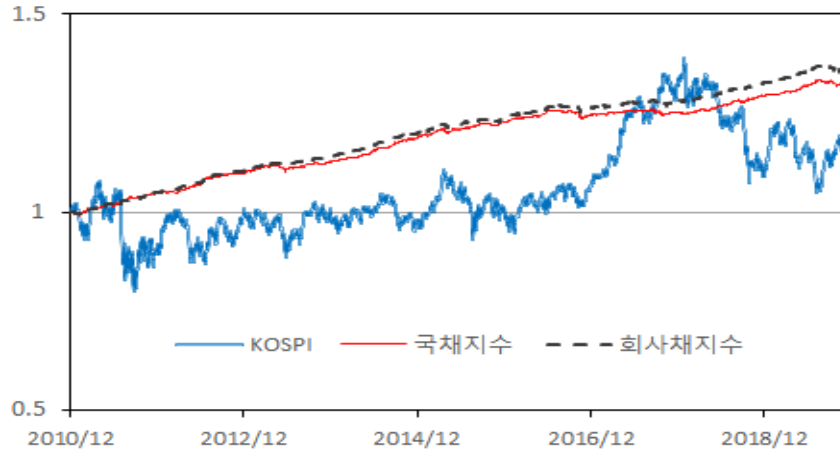
주: 1) 자산별로 <표 Ⅲ-1>의 해당 인덱스 자료 사용
 2) 수익률과 변동성은 각각 일간 수익률의 평균과 표준편차를 연율화한 값
 3) 2010~2019년 기간 동안의 샤프비율 순으로 자산 나열

다음으로 글로벌 금융위기 이후 국내 주식, 국채, 회사채를 대상으로 2011~2019년까지의 누적수익률을 비교해 보았다(<그림 Ⅲ-7>). 자산별 지수로 각각 KOSPI총수익지수, 국채지수(KTB Index), 회사채지수(KOBI Credit)를 사용하였다. 이 기간 동안 금리가 하락하고 신용시장도 안정을 유지하면서 국채지수와 회사채지수는 양호한 수익률을 시현했다. 반면, <그림 Ⅲ-5>에서 살펴본 바와 같이 저금리 상황에서 국내 성장세의 둔화가 KOSPI지수에 부정적인 영향을 끼치면서 국내 주식은 국채지수에도 미치지 못하는 수익률을 보였다. 결국 이 기간 동안 국내 주식은 위험자산으로서의 제대로 된 성과를 보여주지 못했다고 평가할 수 있다.¹⁶⁾

16) 이러한 점은 V장에서 지적하고 있는 국내주식형 공모펀드의 침체와도 연관된다.

<그림 III-7> 국내 자산 누적수익률 추이

(단위: 2010년12월말=1)



주 : KOSPI는 총수익지수, 국채지수는 KTB index, 회사채지수는 KOB Credit
 자료: Fn-Guide, KIS채권평가

2. 저금리와 위험자산 투자행태

금리는 ‘안전자산에 투자하여 얻을 수 있는 무위험수익률(risk-free rate of return)’의 의미로 해석할 수 있으며, 금리 변화는 투자자의 투자 의사결정에 영향을 줄 수 있다. 저금리 시대에 무위험수익률이 낮기 때문에 투자수익률 제고를 위해 위험자산 투자 수요가 증가할 수 있는데, 이러한 측면을 보면 금융투자회사의 역할이 중요해진다고 볼 수 있다. 본 절에서는 금리 하락에 따른 위험자산 투자행태를 살펴보고자 한다.

가. 저금리와 위험자산 투자비중 관계

안전자산(riskless asset) 대비 위험자산(risky asset)의 기대 초과수익률(기대수익률에서 무위험수익률을 차감)은 일정하다고 가정하자. 경제학에서 일반적으로 사용되는 효용함수¹⁷⁾를 적용하여 포트폴리오를 최적화 하면, 위험자산 투자 비중은 무위험수익률 r_f 의 증가함수로 나타난다. 즉, r_f 가 하락(상승)하면 위험자산 투자 비중이 감소(증가)한다. 이는 무위험수익률이 하락할 경우에 다른 조건이 같다면(위험자산의 초과수익률이 고정) 미래의 부(wealth)가 전체적으로 감소하면서 위험회피 정도가 상대적으로 커지기 때문이다. 이러한 측면에서 저금리 환경에서는 안전자산에 대한 투자가 늘 것으로 예상할 수도 있다.

그런데 현실에서는 금리가 낮아지면서 투자자의 수익추구(reaching for yield) 행태가 관찰되는 경우가 있다. 예를 들면, 은행, 보험, 연기금, 뮤추얼펀드 등은 금리가 낮은 상황에서 좀 더 위험한 자산 또는 수익률(yield)이 높은 채권에 투자하는 성향을 보인다(Becker, 2015; Choi & Kronlund, 2018; BIS, 2018). 2000년대 이후 크게 늘어나고 있는 대체투자 규모나 고수익회사채 및 신흥국채권 편입을 크게 늘리고 있는 글로벌채권형펀드의 투자 동향 등도 이를 반영한다(IMF, 2015; IMF, 2019; Di Maggio & Kacperczyk, 2017).

한편, Lian et al.(2019)은 투자자 관점에서 무위험수익률의 변화와 위험자산 투자 비중 간의 관계를 분석하였다. 우선, Lian et al.(2019)은 아마존 MTurk와 하버드 비즈니스 스쿨 MBA 학생들을 대상으로 안전자산 대비 위험자산의 초과수익률을 유지하고 무위험수익률 변화에 따른 위험자산 투자 비중을 설문조사하였다. 이에 따르면, 무위험수익률이 낮아지면서 위험자산의 투자비중이 높아지는 결과가 나타났다. Lian et al.(2019)은 이외에도 실증 데이터를 이용하여 금리 하락 시 가계의 위험자산 투자가

17) 두 번 미분 가능하고 위로 볼록(Concave)한 함수로 절대위험회피도(absolute risk aversion, $-u'/u''$)가 감소(또는 약한 감소)하는 효용 함수를 의미한다.

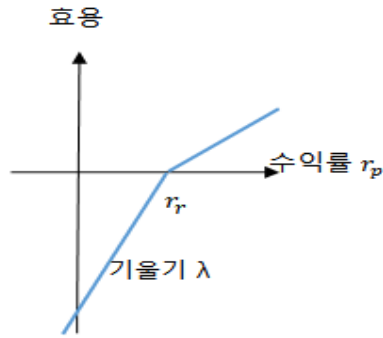
늘어날 수 있음을 보였다. 미국개인투자자협회(American Association of Individual Investors: AAII)에서 제공하는 설문조사 양식의 월별 포트폴리오 배분 자료를 이용하면 금리가 하락할 경우 주식 비중이 늘어나는 것으로 추정되었다. 또한, 펀드 자금흐름 분석결과에서도 금리가 하락하면 주식형 펀드 및 고수익 채권형펀드에 자금 유입이 늘어나는 것으로 나타났다.

이와 같이 금리 하락은 투자자의 위험자산 투자를 늘리는 요인으로 작용할 수 있다. Lian et al.(2019)은 금리 하락에 따라 위험자산 투자가 증가하는 현상을 기대이론(Prospect Theory)과 현저성이론(Saliency Theory) 두 가지 측면에서 설명하였다. 이 중에서 기대이론을 적용하여 설명하면 다음과 같다. 안전자산의 수익률 즉, 무위험수익률을 r_f 라고 하자. <식 III-3>은 기대이론을 반영한 효용함수의 예이고, <그림 III-8>은 수익률 변화에 따른 효용의 변화를 보여주고 있다. 이에 따르면, 포트폴리오 수익률(r_p)이 기준수익률(r_r) 수준보다 낮으면(즉, $r_p - r_r < 0$), 이로 인한 효용의 감소폭이 수익률 상승($r_p - r_r > 0$)에 따른 효용의 증가폭보다 더 크게 나타난다. 즉, 기대이론에 따르면 금리 인하로 인해 투자자가 자신이 생각하는 기준점(reference point)보다 낮은 수익률을 얻게 되면, 투자자는 일반적인 효용함수와는 달리 이를 손실로 간주하여 손실을 회피하기 위해 금리가 하락할 경우 위험자산의 비중을 높인다는 것이다. 즉, 투자자는 위험자산 투자로 기준수익률 대비 높은 수익률을 달성할 가능성을 열어두는 것이다. 다음으로, <식 III-3>의 효용함수를 이용하여 몇 가지 상황을 가정하여 무위험수익률 변화에 따라 위험자산 투자비중이 어떻게 달라지는지 분석한 시뮬레이션 결과를 제시한다.

$$u(w(1+r_p)) = \begin{cases} w(r_p - r_r) & r_p \geq r_r \\ -\lambda w(r_r - r_p) & r_p \leq r_r, \lambda > 1 \end{cases} \quad \text{<식 III-3>} \\ r_p = r_f + \phi x$$

u : 효용함수, w : wealth, r_p : 포트폴리오 수익률
 ϕ : 위험자산 투자비중, x : 위험자산 초과수익률

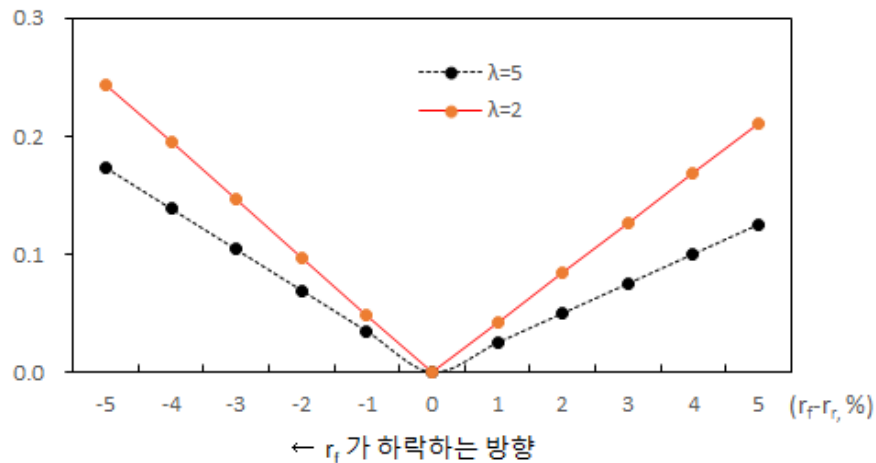
<그림 Ⅲ-8> 투자수익률(r_p)과 효용 관계



1) 금리변화에 따른 위험자산 투자비중 변화

우선, 기준수익률 r_r 을 고정하고, 무위험수익률 r_f 의 변화에 따른 최적 위험자산 투자비중을 산출하였다. 안전자산 대비 위험자산의 초과수익률이 평균 3%, 표준편차 20%인 정규분포를 따른다고 가정하였다. <그림 Ⅲ-9>는 이 가정 하에 <식 Ⅲ-3>의 효용함수를 적용하여 무위험수익률과 기준수익률의 차이($r_f - r_r$)에 따른 최적 위험자산 투자비중 변화를 보여주고 있다. 이에 따르면, 무위험수익률이 기준수익률보다 큰 구간에서(즉, $r_f - r_r \geq 0$) 무위험수익률이 하락하면, 위험자산 투자비중이 감소한다. 반면, 무위험수익률이 기준수익률보다 낮은 구간에서($r_f - r_r \leq 0$) 무위험수익률이 하락하면, 위험자산 투자비중이 점차 증가한다. 즉, 무위험수익률이 기준수익률보다 낮은 저금리 상황에서는 금리가 낮아질수록 위험자산 투자가 늘어나는 것이다.

한편, <식 Ⅲ-3>에서 λ 는 효용함수의 위험회피 정도를 나타는데, 위험회피가 큰($\lambda=5$) 그래프의 위험자산 투자비중이 위험회피가 작은($\lambda=2$) 그래프의 위험자산 투자비중보다 낮음을 볼 수 있다. 이는 저금리로 인해 위험자산 투자가 늘어난다 하더라도 위험회피성향이 더 높은 투자자는 그렇지 않은 투자자에 비해 위험자산 투자를 덜 하게 된다.

<그림 III-9> $r_f - r_r$ 에 대한 위험자산 투자비중 산출

주: λ 는 위험회피 정도를 나타내며, λ 가 클수록 위험자산 투자비중이 감소

2) 미래수입 감소의 영향

투자자의 기준수익률은 미래 기대수입과 관계될 수도 있다. 만일 미래에 수입이 감소할 가능성이 크다면, 투자자는 목표로 하고 있는 금액을 달성하기 위해 좀 더 높은 투자수익률을 원할 수 있다. 이는 투자자 입장에서 기준수익률이 높아짐을 의미한다. 따라서 무위험수익률이 낮은 저금리 상황에서 기준수익률이 높아지면, 무위험수익률이 고정되어 있다 하더라도 투자자가 느끼는 상대적인 손실이 더 커지므로 투자자는 위험자산 투자비중을 더 늘리게 된다.¹⁸⁾ <그림 III-9>에서 보면, 기준수익률이 커지는 효과는 화살표 방향인 $(r_f - r_r)$ 가 작아지는 효과와 같다. 금리가 낮은 상황인 $(r_f - r_r \leq 0)$ 영역에서 미래 기대수입의 감소는 $(r_f - r_r)$ 가 작아지는 효과로 작용하며, 위험자산 투자비중이 커지게 된다. $r_f - r_r = -2\%$

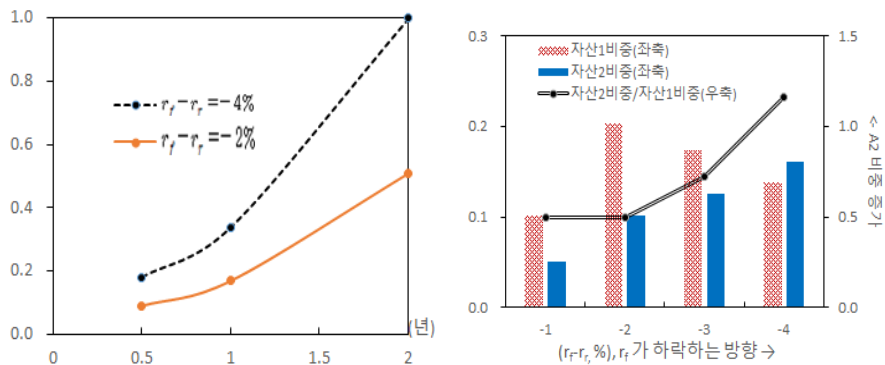
18) 절대위험회피도(absolute risk aversion, $-u'/u''$)가 감소함수인 일반적인 효용함수에 대하여, 평균-분산(mean-variance) 분석을 이용하면 미래수입이 감소함에 따라 위험자산 투자비중이 감소한다. <식 III-3>의 효용함수는 $r_f - r_r \leq 0$ 인 경우에 이와 반대 결과이다.

3) 저금리 기간 및 위험자산 투자비중 제한의 영향

자산수익률의 분포는 투자기간에 따라 달라지기 때문에 저금리 기간도 위험자산 투자비중에 영향을 미칠 수 있다. <그림 Ⅲ-10>의 왼쪽 그래프는 그 결과를 보여주고 있다. 이에 따르면, 투자기간이 늘어남에 따라 위험자산 투자비중도 증가하며, 저금리 상황이 일시적인 것이 아니라 상당기간 지속될 것으로 기대된다면, 투자자들이 위험자산 투자를 더욱 늘릴 것임을 시사한다. 또한, 기준수익률과 무위험수익률의 차이($r_f - r_r$)가 -4%인 경우에 -2%인 경우보다 투자기간 증가에 따른 위험자산 투자비중 증가폭이 더 큼을 볼 수 있다. 즉, 저금리 기간에 대한 위험자산 투자비중 민감도(+ 부호)는 무위험수익률이 낮을수록 더 커지는 것이다.

<그림 Ⅲ-10> 위험자산 투자비중 변화 요인

투자기간 변화에 따른 위험자산 투자비중 위험자산 투자비중 제한에 따른 자산별 위험자산 투자비중



주: 가로축은 투자기간

- 주: 1) 가로축은 $r_f - r_r$
 2) 위험자산 투자비중을 0.3으로 제한
 3) 자산1, 2의 기대초과수익률은 각각 2%, 4%, 변동성은 각각 10%, 20%로 가정

다음으로 투자자가 위험자산 투자를 일정 수준 이상으로 늘릴 수 없는 경우를 가정해 볼 수 있다. 투자자 보유자산의 상당 부분이 묶여 있거나, 위험자산에 투자할 자금이 충분치 않은 경우가 이에 해당한다. 이를 위해 위험자산은 자산1과 자산2로 구성되어 있으며, 자산2의 기대초과수익률이 자산1보다 높고 변동성도 더 크다고 가정하자. 즉, 자산2가 자산1보다 더 위험한 자산이다. 편의상 자산1과 자산2의 기대초과수익률은 각각 2%, 4%, 변동성은 각각 10%, 20%로 가정한다. 그리고 자산1과 자산2를 합산한 위험자산 투자비중은 30%로 제한하였다. <그림 III-11>은 이 경우 기준수익률과 무위험수익률의 차이($r_f - r_r$)에 따른 자산1과 자산2의 투자비중 변화를 보여주고 있다. 이에 따르면, 무위험수익률이 낮아질수록 투자 위험이 더 높은 자산의 비중이 높아짐을 확인할 수 있다. 즉, 위험자산 투자 비중 제한이 있다면, 금리가 하락할 경우 위험자산 중에서도 상대적으로 투자위험이 높은 자산의 투자가 늘어나게 된다.

나. 저금리와 가계의 금융자산

글로벌 금융위기 이후 국가별 가계 및 비영리법인의 금융자산 구성 변화를 보면 저금리로 인한 투자자의 수익추구 여부에 대한 판단은 엇갈릴 수 있다. <표 III-3>과 <그림 III-11>은 2010년 대비 2019년말 기준 주요 국가 가계 및 비영리법인 금융자산 구성비중의 변화를 보여준다. 이에 따르면, 미국, 캐나다, 프랑스, 독일, 일본 등의 국가의 가계 금융자산에서 주식과 펀드의 비중이 증가한 것으로 나타난다. 이 중 미국(8.5%p), 일본(4.3%p), 프랑스(3.1%p) 등은 주로 주식의 비중이 증가하였고, 캐나다(4.7%p), 독일(1.9%p), 영국(1.6%p), 미국(1.4%p) 등은 펀드의 비중이 늘었다. 반면, 호주와 우리나라는 주식 및 펀드의 비중이 각각 1.6%p, 6.4%p 감소하였고, 보험 및 연금의 비중이 각각 10.9%p, 8.7%p 증가하였다. 다만, <표 III-3>과 <그림 III-8>만으로는 가계 및 비영리법인의 금융자산 구성 변화의 원인이 보유자산의 가치변화 때문인지 위험자산 투자가

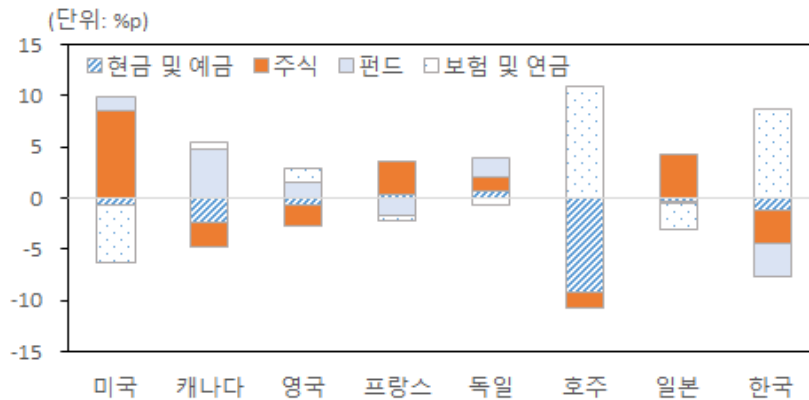
늘어난 것 때문인지 파악할 수 없으며, 금리 하락에 따라 투자자의 위험 자산 투자가 증가할 것이라고 쉽게 단언하기는 어렵다.

<표 III-3> 가계 및 비영리법인 금융자산 구성 변화 국제비교

국가	현금 및 예금			주식 및 펀드			보험 및 연금		
	2010 (A,%)	2019 (B,%)	B-A (%p)	2010 (A,%)	2019 (B,%)	B-A (%p)	2010 (A,%)	2019 (B,%)	B-A (%p)
미국	12.7	12.1	-0.7	38.5	48.3	9.8	39.3	33.7	-5.6
캐나다	22.5	20.2	-2.3	35.7	38.0	2.3	39.3	40.0	0.8
영국	25.8	25.1	-0.6	16.9	16.3	-0.6	57.0	58.2	1.3
프랑스	27.7	28.1	0.4	26.4	27.8	1.4	43.9	43.4	-0.5
독일	38.9	39.7	0.8	19.0	22.2	3.2	36.5	35.9	-0.6
호주	21.2	12.1	-9.1	20.2	18.7	-1.6	58.3	69.2	10.9
일본	53.2	52.8	-0.4	11.1	15.3	4.2	32.6	30.1	-2.5
한국	45.6	44.4	-1.2	24.6	18.2	-6.4	25.2	33.9	8.7

자료: OECD

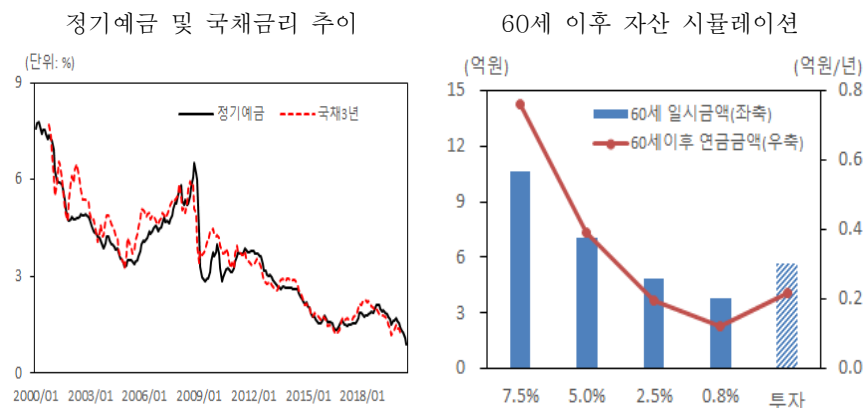
<그림 III-11> 가계 및 비영리법인 금융자산 구성 변화 국제 비교



주 : 각 금융상품 유형별 2019년 비중에서 2010년 비중을 차감하여 표시
자료: OECD

한편, 저금리 시대에 무위험수익률이 하락하면서 안전자산 투자만으로 가계의 노후자산을 준비하기 어려울 수 있으며, 위험자산 투자가 요구될 수 있다. 국내 사례로 살펴보자면, 정기예금 금리와 국채 금리는 외환위기를 거치고 난 후 2000년대 들어 하락 추세로 접어들었다. 2000년 3월 7.8%였던 정기예금 금리는 2016년 8월 1.36%까지 하락하였으며, 2020년 코로나19 감염확산으로 인한 통화완화 정책과 함께 2020년 6월 0.88%까지 하락하였다. 시중금리라 할 수 있는 국채 3년물 금리도 정기예금 금리와 비슷한 수준을 보이고 있다.

<그림 III-12> 금리에 따른 노후자산 규모



자료: 한국은행, 금융투자협회

주: 60세 금액은 일시금 수령 시 금액이며, 연금 금액은 30년 분할 시 받는 연간금액의 현재가치 (물가상승률은 1% 가정)

국내 금리가 하락하면서, 투자위험이 적은 예금만으로는 자산 증식이 여의치 않아졌다. <그림 III-12>는 30세부터 30년간 매년 투자한다고 가정하여 60세에 일시불로 받는 금액과 이를 연금방식으로 30년 동안 매년 받을 수 있는 금액¹⁹⁾을 보여주고 있다. 이 분석에서 연령대별 연간 투자

금액은 <표 Ⅲ-4>의 평균 저축금액(연간)을 사용하였다. 임금상승률은 물가상승률(1%)과 같다고 가정하였다. 이에 따르면, 2000년 1월 정기예금 금리인 7.5%를 투자수익률로 가정하면, 60세에 일시불로 10.63억원 또는 30년 분할 수취로 연간 0.76억원을 받을 수 있다. 2000년부터 2008년 평균 정기예금 금리 수준인 5%를 투자수익률로 가정하면, 60세에 일시불로 7.06억원, 30년 분할 수취로 연간 0.36억원을 받게 된다. 반면 2020년 6월 정기예금 금리인 0.88%를 투자수익률로 적용하면, 받을 수 있는 금액이 60세 일시불로 3.83억원 또는 30년 분할 수취로 연간 0.12억원 정도에 불과하다. 이처럼 노후준비를 목적으로 안전자산만으로 자산을 운용하게 되면 금리 수준이 빠르게 하락한 만큼 일시금액 및 연금금액이 크게 줄어들게 된다.

이러한 점을 감안하면, 예금금리 하락에 대응하여 투자수익률을 높이기 위한 위험자산 투자가 필요할 수 있다. 연령대가 올라가면서 위험자산²⁰⁾ 투자 비중을 60%부터 20%까지 감소시키며 투자할 경우 60세에 일시불로 5.66억원 또는 30년 분할 수취로 연간 0.22억원을 받을 수 있다. 결국 무위험 수익률이 하락한 저금리 시대에는 미래 노후자산 규모를 일정 수준 이상 유지하기 위하여 어느 정도 위험자산 투자가 필요하다고 할 수 있다. 다만, 이 경우 위험자산 투자에 수반되는 투자위험을 투자자 또는 금융투자회사가 얼마나 효율적으로 관리하느냐가 관건이 될 것이다.

<표 Ⅲ-4> 연령대별 평균 저축금액 (연간)

(단위: 만원)

	30 미만	30대	40대	50대	60대~
저축금액 (연간)	854	1,167	1,239	1,524	1,090

주 : 2016~2018년 기간, 가구당 연령대별 저축률을 반영한 저축금액의 평균
자료: KLIPS(한국노동패널)

19) 물가상승률을 반영한 실질가치이다.

20) 위험자산 수익률은 2002~2019년 S&P 500지수 평균 상승률 8.6%를 가정했다.

다. 저금리와 금융투자회사의 투자행태: 국내 채권형펀드 및 MMF 사례 분석

금리 하락은 개별 투자자뿐만 아니라 금융투자상품을 운용하는 금융투자회사의 투자행태에도 영향을 미칠 수 있다. 예를 들면, 저금리 상황에서 채권 포트폴리오의 수익추구 행태에 대한 연구들이 있다(Becker, 2015; Choi & Kronlund, 2018). 이는 저금리로 인해 채권 수익률이 낮아지면, 수익률 개선을 위하여 수익률이 더 높은 채권이나 신용위험이 있는 채권에 투자할 유인이 발생하기 때문이다. 즉, 채권 포트폴리오의 신용위험 요인에 대한 익스포저가 증가할 수 있다. 반면, 장부가 평가를 유지하는 MMF의 경우 금리가 하락할 경우 위험자산 비중을 낮출 수 있다(Spada, 2018). 이는 금리가 하락하더라도 투자자의 특성 및 운용목표에 따라 위험자산 투자가 늘어날 수도 줄어들 수도 있음을 보여준다. 이에 본 절에서는 국내 채권형펀드 및 MMF 수익률 데이터에 이용하여 이러한 투자행태 변화가 국내에서도 나타나는지 살펴본다.

1) 금리변화에 따른 채권형펀드 수익률 요인분석

우선, 본 연구에서는 국내 채권형펀드 유형을 국공채형, 회사채형, 일반채권형으로 구분하고, 2009년 2월부터 2018년 1월까지 펀드들의 월간 수익률 자료를 이용하여 각 유형별로 동일가중평균 수익률 자료를 산출하였다. 그리고 금리변화에 따른 투자행태를 분석하기 위해 분석기간을 금리 수준에 따라 (1) 2009년 2월부터 2012년 9월, (2) 2012년 10월부터 2015년 2월, (3) 2015년 3월부터 2018년 1월 등 세 구간으로 나누었다. (1) 구간은 글로벌 금융위기 이후 금리 인상 시기로 볼 수 있는데, 이 시기 기준금리는 2%에서 3.25%까지 상승한 후 3%로 인하되었다. 비록 기준금리가 3% 이하인 기간이 포함되지만, (1) 구간은 글로벌 금융위기에 2%까지 인하한 기준금리를 정상화시키는 시기로 볼 수 있다. (2) 구간부터 금리

인하에 따라 저금리 기간에 접어드는 시기로 구분할 수 있다. 즉, (2) 구간은 기준금리가 (1) 구간 범위에 포함되는 2~2.75%이지만, (1) 구간과 구분하여 분석하였다. (2) 구간부터 저금리 구간으로 구분하고, 기준금리가 2% 아래로 내려가는 시기를 (3) 구간으로 추가로 구분하였다.

유형별 채권형펀드 수익률 요인 분석을 위하여 금리수준, 기간 스프레드, 신용 스프레드 등을 반영하는 3가지 요인(factor)들의 월간 수익률을 계산하였다. 금융투자협회 채권정보센터²¹⁾ 시가평가 매트릭스에서 제공하는 평가 3사 평균 금리를 사용하여 매월 발행되는 가상채권을 가정하여 1개월 보유 수익률을 산출하였다.²²⁾ 금리수준 요인은 국채 3년물 금리를 사용하고, 기간 스프레드 요인은 국채 10년물 매수와 국채 1년물 매도로 합성하였다. 신용 스프레드 요인은 A-등급 신용채권 매수와 국채 매도로 합성하며, 1년과 3년 만기 각각 수익률을 구하여 평균을 사용하였다.

본 연구에서는 3가지 유형의 채권형펀드 수익률을 각각 종속변수로 설정하고 앞서 언급한 방식으로 산출된 3가지 요인들을 설명변수로 사용하여 다음과 같은 회귀식 <식 Ⅲ-4>을 구성하였다. b_1 , b_2 , b_3 는 각각 금리수준, 기간 스프레드, 신용 스프레드에 대한 채권형 펀드 수익률의 민감도 계수이며, 세 구간에서 계수들의 변화를 비교해보려고 한다. 분석결과는 <표 Ⅲ-5>와 같다.

$$y_t^i = b_0 + b_1 L_t + b_2 T_t + b_3 C_t + e \quad \text{<식 Ⅲ-4>}$$

L : 금리레벨, T : 기간스프레드, C : 신용스프레드

21) <http://www.kofiabond.or.kr>

22) 예를 들어 1월말 금리가 3%이고 2월말 금리가 2.5%이면, 요인(factor)의 1개월 수익률은 1월말 3% 쿠폰으로 발행(Par 발행)된 가상채권을 2월말 2.5% 금리로 평가하여 계산한다.

<표 III-5> 국내 채권형펀드 수익률 결정요인 분석

구분	(1) 2009.2~2012.9			(2) 2012.10~2015.2			(3) 2015.3~2018.1		
	2~3.25%			2~2.75%			1.25~1.75%		
	국공채	회사채	일반형	국공채	회사채	일반형	국공채	회사채	일반형
금리 수준	0.51*** (0.04)	0.57*** (0.12)	0.50*** (0.04)	0.60*** (0.13)	0.37*** (0.05)	0.57*** (0.09)	1.33*** (0.13)	0.64*** (0.05)	1.07*** (0.09)
기간	(0.00)	(0.03)	(0.01)	0.15*** (0.04)	0.01 (0.01)	0.08*** (0.02)	0.12*** (0.04)	-0.03* (0.01)	0.05* (0.03)
신용 스프레드	0.13** (0.05)	0.55*** (0.18)	0.12** (0.06)	0.75 (0.46)	0.63*** (0.17)	0.79*** (0.30)	0.33 (0.49)	0.74*** (0.17)	0.72** (0.35)
상수	0.00 (0.00)	-0.00 (0.00)	0.00 (0.00)	-0.00 (0.00)	-0.00 (0.00)	-0.00 (0.00)	-0.00 (0.00)	-0.00 (0.00)	-0.00 (0.00)
표본수	44			29			61		
R^2	0.842	0.432	0.795	0.875	0.878	0.905	0.895	0.904	0.899

주: 1) 종속변수는 국공채형, 회사채형, 일반채권형펀드의 동일가중평균 월간 수익률
 2) 금리수준은 국채 3년물, 기간 스프레드는 (국채 10년 - 1년), 신용 스프레드는 (A-등급 1년 - 국채 1년)과 (A-등급 3년 - 국채 3년)의 평균을 반영
 3) ()는 계수의 표준편차이며, *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미

<표 III-5>에 따르면, 회사채 및 일반형 펀드의 경우 (1) 구간에 비하여 (2)와 (3) 구간에서 신용 스프레드에 대한 민감도 계수 b_2 가 증가함을 볼 수 있다. 이로부터 이들 채권형 펀드는 저금리로 구분했던 (2)와 (3) 구간에서 신용 스프레드에 대한 투자를 확대하였음을 추정할 수 있다. 또한 세 가지 유형의 펀드 모두 (3) 구간에서 금리수준의 민감도인 b_1 이 크게 증가하는데, 이는 금리 하락 방향성에 무게를 둔 듀레이션 증가 전략을 반영한다고 할 수 있다. 계수 추정치 역시 (2) 구간보다 (3) 구간에서 더 커지는 것을 확인할 수 있다. 이는 (2) 구간보다 (3) 구간에서 국내 채권형 펀드의 금리 하락 방향성에 대한 베팅 강도가 높아졌음을 의미한다. 이로 미루어보면, 국내에서는 금리 수준이 2% 이하로 낮아지기 시작한 (3) 구간부터 본격적인 저금리 기조로 들어선 것으로 보인다.

2) 금리변화에 따른 MMF 수익률 요인분석

금리가 일정 수준 이상 낮아지게 되면 투자자는 수익률 제고를 위한 목적과는 다른 이유로 위험자산 투자를 줄일 수 있다. Spada(2018)가 이를 보여준 대표적인 연구이다. 이 연구는 MMF 투자행태에 대한 이론모형 및 실증분석(2002~2008년)을 통해 금리하락 시 MMF는 위험자산 투자비중을 낮출 것임을 보였다. 그 주요 논거는 다음과 같다. MMF 내 안전자산은 환매요구에 응하여 운용사의 파산위험을 예방하는 완충재(buffer) 역할을 하며, 위험 프리미엄을 내포한 신용채권과 같은 위험자산은 운용수익률을 높이는 역할을 한다. 그런데 MMF는 장부가로 기준가를 산정하기 때문에 위험자산 비중이 높을수록 시가과리율이 커지기 때문에, 위험자산 비중이 지나치게 높아지면 금융 불안으로 보유한 위험자산의 가격이 하락할 경우 투자자의 환매요구에 응하지 못해 MMF를 운용하는 운용사는 파산할 수도 있다. 2009년 글로벌 금융위기 당시 Primary Reserve Fund가 그 대표적인 예이다. 이는 모든 MMF에 동일하게 영향을 미치므로 MMF의 파산위험을 최소한 이전과 동일하게 유지하기 위해서는 MMF는 금리하락 시 위험자산 투자비중을 낮춰야만 하는 것이다.

국내 MMF 시장에서도 이와 유사한 점을 확인할 수 있다. 본 연구에서는 채권형펀드와 같은 방식으로 회귀식 <식 III-5>를 구성해 보았다. 종속변수는 2009년 1월부터 2020년 2월까지 공모 단기금융펀드의 일별 순자산과 자금유출입 데이터를 이용하여 산정한 MMF지수 월간 수익률이다. 금리수준 요인으로 월평균 콜금리를 사용하였고, 기간 스프레드 요인은 국채 3년물과 1년물 매수(동일 비중) 수익률에서 콜금리를 차감하여 산출하였다. 신용 스프레드 요인은 A-등급 1년 채권 매수와 국채 1년물 매도로 합성하였다. 그리고 분석기간을 <표 III-5>의 채권형펀드와 같이 (1)~(3) 구간으로 구분하였다. 분석결과는 <표 III-6>과 같다.

$$y_t = b_0 + b_1 L_t + b_2 T_t + b_3 C_t + e$$

<식 III-5>

L : 금리레벨, T : 기간스프레드, C : 신용스프레드

<표 III-6> MMF지수 수익률 결정요인 분석

구분	(1) 2009.1~2012.9 2~3.25%	(2) 2012.10~2015.2 2~2.75%	(3) 2015.2~2020.2 1.25~1.75%
콜금리(%)	1.269*** (0.284)	1.224*** (0.443)	1.080*** (0.240)
신용 스프레드	0.098 (0.075)	1.252*** (0.381)	0.144 (0.095)
기간 스프레드	0.000 (0.020)	-0.006 (0.031)	-0.020 (0.012)
상수	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	0.000 (0.000)
표본수	45	29	61
R^2	0.338	0.368	0.276

주: 1) 종속변수는 2009년 1월부터 2020년 2월까지 공모 단기금융펀드의 일별순자산과 자금유출입 데이터를 이용하여 산정한 MMF 지수 월간 수익률
 2) 기간 스프레드 요인은 (국고채 3년과 1년 평균 - 콜금리)이며, 신용 스프레드 요인은 (A-등급 1년 - 국고채 1년)
 3) ()는 계수의 표준편차이며, *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미

<표 III-6>에 따르면, (1)~(3) 모든 구간에서 콜금리가 유의하며, 계수도 1에 가까운 값으로 추정되어 주로 콜금리에 따라 MMF 수익률이 결정되고 있음을 알 수 있다. 또한, 금리가 하락하는 (2) 구간에서 신용 스프레드 요인의 계수가 1.252로 유의한 값으로 추정되는데, 이 구간에서 신용 스프레드 요인이 MMF지수 수익률에 영향을 끼쳤다고 해석할 수 있다. (3) 구간에서 다시 신용 스프레드 요인의 계수는 0.144로 작아지면서 유의하지 않게 추정된다.²³⁾ 이와 같은 결과로 본다면, 금리가 하락하기 시작한

23) P-value가 0.14로 유의하지 않지만, 어느 정도는 의미 있다고 볼 수 있다.

(2)구간에 접어들면서 국내 MMF 시장에서도 수익추구 현상으로 신용채권 투자가 증가했다고 볼 수 있다. 그런데 (3)구간에서는 Spada(2018)의 연구처럼 콜금리가 2% 아래로 낮아지게 되면서 국내 MMF가 위험자산에 대한 투자비중을 다시 낮췄음을 시사한다.

3. 요약 및 시사점

금리는 미래 현금흐름에 대한 할인율 역할을 하면서 주식과 채권 등 자산가격에 영향을 준다. 다른 조건들이 동일하다면, 금리하락은 기본적으로 할인율을 낮추면서 자산가격 상승 요인으로 작용한다. 다만, 자산가격은 여러 요인에 의해 결정되므로 금리 이외에도 할인율에 영향을 주는 리스크 프리미엄 및 성장률 등 다른 요인들과 경제상황도 같이 고려해야 한다. 예를 들면, 금융위기 이후 미국 사례처럼 저금리가 유지되는 상황에서 성장률이 회복되면서 주가지수가 상승하는 경우도 있다. 반면, 1990년대 일본 사례는 저금리 상황이 장기간 유지되더라도 성장률이 회복되지 못하면 주식시장이 장기간 정체될 수 있음을 보여준다. 위험 측면에서 보면, 저금리 환경에서 금리나 리스크 프리미엄, 성장률 같은 요인에 충격이 발생한다면, 자산가격 변동성이 더욱 커질 수 있다.

한편, 2000년대 이후 자산군별 성과를 비교하면, 금리가 하락하면서 신용위험에 따라 더 높은 수익을 제공하는 고수익채권 및 신흥국채권의 성과가 가장 두드러진다. 미국주식 역시 글로벌 금융위기 이후 안정적인 성과를 거두면서 양호한 성과를 보이고 있다. 이와는 달리 2000년대 초반 우수한 성과를 보였던 신흥국주식, 물가연동채권, 원자재 등은 금리가 본격적으로 하락한 금융위기 이후 낮은 성과를 보이고 있다. 우리나라의 경우에도 글로벌 금융위기 이후 금리하락 이외에도 성장률이 정체되면서 주식시장은 국채에도 미치지 못하는 저조한 성과를 보였다.

금리하락이 투자행태에 미치는 영향은 다음과 같다. 우선, 금리가 하락하면 현금자산 시물레이션 및 국내 채권형펀드의 투자행태에서 확인할 수 있듯이 안전자산보다 위험자산 투자를 늘리는 수익추구 유인이 강해진다. 이는 금리하락으로 인해 무위험수익률이 낮아지므로 안전자산 투자만으로는 투자자가 원하는 목표수익률 또는 기준수익률을 달성하기 어려워지기 때문이다. 또한, 미래 기대수입이 감소하거나, 저금리 기간이 길어질 것으로 예상되거나, 예산제약처럼 위험자산 투자비중이 제한되는 경우에도 위험자산 투자가 늘어날 수 있다. 다만, 위험자산 투자는 투자위험을 수반하므로 투자자의 위험회피성향이 높아질수록 위험자산 투자를 늘리는 유인은 작아진다. 한편, MMF의 투자행태에서 보는 바와 같이 투자자의 특성에 따라 금리가 일정 수준 이하로 낮아지면 오히려 위험자산 투자를 줄이는 행태가 나타날 수도 있다.

이상의 논의를 종합하면, 우리나라처럼 인구 고령화가 빠르게 진전되고 있는 경우 저금리 기조가 고착화되면 기본적으로 개인투자자 및 가계의 위험자산에 대한 투자수요가 늘어날 것으로 판단된다. 그런데 저금리로 인해 자산 가격이 상승할 수도 있으나, 자산가격의 변동성이 더욱 커질 수 있는 만큼 투자자 입장에서 투자위험도 증가할 수 있다는 점에 유의할 필요가 있다.

IV. 저금리 시대의 해외 금융투자업

1. 저금리와 해외 자산운용업
2. 저금리와 해외 브로커리지
3. 저금리와 글로벌 투자은행업
4. 요약 및 시사점

IV. 저금리 시대의 해외 금융투자업

본 장에서는 저금리 환경에서 해외 금융투자산업과 금융투자회사가 어떠한 변화를 맞이하고 어떻게 대응하고 있는지를 살펴본다. 분석대상은 국내 자산운용사 및 증권사의 주요 사업을 고려하여 미국을 중심으로 자산운용산업, 리테일 브로커리지산업 및 투자은행산업을 살펴본다. 분석 기간은 글로벌 금융위기 이후에 중점을 두고 있다. 다만, 이 시기에는 규제 강화, 인구 고령화 등 여러 요인들이 동시에 진행된 관계로 해외 금융 시장 및 산업의 변화가 저금리만의 영향이 아닌 점을 감안해야 한다.

1. 저금리와 해외 자산운용업

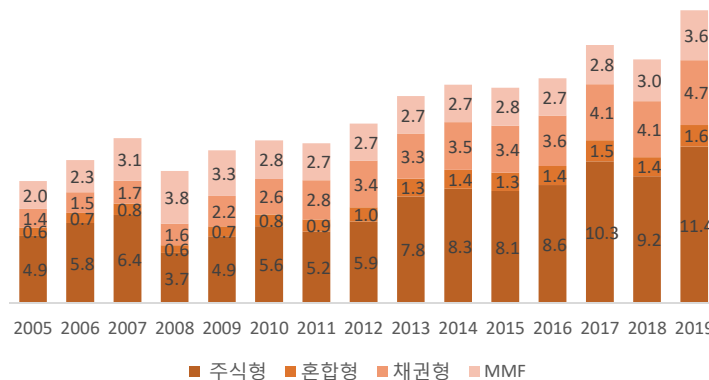
가. 자산운용 시장

미국 자산운용시장은 저금리 환경 하에 높은 성장세를 보이고 있다. <그림 IV-1>은 2005~2019년 미국 뮤추얼펀드의 유형별 시장 규모의 추이를 보여준다. 미국 뮤추얼펀드 시장 규모는 2005년 8.9조달러에서 2019년 21.3조달러로 해당 기간 연평균 6.4%의 성장률을 기록했다. 펀드 유형별로는 글로벌 금융위기 이후 주식형 및 혼합형 펀드가 가장 높은 성장세를 보이고 있으며, 2009~2019년 사이 주식형펀드는 연평균 8.9%, 혼합형펀드는 연평균 8.2%의 성장률을 기록하고 있다. 반면, 채권형펀드의 경우 2009~2019년 사이 연평균 7.9%로 주식형 및 혼합형펀드에 비해서는 성장률이 낮으며, MMF의 성장률은 동 기간 연평균 0.9%에 불과하다. 펀드 유형별 시장 규모를 살펴볼 경우 2019년 현재 주식형펀드가 11.4조달러로 전체 시장의 53.5%를 차지하고 있으며, 다음으로 채권형펀드가 4.7조달러로 22.1%, MMF가 3.6조달러로 16.9%, 혼합형펀드가 1.6조달러로 7.5%의 시장 비중을 차지한다.

이처럼 미국 뮤추얼펀드 중 특히 금융위기 이후 주식형펀드 운용자산의 높은 성장세는 크게 두 가지 요인에 기인한다. 우선 낮아진 예금금리로 인해 미국 가계의 자산 포트폴리오의 구성 중 뮤추얼펀드를 포함한 주식 비중이 늘어나고 있다. 또한, 저금리 환경 속에서 주요 자산, 특히 III장에서 살펴본 바와 같이 주가가 장기간에 걸쳐 상승함에 따라 운용자산 가치가 증가하고 있기 때문이다.

<그림 IV-1> 미국 뮤추얼펀드 시장규모 추이

(단위:조 달러)



자료: ICI(2019)

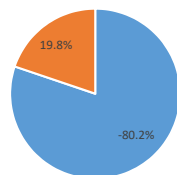
글로벌 금융위기 이후 해외 자산운용시장의 가장 두드러진 추세는 패시브(passive)펀드의 빠른 부상이며, 이는 크게 두 가지 요인에 따른 현상이라고 볼 수 있다. 첫째, 과거와 달리 액티브(active)펀드가 초과수익률을 창출하지 못하고, 수수료 등 여러 비용을 감안할 때 오히려 시장수익률을 하회하는 부진한 성과를 기록하고 있다. 둘째, 인덱스펀드, ETF 등 시장 수익률을 추종하는 다양한 저비용 대안들이 늘어나고 있다.

<그림 IV-2>는 미국 및 유럽의 액티브펀드 중 5년 누적(2013~2018년) 수익률이 시장수익률을 초과한 비중을 보여준다. 미국의 대형주(large-cap)

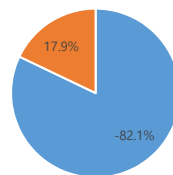
액티브펀드 중 시장(S&P500)수익률을 상회한 경우는 17.9%, 유럽 주식형 펀드 중 시장(S&P Europe350)수익률을 상회한 경우는 19.8%에 불과한 것으로 나타난다. 액티브펀드의 성과를 패시브펀드와 직접적으로 비교할 경우에도 부진한 결과를 보인다. 2008~2018년 사이 액티브펀드와 패시브펀드의 성과를 비교한 모닝스타(Morningstar) 조사에 따르면 패시브펀드보다 높은 수익률을 달성한 액티브펀드는 24%에 불과한 것으로 나타난다(Morningstar, 2018).

<그림 IV-2> 액티브펀드 누적수익률 성과

미국 대형주(Large-cap) 펀드



유럽 주식형 펀드



■ 시장 수익률 하회 ■ 시장 수익률 상회

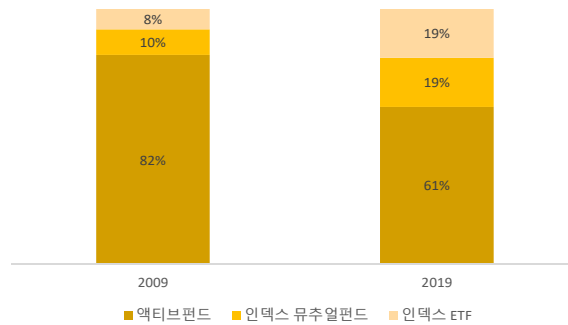
■ 시장 수익률 하회 ■ 시장 수익률 상회

주 : 2013~2018년 기간 누적수익률

자료: Bloomberg

액티브펀드의 부진한 성과는 패시브펀드에 대한 수요 증가로 이어지고 있다. <그림 IV-3>은 2009년 및 2019년 세계 펀드시장의 총자산 중 액티브펀드와 패시브펀드가 차지하는 비중을 보여준다. 액티브펀드의 펀드시장 총자산 비중은 2009년 82%에서 2019년 61%로 큰 폭 감소한 반면, 인덱스펀드는 2009년 10%에서 2019년 19%, 인덱스 ETF는 2009년 8%에서 2019년 19%로 증가했다. 투자자 입장에서 인덱스펀드와 인덱스 ETF는 낮은 수수료와 더불어 액티브펀드에 비해 유사하거나 오히려 우수한 수익률을 제공하기 때문에 인기를 끌고 있다. 특히 패시브투자 중에서도 인덱스 ETF의 성장세가 두드러진다. 인덱스펀드는 1970년대 도입되어 꾸준히 성장해왔으나, 인덱스 ETF는 1990년대 들어 개발된 상품으로 상대적으로 역사가 짧음에도 불구하고 시장점유율이 빠르게 증가하고 있다는 점에 주목할 필요가 있다.²⁴⁾

<그림 IV-3> 액티브투자 및 패시브투자 펀드시장 총자산 비중

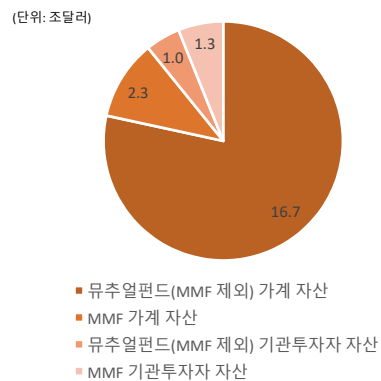


자료: ICI

미국 뮤추얼펀드 시장에서는 가계가 주요 투자자로 자리잡고 있다. <그림 IV-4>는 2019년 미국 뮤추얼펀드 시장의 투자자 유형별 자산 규모를 보여준다. 2019년 미국 뮤추얼펀드 시장에서 가계의 운용자산 규모는 19.0조 달러로 전체 시장의 89.2%를 차지하고 있다. 반면, 기관투자자의 운용자산 규모는 2.3조달러로 뮤추얼펀드 총자산의 10.8%에 불과하다. 뮤추얼펀드를 장기성 투자인 일반 뮤추얼펀드와 단기성 투자인 MMF로 구분해 볼 경우에도 가계의 비중이 높게 나타난다. 2019년 현재 MMF를 제외한 뮤추얼펀드 중 가계의 투자규모는 16.7조달러에 달하는 반면, 기관투자자 자산 규모는 1.0조달러에 불과하다. MMF의 경우 가계 자산규모가 2.3조달러로 기관투자자 자산규모인 1.3조달러의 1.8배에 달한다.

24) 인덱스 뮤추얼펀드는 1973년 American National Bank와 Wells Fargo가 최초로 도입했으나, 인덱스 뮤추얼펀드의 대중화는 Vanguard가 이끌어 왔다. 인덱스 ETF는 1993년 State Street Global Investors의 S&P500 Trust ETF의 출시를 계기로 본격적으로 성장하기 시작했다.

<그림 IV-4> 투자자 유형별 미국 뮤추얼펀드 자산 규모 (2019년)



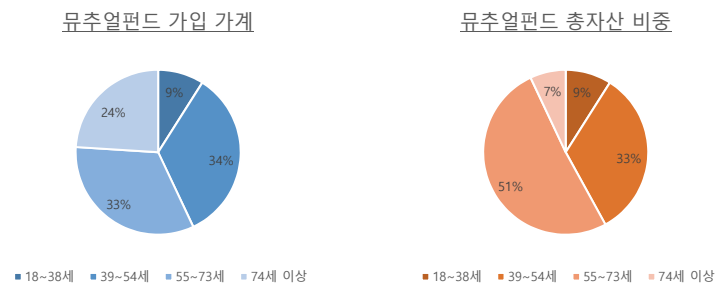
자료: ICI

이처럼 미국 뮤추얼펀드 시장은 가계의 수요 변화에 가장 큰 영향을 받는다고 볼 수 있다. 특히, 가계의 뮤추얼펀드 투자는 기관투자자에 비해 단기적인 시장의 부침에 반응하기보다는 은퇴준비, 주택자금 마련 등 중장기적 목적을 두고 이루어지는 측면이 있다(ICI, 2020). 세계 뮤추얼펀드 시장이 2000년대 들어 빠르게 성장하는 데에는 저금리 기조의 장기화가 인구 고령화와 결합되어 은퇴준비를 위한 가계 자산의 포트폴리오 리밸런싱을 반영하는 부분이 있다. 또한, 가계의 단기자금 운용에서도 저금리로 인한 예금금리 하락은 MMF에 대한 수요도 늘리고 있다.

인구 고령화는 특히 뮤추얼펀드 시장에 중요한 변수로 작용하고 있으며, 그 영향은 앞으로도 커질 것으로 전망된다. <그림 IV-5>는 2019년 현재 미국 가계의 세대주 연령별 뮤추얼펀드 가입 비중 및 뮤추얼펀드 총 자산 중 차지하는 비중을 보여준다. 우선 뮤추얼펀드 가입자의 연령별 비중을 보면, 미국의 경우 베이비붐(baby boom) 세대이자 은퇴를 앞두고 있는 55~73세 세대주 가계는 34%, 중년층에 속하는 39~54세 세대주 가계는 33%, 사회 초년기 18~38세 세대주 가계는 24%, 그리고 은퇴 후의 74세 이상 세대주 가계는 9%를 차지하고 있다. 즉, 전반적으로 미국의 경우 노동

시장에 참여하는 연령대 세대주 가계가 뮤추얼펀드 가입 가구의 2/3를 차지하고, 이는 401K와 같은 개인연금을 통해 이루어지고 있는 것으로 파악된다. 반면, 뮤추얼펀드 자산규모의 경우 은퇴준비를 앞둔 55~73세 세대주 가계가 51%, 은퇴, 주택구입, 자녀교육 등을 앞둔 39~54세 세대주 가계가 33%로 두 세대주 가계의 뮤추얼펀드 자산 비중은 84%에 달한다. 반면, 18~38세, 74세 이상 세대주 가계의 뮤추얼펀드 자산 비중은 각각 9%, 7%에 불과하다.

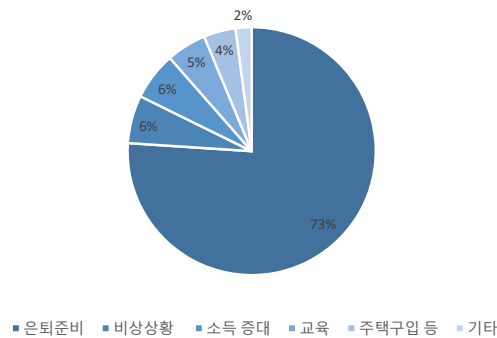
<그림 IV-5> 세대주 연령별 뮤추얼펀드 가입 현황 (2019년)



자료: ICI

은퇴준비가 뮤추얼펀드 가입의 주요 목적인 점은 ICI(Investment Company Industry) 설문조사에서 보다 극명하게 나타난다. <그림 IV-6>은 2019년 미국 가계를 대상으로 뮤추얼펀드에 가입한 주요 ‘목적(primary goal)’에 대한 응답을 보여준다. 뮤추얼펀드에 가입한 주요 목적이 ‘은퇴준비’라고 응답한 비중은 73%로 가장 높은 비중을 차지한다. 그 외로 비상상황에 대한 대비, 현재 소득의 보강, 학자금 등 교육비용, 주택 및 내구재 구입 등이 뮤추얼펀드 가입의 주요 목적인 경우는 각각 6% 미만으로 집계된다.

<그림 IV-6> 미국 가계의 뮤추얼펀드 가입 목적 (2019년)



자료: ICI

나. 자산운용산업

글로벌 금융위기 이후 세계 자산운용업의 가장 두드러진 트렌드는 패시브펀드의 부상과 액티브펀드의 쇠퇴다. 나아가 이러한 패시브펀드에 대한 수요 증가는 자산운용산업 경쟁구도에 직접적인 영향을 미치고 있다. <표 IV-1>은 운용자산 기준 2019년 상위 20개 자산운용사 순위 및 운용자산 규모, 그리고 이들 자산운용사의 2009년 순위와 운용자산 규모를 보여준다. 2019년 현재 자산운용업의 가장 많은 자산을 운용하고 있는 BlackRock, Vanguard 및 State Street Global은 세계 최대 패시브펀드 운용사라는 공통점을 가지고 있다.

BlackRock의 경우 2009년 영국 Barclays 은행의 자산운용부문 Barclays Global Investors(BGI)를 152억달러에 인수하면서 BGI가 개발한 ETF iShare를 확보했다. BlackRock은 iShare의 인기에 힘입어 현재 세계 최대 ETF 제공사로 거듭나고 있다. Vanguard는 세계 최대 인덱스펀드 운용사이자 패시브펀드 시장을 선도해온 자산운용사다. State Street는 ETF를 최초로 개발한 자산운용사로 1993년 미국 증권 거래소(American Stock Exchange: AMEX)와 함께 S&P Depository Receipts를 추종하는 세계 최초의 ETF SPDR S&P 500을 상장시켰다.

<표 IV-1> 세계 상위 20 자산운용사 및 운용자산 규모

(단위: 조 달러, %)

자산운용사	2019년		2009년		운용자산 증감률
	순위	운용자산	순위	운용자산	
BlackRock	1	7.43	1	3.35	222
Vanguard Group	2	6.15	5	1.51	407
State Street Global	3	3.12	2	1.91	163
Fidelity Investments	4	3.04	4	1.70	179
Allianz Group	5	2.54	3	1.86	137
JP Morgan Chase	6	2.36	9	1.25	189
Capital Group	7	2.06	10	1.18	175
BNY Mellon	8	1.91	11	1.11	172
Goldman Sachs	9	1.86	14	0.87	214
Amundi	10	1.62	12	0.92	176
Legal & General	11	1.59	29	0.50	318
Prudential Financial	12	1.55	19	0.67	231
UBS	13	1.41	13	0.88	160
BNP Paribas	14	1.26	7	1.33	95
Northern Trust	15	1.23	20	0.63	195
Invesco	16	1.23	35	0.42	293
T. Rowe Price	17	1.21	41	0.39	310
Wellington Mgmt.	18	1.15	26	0.54	213
Morgan Stanley	19	1.13	43	0.38	297
Wells Fargo	20	1.09	23	0.56	195

주 : Allianz Group에는 PIMCO 포함

자료: Pension & Investments, Towers Watson

반면, 과거 자산운용 산업의 선도 자리를 차지했던 Fidelity는 최근 상대적으로 운용자산 규모나 순위에서 밀려나고 있다. Fidelity는 특히 1980~1990년대 Magellan 액티브펀드의 우수한 성과에 힘입어 자산운용 업계 1위 자리를 차지했으나, 2015년 Vanguard에 1위 자리를 내주었다. Allianz Group은 2000년 세계 최대 채권형펀드 자산운용사 PIMCO를 인수하면서 세계 자산운용 순위가 크게 상승했으나, 패시브펀드 중심 경쟁사 BlackRock 및 Vanguard에 비해 운용자산 규모가 작은 편이다.

해외 자산운용 산업의 시장집중도도 높아지고 있다. <표 IV-2>는 세계 자산운용시장에서 상위 5개, 10개 및 25개 대형 펀드그룹의 뮤추얼펀드 및 ETF 시장점유율 변화를 보여준다. 뮤추얼펀드 및 ETF 운용자산 중 상위 5개 자산운용사의 점유율은 2010년 42%에서 2019년 53%로 증가하면서 시장의 절반 이상을 5개 초대형 자산운용사가 차지하고 있다. 또한, 상위 25개 자산운용사의 뮤추얼펀드 및 ETF 운용자산 비중은 2010년 74%에서 2019년 80%로 증가하면서 대형사와 중소형사 간의 양극화가 더욱 심화되고 있다.

<표 IV-2> 대형 자산운용사의 뮤추얼펀드 및 ETF 시장점유율

(단위: %)

순위	2010	2015	2016	2017	2018	2019
상위 5개사	42	45	47	50	51	53
상위 10개사	55	56	58	60	61	64
상위 25개사	74	75	76	77	79	80

주 : 1940년 투자회사법(Investment Company Act)상 등록된 뮤추얼펀드 및 ETF만 포함됨

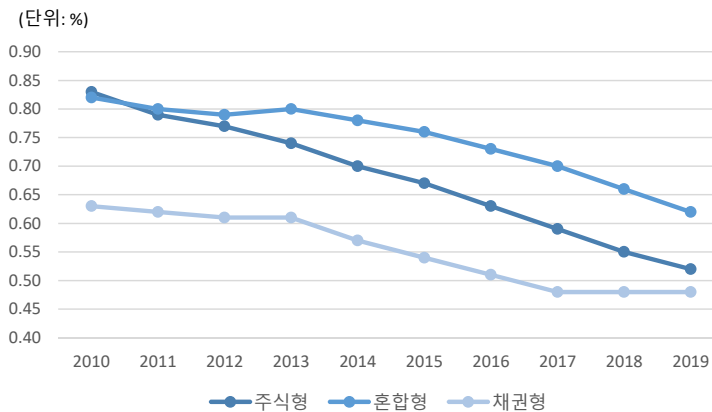
자료: ICI

자산운용사의 시장집중도 증가는 경쟁심화로 인한 수수료율의 지속적인 하락과도 밀접한 관계를 지닌다. <그림 IV-7>은 2010~2019년 사이 미국 뮤추얼펀드 유형별 보수율(expense ratio) 추이를 보여준다. 모든 유형의 뮤추얼펀드의 경우 보수율이 장기간에 걸쳐 하락하는 추세를 보인다. 주식형펀드의 경우 2010년 0.83%에서 2019년 0.52%로 감소했으며, 혼합형펀드는 2010년 0.82%에서 2019년 0.62%, 채권형펀드는 2010년 0.63%에서 2019년 0.48%로 보수율이 감소했다.

이와 같은 보수율의 하락은 비용에 대한 투자자의 민감도가 높아지고, 인덱스펀드, ETF 등 저비용 금융투자상품에 대한 수요가 증가하면서 보수율을 포함한 수수료율을 둘러싼 자산운용사 간의 경쟁 심화의 결과물이라고 볼 수 있다. 보수율은 운용자산의 규모와 반비례하기 때문에 자산운용사

들은 낮은 보수율을 제공하기 위해서 펀드를 통합하고, 나아가 자산운용사 간의 인수합병을 통해 운용자산의 규모를 키우고 비용을 절감해 나가고 있다.²⁵⁾

<그림 IV-7> 미국 뮤추얼펀드 유형별 보수율 추이



자료: ICI

글로벌 금융위기 이후 저금리 환경에서 자산운용시장의 빠른 증가세에도 불구하고 자산운용사의 수익성은 상대적으로 둔화되고 있다. 고객의 수수료 민감도 증가와 자산운용사 간의 경쟁 심화로 인해 운용자산의 증가 속도보다 수수료율이 더 빠르게 하락하고 있기 때문이다. <표 IV-3>은 Deloitte(2020)에서 분석한 세계 상위 39개 자산운용사의 주요 재무지표의 연평균 증감률을 보여준다. 세계 상위 자산운용사 운용자산의 연평균 성장률은 2010~2014년 사이 14.5%, 2015~2019년 사이 10.0%를 기록했다. 반면, 수익의 연평균 증가율은 2010~2014년 사이 10.8%로 운용자산의 증가세를 일정 수준 따라갔으나, 2015~2019년 사이에는 수익 증가율이 3.2%로 운용자산 증가세를 현저히 하회하고 있다. 또한, 상위 자산운용사의 평균 영업이익률(EBIT margin)도 2010년 30%에서 2019년 34%로 증가했으나,

25) 펀드의 운용에 있어서 고정비용이 있기 때문에 보수율과 운용자산 규모는 반비례 관계를 가진다.

이후에는 계속 감소하면서 2019년에는 26%를 기록하고 있다. 자산운용사의 비용 또한 수익보다 빠르게 증가하고 있으며, 2010~2014년 사이에는 연평균 비용 증가율이 9.5%로 수익 증가율 10.8%를 하회했으나, 2015~2019년 사이에는 연평균 비용 증가율이 4.5%로 수익 증가율 3.2% 보다 빠르게 증가하고 있다. 결국 이와 같은 현상은 앞서 살펴본 수수료율 하락과 액티브펀드에서 패시브펀드로의 투자선호도 전환이 주요 원인으로 작용하고 있다.

<표 IV-3> 주요 자산운용사 재무지표 연평균 증감률

(단위: %)

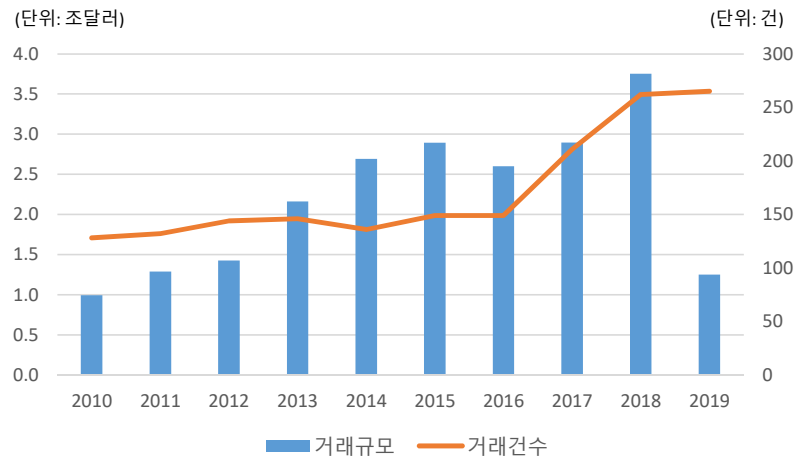
기간	운용자산	수익	영업이익률	비용
2010~2014년	14.5	10.8	2.0	9.5
2015~2019년	10.0	3.2	-6.0	4.5

주 : 2019년 기준 세계 상위 39개 자산운용사 기준

자료: Deloitte(2020)

이처럼 글로벌 금융위기 이후 세계 자산운용시장의 빠른 증가세에도 불구하고 자산운용사의 수익성은 상대적으로 둔화되고 있는 상황은 자산운용사 간의 M&A를 촉진하고 있다. 주요 자산운용사는 수익성 둔화에 대응하기 위해 M&A를 통한 고객기반 및 운용자산 확대, 비용절감 등 규모의 경제(economies of scale) 달성을 위해 노력하고 있다. <그림 IV-8>은 2010~2019년 사이 세계 자산운용산업 M&A 거래규모(운용자산 기준) 및 거래건수 추이를 보여준다. 세계 자산운용 산업의 M&A 거래규모는 2010년 9,920억달러에서 2018년 3.8조 달러로 4배 이상 증가하고, 자산운용사 간의 M&A 거래건수도 2010년 128건에서 2019년 265건으로 2배 가량 증가했다.

<그림 IV-8> 세계 자산운용산업 M&A 추이



주 : 거래규모는 운용자산 기준

자료: Piper Sandler(2019)

2. 저금리와 해외 브로커리지

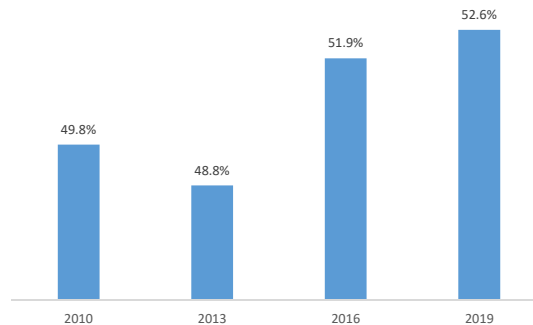
가. 리테일 브로커리지 시장

국내 증권사의 사업구조 상 위탁매매는 그 비중이 감소하고는 있으나, 여전히 주요 수익원으로 자리 잡고 있다. 또한, 국내 증권사의 위탁매매 사업은 기관투자자보다 개인투자자의 수익 기여도가 높은 특징을 지닌다. 반면, 글로벌 투자은행의 경우 위탁매매업무에 속하는 브로커리지 업무의 주요 고객은 기관투자자라는 측면에서 국내 증권사와는 다소 차이가 있다. 국내 증권사의 위탁매매 사업과 보다 유사한 사업모델을 가진 해외의 금융투자회사는 리테일 브로커리지(retail brokerage)다. 2019년 현재 미국의 대표적 브로커리지로는 Charles Schwab, TD Ameritrade 및 E-Trade가 대형 3사를 구성하고 있다.

미국 리테일 브로커리지의 주요 사업은 개인투자자를 대상으로 주식 및 ETF의 위탁매매와 뮤추얼펀드 판매다. 이와 더불어 Charles Schwab과 같은 대형 리테일 브로커리지의 경우 등록투자자문업자(Registered Investment Adviser: RIA)에게 자문 시스템과 RIA 고객의 자산을 관리해주는 수탁업무(custodial service)를 제공하기도 한다.

수요 측면에서 글로벌 금융위기 이후의 저금리 기조는 리테일 브로커리지에게 우호적인 환경을 마련해 주고 있다. 예금금리의 하락과 주식시장 호황에 힘입어 리테일 고객의 직·간접적 주식투자는 꾸준히 늘어나고 있기 때문이다. <그림 IV-9>는 직·간접적으로 주식투자를 하는 미국 가계의 비중 추이를 보여준다. 2010년 미국 가계 중 주식투자를 하는 비중은 49.8%로 전체 가계의 절반 가량이 직접 주식투자를 하거나 뮤추얼펀드 등에 가입하고 있는 것으로 나타난다. 주식투자를 하는 미국 가계 비중은 2013년에는 48.8%로 소폭 감소했으나, 이후 빠른 증가세를 보이면서 2019년에는 52.6%의 미국 가계가 주식투자를 하는 것으로 나타난다.

<그림 IV-9> 미국의 주식보유 가계 비중 추이

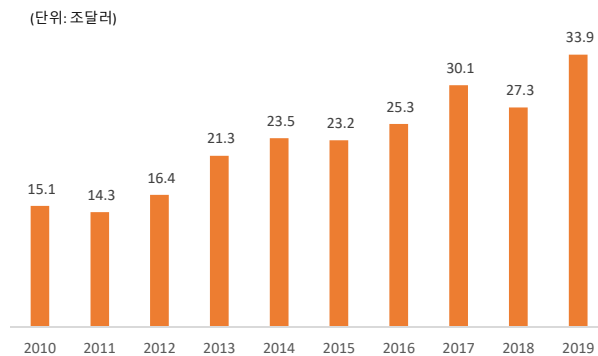


주 : 주식보유는 직접투자 및 간접투자(뮤추얼펀드 등) 모두 포함
자료: SIFMA

미국 가계의 보유주식 가치(market value)도 증가하고 있다. <그림 IV-10>은 2010~2019년 사이 미국 가계의 보유주식 가치 추이를 보여준다. 미국 가계의 보유주식 가치는 2010년 15.1조달러에서 2019년 33.9조달러로 2.4배 증가

했다. 이와 같은 증가세는 해당 기간 주가 상승과 더불어, 앞서 살펴본 바와 같이 가계의 주식투자 참여율 증가를 반영하고 있다.

<그림 IV-10> 미국 가계 보유주식 가치 추이



자료: Federal Reserve

미국 가계의 금융자산에서는 ‘자금이동’ 현상이 관찰된다. <표 IV-4>는 보험 및 연금을 제외한 미국 가계의 금융자산 구성 변화를 보여준다. 2019년 기준 미국 가계의 금융자산 중 주식과 뮤추얼펀드가 차지하는 비중은 61.4%로 예금에 비해 2.7배 높다. 가계 금융자산의 주식 비중은 2010년 31.7%에서 안정적으로 증가하여 2019년에는 41.6%에 달한다. 이와 더불어 미국 가계의 금융자산 중 뮤추얼펀드의 비중도 2010년 17.4%에서 2019년 19.8%로 증가했다. 반면, 미국 가계의 금융자산에서 예금이 차지하는 비중은 2010년 25.6%에서 2019년에는 22.9%로 낮아졌다. MMF도 가계 금융자산 비중이 낮아지는 추세를 보이고 있으며, 2010년 6.1%에서 2019년 4.5%를 기록하고 있다.

이와 같은 미국 가계의 금융자산 구성 변화는 금융위기 이후 예금금리가 현저하게 낮아지면서 가계의 금융자산 포트폴리오가 수익추구를 위해 재구성되고 있는 상황을 반영하는 것으로 풀이된다. 2019년 미국의 대형은행이 제공하는 이자율은 예금(interest checking) 0.06%, 적금(saving account)

0.09%, MMF 0.16%로 매우 낮은 수준이다.²⁶⁾ 반면, 앞서 III장에서 살펴본 바와 같이 가계 금융자산의 ‘자금이동’은 미국에서 가장 두드러지게 나타나고 있으며, 미국 외의 국가에서는 ‘자금이동’이 상대적으로 덜하거나, 나타나지 않는 국가들도 있다.

<표 IV-4> 미국 가계 금융자산 구성 추이

(단위: %)

	예금	주식	뮤추얼펀드	MMF	채권
2010	25.6	31.7	17.4	6.1	19.2
2011	27.5	29.5	17.0	5.8	20.2
2012	26.6	31.0	18.3	5.3	18.7
2013	25.3	36.5	19.8	4.8	13.6
2014	24.9	38.2	19.6	4.3	13.0
2015	26.4	37.6	19.1	4.3	12.7
2016	26.3	39.4	18.9	4.0	11.4
2017	24.3	41.7	19.9	3.7	10.3
2018	25.5	39.3	18.8	4.2	12.1
2019	22.9	41.6	19.8	4.5	11.2

자료: Federal Reserve

나. 리테일 브로커리지 산업

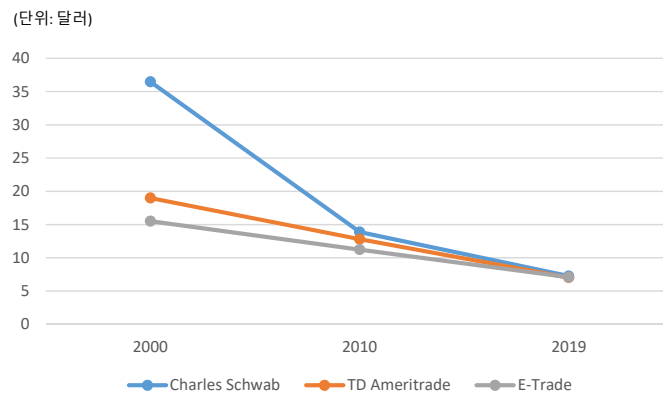
2000년대 들어 미국 리테일 브로커리지 산업의 수익구조는 근본적으로 바뀌었다. 그간 브로커리지 사업의 주요 수익은 고객의 주식거래 회전율을 수반하는 거래 수수료에서 발생했다. 이에 따라 리테일 브로커리지의 수익은 주식시장의 부침과 투자자의 거래량에 따라 결정되는 특징을 보였다. 그러나 리테일 브로커리지 간의 경쟁 심화로 인해 거래수수료율은 지속적으로 하락하고, 이로 인해 수수료 수익도 빠르게 감소하고 있는 상황이다.

<그림 IV-11>은 미국의 3대 리테일 브로커리지 Charles Schwab,

26) 온라인 대출업체 Lending Tree가 집계한 자료

TD Ameritrade 및 E-Trade의 거래당 수수료 추이를 보여준다. 2000년만 하더라도 리테일 고객이 주식거래를 할 때 거래 당 지불하는 수수료는 3사 평균이 23.66달러에 달했으며, Charles Schwab 고객의 경우 거래 당 36.46달러를 지불했다. 그러나 2010년에 들어서는 3대 리테일 브로커리지의 거래 당 평균 수수료는 12.62달러로 하락하고, 2019년에는 7.12달러로 낮아졌다. 여기에 2019년 9월 Charles Schwab이 온라인 주식 및 ETF 거래수수료 폐지를 발표하고, TD Ameritrade 및 E-Trade도 뒤따라 온라인 거래의 제로수수료를 도입함에 따라 수수료율의 하락세는 더욱 심화되고 있다.

<그림 IV-11> 주요 리테일 브로커리지 거래당 수수료 추이

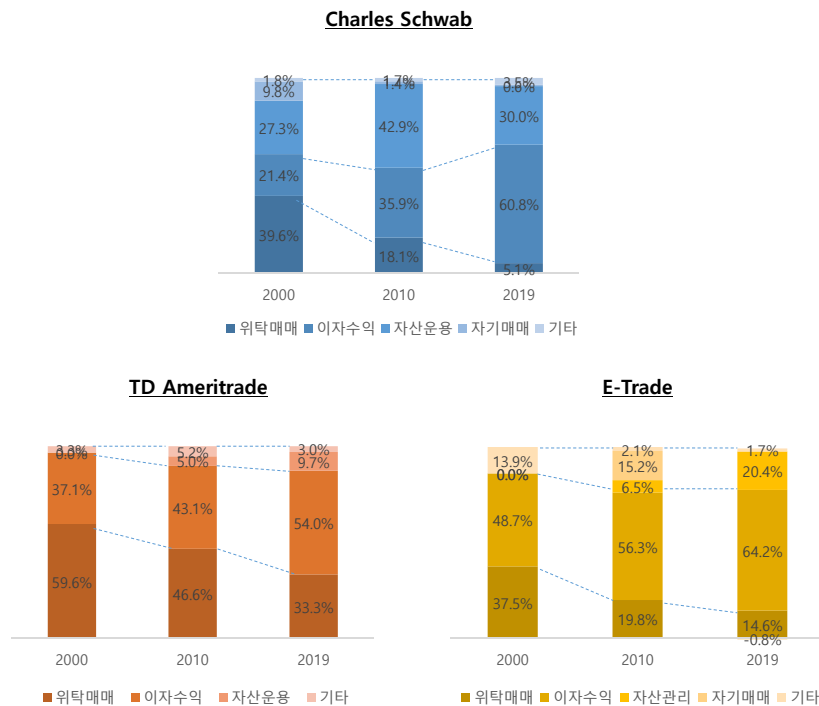


자료: 각사 연차보고서

<그림 IV-12>는 2000년, 2010년 및 2019년 Charles Schwab, TD Ameritrade 및 E-Trade의 수익구조를 보여준다. 2000년대 초반에만 하더라도 리테일 브로커리지의 주요 수익은 주식거래 수수료에서 발생했다. 2000년 3대 리테일 브로커리지의 수익구조를 보면, 수수료 수익 비중이 Charles Schwab은 39.6%, TD Ameritrade는 59.6%, E-Trade는 37.5%를 차지했다. 그러나 수수료 수익의 기여도는 지속적으로 하락하여 2019년에 들어서는 그 비중이 Charles Schwab은 5.1%, TD Ameritrade는 33.3%,

E-Trade는 14.6%에 불과하다. 이를 보면 주식거래 수수료는 더 이상 리테일 브로커리지의 핵심 수익원이 아님을 확인할 수 있다. 반면 이자수익이 주식거래수수료를 대체하여 리테일 브로커리지의 주요 수익원으로 자리 잡고 있다. Charles Schwab의 경우 총수익 중 이자수익의 비중은 2000년 21.4%로 주식거래 수수료 수익 비중보다 낮았으나, 2019년에 들어서는 이자수익이 60.8%로 압도적인 비중을 차지하고 있다. TD Ameritrade의 이자수익 비중은 2000년 37.1%에서 2019년 54.0%, E-Trade의 이자수익 비중은 2000년 48.7%에서 2019년 64.2%로 증가했다.

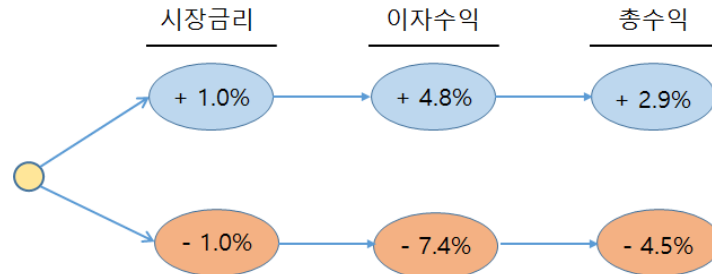
<그림 IV-12> 주요 리테일 브로커리지 수익구조 변화



자료: 각사 연차보고서

이처럼 주요 수익이 주식거래수수료에서 이자수익으로 변화함에 따라 리테일 브로커리지 사업은 시장금리에 매우 민감할 수밖에 없게 되었다. <그림 IV-13>은 2019년 기준 시장금리가 1% 증감했을 때 Charles Schwab의 이자수익과 이에 따라 총수익이 얼마나 변화하는지를 보여준다. 다른 조건이 동일하다고 가정할 경우 시장금리가 1% 증가할 경우 Charles Schwab의 이자수익은 4.8% 증가하고, 총수익은 2.9% 증가하는 것으로 분석된다. 반면, 시장금리가 1% 하락할 경우 Charles Schwab의 이자수익은 7.4% 감소하고, 총수익은 4.5% 감소하는 것으로 분석된다. Charles Schwab의 총수익이 2019년 전년 대비 5.8% 증가한 점을 감안하면, 금리가 리테일 브로커리지 수익에 미치는 영향이 매우 크다는 점을 이해할 수 있다.

<그림 IV-13> 시장금리 변동과 Charles Schwab 수익 변화 (2019년)



자료: 최순영(2020)

글로벌 금융위기 이후 미국의 리테일 브로커리지는 장기적 저금리 상황에서 고객예탁금에 제공하는 이자율을 낮추어 예대마진을 유지하면서 이자수익을 보존해왔다. 이와 더불어 수익성을 제고하기 위해서 지속적인 비용절감을 추진하고 있다. 그러나 비용절감의 효과도 한계에 도달하고, 초저금리 환경이 고착화될 경우 이와 같은 대처만으로는 지속적인 성장을 보장하기가 어려운 상황에 봉착했다. 이로 인해 미국 리테일 브로커리지 간의

M&A가 활발하게 이루어지고 있으며, 2019년 Charles Schwab이 TD Ameritrade와의 합병을 발표하고, 2020년에는 E-Trade가 Morgan Stanley에 인수되었다(최순영, 2020).

3. 저금리와 글로벌 투자은행업

국내 증권사와 가장 유사한 사업구조를 가진 해외 금융회사는 글로벌 투자은행(investment bank)이라고 볼 수 있다. 이들 금융회사는 금융그룹(financial group), 유니버설뱅크(universal bank) 등 다양한 이름으로 불리기도 한다. 국내 증권사의 주요 사업은 일반적으로 IB, 위탁매매, 자기매매 및 자산관리 부문으로 구분되며, 글로벌 투자은행 또한 이와 같은 다양한 사업을 영위한다. 반면, 글로벌 금융위기 이후 모든 주요 투자은행은 은행지주회사의 지배구조 형태를 지니고, 소매·상업은행 사업의 영위가 가능하다는 측면에서는 국내 증권사와 차이가 있다.

<표 IV-5>는 본 장에서 살펴보는 미국의 5개 주요 글로벌 투자은행의 현황을 보여준다. 분석대상 글로벌 투자은행은 크게 2개의 유형으로 구분해볼 수 있다. 첫 번째 유형은 과거에는 소매·상업은행 사업을 영위하지 않고, 투자은행 및 트레이딩 업무 중심의 사업구조를 지녔던 ‘전업계’ 투자은행이며, 여기에는 Goldman Sachs 및 Morgan Stanley가 포함된다. 두 번째 유형은 과거 소매·상업은행 사업만 영위하다가 주로 2000년대 들어 투자은행으로 사업 영역을 확대한 ‘유니버설’ 투자은행이며, 여기에는 JP Morgan, Bank of America 및 Citi가 포함된다. 소매·상업은행 사업 중심의 ‘유니버설’ 투자은행의 경우 ‘전업계’에 비해 자산 및 수익 규모가 크며, 2019년의 경우 두 유형에 있어서 자산은 2~3배, 수익은 2~4배 가량 차이가 있는 것으로 나타난다. 반면, 수익성 측면에서 글로벌 금융위기 이전에는 전업계 투자은행의 ROE(Return on Equity)가 20~30%에 달해 ‘유니버설’ 투자은행의 10~20% 수준에 비해 우수했으나 금융위기 이후에는 특히 전업계

투자은행의 ROE가 크게 감소하면서 투자은행 유형 간의 격차도 줄어들고, 모든 투자은행은 10%대의 ROE를 기록하고 있다.²⁷⁾

<표 IV-5> 주요 글로벌 투자은행 현황 (2019년)

(단위: 억달러, %)

글로벌 투자은행		본사	자산	수익	ROE
전업계	Goldman Sachs	미국	9,930	366	10.0
	Morgan Stanley	미국	8,954	414	11.7
유니버설	JP Morgan	미국	26,873	1,187	15.0
	Bank of America	미국	24,341	912	10.6
	Citi	미국	19,512	743	10.3

자료: 각사 연차보고서

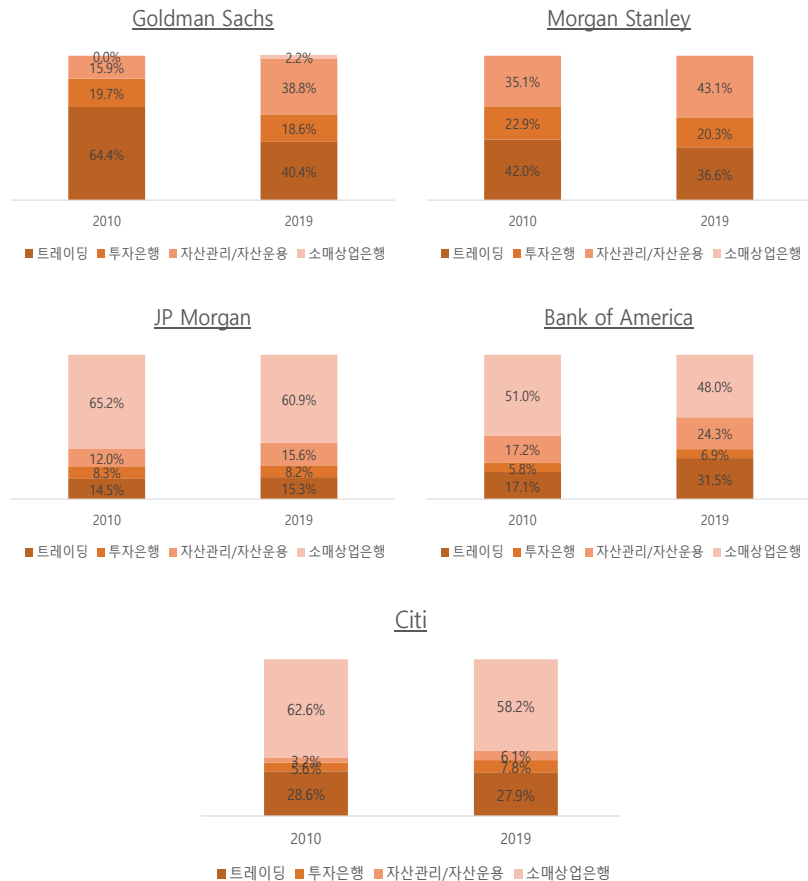
2008년 금융위기 이후 글로벌 투자은행의 두드러진 특징은 리테일 사업의 확대다. 이는 주로 자산관리 및 자산운용 사업을 통해 이루어지고 있으며, 일부의 경우 인터넷뱅크 등 소매은행 사업에도 새롭게 진출하고 있다. <그림 IV-14>는 2010년 및 2019년 5개 주요 투자은행의 수익구조를 보여준다. 모든 투자은행에 있어서 가장 두드러진 특징은 자산관리·운용 수익 비중의 증가다. 특히, Morgan Stanley는 금융위기 이후 사업전략을 자산관리·운용 중심으로 전환함에 따라 2019년 해당 사업 부문 수익이 43.1%로 가장 큰 비중을 차지한다. 2000년대 트레이딩 사업 중심으로 빠르게 성장했던 Goldman Sachs의 경우에도 금융위기 이후 트레이딩 수익은 크게 감소하고 자산관리·운용 사업 수익은 빠르게 증가하고 있다. 2019년 현재 Goldman Sachs의 자산관리·운용 수익 비중은 38.8%로 40.4%인 트레이딩 수익 비중에 버금가는 수준이다.

27) 글로벌 금융위기 충격이 본격화하기 직전인 2006년 주요 투자은행의 ROE는 Goldman Sachs 39.8%, Morgan Stanley 23.0%, JP Morgan 12.0%, Bank of America 16.3%, Citi 22.3%를 기록했다.

금융위기 이후 JP Morgan, Bank of America 및 Citi를 포함한 ‘유니버설’ 투자 은행의 주요 변화는 이자수익의 감소이며, 이는 저금리 환경이 장기화되면서 미국 은행의 순이자마진(Net Interest Margin: NIM)이 지속적으로 감소하는 데 기인한다. 미국 연준에 따르면 미국 은행의 순이자마진은 2000년 1월 3.78%에서 2008년 1월 3.30%로 감소하고, 2020년 4월에는 2.89%를 기록하고 있다. Rajan(2005)에 따르면 저금리 환경에서 은행은 대출 자산을 축소하고 트레이딩 자산을 늘리며, 수수료수익 사업을 확대하는 것으로 나타난다. 또한, Albertazzi et al.(2009)은 저금리로 인해 은행 고객의 수요가 단순 예금보다 고수익 금융투자상품으로 확대되는 것을 보여준다.

이러한 현상은 <그림 IV-14>에서도 확인되며, JP Morgan, Bank of America 및 Citi의 경우 소매·상업은행 수익 비중은 전반적으로 감소한 반면, 트레이딩 및 자산관리·운용 사업 수익 비중은 증가하는 모습을 보인다. 2010년 대비 2019년 소매·상업은행 수익 비중은 JP Morgan이 65.2%에서 60.9%, Bank of America가 51.0%에서 48.0%, Citi가 62.6%에서 58.2%로 각각 낮아졌다. 반면, 자산관리·운용 사업 비중은 늘어나고 있으며, 2010년 대비 2019년 JP Morgan, Bank of America 및 Citi의 경우 자산운용 및 자산관리 사업 수익 비중이 각각 3.6%p, 7.1%p, 2.9%p 증가했다. 또한, JP Morgan 및 Bank of America의 경우 트레이딩 사업 비중도 늘어나고 있다. 이는 저금리 환경 하에 상업은행은 대출 사업을 줄이고, 수수료수익 관련 사업을 늘린다는 Rajan(2005)의 예측과 일치하는 결과다.

<그림 IV-14> 글로벌 투자은행 수익구조 변화



자료: 각사 연차보고서

주요 투자은행이 리테일 고객층에 집중하는 이유는 금융위기 이후 리테일 시장의 빠른 증가세와는 달리 트레이딩 및 투자은행 사업은 더딘 증가세를 보이고 있기 때문이다. <표 IV-6>은 2010~2019년 사이 5개 주요 투자은행의 사업부문별 수익의 연평균 증감률을 보여준다. 사업부문별 수익 증감률은 투자은행별로 다소 차이가 있으나, 몇 가지 공통적인 특징이 있다. 우선

저금리 환경 하에 가장 두드러진 수익 증가세를 보이는 것은 자산관리·운용 사업이며, 해당 사업부문 수익의 연평균 성장률은 동 기간 평균 6.3%로 매우 높게 나타난다. 반면, 2010~2019년 5개 투자은행의 트레이딩 사업 수익 평균은 -1.0%로 마이너스 성장률을 기록하고 있다. 소매·상업은행 사업 또한 저금리의 장기화로 부정적인 영향을 받은 것이 확인되며, 소매·상업은행 사업 중심 JP Morgan, Bank of America 및 Citi 3개사의 해당부문 수익 성장률은 연평균 -1.1%를 기록하고 있다.²⁸⁾ 투자은행부문 수익은 그나마 금융위기 이후 완만한 성장세를 보이고 있으며 2010~2019년 사이 5개사 성장률의 평균은 2.2%다.

**<표 IV-6> 주요 투자은행의 사업부문별 수익 연평균 성장률
(2010~2019년)**

(단위: %)

투자은행	사업부문			
	투자은행	트레이딩	자산관리· 운용	소매· 상업은행
Goldman Sachs	1.0	-3.5	12.2	-
Morgan Stanley	2.1	1.9	5.9	-
JP Morgan	2.2	2.8	5.3	1.5
Bank of America	0.2	-4.6	1.8	-2.7
Citi	2.6	-1.4	6.2	-2.0
5개사 평균	1.6	-1.0	6.3	-1.1

자료: 각사 연차보고서

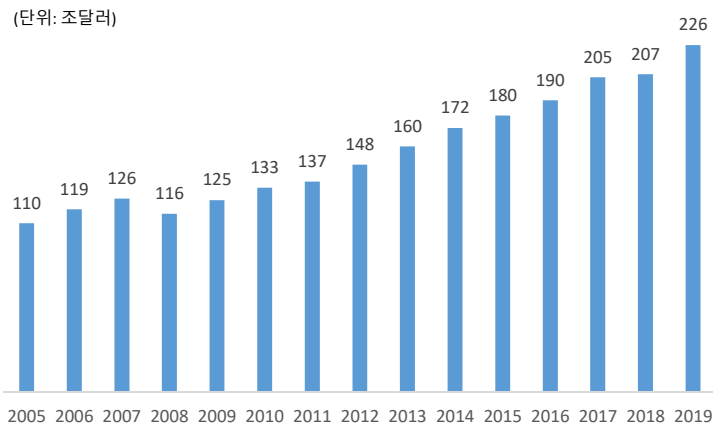
주요 투자은행의 자산관리·운용 사업의 대상 고객도 금융위기 이후 크게 변했다. 과거 대형 투자은행의 자산관리·운용 사업은 연기금, 국부펀드와 같은 기관투자자 및 소수의 초부유층 고객을 대상으로 주로 이루어졌다면, 최근 주요 투자은행의 자산관리·운용 사업은 리테일 대상으로 고객 기반이

28) Goldman Sachs 및 Morgan Stanley의 소매·상업은행 사업은 글로벌 금융위기 이후 본격적으로 확대하고 있는 중으로 아직 수익규모는 크지 않으나 기저효과로 인해 증가율이 매우 높게 나타나기 때문에 비교대상에서는 제외한다.

넓어지고 있다. 리테일 시장으로의 사업 확대를 위해 Morgan Stanley의 경우 금융위기 이후 Citi의 자산관리 사업부문 Smith Barney를 인수했고, 2020년에는 자산관리사 Eaton Vance와 리테일 브로커리지 E-Trade를 추가로 인수했다. Goldman Sachs의 경우 2012년 퇴직연금에 강점을 지닌 자산운용사 Dwight Asset Management를 인수하고, 2018년에는 개인자산 관리 핀테크사 Clarity Money를 인수했다.

이처럼 주요 투자은행이 금융위기 이후 자산관리 사업을 적극적으로 확대하고 있는 이유는 앞서 살펴본 자산운용 시장과 더불어 세계 자산관리 시장도 빠른 성장하고 있기 때문이다. <그림 IV-15>는 2005~2019년 사이 세계 부(global wealth) 규모 추이를 보여준다. 세계 개인 부의 규모는 2009년 125조달러에서 2019년 226조달러로 10년 사이 연평균 6.2%의 높은 성장률을 달성하고 있다. 2000~2007년 사이 세계 부 규모의 연평균 증가율이 4.5%였던 점을 감안하면, 글로벌 금융위기 이후 부의 증가가 더욱 빨라지고 있다는 것을 확인할 수 있다.

<그림 IV-15> 세계 부(global wealth) 규모 추이



자료: BCG(2020)

세계 부의 규모는 글로벌 금융위기 이후 2배가량 증가했으며, 이는 중국을 포함한 아시아 지역 경제의 지속적인 성장 및 북미 지역 경제의 완만한 회복세에 기인한다. 반면, 유럽 지역의 경우 2010년 유로존 위기 발생 후 경제회복이 여전히 더디게 이루어지고 있다. <표 IV-7>은 2009년 및 2019년 지역별 부의 규모 변화 및 증가율을 보여준다. 우선 2019년 기준 지역별 부의 규모는 북미가 100.0조달러로 가장 큰 시장을 차지하며, 그 다음으로는 서유럽이 46.8조달러, 아사아가 42.1조달러의 시장을 구성하고 있다. 2009년 대비 2019년 지역별 부의 증가율을 보면, 아시아 지역이 10.8%로 가장 높은 성장률을 기록하고 있으며, 북미 지역도 6.3%로 높은 성장률을 보인다. 반면, 유럽 지역의 경우 동 기간 부의 증가율이 3.9%로 상대적으로 낮으며, 일본의 경우 2.1%에 불과하다.

세계 자산관리시장의 성장 요인으로는 인구구조 변화도 중요하게 작용하고 있다. 인구 고령화가 진전되고, 은퇴를 앞둔 인구가 크게 증가하면서 노후준비 목적의 부 축적이 크게 늘어나고 있기 때문이다. 노후준비를 위해서 은퇴를 앞둔 세대의 저축률이 증가하고, 금융투자상품에 대한 투자 수요도 늘어나고 있다.

<표 IV-7> 지역별 부의 규모 변화

(단위: 조달러, %)

항목	북미	서유럽	일본	아시아	남미	중동	세계
2009년	54.4	31.9	14.4	15.2	2.0	2.2	124.6
2019년	100.0	46.8	17.6	42.1	5.6	4.2	226.4
증감률	6.3	3.9	2.1	10.8	11.1	6.7	6.2

자료: BCG(2020)

4. 요약 및 시사점

미국을 중심으로 살펴본 금융위기 이후 저금리 시대의 해외사례의 주요 특징은 가계의 ‘자금이동’과 이에 따른 리테일 금융시장의 빠른 성장이다. 이와 같은 자금이동은 저금리로 인해 예금 등 안전자산의 수익률이 낮아짐에 따라 가계의 위험자산 투자가 늘어나고 있기 때문이다. 나아가 위험자산에 대한 투자 증가는 저금리가 인구 고령화와 맞물려 가계의 은퇴자금 마련 유인이 크게 작용하고 있다. 결국 금융위기 이후 해외 자산운용 및 자산관리 시장의 높은 성장세는 해당 시장의 압도적 비중을 차지하는 리테일 고객층의 투자가 뒷받침하고 있다. 따라서 해외의 경우 저금리 환경은 금융투자회사의 자산운용 및 자산관리 사업에 많은 기회를 제공하고 있으며, 개인 및 가계의 직접 주식 투자도 늘어남에 따라 위탁매매 사업에도 긍정적이다. 반면, 저금리로 인한 예대마진의 감소는 소매·상업은행 사업에는 부정적인 영향을 미치며, 관련 사업의 수익 및 수익성은 둔화되는 추세다. 이와 더불어 주로 기업 및 기관투자자를 대상으로 하는 트레이딩 및 투자은행 사업 관련 시장도 금융위기 이후에는 더딘 성장세를 보이고 있다.

저금리 시대 해외 주요 금융투자회사의 대응방안은 리테일 고객 대상 시장을 공략하는 것이며, 특히 이는 자산운용 및 자산관리 사업의 확대를 통해 이루어지고 있다. 전업계 자산운용사 및 자산관리사는 물론, 리테일 브로커리지와 글로벌 투자은행도 자산운용 및 자산관리 사업에 적극적으로 나서고 있다. 반면, 리테일 고객의 금융투자상품 및 서비스에 대한 선호도도 금융위기 이후 변화하는 모습을 보이고 있다. 저금리 시대 해외의 리테일 고객은 액티브펀드보다 패시브펀드를 보다 선호하고, 수수료에 대한 민감도가 높아지고 있다. 이에 따라 해외 금융투자회사는 다양한 패시브펀드를 출시하고, 특히 투자가 용이한 ETF 상품을 늘리고 있다. 또한, 고객에게 보다 낮은 수수료를 제공하기 위해 온라인·모바일 플랫폼, 로보어드바이저 등 업무를 자동화할 수 있는 기술의 투자와 개발을 적극적으로 하고 있다.

리테일 금융시장의 점유율 확보를 위한 해외 금융투자회사 간의 경쟁은

더욱 치열해지고 있으며 이로 인해 모든 분야에 있어서 수수료율이 하락하고 수익마진은 감소하는 추세다. 따라서 리테일 시장에서 금융투자회사가 경쟁력을 갖추기 위해서는 일정 규모의 고객 기반과 비용 효율성을 확보해야한다. 금융위기 이후 해외 금융투자업을 살펴보면 업종을 불문하고 규모의 경제 달성을 위한 금융투자회사 간의 대대적인 M&A가 진행되고 있으며, 그 결과 주요 금융투자회사는 더욱 대형화되고 시장집중도가 높아지고 있는 상황이다.

V. 저금리 시대의 국내 금융투자업

1. 저금리 시대의 국내 자산운용업
2. 저금리 시대의 국내 증권업
3. 저금리 시대의 금융투자상품

V. 저금리 시대의 국내 금융투자업

우리나라에서 고령화 및 잠재성장률 하락에 따른 저금리 기조는 II장에서 살펴본 바와 같이 이미 1997년 외환위기 발생 이후 시작되었고, 2008년 글로벌 금융위기 이후에는 더욱 심화되었다. 이러한 환경변화에 따라 국내 금융투자업은 글로벌 금융위기 이후 이전과는 다른 발전양상을 보이고 있다. 자산운용업을 예로 들면, 글로벌 금융위기 이전에는 공모펀드가 주식형펀드의 빠른 성장을 바탕으로 국내 펀드시장의 발전을 견인했다면 글로벌 금융위기 이후에는 사모펀드가 빠르게 성장하면서 국내 펀드시장의 핵심축으로 자리 잡고 있다(김종민, 2017). 증권업의 경우에도 증권사들은 저성장·저금리 등 변화된 상황 하에서 규모를 대형화하였고, 수익구조를 다변화하기 위해 자기매매 및 투자은행 부문을 확대하는 등 노력을 기울이고 있다(조성훈, 2019). 한편, 예기치 못한 코로나19 사태가 장기화되면서 글로벌 금융위기 이후 심화된 저금리 기조는 당분간 지속될 것으로 판단된다.

이 장에서는 글로벌 금융위기 이후 국내 금융투자업의 주요 변화를 조망하는 한편, 구조적인 거시경제 환경변화로 인한 저금리 기조가 자산운용업과 증권업 등 국내 금융투자업에 끼친 영향을 분석하고, 향후 대응방향을 모색하고자 한다. 한편, 펀드나 파생결합증권 등 금융회사가 판매하는 금융투자상품은 개인투자자 또는 가계가 재산을 효율적으로 관리하고 증식할 수 있는 주요 수단 중 하나이다. 따라서 이 장에서는 저금리 시대에 개인투자자 또는 가계에 적합한 금융투자상품에 대해서도 논의하고자 한다.

V장의 구성은 다음과 같다. 우선, 1절에서는 저금리를 비롯한 거시경제 환경변화가 자산운용업에 끼친 영향을, 2절에서는 증권업에 끼친 영향을 논의한다. 마지막 3절에서는 저금리 시대의 자산관리수단인 금융투자상품에 대해 살펴본다.

1. 저금리 시대의 국내 자산운용업

인구 고령화, 저성장·저물가 등 사회경제적인 구조 변화에 따라 시작된 저금리 기조는 자산운용사의 사업이나 수익성에 영향을 미칠 수 있다. 고령화가 진전될수록 퇴직 이후를 대비한 효율적인 자산운용 또는 자산관리의 중요성이 부각되고, 이와 관련된 연기금의 자산 규모도 커지므로 자산운용사의 잠재적인 수요기반이 넓어지는 효과가 있다. 미국(401K), 호주(Superannuation) 등 펀드를 통한 퇴직연금 운용이 발전한 국가들의 사례가 이를 잘 보여준다. 또한, 저성장·저물가 기조가 지속되면 실물경기 위축 및 디플레이션 우려에 따라 소비가 위축되므로 늘어나는 유동성을 효율적으로 관리할 수 있는 펀드에 대한 수요가 늘 수 있다. 물론 저금리로 인해 이전과 같은 운용수익률을 내기 위해서는 이전과는 다른 투자전략을 사용하거나 더 많은 투자위험을 감수해야 하므로 이전보다 수익성이 낮아질 수 있으며 손실을 입을 수도 있다. 그리고 2015년 이후 국내 사모펀드 시장에서 보듯이 저금리 기조가 지속되면 대체투자를 둘러싼 운용사 간 경쟁이 심화되면서 수익성이 악화될 수 있다(김종민, 2020b).

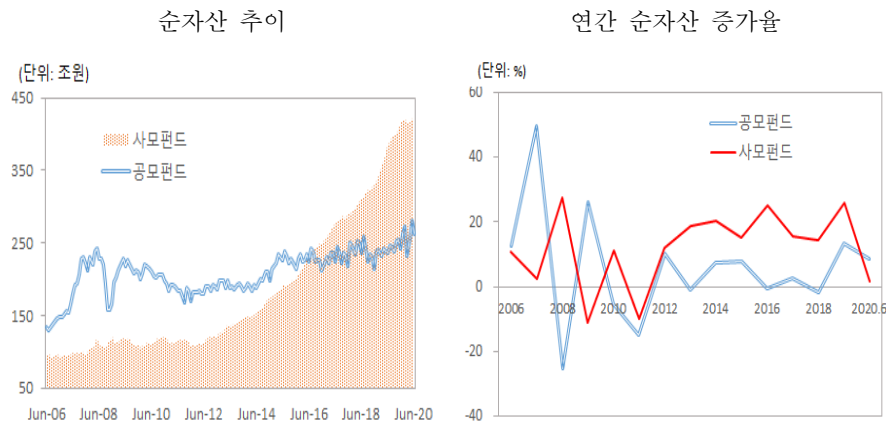
이와 같은 점들을 염두에 두고 본 연구에서는 크게 다음과 같은 분석을 수행한다. 우선, 글로벌 금융위기 이후 국내 자산운용업계의 주요 변화 및 특징을 펀드시장, 자산구성, 운용성과, 고객기반, 운용사 등으로 나누어 개관한다. 이후에는 저금리 기조가 펀드 투자자금 및 자산운용사에 끼친 영향을 논의한다. 이를 위해 본 연구는 펀드유형별 월별 자금순유입 및 자산운용사별 재무자료(분기단위)를 이용하여 자금순유입 결정요인 분석과 ROE 결정요인 분석을 수행하였다.

가. 글로벌 금융위기 이후 국내 자산운용업의 주요 변화

1) 펀드시장: 공모펀드 시장의 정체 및 사모펀드 시장의 급성장

글로벌 금융위기 이후 국내 펀드시장의 가장 큰 특징은 공모펀드 시장의 정체 및 사모펀드 시장의 급성장으로 요약할 수 있다. 2005년말 순자산 기준 공모펀드 시장 규모는 132조원으로 전체 펀드 순자산 213조원의 약 61%를 차지하였으며, 사모펀드 시장 규모는 84조원으로 전체 펀드 순자산 대비 39% 수준이었다. 그러나 2010년 이후 사모펀드는 연평균 순자산 증가율이 11.8%에 달할 정도로 빠르게 성장한 결과 2020년 6월 기준 사모펀드 순자산은 423조원에 달한다. 반면 동 기간 공모펀드의 연평균 순자산 증가율은 2.2%에 그쳐 2020년 6월 기준 순자산은 263조원이다. 그 결과 2020년 6월 기준 전체 펀드시장 규모 대비 시장 규모는 사모펀드 64%, 공모펀드 36%로 2005년과는 정반대 상황이 되었다.

<그림 V-1> 공모펀드 시장과 사모펀드 시장 비교



2) 자산구성: 안전자산 및 대체자산의 비중 증가

이 절에서는 펀드 세부유형에 기초하여 자산구성 변화를 개관한다. 이를 위해 본 연구에서는 금융투자협회에서 공시하는 펀드의 12가지 세부유형을 주식형, 채권형, 혼합형, 대체자산, 단기금융, 기타 등 6가지 유형으로 재분류하였다. 12가지 유형 중 혼합주식형과 혼합채권형을 혼합형으로, 부동산, 실물, 특별자산, 혼합자산을 대체자산으로, 그리고 투자계약, 재간접, 파생형을 기타로 분류하였다. 나머지 주식형, 채권형, 단기금융 등 세 가지 유형은 금융투자협회의 유형분류와 동일하다. <그림 V-2>와 <그림 V-3>은 이러한 분류에 기초한 2006년 이후 공모펀드와 사모펀드의 자산구성 변화를 보여주고 있다.

공모펀드의 자산구성 변화는 주식형 비중이 감소하고, 채권형, 기타 및 단기금융의 비중 증가로 요약할 수 있다. 주식형의 경우 2007년말 125조원(공모펀드 전체 순자산 대비 비중은 56.3%)에 달했던 순자산 규모는 글로벌 금융위기 이후 지속적인 자금이탈로 인해 2020년 6월 기준 58조원(비중 기준 22.1%)에 불과하다. 이는 글로벌 금융위기 이전 시기인 2007년 순자산에 비하면 절반에도 미치지 못하며, 2009년 순자산 107조원의 절반을 약간 상회하는 수준이다.²⁹⁾ 반면, 동기간 채권형, 기타 및 단기금융에는 자금유입이 지속되면서 2010년 이후 순자산 증가분은 각각 25조원, 29조원, 43조원에 달한다. 그 결과 2009년 기준 비중이 3.7%(8조원)에 불과했던 채권형은 2020년 6월 12.3%(32조원), 기타는 동기간 5.9%(12조원)에서 15.6%(42조원), 단기금융은 31.0%(65조원)에서 41.0%(108조원)로 증가하였다.

한편, 주식형과 단기금융 간 순자산 증가 추이의 상관계수는 -0.73으로 나타나 글로벌 금융위기 이후 자금흐름이 매우 대조적인 모습을 보여주고 있다. 또한, 단기금융 순자산의 증가세가 국고채 3년물 금리가 2% 아래로 하락하기 시작한 2019년 이후 두드러지고 있는 점도 특징적이다.

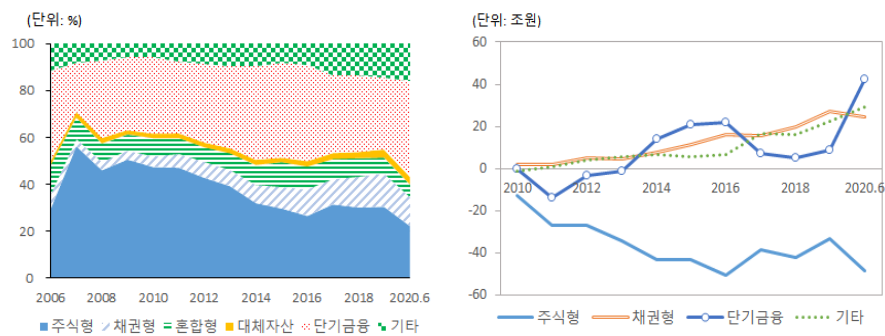
29) 김종민(2018a)은 2009년 이후 급격한 판매잔고 감소로 나타나고 있는 개인투자자의 공모펀드 투자기피 현상이 펀드성과의 부진뿐만 아니라 판매과정에 내재된 투자자와 판매사 간 정보비대칭 및 이해상충 문제와도 연관되어 있음을 주장하였다.

이와 같은 단기금융펀드 즉, MMF에 자금이 집중되는 모습은 거시경제적인 구조변화에 따른 저금리 기조와 매우 밀접한 것으로 판단된다.

<그림 V-2> 공모펀드의 자산구성 변화

유형별 자산구성

2009년말 대비 순자산 증가 추이



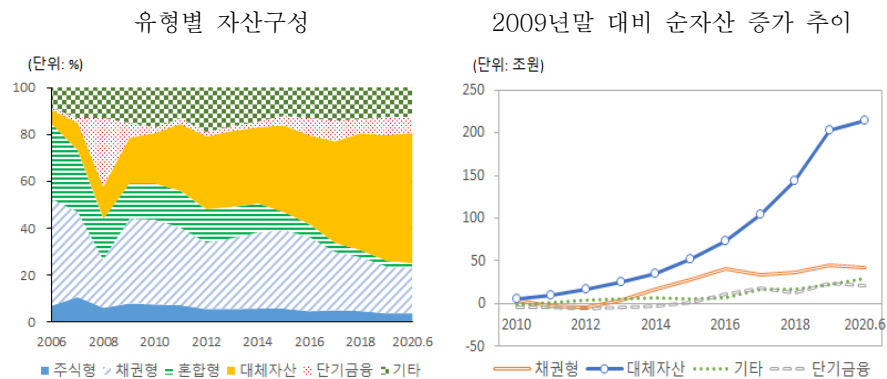
- 주 : 1) 자산구성 비율은 순자산을 기준으로 산정
 2) 혼합주식형과 혼합채권형을 혼합형으로 분류
 3) 부동산, 실물, 특별자산, 혼합자산을 대체자산으로 분류
 4) 투자계약, 재간접, 파생형을 기타로 분류

자료: 금융투자협회

사모펀드의 경우 2006년 기준 세부유형별 비중은 채권형 45.4%, 혼합형 31.9%, 기타 8.7%, 주식형 7.0%, 대체자산 6.0%, 단기금융 1.0%의 순이다. 그런데 이 비중은 2020년 6월 기준 대체자산 55.7%, 채권형 19.3%, 기타 12.6%, 단기금융 6.6%, 주식형 3.6%, 혼합형 2.2% 등으로 변화하였다. 여기서 가장 주목할 만한 점은 글로벌 금융위기 이후에는 <그림 V-3>에서 보는 바와 같이 부동산과 특별자산을 중심으로 하는 대체자산 유형의 펀드 비중이 크게 늘었다는 것이다. 2006년말 기준 부동산과 특별자산의 순자산은 각각 약 3조원(사모펀드 순자산 대비 3%)에 불과하였으나, 2020년 6월말 기준 부동산은 104조원(비중 24.6%), 특별자산 98조원(비중 23.1%)으로 크게 증가하였다. 부동산이나 특별자산에 비하면 규모가 작긴 하나, 대체

자산을 구성하고 있는 혼합자산 유형 역시 순자산이 2015년 2조원 규모에서 2020년 6월 34조원으로 급성장하였다. 그 결과 2006년말 6%에 불과했던 대체자산 비중은 2020년 6월 55.7%까지 증가한 것이다. 이로 미루어보면, 글로벌 금융위기 이후 대체자산 펀드가 사모펀드의 성장을 주도했음을 알 수 있다.

<그림 V-3> 사모펀드의 자산구성 변화



- 주 : 1) 자산구성 비율은 순자산을 기준으로 산정
 2) 혼합주식형과 혼합채권형을 혼합형으로 분류
 3) 부동산, 실물, 특별자산, 혼합자산을 대체자산으로 분류
 4) 투자계약, 재간접, 파생형을 기타로 분류

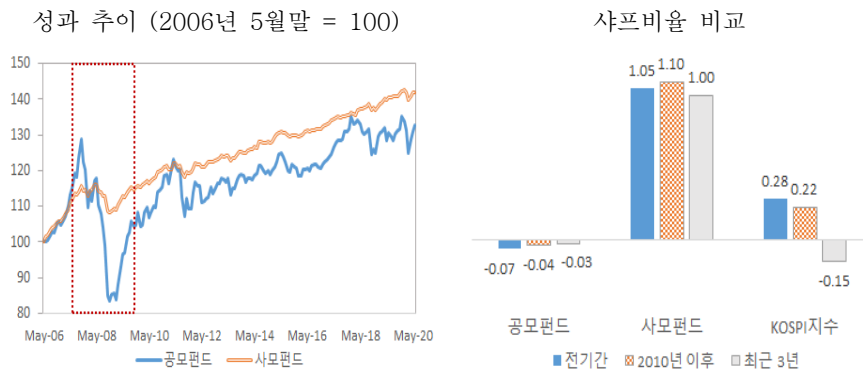
자료: 금융투자협회

3) 운용성과: 공모펀드 대비 사모펀드의 우수한 성과

이 절에서는 글로벌 금융위기 이후 나타나는 공모펀드 시장의 정체 및 사모펀드 시장의 급성장 현상을 보다 자세히 살펴보기 위해 공모펀드와 사모펀드 성과를 비교한 결과를 제시한다. 이를 위해 본 연구에서는 펀드 세부유형별 지수를 산출하여 공모펀드와 사모펀드의 수익률 및 샤프비율을 비교하였다. 그 과정은 다음과 같다.

첫째, 금융투자협회 웹사이트에서 2006년 5월 30일부터 2020년 6월 30일까지 12가지 세부유형을 기준으로 일별 순자산 및 일별 자금순유입 데이터를 수집하였다. 둘째, 각 유형별 순자산 및 자금순유입 데이터를 이용하여 주식형, 채권형, 혼합형, 대체자산, 단기금융, 기타 등 6가지 유형의 일별 수익률 지수를 산출하였다.³⁰⁾ 셋째, 각 유형의 일별 수익률 지수로부터 월간 수익률을 산출한 후 각 유형별 비중을 가중평균하여 공모펀드와 사모펀드의 월별 수익률을 산정하였다. 그리고 국고채 3년물 이자율을 무위험이자율로 간주하여 샤프비율을 산정하였다. <그림 V-4>는 그 결과를 보여주고 있다.

<그림 V-4> 공모펀드와 사모펀드 성과 비교



- 주 : 1) 성과는 일별 순자산과 일별 자금순유입 자료에 근거하여 산출한 세부유형 월간 수익률을 각 유형별 비중으로 가중평균하여 산정
 2) 샤프비율(연율화)은 국고채 3년물 이자율을 무위험이자율로 간주하여 산출
 3) 전기간은 2006년 6월부터 2020년 6월까지

자료: 금융투자협회, 자본시장연구원

30) 주식형을 제외한 일부 유형에서는 일별 설정원본 변동폭과 자금순유입 데이터 간 괴리가 큰 경우가 일부 관찰되었다. 이에 자금순유입 데이터와 설정원본 변동폭이 1,000억원 이상 차이가 나서 일별 수익률 변화폭이 자산 특성에 비해 지나치게 큰 경우에는 설정원본 변동폭을 기준으로 자금순유입을 조정하였다. 예를 들어, 설정원본은 2,000억원 증가했으나, 자금유입이 400억원 증가에 그친 경우 2,000억원을 자금유입으로 간주하여 자금순유입 규모를 조정한 것이다. 그리고 일별 수익률은 당일 순자산을 전일 순자산과 당일 자금순유입을 더한 값으로 나누어 산정하였다.

지수를 기준으로 본 공모펀드와 사모펀드의 성과는 다음과 같은 특징을 가지고 있다. 첫째, 사모펀드의 샤프비율이 공모펀드보다 우수한 것으로 나타난다. 이는 비교대상 기간을 글로벌 금융위기 이후인 2010년 이후 또는 최근 3년 이후로 제한하더라도 마찬가지이다. 둘째, <그림 V-4>에서 보듯이 사모펀드의 수익률 변동성이 공모펀드보다 현저히 낮은 것을 알 수 있다. 이는 앞서 살펴보았듯이 사모펀드의 경우 공모펀드보다 주식형의 비중이 낮고 대체자산의 비중이 높기 때문이다. 특히, 대체자산은 부동산과 특별자산과 같이 시가평가가 어려운 자산이 포함되어 있어 수익률 변동성이 공모펀드에 비해 낮을 수밖에 없다. 그 결과 2010년 이후 지수를 기준으로 본 수익률은 공모펀드와 사모펀드가 거의 유사하나 샤프비율에서는 사모펀드가 더 높게 나타난다. 셋째, 세부유형을 기준으로 보면, <표 V-1>에서 보는 바와 같이 주식형 및 기타는 공모펀드의 성과가 더 우수하고, 채권형, 혼합형, 대체자산 등은 사모펀드의 성과가 더 우수하다. 넷째, 사모펀드에 비해 글로벌 금융위기 시 공모펀드의 성과부진이 두드러진다. 이는 공모펀드의 경우 글로벌 금융위기로 인해 대규모 평가손실이 발생했던 주식형의 비중이 매우 높았고, 사모펀드에서 성과가 우수한 유형은 공모펀드에서 비중이 작은 데 기인한다. 이는 후술하는 사모펀드 대비 공모펀드 성과요인분석 결과에서 확인할 수 있다.

본 연구에서는 공모펀드와 사모펀드 간 성과차이의 원인을 파악하기 위해 펀드 또는 기금운용에 대한 성과평가 시 많이 사용되는 Brinson et al.(1986)의 초과수익률 방법론을 차용하여 사모펀드 대비 공모펀드 초과수익률의 요인 분석을 수행하였다.³¹⁾ 이 방법론에 따른 사모펀드 대비 초과수익률은 크게 그 요인에 따라 자산배분(allocation)효과, 종목선정(selection)효과, 교차(interaction)효과로 분해된다. 자산배분효과에 따른 초과수익률은 공모펀드의

31) 이러한 성과요인분석은 명확한 운용목표를 가지고 자산배분 전략을 수립하고 자산운용을 실행하는 개별 펀드 또는 연기금에 적합한 방법론이다. 따라서 본 연구에서 수행한 사모펀드 대비 공모펀드 초과수익률 요인분석은 암묵적으로 공모펀드와 사모펀드의 공통적인 6개 세부유형(주식형, 채권형, 혼합형, 대체자산, 단기금융, 기타)에 대한 자산배분 전략에 따라 공모펀드와 사모펀드 지수 수익률이 결정되었다는 점을 전제하고 있다. 그리고 실제 분석에서는 전년도 각 유형별 비중을 해당 연도의 전략적 자산배분 비중으로 가정하였다.

자산구성이 사모펀드의 자산구성과는 달라서 발생하는 초과수익률을 의미한다. 종목선정효과에 따른 초과수익률은 사모펀드와 자산구성을 동일하게 했다 하더라도 실제 편입종목의 차이에서 발생하는 초과수익률을 지칭한다. 마지막 교차효과에 따른 초과수익률은 매매손익과 같은 기타 요인에 의한 초과수익률이다. 본 연구에서는 2006년 6월부터 2020년 6월까지의 기간 중 개별 연도별로 요인분해를 한 후 전기간, 2010년 이후, 2017년 이후 등으로 구분하여 각 요인별 초과수익률을 평균한 결과를 제시한다. 그 결과는 <표 V-2>와 같다.

<표 V-1> 펀드 세부유형별 성과지표

성과 지표	유형	전기간 (2006.6~2020.6)		금융위기 이후 (2010.1~2020.6)		최근 3년 (2017.6~2020.6)	
		공모펀드	사모펀드	공모펀드	사모펀드	공모펀드	사모펀드
수익률 (%)	주식형	3.49	2.61	2.11	1.53	0.93	-1.74
	채권형	2.73	3.94	2.70	3.85	1.86	2.62
	혼합형	2.11	2.52	1.44	0.26	-0.63	0.09
	대체자산	-0.85	1.65	-2.03	0.70	-1.15	1.51
	단기금융	2.42	2.38	1.95	2.26	1.42	1.67
	기타	1.70	1.03	2.70	1.69	1.14	2.42
샤프 비율	주식형	0.11	0.03	0.04	-0.03	0.03	-0.21
	채권형	-0.14	0.38	0.13	0.67	0.08	0.48
	혼합형	-0.09	-0.13	-0.14	-0.65	-0.30	-0.48
	대체자산	-0.94	-0.84	-1.00	-1.33	-0.98	-0.24
	단기금융	-1.78	-0.36	-2.09	-0.40	-2.17	-0.14
	기타	-0.01	-0.30	0.09	-0.12	0.04	0.13

주: 1) 수익률은 기간누적수익률을 연간 수익률로 환산한 수치

2) 샤프비율은 국고채 3년물 금리를 이용하여 산출

사모펀드 대비 공모펀드 초과수익률의 요인분석 결과는 연도별로 보면 다소 상이하나 평균적인 경향성은 다음과 같다. 우선, 자산배분효과는 어느 분석기간을 살펴보더라도 평균적으로 음수로 나타난다. 공모펀드 내에서는

상대성차가 우수한 대체자산 및 채권형 펀드의 비중이 낮았기 때문이다. 종목선택효과 역시 모든 분석에서 음수로 나타났는데, 동일한 유형 내에서도 공모펀드가 편입한 종목의 성과가 사모펀드에 비해 낮았음을 시사한다. 반면, 자산배분효과 및 종목선택효과와는 달리 교차효과는 양수로 나타났다. 이로 미루어 보면, 공모펀드는 매매타이밍을 통해 사모펀드 대비 낮은 성과를 보완한 것으로 판단된다.

<표 V-2> 사모펀드 대비 공모펀드 초과수익률 요인분석

(단위:%)

구분	수익률		요인분석			
	공모펀드 (A)	사모펀드 (B)	초과수익률 (A-B)	자산배분 효과	종목선택 효과	교차효과
전기간	3.13	2.88	0.25	-0.52	-1.05	1.81
2010년 이후	1.83	1.89	-0.05	-0.15	-0.85	0.94
2017년 이후	1.79	1.80	-0.02	-0.06	-0.63	0.67

주: 2006년과 2020년의 연도별 요인분석 결과는 6개월 기준 수익률, 평균 산정 시에 연율화

4) 투자자: 기관투자자 중심 시장으로 변화

국내 펀드시장의 투자자 구성도 글로벌 금융위기 이후 변화를 맞이하게 되었다. 특히, 공모펀드 시장이 그러하다. 글로벌 금융위기 이전만 하더라도 공모펀드 시장은 개인투자자 위주의 시장이었다. 예를 들면, 2006년 공모펀드 시장에서 개인투자자 비중은 77.0%이며, 공모 주식형펀드의 경우에는 92.8%에 달하였다. 그런데 글로벌 금융위기를 겪으면서 공모 주식형펀드 시장에서 대규모 평가손실을 경험한 개인투자자들이 펀드시장에서 이탈하기 시작하였다. 그 결과 한때 개인투자자들이 대부분을 차지했던 공모 주식형펀드 시장에서 개인투자자 비중은 2020년 6월 기준 79.7%로 감소하였다. 또한, <표 V-3>에서 보는 바와 같이 대체자산 유형을 제외한 다른 세부유형에서도 개인투자자 비중이 감소하였다.³²⁾ 이에

따라 <그림 V-5>와 같이 2020년 6월 기준 공모펀드 시장의 개인투자자 비중은 41.5%에 불과하다. 한편, 공모펀드 시장에서는 금융기관의 비중이 2006년 13.7%에서 2020년 6월 45.7%로 증가하면서 개인투자자를 대체하고 있다.

<표 V-3> 공모펀드 유형별 개인투자자 대상 판매잔고 비중

(단위: %)

시점	공모펀드	주식형	채권형	혼합형	대체자산	단기금융	기타
2006	77.0	92.8	37.8	68.5	45.5	72.1	89.1
2007	82.0	94.0	28.1	69.2	44.4	68.2	82.6
2008	78.5	93.1	25.9	70.5	42.1	51.7	83.1
2009	72.6	92.6	22.4	72.1	46.7	40.6	82.0
2010	65.8	90.3	27.1	64.4	50.0	35.7	76.1
2011	65.9	88.1	21.6	63.1	46.7	34.4	72.9
2012	60.0	86.3	27.9	58.7	52.9	29.7	73.0
2013	58.7	86.1	28.6	48.9	52.9	33.5	75.2
2014	51.9	82.6	33.9	46.7	60.0	29.2	72.2
2015	51.0	80.2	28.9	48.9	60.9	31.4	72.8
2016	49.3	81.5	30.9	47.4	61.5	31.2	74.0
2017	50.4	78.5	30.4	45.8	56.5	34.1	72.4
2018	48.9	77.8	32.4	46.6	47.6	29.8	75.0
2019	47.6	79.9	32.7	46.1	61.9	29.3	72.4
2020.6	41.5	79.7	29.7	46.5	59.0	22.0	74.3

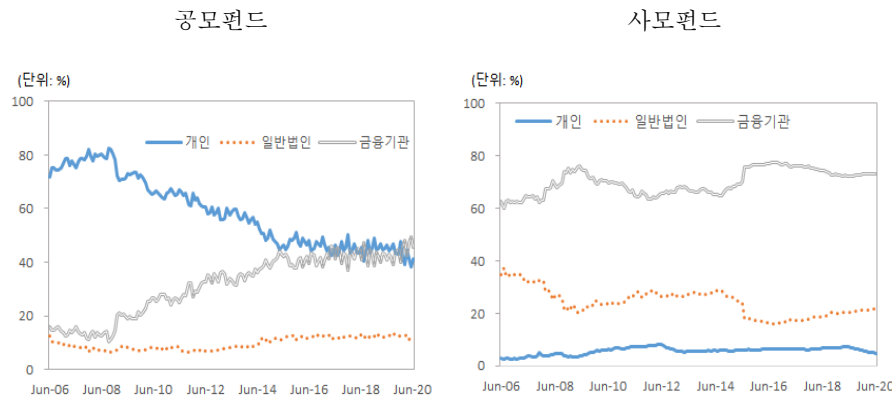
자료: 금융투자협회

사모펀드 시장에서는 개인투자자 비중이 2006년 2.8%에서 2020년 6월 4.9%로 늘었다. 세부유형 기준으로 보면, 2020년 6월 기준 사모펀드 내에서 개인투자자가 차지하는 비중은 혼합형(14.4%), 기타(7.3%), 대체자산(6.9%), 주식형(4.7%), 채권형(3.7%), 단기금융(0.0%)의 순이다.³²⁾ 그리고

32) 비록 대체자산 유형에서 비중이 늘긴 하였으나, 공모 대체자산펀드 규모는 3.2%에 불과하기 때문에 전체적인 개인투자자 비중 감소를 상쇄할 수 없는 수준이다.

사모펀드에서 규모가 가장 큰 대체자산 유형에 한정하면, 2020년 6월 기준 세부유형별 개인투자자 대상 판매잔고 비중은 혼합자산 28.9%, 부동산 3.1%, 특별자산 0.4%로 헤지펀드에 해당하는 혼합자산에서 개인투자자 비중이 가장 높다. 이와 같은 개인투자자의 사모펀드 투자 증가에도 불구하고 사모펀드 전체적으로는 동 기간 금융기관 비중이 꾸준히 늘면서 여전히 기관투자자 비중이 95%를 차지하고 있다.

<그림 V-5> 공모펀드와 사모펀드의 고객기반 변화



자료: 금융투자협회

5) 전문사모운용사의 증가

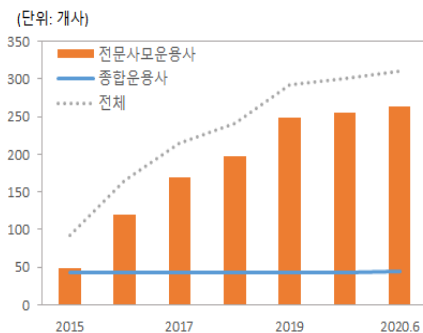
글로벌 금융위기 이후 자산운용업 관련 가장 큰 제도변화로는 2015년 사모펀드 제도개편을 들 수 있다. 당시 사모펀드 제도개편의 핵심 내용은 일반사모펀드와 헤지펀드를 전문투자형 사모펀드로 일원화하고 전문투자형 사모펀드를 운용하는 전문사모집합투자업자 등록제도를 도입하는 것이다 (금융위원회, 2015). 이후 전문사모집합투자업자로 등록하여 신규로 시장에 진입한 전문사모운용사가 크게 늘었다. 그 결과 자산운용사 수는 2014년

33) 2006년 기준으로는 기타 11.1%, 대체자산 3.7%, 주식형 3.4%, 혼합형 3.1%, 채권형 1.0%, 단기금융 0.0%이다.

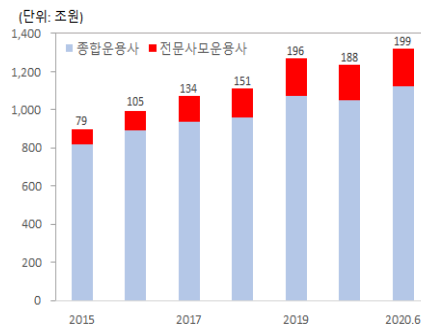
87개사에서 2020년 6월 기준 310개사로 크게 증가하였다. 이를 세부적으로 살펴보면, 310개사 중 45개사는 모든 유형의 펀드를 운용할 수 있는 공모-종합 인가를 받은 종합운용사이며, 264개사는 전문사모집합투자업을 영위하는 전문사모운용사이다. 이들 전문사모운용사들이 운용하는 사모펀드 규모는 2020년 6월 기준 145조원으로 전체 사모펀드 시장의 27%를 차지한다.

<그림 V-6> 자산운용사 수 및 순자산 추이

자산운용사 추이



순자산 추이



- 주 : 1) 순자산은 투자일임 및 PEF를 포함한 금액
 2) 종합운용사는 2020년 3월 기준 공모-종합 인가를 받은 운용사를, 전문사모운용사는 2020년 3월 기준 전문사모운용업자로 등록한 종합운용사 이외의 운용사를 지칭
 3) 그림 안의 숫자는 전문사모운용사에 해당하는 수치
 자료: 금융감독원, 금융투자협회

김종민(2020b)에 따르면, 이들 전문사모운용사들은 다음과 같은 특징을 가지고 있다. 우선, <표 V-4>에서 보는 바와 같이 업력이 짧고 규모도 종합운용사에 비하면 영세하나, 보수율은 훨씬 높은 특징을 가지고 있다. 또한, 이들 전문사모운용사는 상당수가 부동산, 특별자산, 혼합자산 등 대체자산 전문운용사로 사모펀드 시장이 대체자산 중심 시장으로 자리매김하는 데 기여하였다. 다만, 운용사 간 경쟁이 크게 심화되면서 안정적인 성과를 거두고

있는 운용사가 있는 반면 적자를 보거나 최소자기자본 요건을 충족하지 못하는 운용사도 늘어나고 있다. 즉, 운용사 역량 및 성과를 바탕으로 전문 사모운용사 간 양극화 내지는 시장재편이 이루어지고 있는 것이다. 한편, 2015년 사모펀드 제도개편과 함께 글로벌 금융위기 이후 본격화된 저성장·저물가 환경이 대체투자 수요로 이어지면서 대체자산을 중심으로 사모펀드 시장이 급성장하는 데 기여한 것으로 판단된다.³⁴⁾

<표 V-4> 자산운용사 기초통계 개관 - 2020년 3월 기준

항목	종합운용사	전문사모운용사	전체
운용사 수(개사)	43	256	300
업력(년)	21.9	6.2	8.5
직원 수(명)	114	19	33
운용자산(억원)	244,235	7,361	41,290
직원 1인당 운용자산(억원)	2,142	387	1,251
총자산(억원)	1,449	142	329
자기자본(억원)	1,118	119	262
분기 보수율(%)	0.06	0.30	0.26

주 : 1) 운용사 수를 제외한 항목들은 평균 수치

2) 분기 보수율은 분기 평균 운용자산 대비 운용보수 및 투자일임 수수료를 더한 보수금액의 비율

자료: 김종민(2020b)에서 재인용

나. 저금리가 투자자금 흐름에 끼친 영향 분석

인구 고령화 및 잠재성장률 저하로 인한 저금리 기조와 시장금리 하락은 투자자 입장에서는 투자 기대수익률의 하락을 의미하므로 투자자의 자금흐름에 영향을 끼칠 수 있다. 예를 들면, 일정 수준 이상 투자수익률을

34) 이러한 결과는 후술하는 경영성과 분석에서도 확인할 수 있다.

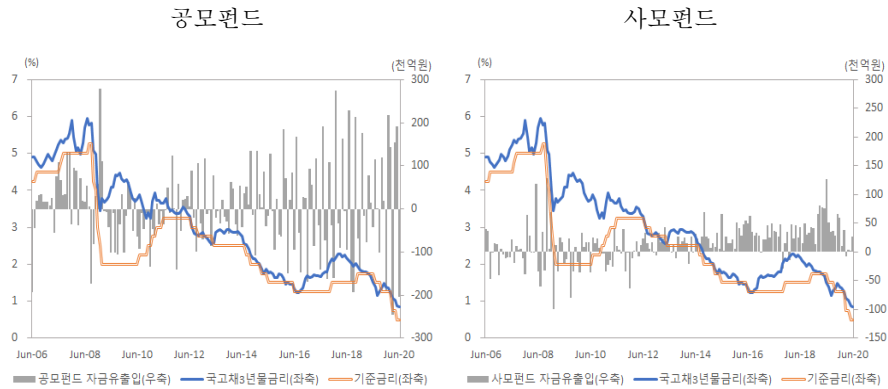
얻고자 하는 투자자의 경우 금리하락 시 위험자산에 더 많은 자금을 투자할 수 있다. 반면, 저성장·저물가에 따른 실물경제 위축이나 불확실성에 대한 우려가 큰 투자자의 경우에는 오히려 유동성 관리 목적으로 안전자산의 비중을 늘릴 수도 있다. 이에 이 절에서는 글로벌 금융위기 이후 본격화된 시장금리 하락이 펀드 투자자금 흐름에 미친 영향이 있었는지, 있었다면 펀드유형에 따라 다른 특성이 있는지 살펴보고자 한다. 다만, 사모펀드는 펀드 단위의 자금흐름 데이터가 없기 때문에 펀드유형별 월간 자금순유입 데이터를 이용하여 펀드 투자자금 흐름 결정요인 분석을 수행하였다. 분석방법론은 펀드 단위 자금흐름 결정요인 분석방법론을 차용하였다.

이 절의 구성은 다음과 같다. 우선, 1)절에서 2006년 6월 이후 공·사모펀드 및 세부 펀드유형별 월간 자금순유입 흐름을 개관한다. 2)절에서는 자금흐름 결정요인분석 결과를 제시한다.

1) 펀드유형별 자금순유입 추이

<그림 V-7>은 2006년 6월부터 2020년 6월까지 공모펀드와 사모펀드의 월간 자금순유입과 국고채 3년물 금리 및 기준금리 추이를 보여주고 있다. 이에 따르면, 공모펀드의 경우 월간 자금순유입의 변동성이 2012년 중반 이후 기준금리 및 국고채 3년물 금리가 하락하는 추세와 맞물려 커지는 모습을 보이고 있다. 이를 반영하듯 2010년 이후 공모펀드 월간 자금순유입과 국고채 3년물 금리의 상관계수는 -0.06 으로 상관관계가 나타나지 않는다. 또한, <표 V-5>에서 보는 바와 같이 표준편차로 측정한 공모펀드 월간 자금순유입 변동성은 사모펀드 월간 자금순유입 변동성의 3.7배에 달한다. 반면 사모펀드의 경우에는 공모펀드와는 달리 2012년 중반 이후 금리하락기에도 자금순유입 추세가 지속되며 그 규모도 커지는 모습을 보이고 있다. 실제로 2010년 이후 국고채 3년물 금리와 사모펀드 자금순유입 간 상관계수는 -0.51 로 높게 나타난다.

<그림 V-7> 공모펀드와 사모펀드의 월간 자금순유입 추이



자료: 금융투자협회, 자본시장연구원

<표 V-5> 2010년 이후 자금순유입 기초통계

(단위: 천억원)

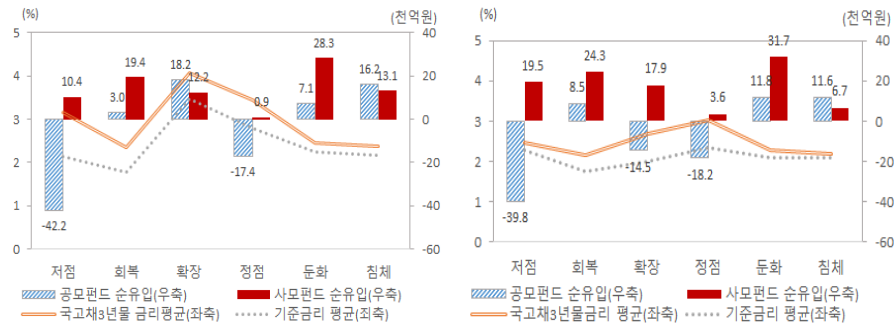
펀드	유형	평균	중간값	최대값	최소값	표준편차
공모펀드	주식형	-5.22	-2.59	33.03	-54.41	15.21
	채권형	1.56	0.60	21.42	-33.77	7.65
	혼합형	-0.19	-0.91	16.28	-7.49	3.29
	대체자산	0.44	-0.04	6.41	-1.77	1.46
	단기금융	2.07	-1.98	270.75	-260.52	98.79
	기타	1.86	-0.01	48.31	-26.84	8.83
	종합	0.52	-3.40	275.04	-246.94	100.13
사모펀드	주식형	0.42	0.22	8.41	-14.92	3.31
	채권형	1.74	2.37	41.23	-41.09	14.25
	혼합형	-0.60	-1.00	11.50	-30.26	5.17
	대체자산	16.09	7.96	79.06	-4.79	15.20
	단기금융	1.49	1.55	30.25	-35.27	11.46
	기타	2.40	1.96	43.90	-60.00	9.55
	종합	21.53	16.29	126.69	-63.51	26.90

자료: 금융투자협회

<그림 V-8> 경기국면별 월간 자금순유입 추이

전기간(2006.6 ~ 2020.6)

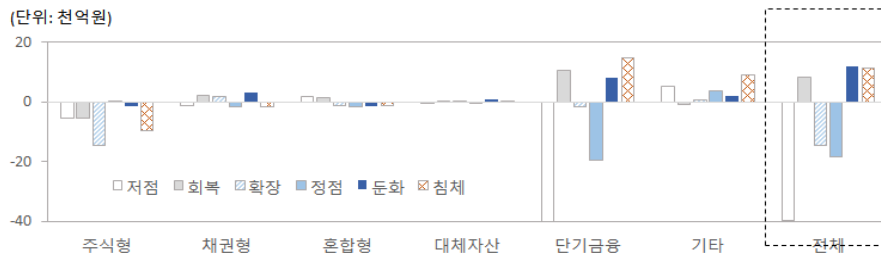
2010년 이후(2010.1 ~ 2020.6)



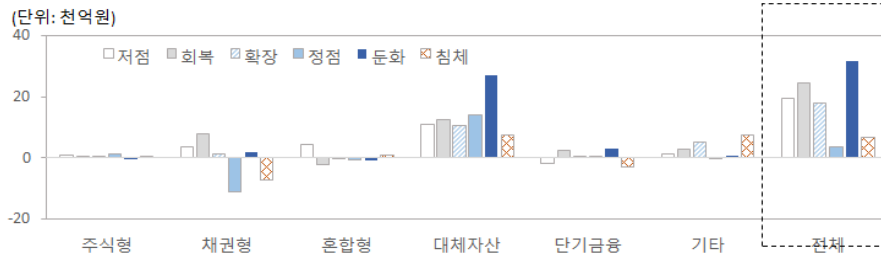
주 : 경기 국면 구분은 자본시장연구원(2018)을 참고
자료: 금융투자협회, 자본시장연구원

<그림 V-9> 경기국면별 월간 자금순유입 비교

공모펀드 자금순유입



사모펀드 자금순유입



주 : 경기 국면 구분은 자본시장연구원(2018)을 참고
자료: 금융투자협회, 자본시장연구원

경기국면을 기준으로 보더라도 <그림 V-8>에서 보는 바와 같이 공모펀드와 사모펀드 간 자금순유입 추이는 매우 다르게 나타난다. 우선, 사모펀드의 경우 경기 정점 및 침체기에 자금순유입 규모가 줄어들긴 하나 전반적으로 자금순유입이 지속되는 것을 확인할 수 있다. 특히, 2010년 이후를 보면, 금리가 하락하는 경기 회복기 및 둔화기에 자금순유입 규모가 크게 증가하는 모습을 보인다. 이와는 달리 공모펀드의 경우에는 경기국면에 따라 자금순유입 양상이 달라진다. 2010년 이후로 한정해서 보면, 경기 회복기에 자금이 순유입된 이후 확장기 및 정점기에 자금이 순유출되며, 다시 경기 둔화기와 침체기에 자금이 순유입된 후 저점기에 대규모 자금순유출이 발생하는 패턴을 보인다.

월간 자금순유입 추이를 펀드 세부 유형별로 나누어 보면 <그림 V-9>와 같다. 이에 따르면, 공모펀드 자금순유입 추이 양상이 주식형(순유출)과 단기금융(순유입 및 순유출)의 자금순유입에 따라 결정되고 있음을 확인할 수 있다. 특히, 공모펀드의 자금순유입 양상은 대체로 단기금융 펀드의 자금순유입 양상과 일치한다. 사모펀드의 경우에는 대체자산과 채권형의 자금순유입이 전체 자금순유입 규모를 좌우하고 있고, 전체적인 양상은 대체자산의 자금순유입 양상과 동일하다.

2) 펀드유형별 자금흐름 결정요인 분석

펀드투자 자금흐름 결정요인 분석은 앞서 언급한 바와 같이 펀드 단위 분석이 일반적이며, 상당수 연구가 데이터 수집이 용이한 공모펀드 자금흐름 분석에 집중되어 있다. 우리나라의 경우에도 공모펀드의 경우 펀드 단위의 자금순유입 데이터는 비교적 수집이 용이하나, 사모펀드는 그렇지 않다. 이에 본 연구에서는 그 대안으로 펀드 유형 단위의 자금순유입 데이터에 근거하여 자금흐름 결정요인 분석을 수행하였다.

분석모형은 개별 펀드 유형별 월간 자금순유입(천억원)을 종속변수로 하는 회귀분석을 사용하였다. 설명변수는 Ippolito(1992), Chevalier & Ellison(1997), Sirri & Tufano(1998), Barber et al.(2005), 김종민·김재철(2016) 등 다양한

선행연구들을 참고하여 운용성과, 비용, 펀드 및 운용사 규모, 자금흐름의 모멘텀 등을 반영할 수 있는 변수들을 선정하였다. 이들 변수들은 다음과 같다. 운용성과는 개별 유형 월간 지수수익률(전월 기준, %)이며, 비용은 금융투자협회에서 발표하는 개별 유형 TER(Total Expense Ratio, 전월 기준, %)을 사용하였다. 그런데 사모펀드의 경우에는 TER 정보가 공시되지 않기 때문에 유형이 동일하다면 사모펀드 TER이 공모펀드 TER과 비례할 것이라는 가정 하에 동일 유형 공모펀드의 TER을 사용하였다. 펀드 규모에 해당하는 변수는 개별 유형의 순자산(전월 기준, 천억원)이며, 운용사 규모에 해당하는 변수는 해당 유형 펀드 순자산을 제외한 공·사모펀드 순자산(천억원)이다. 자금흐름의 모멘텀을 나타내는 변수로는 해당 유형의 과거 1년 누적 자금순유입(천억원)을 사용하였다. 또한, 개별 연도를 설명변수에 포함하여 연도효과를 감안하였다. 마지막으로 금리 변화가 펀드투자 자금흐름에 끼친 영향을 살펴보기 위해 시장금리 변수로는 전월 기준 국고채 3년물 금리(%)를 사용하였다.³⁵⁾

자금흐름 결정요인 분석결과는 <표 V-6>, <표 V-7>과 같다. 이들 표는 개별 회귀분석 결과, 통계적으로 유의한³⁶⁾ 변수들에 한해 그 경제적인 의미를 나타낼 수 있도록 설명변수 변화량에 따른 월간 자금순유입 변화량(천억원)을 표시하였다. <표 V-6>은 전기간을 대상으로 한 분석결과이며, <표 V-7>은 2010년 이후로 한정된 분석결과이다.

35) 금리 변수 외에도 실질GDP성장률과 근원인플레이션을 포함할 경우 저성장·저물가 등 거시경제적인 변화가 자금흐름에 미친 영향을 분석할 수 있다. 그런데 이들 거시변수들은 분기 단위로 발표되기 때문에 자금흐름 결정요인 분석을 분기 단위로 수행하기에는 분석기간이 충분치 않은 문제가 있다. 그리고 분기 단위 변수를 월간 변수로 변환하여 분석하더라도 이들 거시변수들은 설명력이 없는 것으로 추정되었다. 이에 자금흐름 결정요인 분석에서는 이들 거시변수들을 제외하였다.

36) 10% 유의수준을 기준으로 하였으며, 대부분의 변수가 5%나 1% 유의수준이다. <표 V-10>, <표 V-11>, <표 V-12>의 변수들도 같은 의미이다.

<표 V-6> 펀드 유형별 자금흐름 결정요인 - 전기간 분석

(1) 공모펀드

변수명 (X)	변수 변화량 (ΔX)	월간 자금순유입 변화량(ΔY, 천억원)					
		주식형	채권형	혼합형	대체 자산	단기 금융	기타
전월 국고채 3년물 금리 (%)	10bp 하락		+0.39			+10.20	+0.36
전월 수익률 (%)	1%p 상승		+2.45	+0.30			
전월 TER (%)	10bp 하락			-1.81		+132.3	-1.80
전월 순자산 (천억원)	천억원 증가	-0.04	-0.18			-0.85	-0.12
전월 펀드 전체 순자산(천억원)	천억원 증가	+0.02			0.00	-0.08	+0.01
과거 1년 자금순유입(천억원)	천억원 증가	+0.04					

(2) 사모펀드

변수명 (X)	변수 변화량 (ΔX)	월간 자금순유입 변화량(ΔY, 천억원)					
		주식형	채권형	혼합형	대체 자산	단기 금융	기타
전월 국고채 3년물 금리 (%)	10bp 하락	-0.75			+0.40		
전월 수익률 (%)	1%p 상승				+3.75	+1.86	
전월 TER (%)	10bp 하락			-4.44			
전월 순자산 (천억원)	천억원 증가	-0.14	-0.10	-0.13	+0.08		-0.14
전월 펀드 전체 순자산(천억원)	천억원 증가	+0.01			+0.02		
과거 1년 자금순유입(천억원)	천억원 증가			-0.07	-0.21		

- 주: 1) 2006년 6월부터 2020년 6월까지 월별 자금순유입을 종속변수로 하는 회귀분석 결과 중 유의한 변수값을 표시
 2) 연도효과를 감안하였으며, 사모펀드 TER은 공모펀드 TER과 비례한다는 가정 하에 해당 유형 공모펀드의 TER을 사용
 3) 전월 펀드 전체 순자산은 해당 유형의 펀드 순자산을 제외한 금액
 4) 공모 기타 유형과 사모 주식형 및 대체자산은 전월 국고채 3년물 금리 제곱항을 설명 변수에 포함한 결과를 표시

<표 V-7> 펀드 유형별 자금흐름 결정요인 - 2010년 이후 한정

(1) 공모펀드

변수명 (X)	변수 변화량 (ΔX)	월간 자금순유입 변화량(ΔY, 천억원)					
		주식형	채권형	혼합형	대체 자산	단기 금융	기타
전월 국고채 3년물 금리 (%)	10bp 하락		+0.71			+11.34	
전월 수익률 (%)	1%p 상승	-1.17	+3.18				
전월 TER (%)	10bp 하락			-2.02			
전월 순자산 (천억원)	천억원 증가	0.02	-0.15			-0.92	-0.16
전월 펀드 전체 순자산 (천억원)	천억원 증가					-0.13	+0.02
과거 1년 자금순유입(천억원)	천억원증가						

(2) 사모펀드

변수명 (X)	변수 변화량 (ΔX)	월간 자금순유입 변화량(ΔY, 천억원)					
		주식형	채권형	혼합형	대체 자산	단기 금융	기타
전월 국고채 3년물 금리 (%)	10bp 하락	+0.36	+0.13		+0.36		
전월 수익률 (%)	1%p 상승		+3.57		+4.52		
전월 TER (%)	10bp 하락						
전월 순자산 (천억원)	천억원 증가	-0.17	-0.17	-0.24	0.08	-0.28	-0.13
전월 펀드 전체 순자산 (천억원)	천억원 증가	0.01			0.02	0.03	
과거 1년 자금순유입(천억원)	천억원 증가				-0.21		

- 주: 1) 2010년 이후 월별 자금순유입을 종속변수로 하는 회귀분석 결과 중 유의한 변수 값을 표시
- 2) 연도효과를 감안하였으며, 사모펀드 TER은 공모펀드 TER과 비례한다는 가정 하에 해당 유형 공모펀드의 TER을 사용
- 3) 전월 펀드 전체 순자산은 해당 유형의 펀드 순자산을 제외한 금액
- 4) 사모 주식형과 대체자산은 전월 국고채 3년물 금리 제곱항을 설명변수에 포함한 결과를 표시

<표 V-6> 전기간 분석결과는 다음과 같다. 전기간 분석에서 공모펀드는 채권형, 단기금융, 기타 유형 등에서 금리하락 시 유의한 자금순유입이 있는 것으로 추정되었다. 그리고 국고채 3년물 금리 10bp 하락 시 월간 자금순유입 규모로 추정한 경제적인 효과는 채권형 390억원, 단기금융 1조원, 기타 360억원으로 나타났다.³⁷⁾ 이와는 달리 사모펀드의 경우에는 주식형에는 유의한 자금순유출이, 대체자산은 자금순유입이 있는 것으로 나타났다. 그리고 경제적인 효과는 국고채 3년물 금리가 10bp 하락한다고 가정하면 주식형은 750억원 가량 자금순유출, 대체자산은 400억원 가량 자금순유입 있는 것으로 추정되었다. 분석기간을 금융위기 이후인 2010년 이후로 한정하면, <표 V-7>의 분석결과를 얻을 수 있다. 우선, 공모펀드의 경우 전기간 분석과 마찬가지로 채권형과 단기금융에서 금리 하락 시 자금순유입 효과가 관찰되었다. 그리고 그 경제적인 효과는 전기간 분석보다 더 커지는 것으로 나타났다. 예를 들면, 국고채 3년물 금리가 10bp 하락하면 자금순유입 규모는 채권형은 월 700억원, 단기금융은 월 1.1조원으로 추정되었다. 사모펀드의 경우 대체자산 이외에도 채권형에서 금리 하락 시 유의한 자금순유입 효과가 추정되었다. 또한, 주식형에서도 전기간 분석과는 반대로 금리 하락 시 자금순유입 효과가 나타났다. 국고채 3년물 금리 10bp 하락 시 자금순유입 추정규모는 사모 주식형과 사모 대체자산 월 360억원, 사모 채권형 월 130억원이다.

자금흐름 결정요인 분석에서 금리변수 이외에 주목할 만한 결과는 다음과 같다. 첫째, 2010년 이후 분석에서 사모 대체자산과 공모 채권형 및 사모 채권형은 전월 기준 해당 유형의 성과가 좋았을 때 자금순유입 규모가 늘어나는 것으로 나타났다. 이는 글로벌 금융위기 이후 펀드투자 자금이 상대적으로 운용수익률이 좋았던 채권형과 사모 대체자산에 집중되었음을 시사한다. 둘째, 공모 주식형의 경우 채권형 및 사모 대체자산과는 달리 전월 기준 성과가 좋을수록 자금순유출이 커지는 것으로 나타났다. 이는 개별 펀드 단위 분석을 수행했던 김종민(2018a)의 분석결과와도 부합하는

37) 선형관계($y = \alpha + \beta x + \epsilon$)의 경제적인 효과는 $\Delta y / \Delta x = \beta$ 이며, 비선형관계($y = \alpha + \beta x + \gamma x^2 + \epsilon$)의 경제적인 효과는 $\Delta y / \Delta x = -\beta / 2\gamma$ 이다.

것으로 운용성과가 좋았을 때 주식형 공모펀드에서 대규모 자금유출이 일어났음을 보여준다. 셋째, 사모 대체자산의 경우에는 전기간 및 2010년 이후 분석 모두 해당 유형 및 사모펀드 순자산 규모가 커질수록 자금순유입이 증가하는 것으로 추정되었다. 이로 미루어보면, 금리하락 이외에도 2000년대 중반 이후 늘어난 대체자산 투자수요가 대체자산을 중심으로 하는 사모펀드의 성장에 기여한 것으로 판단된다.

다. 거시환경 변화가 자산운용사 경영성과에 끼친 영향 분석

이 절에서는 자산운용사에 초점을 두고 글로벌 금융위기 이후 나타나는 거시환경 변화가 자산운용사의 경영성과에 끼친 영향을 종합운용사와 전문사모운용사로 나누어 분석한다. 여기서 종합운용사는 모든 유형의 펀드를 운용할 수 있는 ‘공모-종합’인가를 받은 운용사를 의미한다. 전문사모운용사는 자산운용사 중 전문사모집합투자업자로 등록된 종합운용사 이외의 운용사를 지칭한다. <표 V-8>에서 보듯이 2020년 6월 기준 종합운용사는 45개사이고, 전문사모운용사는 264개사이다. 그런데 본 연구에서는 2008년부터 2020년 1분기까지의 자산운용사 재무제표 데이터를 이용하여 실증분석을 수행하므로 2020년 3월 시점을 기준으로 종합운용사와 전문사모운용사를 구분한다.³⁸⁾ 따라서 본 연구의 분석대상은 2020년 3월 기준 43개 종합운용사와 256개 전문사모운용사를 대상으로 한다.

이 절의 구성은 다음과 같다. 우선, 1)절에서는 종합운용사와 전문사모운용사의 자산운용 현황을, 2)절에서는 ROE를 비교한다. 3)절에서는 글로벌 금융위기 이후 저성장·저물가, 저금리 등의 환경변화가 국내 자산운용사 경영성과에 미친 영향을 ROE 결정요인 분석을 통해 살펴본다.

38) 또한, 종합운용사의 수는 2008년 42개사에서 2009년 43개사로 늘어난 후 2020년 3월까지 계속 43개사로 유지되었다가 2020년 2분기 중 2개사가 신규로 종합운용사 인가를 받았다.

<표 V-8> 국내 집합투자업 인가 현황

(단위: 개사)

기준월	구분	공 모				전문사모
		종합	증권	부동산	특별자산	
2020.3	운용사	43	13	16	13	256(299)
	증권	0	0	0	0	8
2020.6	운용사	45	11	16	12	264(309)
	증권	0	0	0	0	8

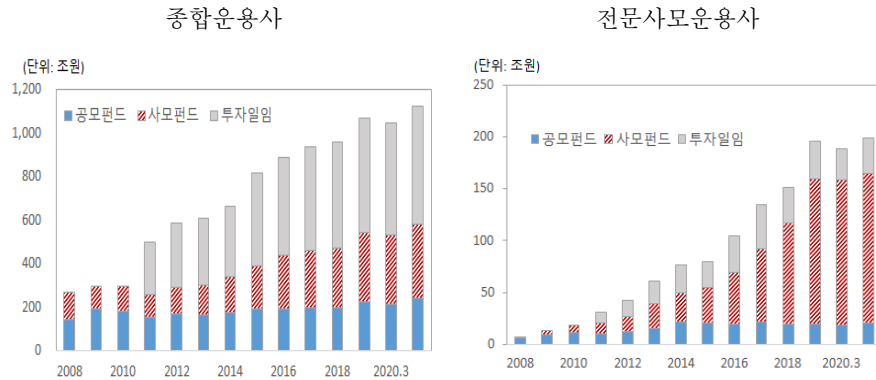
주 : 괄호안의 수치는 전문사모운용사로 등록된 종합운용사 개수를 합한 수치
 자료: 금융감독원

1) 운용자산 현황

종합운용사가 운용하고 있는 운용자산 규모는 2020년 6월 기준 1,123조원이다. 이를 공·사모펀드와 투자일임으로 나누어 보면, 공모펀드 243조원(21.6%), 사모펀드 337조원(30.0%), 투자일임 544조원(48.4%)으로 투자일임이 가장 많은 규모를 차지하고 있다. 또한, 종합운용사가 운용하는 공모펀드 순자산은 전체 공모펀드 순자산의 90% 이상을 차지할 정도로 공모펀드 시장에서 종합운용사가 차지하는 비중이 압도적이다. 사모펀드의 경우에도 전문사모운용사가 운용하는 사모펀드 규모가 급증하면서 비중이 낮아지긴 했으나, 2020년 6월 기준 60% 수준을 차지한다.

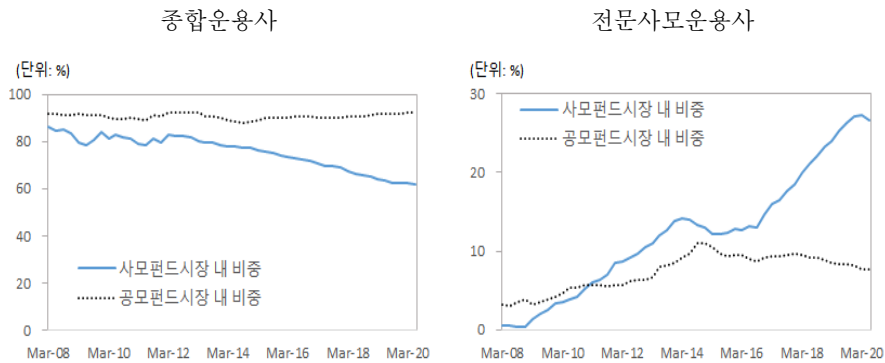
전문사모운용사가 운용하고 있는 운용자산 규모는 2020년 6월 기준 200조원이며, 공모펀드 20조원(10.2%), 사모펀드 145조원(72.6%), 투자일임 34조원(17.1%)으로 운용자산의 상당 부분이 사모펀드로 구성되어 있다. 비록 전문사모운용사가 운용하는 운용자산 규모가 종합운용사 운용자산의 1/5에도 미치지 못하긴 하나 운용규모의 증가속도는 매우 빠르다고 볼 수 있다. 일례로 2020년 6월 기준 전문사모운용사의 사모펀드 운용규모 145조원은 전문사모운용사가 등장한 직후인 2015년 12월 기준 운용규모 34조원보다 4배 이상 큰 규모이다. 그 결과 전문사모운용사는 전체 사모펀드 시장에서 차지하는 비중도 2015년 12월 12.8%에서 2020년 6월 26.7%까지 증가하였다.

<그림 V-10> 운용사 유형별 운용규모



주 : 1) 2020년 3월을 기준으로 종합운용사와 전문사모운용사를 분류
 2) 투자일임 평가액은 2011년부터 반영되어 있음
 자료: 금융투자협회

<그림 V-11> 운용사 유형별 공·사모펀드 시장 내 비중



주 : 2020년 3월을 기준으로 종합운용사와 전문사모운용사를 분류
 자료: 금융투자협회

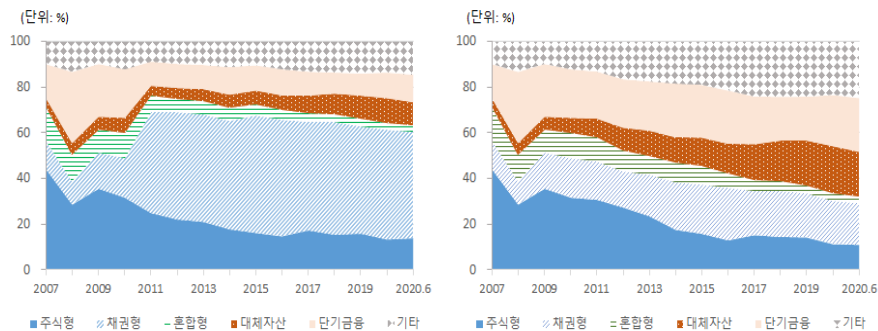
종합운용사가 운용하고 있는 펀드 세부유형은 투자일임을 포함할 경우 2020년 6월 기준 채권형의 비중이 46.5%로 가장 높게 나타난다. 그다음으로는

기타 14.4%, 주식형 13.9%, 단기금융 12.2%, 대체자산 10.2%, 혼합형 2.9%의 순이다. 투자일임 데이터가 시작되는 2011년 12월을 기준으로 보면, 채권형이 여전히 44.3%로 가장 높고, 주식형 24.9%, 단기금융 10.7%, 기타 8.6%, 혼합형 7.2%, 대체자산 4.2%의 순이다. 이로부터 기관투자자의 자금을 운용하는 투자일임 상당 부분이 채권형으로 운용되고 있음을 알 수 있다. 또한, 2012년 이후 종합운용사가 운용하는 유형 중 주식형과 혼합형의 비중이 크게 감소한 대신에 주로 부동산, 특별자산, 혼합자산(헤지펀드) 등으로 구성된 대체자산과 재간접 및 파생형으로 구성된 기타 유형의 비중이 크게 늘었음을 알 수 있다.

<그림 V-12> 종합운용사의 운용자산 유형

투자일임 포함 시

투자일임 제외 시



주 : 1) 2020년 3월을 기준으로 종합운용사와 전문사모운용사를 분류
 2) 투자일임 평가액은 2011년 12월부터 반영
 자료: 금융투자협회

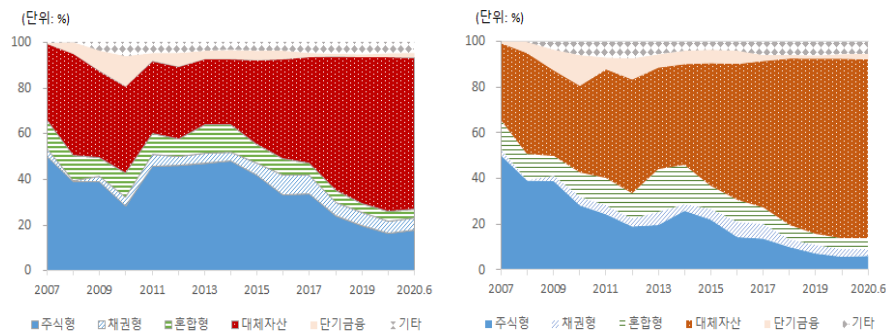
투자일임을 제외하면, 2020년 6월 기준 종합운용사가 운용하는 펀드는 기타 24.8%, 단기금융 23.6%, 대체자산 19.7%, 채권형 18.2%, 주식형 11.0%, 혼합형 2.8% 등으로 구성되어 있다. 2007년 12월 기준 종합운용사 펀드의 유형별 비중은 주식 44.3%, 단기금융 14.8%, 혼합형 14.6%, 채권형 12.4%, 기타 10.0%, 대체자산 3.9%이다. 따라서 공·사모펀드를 기준으로

보더라도 2008년 이후 주식형과 혼합형의 비중이 감소하고 대체자산, 기타, 채권형 등의 비중이 증가한 것으로 나타난다. 한편, 단기금융의 비중은 2017년 14.8%에서 글로벌 금융위기가 발생한 2008년 31.2%로 급증한 뒤 2009년 이후로는 20~24% 수준을 유지하고 있다.

<그림 V-13> 전문사모운용사의 운용자산 유형

투자일임 포함 시

투자일임 제외 시



주 : 1) 2020년 3월을 기준으로 종합운용사와 전문사모운용사를 분류
 2) 투자일임 평가액은 2011년 12월부터 반영
 자료: 금융투자협회

투자일임을 포함하여 전문사모운용사의 운용자산 유형을 살펴보면 다음과 같다. 우선, 전문사모운용사는 종합운용사와는 달리 2015년 이전에도 채권형의 비중이 2~5%에 불과하고, 주식형의 비중이 40% 이상을 차지할 정도로 주식형의 비중이 높게 나타난다. 대체자산의 비중도 30% 내외로 주식형 다음으로 비중이 높게 나타난다. 그런데 전문사모집합투자업자 제도가 시행된 2015년 이후에는 주식형의 비중이 급속히 감소하고 대체자산의 비중이 37.0%에서 2020년 6월 66.3%까지 증가한다. 투자일임을 제외하고 공·사모펀드만을 고려하면, 대체자산 비중은 동 기간 53.5%에서 78.4%로 커지며, 사모펀드로 한정하면 그 비중은 80.0%에서 87.5%로 더욱 커진다. 따라서 전문사모집합투자업자 제도 도입 이전에도 대체자산보다 주식형에

중점을 둔 전문사모운용사들이 많았으나, 제도 도입 이후에는 대체자산 중심 운용사가 늘어나면서 전문투자형 사모펀드 시장 자체가 대체자산 중심 시장으로 변모하였다.³⁹⁾

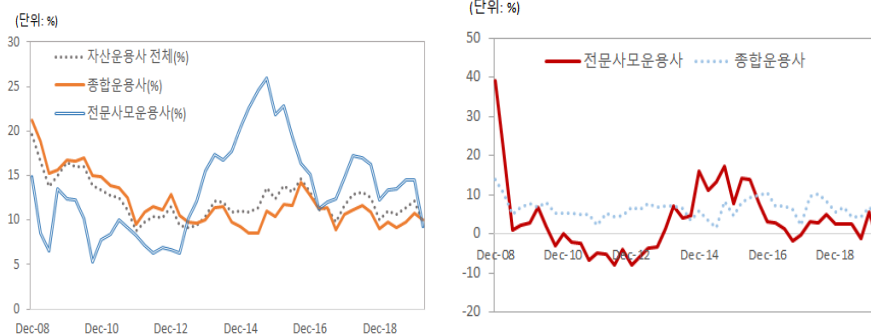
2) ROE 추이

<그림 V-14>는 국내 자산운용사의 최근 1년 기준 ROE 추이를 보여주고 있다.⁴⁰⁾ 첫 번째 그림은 운용사 당기순이익 및 자기자본 집계(aggregate) 자료를 이용하여 산정한 최근 1년 ROE 추이이며, 두 번째 그림은 개별 운용사 최근 1년 ROE 평균값 추이를 보여주고 있다. 이 두 그림에서 나타나는 주요 특징은 다음과 같다.

<그림 V-14> 자산운용사 최근 1년 ROE 추이

집계 기준 최근 1년 ROE

개별 운용사 최근 1년 ROE 평균



- 주: 1) 집계 기준은 최근 1년 ROE는 개별 운용사의 당기순이익과 자기자본을 더하여 산출한 최근 1년 ROE를 표기
2) 개별 운용사 최근 1년 ROE 평균은 개별 운용사의 최근 1년 ROE를 산정한 후 평균값을 표기

39) 전문사모운용사에 대한 보다 자세한 내용은 김종민(2020b)을 참고하기 바란다.

40) 본 연구에서 사용된 자산운용사의 재무지표 및 경영성과는 금융감독원 금융통계 정보시스템에서 입수한 자료를 바탕으로 산정하였다.

첫째, 집계 기준 ROE를 보면, 자산운용사 전체 ROE는 종합운용사의 규모가 큰 만큼 종합운용사의 ROE 추이와 그 궤를 같이한다. 둘째, 전문사모운용사 ROE는 2013년부터 2015년 3분기까지 상승추세를 보이다가 2015년 4분기 이후 하락추세로 반전된다. 이에 따라 집계 기준 ROE로는 종합운용사보다 우수하나 평균값 추세로는 2016년 3분기 이후 종합운용사의 ROE를 하회한다. 이는 기본적으로 2015년 10월 이후 전문사모집합투자업자 제도가 시행되면서 신규 전문사모운용사들이 대거 시장에 진입한 결과인 것으로 판단된다. 김종민(2020b)에 따르면, 2015년 사모펀드 제도개편 이후 전문사모운용사 간 경쟁이 촉발되면서 운용사 간 양극화가 진행되고 있기 때문이다.⁴¹⁾ 즉, 일부 운용사는 규모가 작더라도 안정적인 성과를 바탕으로 성장을 하는 반면 성과부진으로 적자를 보거나 최소자기자본요건을 충족하지 못하는 운용사도 늘고 있다.

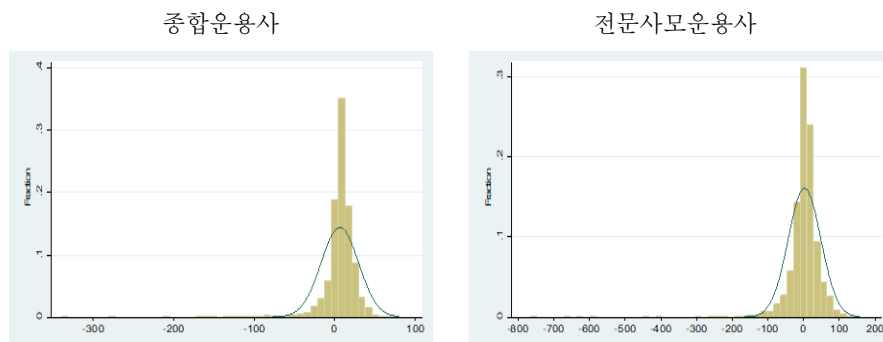
<표 V-9> 자산운용사 분기 ROE 기초통계량

항목		종합운용사	전문사모운용사	전체
표본 수		1,965	3,101	5,224
평균 (%)		6.45	2.38	3.50
표준편차(%)		23.23	45.65	38.79
왜도		-5.29	-5.30	-5.72
첨도		55.80	71.50	85.12
분위(%)	1	-93.62	-133.96	-124.71
	25	2.46	-11.05	-5.18
	50	8.45	5.22	6.93
	75	15.67	20.41	17.98
	99	44.30	94.38	82.63

41) 김종민(2020b)에 따르면, 2015년 이후 종합운용사를 대상으로 산정한 시장집중도 지표인 CR(Concentration Ratio)3와 HHI(Herfindal-Hershman Index)가 오히려 소폭이나마 상승한 것으로 나타났다. 즉, 종합운용사 간 경쟁의 강도는 전문사모운용사와는 달리 약화된 것이다.

이러한 점은 종합운용사와 전문사모운용사의 분기 ROE의 분포에서도 확인할 수 있다. <표 V-9>에서 보듯이 종합운용사의 분기 ROE는 전문사모운용사 분기 ROE에 비해 평균값이 더 높고 표준편차와 첨도(kurtosis)가 더 낮은 특징을 보이고 있다. 이는 전문사모운용사의 분기 ROE가 종합운용사 분기 ROE보다 평균값이 작을 뿐만 아니라 더 넓게 분포되어 있음을 의미한다. 따라서 성과가 우수한 전문사모운용사와 그렇지 않은 운용사 간 성과차이는 전문사모운용사에서 더 크게 나타나는 것이다. 이는 종합운용사와 전문사모운용사의 1년 ROE 히스토그램을 표시한 <그림 V-15>에서도 동일하게 확인된다.

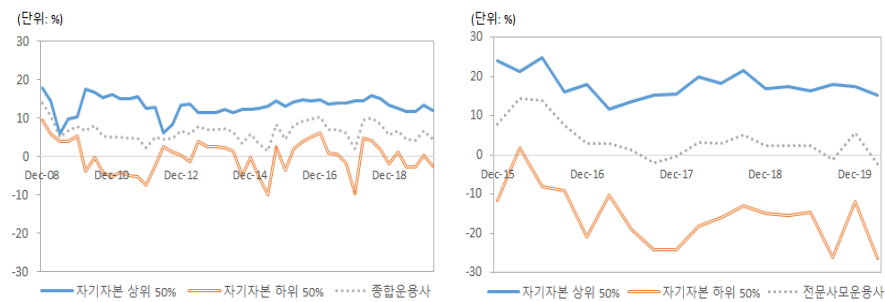
<그림 V-15> 자산운용사 최근 1년 ROE(%) 히스토그램



또한, 종합운용사와 전문사모운용사의 ROE는 공통적으로 최근 1년 흑자여부뿐만 아니라 자기자본규모에 따라서 ROE가 확연히 차이가 난다. 즉, 자기자본 상위 50%에 속하는 대형 운용사의 ROE가 자기자본 하위 50%에 속하는 소형 운용사의 ROE보다 더 높게 나타나는 것이다. 이는 <그림 V-16>과 <그림 V-17>에서 확인할 수 있다. 물론 전문사모운용사의 ROE가 더 넓게 분포되어 있으므로 자기자본 상하위 그룹 간 ROE 차이와 흑자 운용사와 적자 운용사간 ROE 차이는 전문사모운용사에서 더 크게 나타난다. 이러한 특성을 감안하여 후술하는 ROE 결정요인 분석에서는 종합운용사와 전문사모운용사 내에서도 자기자본규모 및 최근 1년 흑자여부를

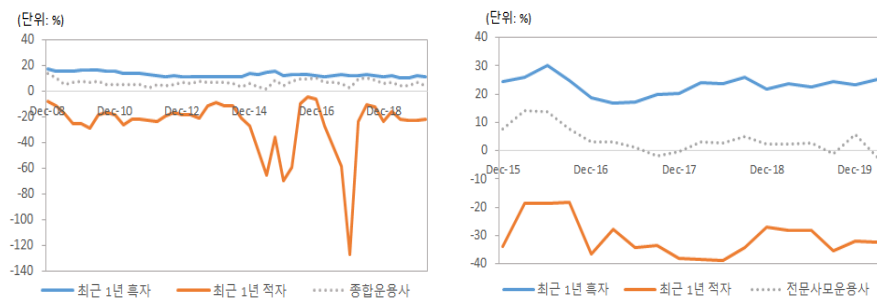
기준으로 각각 대형/소형 운용사, 흑자/적자 운용사로 구분한 뒤 ROE 경영 성과 분석을 수행하였다.

<그림 V-16> 자기자본 기준 자산운용사 최근 1년 ROE(%) 추이
 종합운용사 전문사모운용사



- 주: 1) 종합운용사는 2008년부터 2020년 3월까지, 전문사모운용사는 2015년부터 2020년 3월까지 ROE를 산정
 2) 매분기 자기자본을 기준으로 상위 50%와 하위 50% 그룹을 나누어 각 그룹의 ROE 평균을 표기

<그림 V-17> 흑자여부 기준 자산운용사 최근 1년 ROE(%) 추이
 종합운용사 전문사모운용사



- 주: 1) 종합운용사는 2008년부터 2020년 3월까지, 전문사모운용사는 2015년부터 2020년 3월까지 ROE를 산정
 2) 매분기 최근 1년 흑자여부를 기준으로 흑자 운용사와 적자 운용사 그룹으로 나눈 후 각 그룹별 평균 ROE를 표기

3) ROE 결정요인 분석

이 절에서는 글로벌 금융위기 이후 거시환경변화가 자산운용사에 경영 성과에 끼친 영향을 알아보기 위해 ROE 결정요인 분석결과를 제시한다. 분석모형은 BIS(2018)의 동적패널회귀분석모형이다.⁴²⁾ 이 모형은 개별 운용사의 재무지표 및 특성뿐만 아니라 거시경제 및 자본시장 지표를 설명변수로 포함하고 있어 글로벌 금융위기 이후 나타난 거시경제 및 자본시장 환경변화가 전문사모운용사 경영성과에 미친 영향을 분석할 수 있다는 장점이 있다.

종속변수는 개별 운용사의 분기 ROE이다. 분석에 사용된 설명변수는 모두 분기 단위이며, 다음과 같다. 거시경제 및 자본시장 변수로 실질 GDP성장률(%), 근원물가지수로 측정한 물가상승률(%), 국고채 3년물 금리(%), KOSPI지수 수익률(%) 등을 사용하였다.⁴³⁾ ROE에 영향을 미치는 자산운용사 재무지표로는 전분기 ROE(%), 분기보수율(%), 자산 대비 운용 자산규모, 자기자본비율(%), 영업이익경비율(Cost Income Ratio: CIR, %), 과거 1년 기준 총자산순이익률(%) 등을 사용하였다. 운용사 특성변수로는 업력(년), 직원 수(명), 그리고 펀드 세부유형에 기초한 주식 중심 운용사 여부, 채권 중심 운용사 여부, 혼합자산 중심 운용사 여부, 대체자산 중심 운용사 여부, 단기금융 중심 운용사 여부 등을 사용하였다. 여기서 펀드 세부 유형 기준 개별 유형 중심 운용사여부는 김종민(2020b)의 방법론을 참고하여 매분기 운용사별로 펀드 순자산 대비 개별 펀드 세부유형 순자산 비율을 산정하고, 이 비율이 50%가 넘으면 해당 자산 중심 운용사로 분류하였다. 이는 운용사의 특성을 반영하면서도 고정된 변수가 아니기 때문에 동적패널회귀분석에서 설명변수로 사용할 수 있다.

분석기간은 종합운용사의 경우 전기간(2008년 1분기부터 2020년 1분기

42) 김종민(2020b) 역시 이 모형으로 전문사모운용사의 경영성과를 분석하였다.

43) 분석기간에 따라 실질GDP 상승률과 국고채 3년물 금리 또는 인플레이션과 실질 GDP 상승률 간 상관계수가 높게 나타나긴 하나, 실질GDP 상승률과 인플레이션을 제외하더라도 다른 변수들에 대해서는 질적으로 동일한 결과를 얻었다. 이에 본문에는 BIS(2018)와 마찬가지로 이들 변수를 포함한 결과를 제시한다.

까지)과 2012년 이후 기간으로 구분하였다. 2012년 이후 기간은 기준금리와 시장금리가 하락하기 시작한 기간이다. 전문사모운용사의 경우에는 2015년 10월 이후 전문집합투자업자 제도가 시행되었으므로 분석기간을 2015년 이후로 한정하였다. 분석결과는 <표 V-10>~<표 V-12>와 같다.

거시경제 및 자본시장 지표가 종합운용사 경영성과에 끼친 영향은 다음과 같이 요약할 수 있다. 첫째, 시장금리 변수가 종합운용사 ROE에 유의한 영향을 끼친 결과는 경제적인 효과는 그리 크지 않긴 하나 저금리 기조가 본격화된 2012년 이후를 대상으로 한 분석에서 나타난다. <표 V-11>에서 보듯이 국고채 3년물 금리가 10bp 하락하면 자기자본 상위 50% 대형 종합운용사의 ROE가 약 0.02%p 상승하는 것으로 추정된다. 종합운용사 운용자산 중 투자일임 및 사모펀드가 차지하는 높은 비중을 감안하면 금리하락 시 기관투자자의 자금이 주로 대형 종합운용사에 집중되었을 것으로 추론된다. 둘째, 실질 GDP성장률과 물가상승률 변수 중에서는 물가상승률 변수가 유의하게 추정되었다. 전기간 분석에서는 물가상승률이 하락하면 종합운용사 ROE가 0.75~0.78%p 상승하는 것으로 추정되었고, 2012년 이후 분석에서는 대형 종합운용사의 ROE가 0.88%p 상승하는 것으로 추정되었다. 이러한 결과는 저금리 및 저물가로 인한 거시경제 환경변화로 인해 늘어난 펀드투자 수요가 대체로 대형 종합운용사에 집중되었음을 시사한다. 셋째, 전기간 분석에서는 주식시장 장세가 좋을수록 흑자 종합운용사의 ROE가 높아졌으나, 2012년 이후 분석에서는 대형 종합운용사의 ROE를 높이는 것으로 추정되었다. 이 또한 글로벌 금융위기 이후 주식형펀드의 비중이 감소했음에도 불구하고 주식형펀드 수요가 대형 종합운용사에 주로 집중되었음을 시사한다. 따라서 종합운용사 중에서도 대형 종합운용사가 글로벌 금융위기 이후 환경변화로 인한 혜택을 주로 받았던 것으로 판단된다.

종합운용사 재무지표 및 운용사 특성에 따른 분석결과는 다음과 같다. 첫째, 재무지표 중 분기보수율과 총자산순이익률(1년 기준)이 가장 유의하게 추정되었다. 특히, 2012년 이후 보수율이 10bp 상승 시 대형 종합운용사와 흑자 종합운용사의 ROE 증가폭이 각각 4.39%p, 2.44%p로 높게 나타나, 이들 운용사들의 경영성과가 보수율에 따라 매우 크게 변했음을 알 수 있다. 둘째,

전분기 ROE 변수는 모든 분석에서 유의한 음수로 추정되어 경영성과의 지속성이 낮은 것으로 판단된다. 다만, 소형 종합운용사보다는 대형 종합운용사가, 적자 종합운용사보다는 흑자 종합운용사의 ROE 지속성이 상대적으로 나은 것으로 보인다. 셋째, 대형 및 흑자 종합운용사는 판매관리비가 낮을수록 ROE가 유의하게 증가하여 다른 운용사에 비해 효율성이 나은 것으로 판단된다. 그리고 2012년 이후 분석결과에서 보듯이 자산 대비 운용규모가 커질수록 대체로 ROE도 개선되는 것으로 나타났다. 다만, 대형 종합운용사의 경우에는 그 효과는 크지 않지만 자기자본이 높을수록 ROE가 낮아지는 것으로 추정되었다. 넷째, 글로벌 금융위기 이후 단기금융펀드에 자금이 많이 집중된 사정을 반영하듯 대형 및 흑자 종합운용사 중 단기금융펀드 비중이 높은 운용사의 ROE가 더 높은 것으로 추정되었다.

<표 V-10> 종합운용사 ROE 결정요인 분석 - 전기간

	변수명 (X)	변수 변화량 (ΔX)	분기 ROE 변화량(ΔY, %)			
			자기자본		최근 1년 흑자여부	
			상위50%	하위 50%	흑자	적자
거시 및 시장지표	실질GDP 성장률(%)	1%p 하락				
	물가상승률(%)	1%p 하락	+0.75	+0.78		
	국고채 3년물 금리(%)	10bp 하락				
	KOSPI지수 수익률(%)	10%p 상승			+0.36	-1.23
재무지표	전 분기 ROE(%)	1%p 상승	-0.20	-0.26	-0.12	-0.35
	분기 보수율(%)	10bp 상승		+0.01	+0.01	+2.50
	자산 대비 운용규모	10% 증가				+1.08
	자기자본비율(%)	1%p 상승	-0.04			
	영업이익경비율(%)	10%p 상승	-0.67	-0.21	-1.00	
	총자산순이익률(1년 %)	1%p 상승	+0.39	+0.37	+0.14	+0.38
운용사 특성	업력(년)	1년 증가				
	직원 수(명)	1명 증가				-0.64
	주식 중심	1				
	채권 중심	1				
	혼합자산 중심	1			+3.09	
	대체자산 중심	1				
	단기금융 중심	1	+1.14		+0.71	

주: 2008년 이후 종합운용사 분기 ROE(%)를 종속변수로 하는 동적패널회귀분석모형 추정결과에서 통계적으로 유의한(10% 유의수준) 변수에 한하여 표기

<표 V-11> 종합운용사 ROE 결정요인 분석 - 2012년 이후

	변수명 (X)	변수 변화량 (ΔX)	분기 ROE 변화량(ΔY, %)			
			자기자본		최근 1년 흑자여부	
			상위 50%	하위 50%	흑자	적자
거시 및 시장지표	실질GDP 성장률(%)	1%p 하락				
	물가상승률(%)	1%p 하락	+0.88			
	국고채 3년물 금리(%)	10bp 하락	+0.02			
	KOSPI지수 수익률(%)	10%p 상승	+0.15			
재무지표	전 분기 ROE(%)	1%p 상승	-0.13	-0.27	-0.16	-0.40
	분기보수율(%)	10bp 상승	+4.39	+1.62	+2.44	
	자산 대비 운용규모	10% 증가	+0.05		+0.07	+1.16
	자기자본비용(%)	1%p 상승	-0.05			
	영업이익경비율(%)	10%p 상승	-0.69		-0.85	
	총자산순이익률(1년, %)	1%p 상승	+0.23	+0.38	+0.10	+0.38
운용사 특성	업력(년)	1년 증가	-0.15			
	직원 수(명)	1명 증가		-0.19		-0.95
	주식 중심	1				+8.19
	채권 중심	1				
	혼합자산 중심	1				
	대체자산 중심	1				
	단기금융 중심	1	+0.58		+0.92	

주: 2012년 이후 종합운용사 분기 ROE(%)를 종속변수로 하는 동적패널회귀분석모형 추정결과에서 통계적으로 유의한(10% 유의수준) 변수에 한하여 표기

거시경제 및 자본시장 관련 환경변화가 전문사모운용사의 ROE에 끼친 영향 분석결과는 다음과 같다. 첫째, 국고채 3년물 금리가 10bp 하락하면 흑자 전문사모운용사의 ROE가 0.28%p 가량 감소하는 것으로 추정되었다. 즉, 시장금리 하락에 따라 흑자 전문사모운용사의 흑자폭이 줄어드는 것이다. 무위험이자율이 대체자산 투자 시 기준수익률의 역할을 하는 것을 감안하면 이는 금리가 하락하는 만큼 운용수익률을 제고하기가 어려워질 것임을 시사한다. 둘째, 실질GDP 성장률이 하락하면 대형 전문사모운용사의 ROE가 상승하고, 물가상승률이 낮아지면 소형 전문사모운용사 및 흑자 운용사의 ROE가 상승하는 것으로 나타났다. 이로 미루어보면 저성장·저물가 기조가 대체자산 수요 증가로 이어지면서 전문사모운용사의 경영성과에 긍정적인 영향을 미쳤던 것으로 판단된다. 셋째, 주식시장 수익률 변수도 흑자 전문사모

운용사를 제외한 분석에서 유의한 양수로 추정되었다. 이는 2015년 이후 헤지펀드 운용에 초점을 둔 전문사모운용사가 크게 늘면서 주식시장의 장세가 전문사모운용사에게는 긍정적인 영향을 미친 것으로 보인다.

<표 V-12> 전문사모운용사 ROE 결정요인 분석

	변수명 (X)	변수 변화량 (ΔX)	분기 ROE 변화량(ΔY, %)			
			자기자본		최근 1년 흑자여부	
			상위 50%	하위 50%	흑자	적자
거시 및 시장지표	실질GDP 성장률(%)	1%p 하락	+0.78			
	물가상승률(%)	1%p 하락		+11.23	+3.58	
	국고채 3년물 금리(%)	10bp 하락			-0.28	
	KOSPI지수 수익률(%)	10%p 상승	+0.57	+1.62		+2.06
재무지표	전 분기 ROE(%)	1%p 상승	-0.37	-0.23	-0.36	-0.30
	분기 보수율(%)	10bp 상승	+0.22	+0.45	+0.27	+0.23
	자산 대비 운용규모	10% 증가		-0.68		
	자기자본비율(%)	1%p 상승		+1.07		+1.64
	영업이익경비율(%)	10%p 상승		-0.01		-0.01
	총자산순이익률(1년, %)	1%p 상승	+0.51	+0.51	+0.51	+0.51
	업력(년)	1년 증가			-2.33	+7.45
운용사 특성	직원 수(명)	1명 증가	+0.05		+0.06	
	주식 중심	1		+21.73		
	채권 중심	1				+11.32
	혼합자산 중심	1				
	대체자산 중심	1			+3.07	

주: 2015년 이후 전문사모운용사 분기 ROE(%)를 종속변수로 하는 동적패널회귀분석 모형 추정결과에서 통계적으로 유의한(10% 유의수준) 변수에 한하여 표기

전문사모운용사 재무지표 및 운용사 특성변수가 ROE에 끼친 영향은 다음과 같다. 첫째, 재무지표 중에서는 분기보수율과 총자산순이익률(1년 기준)이 모든 분석에서 유의하게 나타났다. 다만, 분기 보수율이 ROE에 끼친 효과는 종합운용사에 비해서는 낮게 추정되었다. 둘째, 종합운용사 분석결과와는 달리 규모가 작거나 적자를 보는 전문사모운용사라 하더라도 자기자본비율이 높아지면 ROE도 더 높은 것으로 나타났다. 그 효과 역시 자기자본비율이 1%p 상승 시 소형 전문사모운용사 ROE는 약 1%p,

적자 전문사모운용사 ROE는 약 1.6%p 높아져 자기자본규모가 ROE에 미치는 영향이 작지 않다. 셋째, 소형 전문사모운용사는 자기자본비율과는 달리 자산 대비 운용규모가 커지면 오히려 ROE가 감소하는 것으로 추정되었다. 이 지표가 운용사의 효율성을 나타내는 지표임을 감안하면 이 결과는 소형 전문사모운용사의 경우 규모의 불경제가 존재할 수도 있음을 시사한다. 참고로 종합운용사 분석결과에서 이 지표는 대체로 ROE에 긍정적인 영향을 끼친 것으로 추정되었다. 넷째, 전 분기 ROE 계수는 유의한 음수로 추정되어 종합운용사와 마찬가지로 경영성과의 지속성은 낮은 것으로 판단된다. 다섯째, 흑자 전문사모운용사 중에서는 업력이 짧을수록 ROE가 높은 반면 적자 전문사모운용사 중에서는 업력이 짧을수록 ROE가 낮은 것으로 나타났다. 이는 업력이 짧은 운용사들의 경영실적이 양극화되어 있음을 시사한다. 또한, 대형 전문사모운용사나 흑자 전문사모운용사들은 직원이 많을수록 ROE가 소폭이나마 증가하는 것으로 추정되었다. 흑자 전문사모운용사에 한정하면, 대체자산 중심 운용사가 비대체자산 중심 운용사보다는 ROE가 더 높은 것으로 추정되었다.

라. 요약 및 시사점

본 연구에서는 우리나라에서 저금리 기조가 본격화된 글로벌 금융위기 이후 국내 자산운용업의 주요 변화를 살펴보고, 거시경제 환경변화가 펀드 투자 자금흐름 및 자산운용사 경영성과에 끼친 영향에 대해 살펴보았다. 그 주요 내용을 요약하면 다음과 같다.

글로벌 금융위기 이후 국내 자산운용업의 주요 변화는 크게 다섯 가지로 정리된다. 첫째, 국내 펀드시장은 글로벌 금융위기 이후 공모펀드의 성장이 정체된 반면 사모펀드 운용규모가 빠르게 성장하면서 펀드시장의 중심축이 공모펀드에서 사모펀드로 전환되었다. 둘째, 공모펀드는 주식형 비중이 크게 감소하고, 채권형, 파생형을 포함하고 있는 기타 유형 및 단기금융(MMF)의 비중이 증가하였다. 사모펀드는 부동산, 특별자산, 혼합자산(헤지펀드) 등

대체자산 펀드의 비중이 크게 늘어났다. 셋째, 펀드 세부유형별로 지수를 산출하여 성과를 비교한 결과, 글로벌 금융위기 이후 전반적인 운용성과는 사모펀드가 더 우수한 것으로 나타났다. 넷째, 글로벌 금융위기로 대규모 평가손실을 입은 개인투자자들이 공모펀드 시장에서 대거 이탈한 결과 사모펀드는 물론 공모펀드 시장 역시 기관투자자 중심 시장으로 변하고 있다. 다섯째, 2015년 사모펀드 제도개편으로 전문사모운용사들이 크게 늘면서 운용사들이 다변화되고, 사모펀드 시장은 대체자산 중심 시장으로 변모하였다.

글로벌 금융위기 이후 투자자금 흐름 분석결과는 다음과 같다. 첫째, 공모펀드의 경우 채권형과 MMF에서 금리 하락 시 순유입효과가 관찰되었다. 국고채 3년물 금리 10bp 하락 시 자금순유입 규모는 채권형 월 700억원, MMF 월 1.1조원으로 추정되었다. 둘째, 사모펀드의 경우는 채권형, 대체자산, 주식형 등에서 금리 하락 시 순유입효과가 나타났다. 국고채 3년물 금리 10bp 하락 시 자금순유입 규모는 주식형 및 대체자산 월 360억원, 채권형 130억원 등으로 추정되었다. 셋째, 채권형 및 사모 대체자산펀드는 과거 성과가 우수할수록 자금순유입 규모가 늘어난 반면 공모 주식형은 과거 성과가 좋을수록 자금순유출 규모가 커지는 것으로 추정되었다. 넷째, 사모 대체자산펀드의 경우 해당 유형 및 사모펀드 순자산 규모가 커질수록 자금순유입이 증가하는 것으로 추정되었다. 이는 금리 하락 이외에도 2000년대 중반 이후 늘어난 대체자산 수요가 대체자산을 중심으로 하는 사모펀드 성장에 기여했음을 의미한다.

글로벌 금융위기 이후 나타난 저금리 및 저성장·저물가 등 거시환경 변화가 자산운용사 경영성과에 대한 분석결과는 다음과 같다. 첫째, 종합운용사의 경우 시장금리 10bp 하락 시 대형 종합운용사의 ROE가 0.02%p 가량 소폭이나마 상승하는 것으로 추정되었다. 반면, 전문사운용사의 경우에는 시장금리 10bp 하락 시 흑자 전문사모운용사의 ROE가 0.28%p 하락하는 것으로 나타났다. 둘째, 실질GDP의 하락은 종합운용사 ROE에는 영향을 끼치지 않았으나, 실질GDP 성장률이 1%p 하락하면 대형 전문사모운용사의 ROE는 0.78%p 상승하는 것으로 추정되었다. 셋째, 물가상승률

1%p 하락 시 대형 종합운용사(+0.88%p)뿐만 아니라 소형(+11.23%p) 및 흑자(+3.58%p) 전문사모운용사의 ROE가 유의하게 증가하는 것으로 추정되었다.

이러한 분석결과로 미루어보면, 향후 전개될 저금리 시대에서는 펀드 투자에 대한 수요가 늘어날 것으로 판단된다. 펀드 세부유형을 기준으로 보면, 공모펀드에는 안전자산 선호 내지는 유동성 관리 목적으로 채권형 및 MMF에 자금이 집중될 것으로 보인다. 이와는 달리 한 때 국내 펀드 시장의 성장을 주도했던 공모 주식형펀드의 경우에는 운용성과가 개선되지 않는 한 좀처럼 투자수요가 늘기 어려울 것으로 보인다. 사모펀드의 경우에는 상대적으로 안정적인 수익을 얻을 수 있는 채권형 및 대체자산뿐만 아니라 주식형펀드에 대한 투자수요도 일부 늘어날 것으로 판단된다. 한편, 이와 같은 저금리 기조에 따라 늘어날 것으로 예상되는 펀드투자 수요는 대부분 기관투자자 수요임을 유의할 필요가 있다. 이는 또한 저금리 환경에서 개인투자자 및 가계의 공모펀드 투자가 늘어난 IV장의 해외사례와는 상반된 결과이기도 하다. 이에 대해서는 후술하는 3절에서 보다 자세히 살펴본다.

자산운용사의 입장에서는 금리 하락에 따른 수익성 악화 가능성보다는 펀드투자 수요 증가로 인해 수익성이 개선될 가능성이 높을 것으로 판단된다. 채권형, MMF, 대체자산 등에 대한 투자수요가 늘어날 것임을 시사하는 분석결과를 감안하면, 종합운용사 중에서는 운용규모가 크고 평판이 확립된 대형 종합운용사에 투자수요가 집중되면서 대형 종합운용사가 더 큰 혜택을 볼 것으로 보인다. 전문사모운용사의 경우 금리하락에 따른 기대수익률 저하로 다소 어려움이 예상되긴 하나, 대체자산에 대한 수요 증가로 인해 소형 및 흑자 운용사의 수익성이 개선될 것으로 보인다. 한편, 2019년 하반기 이후 사모펀드 부실 및 환매나 상환 연기 사례가 크게 늘면서 사모펀드에 대한 투자자 신뢰가 떨어지고 관련 규제가 강화되고 있다. 이로 미루어보면, 전문사모운용사간 양극화가 가속화되면서 시장형성 초기단계인 전문사모운용사 시장 재편이 본격화될 것으로 판단된다.

2. 저금리 시대의 국내 증권업

글로벌 금융위기 이후 국내 증권업의 주된 변화로 외형 확장과 수익구조 다변화를 통한 ROE 개선을 들 수 있다. 여기에는 자본시장법 제정, 종합금융투자사업자 제도 및 순자본비율 신NCR(Net Capital Ratio)제도 도입과 같은 제도적인 변화 영향이 컸다고 볼 수 있겠지만, 자본시장에서 자금 조달 및 중개 역할을 하는 증권사들 입장에서 저금리와 풍부한 유동성 여건은 외형 및 사업 확장에 도움이 되었다. 본 절에서는 글로벌 금융위기 이후 국내 증권업의 주요 변화를 정리하고, 사업부문별로 금리의 영향을 분석해 보려고 한다. 이를 기반으로 저금리 장기화에 따른 사업별 전망과 시사점을 논의하려고 한다.

가. 글로벌 금융위기 이후 국내 증권업의 주요 변화

1) 외형 성장

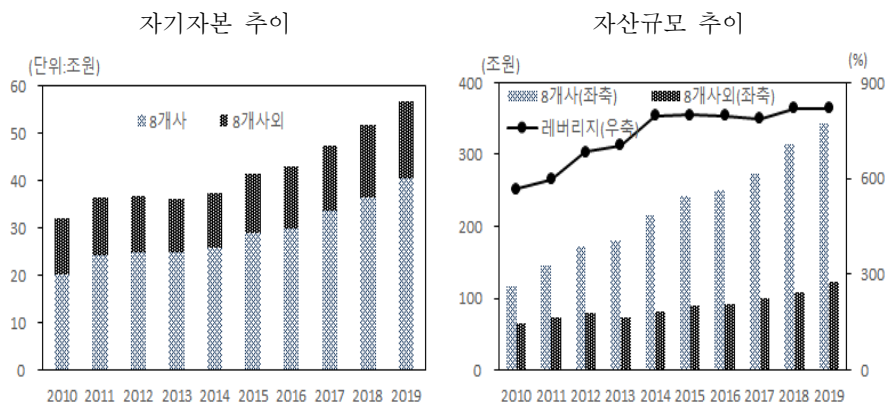
글로벌 금융위기 이후 국내 증권업의 외형은 꾸준한 성장세를 보여 왔다. 자본시장법 제정 이후 종합금융투자사업자 제도와 순자본비율제도를 도입하면서 자기자본 확대와 대형화 유인이 발생하였다. 국내 증권업의 자기자본은 국내 GDP 대비 꾸준히 증가했으며, 특히 대형사들의 자기자본 증가가 두드러졌다. 2019년말 기준으로 자기자본 3조원이 넘는 8개 증권사들의 자기자본 수준은 전체 증권사의 71.2%를 차지하고 있으며, 2009년말 63.2% 대비 증가하였다.⁴⁴⁾ 증가 비율도 대형사들이 큰데, 자기자본 3조원 이상 증권사들의 자기자본은 2019년 40.5조원으로 2009년 19.1조원 대비 2.1배 수준으로 증권업 전체 자기자본 증가 비율인 1.9배보다 높다.

국내 증권업 자산규모도 꾸준히 증가하고 있으며, 자기자본과 마찬가지로

44) 2019년 국내 증권사 35개사 기준이며, 자기자본 3조원 이상인 종합금융투자사업자 8개사를 대형으로 구분하였다. 합병 전 기간은 해당 증권사들의 합산치를 반영하였다.

자산규모 역시 대형사들의 증가폭이 더 컸다. 자기자본 3조원이 넘는 8개 증권사들의 자산규모는 2019년말 기준으로 전체 증권사의 73.5%를 차지하고 있으며, 2009년말 64.4%에 비해 증가하였다. 증가 비율로 보더라도 대형 8개사의 자산 증가 비율이 3.3배로 국내 증권업 전체 2.9배에 비해 높다. 자기자본대비 레버리지(자산/자기자본)는 꾸준한 상승 추세를 보이다가 2015년부터 800% 수준을 유지하고 있다. 국내 증권업의 자기자본 대비 자산의 규모는 유지되고 있지만, 이 시기부터 부외부채인 채무보증 규모가 증가하는 특징을 보인다.

<그림 V-18> 국내 증권사 자기자본 및 자산규모 추이

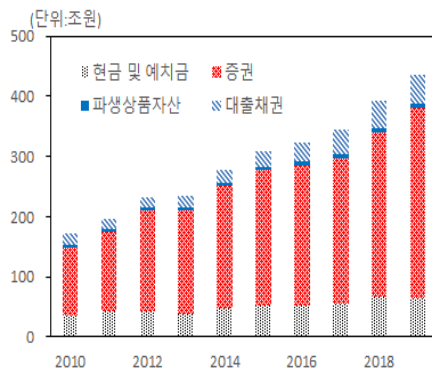


주 : 2019년말 기준 국내 증권사(35개사), 8개사는 종합금융투자사업자이며 합병 이전 기간 동안은 합병 전 증권사들의 합산치를 반영
 자료: 각사 영업보고서, 자본시장연구원

<그림 V-19>의 자산별 항목을 보면, 유가증권이 증권업 자산의 대부분을 차지하고 있으며, 특히 채권 규모가 크게 증가하였다(이석훈, 2020). 파생결합증권과 대고객 RP(Repurchase Agreement) 영업을 수행하면서 보유 채권 규모가 증가하게 되었으며, 금융위기 이후 추세적인 금리 하락도 채권운용 규모 확대에 영향을 주었다. 시장성 자산과 함께 대출채권이나 채무보증 규모도 같이 확대되었다. 저금리 상황과 함께 국내 경제규모에

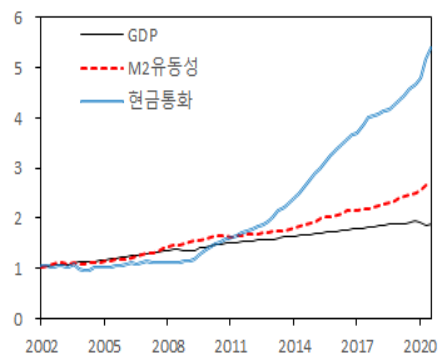
비해 시중 유동성의 증가폭이 커지는 등 거시경제 여건들은 증권사들의 자산(또는 부채) 규모 확대에 도움이 된 것으로 보인다. <그림 V-20>에서 국내 GDP 대비 유동성(현금성자산과 M2) 증가 비율이 2008년 금융위기 이후 점차 확대되는 모습을 볼 수 있는데, 특히 2014년부터 확대 폭이 증가하였다.

**<그림 V-19> 국내 증권업
자산구성 추이**



자료: 각사 영업보고서, 자본시장연구원

**<그림 V-20> 국내 유동성
변화 추이**



주 : 세로축은 2001년말을 1로 표준화,
유동성은 CPI로 나누어서 반영
자료: 한국은행, 자본시장연구원

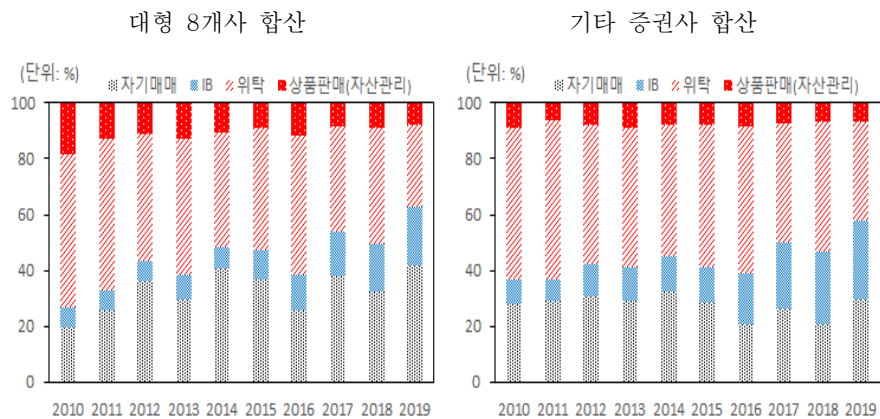
2) 수익구조 다변화

외형 성장과 함께 금융위기 이후 국내 증권업의 주요 변화로 수익구조 다변화를 들 수 있다. 위탁매매부문 위주의 수익구조에서 벗어나 증가한 자기자본을 바탕으로 자기매매부문과 IB부문의 수익이 크게 증가하였다. 이러한 변화는 규제 변화 외에도 거시경제 요인으로 저금리와 유동성 증가 및 안정된 신용시장의 영향을 받았다고 볼 수 있다.

2009년 국내 증권업 영업수익의 53%를 차지하던 위탁매매수익(영업

수익) 비중은 2019년 31%까지 감소한 반면 동 기간 자기매매 IB 부문 수익 비중은 각각 28%, 7%에서 38%, 23%로 증가하였다. <그림 V-21>에서 8개 대형사들(종합금융투자사업자)에 대한 결과를 보면 자기매매부문과 IB부문 수익 비중이 증가하는 변화가 나타나며, 기타 증권사들에 대한 결과에서 자기매매부문의 수익 비중이 증가하지 않고 IB부문 수익 비중은 증가하는 특징을 볼 수 있다.

<그림 V-21> 국내 증권사 부문별 영업수익 비중 추이

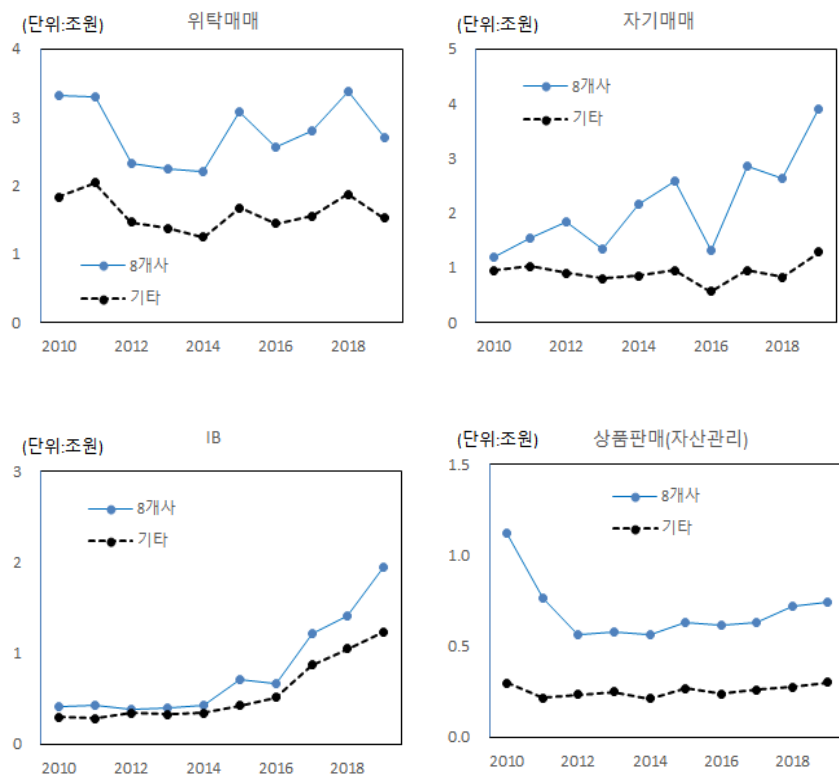


자료: 각사 영업보고서, 자본시장연구원

<그림 V-22>는 8개 대형사(종합금융투자사업자)와 그 외 증권사들의 각 부문별 영업수익 추이의 상관성이 높음을 보여준다. 특히 위탁매매부문과 IB부문 수익의 두 그룹 간 상관관계는 0.99와 0.94로 높은 수준이다. 자기매매부문의 경우는 상관관계가 0.66으로 높지는 않지만, 추이는 비슷한 모습을 알 수 있다. 자기자본 차이가 있는 만큼 파생결합증권이나 자기매매 관련 자산규모 차이로 인해 두 그룹 간 수익규모 차이가 발생한 것으로 보인다. 상품판매와 자산관리 부문의 영업수익은 2012년부터 큰 변화 없이 유지되고 있는 가운데, 높은 상관관계(2012~2019년 기간 중 0.9)를 나타내고 있다. 대형사와 그 외 증권사들의 부문별 영업수익은 규모의 차이가 있지만

전반적으로 비슷한 추이를 나타내고 있는 만큼, 증권사들의 사업 형태는 유사한 형태를 유지하고 있다고 볼 수 있다.

<그림 V-22> 국내 증권사 부문별 영업수익 추이



자료: 각사 영업보고서, 자본시장연구원

3) ROE 개선

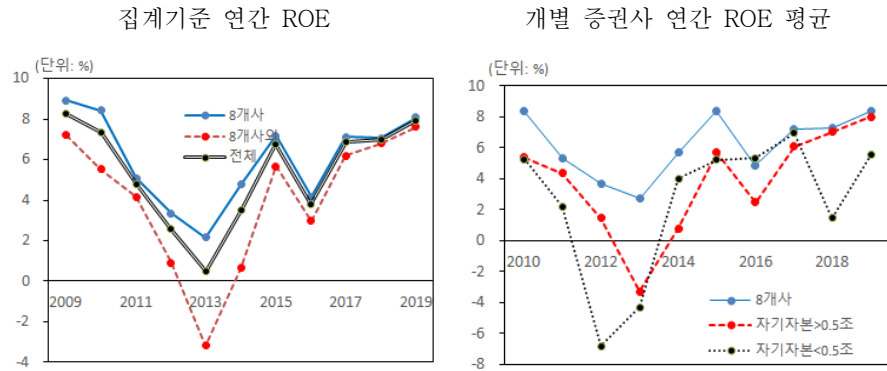
금융위기 이후 하락 추세를 나타내던 국내 증권업 수익성(ROE)은 2014년부터 상승세를 보이기 시작했다. 2013년 국내 경기 저점 이후 확장기에 접어드는 기간과 일치하며⁴⁵⁾, 국내 경기 확장기 동안 증권업 ROE는 7%대까지 회복하였다. 이후 2017년 국내 경기 정점 도달 이후 경기 수축기를 거치는 2018~2019년 기간에도 7%대의 ROE 수준을 보이며 국내 증권업의 수익성은 양호하게 유지되었다. 자기매매부문과 IB부문 영업수익이 증가하는 등 국내 증권업의 수익구조가 변화되면서 ROE는 2014년부터 꾸준히 개선되었다고 볼 수 있다.

<그림 V-23>에서 왼쪽 그림은 집계기준 ROE를 보여주며, 8개 대형사(2019년말 기준 종합금융투자사업자)와 중소형사 간 ROE 격차가 2013년까지 컸었지만, 2014년부터 감소함을 볼 수 있다. 오른쪽 그림은 증권사를 자산규모에 따라 세 그룹으로 구분하여 평균 ROE 추이를 비교하였다. 대형 8개사와 자기자본 5천억원 이상인 증권사들의 평균 ROE 차이는 2017년부터 현저히 감소하여 비슷한 수준을 나타내고 있다. 자기자본 규모가 5천억원 미만인 증권사들의 평균 ROE는 변동이 크기는 하지만, 전반적으로 2014년부터 증권사의 규모에 따른 평균적인 수익성 격차는 크지 않음을 알 수 있다.

<그림 V-24>의 왼쪽 그림은 증권사들을 세 그룹으로 구분하여 각 그룹 내에서 구성원들 ROE의 표준편차를 나타낸 그래프이다. 그룹별로 ROE 표준편차는 전반적으로 감소하는 추세를 보이며, 대형사 간의 ROE 격차는 다른 그룹들보다 상대적으로 작다고 볼 수 있다. 다른 증권사 그룹에서도 표준편차가 감소하는 모습을 볼 수 있으며, 이는 개별 증권사 간 ROE 격차가 점차 감소하고 있다고 해석할 수 있다. 또 다른 특징으로, <그림 V-24>의 오른쪽 그림에서 볼 수 있듯이 같은 그룹 내에서 ROE의 평균과 표준편차는 음(-)의 상관관계를 보인다. 즉 평균적으로 ROE가 낮았던 시기에 증권사 간 ROE 격차가 컸다고 해석할 수 있다.

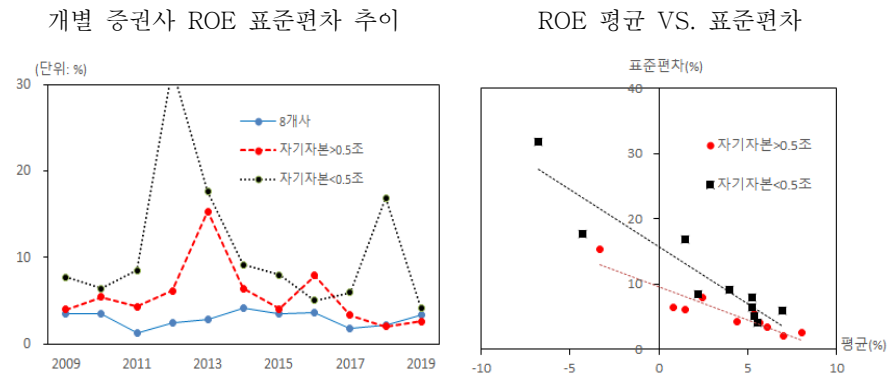
45) 국내 경기순환주기는 통계청 보도자료 ‘제10차 경기종합지수 개편 및 최근의 기준 순환일 설정 결과’를 참고하면 된다.

<그림 V-23> 국내 증권사 연간 ROE 추이



주 : 1) 집계기준 ROE는 해당 증권사들의 당기순이익과 자기자본을 더하여 산출
2) 개별 증권사 ROE 평균은 개별 증권사 연간 ROE의 평균값
자료: 각사 영업보고서, 자본시장연구원

<그림 V-24> 국내 증권사 ROE 표준편차 추이



주 : 동년도 개별 증권사들 ROE의 표준편차 추이, 오른쪽 그래프에서 대형 8개사는 제외
(대형 8개사의 ROE 평균과 표준편차의 상관성이 낮으므로, 그래프에 표시하지 않음)
자료: 각사 영업보고서, 자본시장연구원

나. 증권업 사업부문별 수익에 대한 금리의 영향 분석

과거 10년 동안 증권업 사업구조 및 수익구조 변화는 ROE 개선에 도움이 되었다. 본 절에서는 2010년 2분기(회계년도로 2010년)부터 2019년까지 분기 단위 자료를 이용하여 증권업 사업부문별로 영업수익 추이를 금리 변화와 연관지어 살펴본다. 자산운용사와 달리 증권사는 다양한 사업을 영위할 수 있기 때문에 회사별 특성 보다는 사업부문별로 금리의 영향을 살펴본다. 또한 증권사 규모별로 비교한 <그림 V-22>나 <그림 V-23>에서 보면 규모에 따른 특징 보다는 사업부문별로 유사한 흐름을 볼 수 있다. 상대적인 수익규모가 작고 2012년부터 큰 변화가 없는 상품판매 및 자산관리 부문은 분석에서 제외하였다.

1) 위탁매매부문

<그림 V-25>에서 볼 수 있듯이 2011년까지 연간 5조원 이상을 유지하던 국내 증권업 위탁매매부문 영업수익은 2012년부터 감소하였으며, 전체 영업수익에서 차지하는 비중도 감소하였다. 금융위기 이후 IT 발전과 함께 경쟁 심화에 따른 매매수수료율 하락 영향도 있었지만, 국내 주식시장의 부진⁴⁶⁾과 변동성 하락과도 연관되어 국내 주식 거래량이 감소함에 따라 위탁매매부문 수익이 감소하였다고 볼 수 있다.

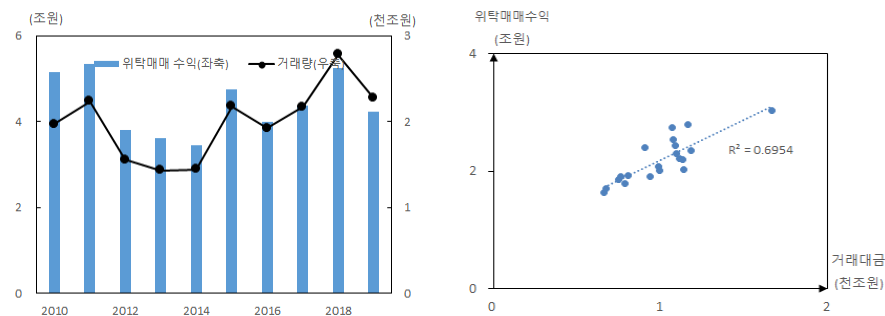
위탁매매부문 수익은 주로 국내 주식 거래에 연관되어 발생하게 되므로, <그림 V-25>에서 볼 수 있듯이 위탁매매 수익과 국내 주식시장 거래대금은 밀접한 관계가 있다. 2017년부터 국내 주식시장이 활기를 띠면서 거래량도 증가하였으나, 2018년 하반기부터 다시 주식시장이 부진하면서 거래량도 감소하고 위탁매매 수익도 하락하였다. 오른쪽 그림에서 국내 주식시장 거래대금과 위탁매매 수익은 높은 상관관계를 보인다. 신용융자

46) <그림 III-7>에서 볼 수 있듯이 KOSPI지수 총수익 지수는 채권형펀드보다 성과가 좋지 않다.

수수료(이자)도 위탁매매 수익에 영향을 주는데, 신용융자잔고가 증가할수록 거래대금도 같이 증가하는 경향을 보인다.

<그림 V-25> 위탁매매부문 수익과 주식시장 거래대금

위탁매매수익과 주식시장 거래대금 추이 위탁매매수익과 주식시장 거래대금 관계



주 : 왼쪽 그래프는 연간자료, 오른쪽그래프는 반기자료를 사용, 2012년까지는 3월결산이고 2013년부터 12월결산 반영
자료: Data-Guide, 자본시장연구원

위탁매매부문 수익을 분석하기 전에 먼저 국내 주식시장 거래대금의 요인을 살펴보고자 한다. 신용융자잔고 외에 국내 주식시장 거래대금의 주요 시장 요인으로서는 변동성을 들 수 있다. 보통 변동성이 커지면 거래 수요가 증가하게 된다. <표 V-13>은 국내 주식시장 거래대금을 종속변수로 설정하여 회귀분석을 시행한 결과를 보여준다. 신용융자잔고와 KOSPI지수 수익률 및 변동성이 유의하게 산출되며 금리 변화는 거래대금에 유의하게 영향을 주지는 않는다.

다음으로 <표 V-14>는 위탁매매부문 수익을 종속변수로 설정하고 금리 변화, KOSPI지수 수익률, 주식시장 거래대금⁴⁷⁾ 및 자기자본을 독립변수로 반영하여 회귀분석을 시행한 결과이다. 거래대금과 자기자본이 유의하게 나타

47) 위탁매매부문 수익에 대하여 주식시장 거래대금과 신용융자잔고를 독립변수로 하여 회귀분석을 시행하면 거래대금의 설명력이 더 높게 나오게 되는데, 두 변수 간 상관관계가 높은 점을 감안하여 거래대금만을 독립변수로 사용하였다.

나지만, 금리 변화는 위탁매매부문 수익에 유의하게 영향을 주지는 않는다. 회귀분석 결과처럼 금리 변화는 위탁매매부문 수익이나 주식시장 거래대금과 직접적인 연관성이 없을 수 있지만, III장에서 살펴본바와 같이 저금리의 장기화는 위험자산 수요를 증가시키면서 주식시장의 자금 유입을 발생시키는 하나의 요인으로 작용할 수 있다. 또한, 주식투자수요 확대는 신용융자잔고 증가에도 영향을 끼칠 수 있다.

<표 V-13> 거래대금 회귀분석 결과

(단위: 조원)

설명변수	상수	금리 변화(%)	KOSPI 수익률(%)	KOSPI 변동성(%)	신용융자 (평균)
계수 (t통계량)	52.79 (1.104)	61.15 (1.4)	4.6* (2.445)	10.64** (5.069)	44.93** (10.304)
P-Value	0.277	0.171	0.02	0.000	0.000

주: 1) 금리 변화는 국채 3년물 금리 변화이며 2010년 2분기부터 2019년까지 분기자료 사용
(샘플 수=39, 조정R² = 0.75)

2) *, **는 각각 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미

<표 V-14> 위탁매매부문 수익 회귀분석 결과

(단위: 조원)

설명변수	상수	금리 변화(%)	KOSPI 수익률(%)	거래대금	자기자본
계수 (t통계량)	0.800** (16.5)	-0.007 (-0.186)	0.001 (0.828)	0.0019** (24.103)	-0.016** (-12.43)
P-Value	0.000	0.853	0.413	0.000	0.000

주: 1) 금리 변화는 국채 3년물 금리 변화, 자기자본은 직전 분기와 당분기의 평균값,
2010년 2분기부터 2019년까지 분기자료 (샘플 수=39, 조정R² = 0.94)

2) *, **는 각각 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미

2020년 코로나19 감염확산 시기에 변동성이 상승하고 거래대금이 증가하면서 위탁매매부문 수익도 증가하였다. 특히 이 시기에 개인투자자자의

적극적인 참여로 주식시장으로 자금이 유입되고 거래대금 및 신용융자잔고도 급증하였으며, 2020년 상반기 위탁매매부문 수익은 3조원을 넘으며 반기 기준으로 최대 수준을 기록했다. 물론 저금리 외에 다양한 요인들이 이러한 현상에 영향을 주었겠지만, 안전자산보다 높은 투자수익을 추구하는 개인투자자의 주식시장 참여 증대는 위탁매매부문은 저금리 환경에서 증권업의 기회 분야가 될 수 있음을 보여준다. 여기에 최근 해외주식 거래량 증가도 위탁매매부문에 긍정적으로 작용할 것으로 예상된다.

2) 자기매매부문

자기매매부문 수익은 꾸준히 증가하는 추세를 보여 왔지만, 금융시장 상황에 따라 등락이 있었으며(<그림 V-27>), 증권사들 전체 영업수익 변동에 가장 큰 영향을 주었다(이석훈, 2018). 자기매매부문은 시장성 자산과 부채를 다루기 때문에 금융시장 변수에 따라 민감하게 손익의 변화가 발생하게 된다.

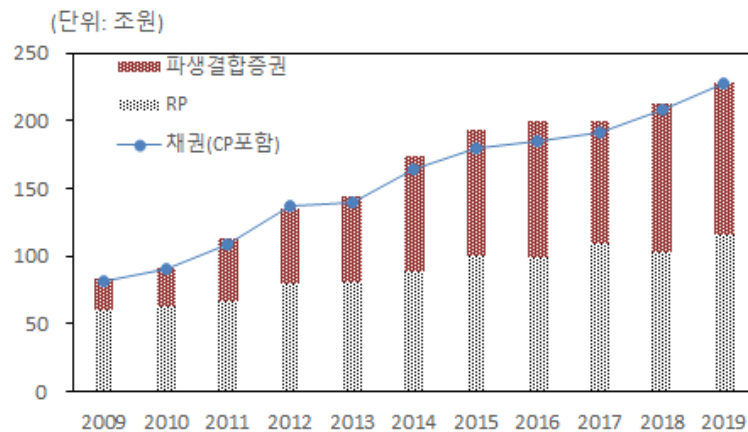
국내 증권사의 자산과 부채 구성 추이를 살펴보면 자산에서 채권 규모가 가장 크게 확대되었으며, 부채에서는 RP와 파생결합증권 증가폭이 크다(이석훈, 2020). RP와 파생결합증권은 고객에게 제공되는 금융상품으로 이와 연동하여 증권사에서 운용하는 채권 규모가 증가했다고 볼 수 있다. RP와 파생결합증권으로 조달한 부채는 주로 채권으로 운용되며⁴⁸⁾, 파생결합증권 헤지(hedge)를 위해 추가로 장내외 파생거래가 이루어진다. 이러한 과정에서 자연스럽게 증권사 자산에서 채권 항목이 증가하게 된다. 또한 금리 하락 추세에서 채권운용 수익도 증가하면서 채권은 증권사 자산의 가장 중요한 자리를 차지하게 되었다.⁴⁹⁾

48) 2019년말 기준 파생결합증권 헤지운용 자산 중 채권 규모가 파생결합증권 잔액 대비 70% 수준을 차지한다. 또한 고객 RP 금액의 105% 이상 채권 규모를 유지하면서 금리 하락기에는 적극적인 채권운용을 하기도 한다.

49) 증권사가 보유하고 있는 국채 등 고신용등급 채권은 장외파생거래나 대차거래 등 담보를 요구하는 거래에서 담보로 활용되고, RP 거래를 통하여 직접적으로 자금 조달에 활용되는 등 증권사의 다른 영업에도 활용된다. 이처럼 채권 규모 확대는

<그림 V-26>은 증권사 부채 중 파생결합증권 및 RP 규모와 자산 중 채권 규모 추이를 나타낸 그래프이며, 자산과 부채 항목들의 규모가 비슷한 추이임을 볼 수 있다. 파생결합증권과 고객 RP운용을 하면서 채권 운용의 자금이 확보되었고, 금융위기 이후 금리 하락세가 지속되면서 채권 운용성과가 좋아졌다. 이러한 사업 확장은 채권 규모와 연관되어 자기매매 부문 수익 개선에 큰 도움을 주었다고 볼 수 있다. 2009년말 3.88%였던, 국채 3년물 금리는 2019년말 1.36%까지 하락하였는데, 듀레이션을 약 2.8로 감안하면 국채 3년물 기준으로 자본이득(capital gain)만 7% 수준이 된다. 물론 보유 채권들은 고객 상품에 연동되어 있기 때문에 언급한 자본이득을 모두 수익으로 얻을 수는 없지만, 적극적인 채권운용은 금리 하락 기간에 자기매매부문 수익 개선에 긍정적인 영향을 주었다고 추정해 볼 수 있다.

<그림 V-26> 채권 및 부채(RP, 파생결합증권) 규모 추이

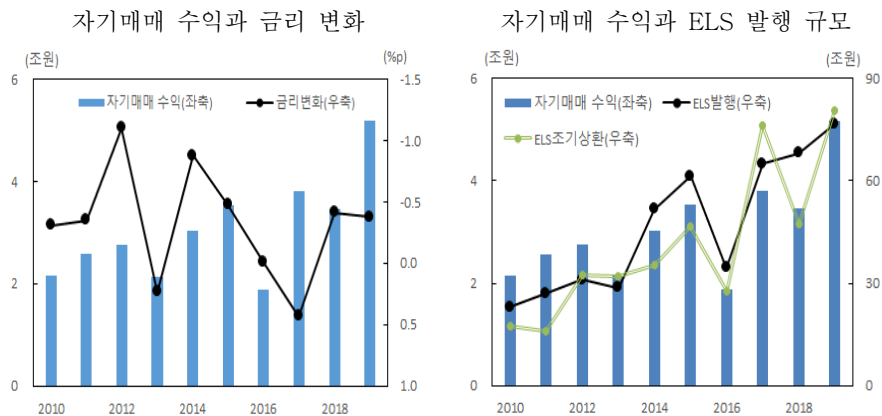


주 : RP 규모는 대고객과 기관간 거래 합산
 자료: 금융투자협회

다른 사업 확장에도 도움이 되었다.

그럼에도 불구하고, <그림 V-27>의 왼쪽 그래프를 보면, 금리 변화⁵⁰⁾와 자기매매부문 수익의 상관성은 크지 않아 보인다. 자기매매 수익을 자기자본으로 표준화한 값과 금리 변화의 관계를 살펴보면, <그림 V-28>의 왼쪽 그림과 같이 음(-)의 관계가 나타나긴 하지만(금리가 하락하면 수익 증가) 설명력이 크지는 않음을 볼 수 있다. 금리 변화를 국채 3년물 또는 10년물 금리 변화로 사용하여도 비슷한 결과를 얻는다.

<그림 V-27> 자기매매 수익과 금리 변화 및 ELS 발행 규모 추이



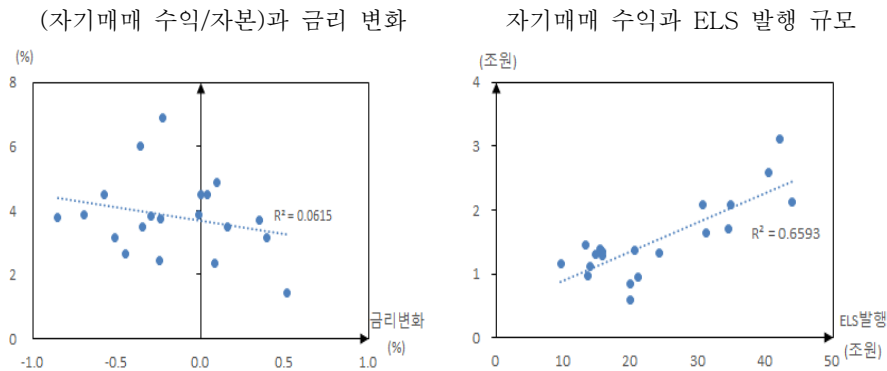
주 : 2012년까지 3월결산 기준이며 이후는 12월결산 기준, 금리 변화는 국채 3년물과 10년물 금리 변화의 평균이며 축을 반대로 표시
 자료: 금융투자협회, 예탁결제원, 자본시장연구원

한편, 채권 외에 자기매매부문 수익에 영향을 주는 사업으로 ELS 운용을 들 수 있다. 파생결합증권 중에서 ELS는 잔액 기준으로 2015년부터 50% 정도 비중을 차지하고 있지만, ELB(Equity Linked Bonds)는 퇴직연금 상품으로 주로 사용되고, DLB(Derivative Linked Bonds)는 기관투자자 상품으로 제한적으로 사용되므로 실질적인 시장 비중은 50%보다 크다고 볼 수 있다. 또한 원금 보장 구조인 ELB나 DLB의 운용 시 발행사의 손익

50) 금리 변화는 국채 3년물과 10년물 금리 변화의 평균을 사용하였다

변동성이 상대적으로 작다. 따라서 파생결합증권 중에서 ELS가 실질적으로 가장 큰 부분을 차지하며, 발행하고 운용하는 증권사에게 끼치는 영향도 크다고 볼 수 있다. 2015년부터는 50조원 내외로 ELS 잔액이 유지되어 왔는데(2020년말은 37.1조원으로 축소), 2% 정도만 운용 손실이 발생한다고 가정하면 손실 규모가 1조원 정도나 된다.⁵¹⁾ ELS 운용 과정에서 발생했던 손실은 2016년과 2020년 1분기에 국내 증권사 자기매매부문 수익 부진의 주요 원인으로 볼 수 있다.⁵²⁾

<그림 V-28> 자기매매 수익과 금리 변화 및 ELS 발행 규모 관계



- 주 : 1) 세로축은 각각 '자기매매수익/자본'과 '자기매매수익'을 표시
 2) 2010~2019년까지 반기 단위로 수익 산출
 (2012년까지 3월결산 기준이며 이후는 12월결산 기준)
 3) 금리 변화는 국채 3년물과 10년물 금리 변화의 평균

자료: 금융투자협회, 예탁결제원, 자본시장연구원

국내 ELS는 주로 조기상환형 스텝다운 구조로, 기초지수들이 안정적으로 유지되는 가운데 조기상환이 발생하며, 이러한 상황에서 ELS 운용

51) 2020년 1분기 파생결합증권 발행 및 운용손익은 -0.9조원이며(금융감독원, 2020.7.2), 판매수익이나 다른 파생결합증권을 제외한 ELS 운용수익만 반영한다면 그보다 더 클 것으로 예상된다.

52) 2016년은 채권 금리 상승도 자기매매부문 수익에 부정적인 영향을 주었다.

수익이 양호하게 나타난다. 또한 조기상환이 잘 되는 시기에는 신규 발행도 활발하게 된다. 실질적으로 ELS 관련 수익이나 시장 상황을 추정하기 어려운 면이 있지만, 스텝다운 ELS의 특징을 감안하면 ELS 조기상환 규모나 신규발행 규모를 ELS 관련 손익이나 시장 상황과 연관된 변수로 사용해 볼 수 있다. <그림 V-27>의 오른쪽 그래프는 국내 증권사 자기매매부문 수익과 ELS 조기상환 및 신규발행 규모 추이를 나타낸 그래프이며, ELS 조기상환 또는 신규발행 규모는 자기매매부문 수익 변동과 비슷한 추이를 보인다. 즉, ELS 시장 상황과 연관된 ELS 조기상환 또는 신규발행 규모는 자기매매부문 수익의 주요 요인으로 감안해 볼 수 있다. <그림 V-28>의 오른쪽 그래프에서도 자기매매부문 수익과 ELS 발행규모는 정(+)의 관계이며, 설명력도 크다고 볼 수 있다.

<표 V-15> 자기매매부문 영업수익 회귀분석 결과

(단위: 조원)

설명변수	상수	금리변화 (%)	KOSPI 수익률(%)	자기자본	ELS발행
계수 (t통계량)	0.085 (0.455)	-0.497** (-4.438)	0.023** (4.66)	0.002 (0.417)	0.044** (6.381)
P-Value	0.652	0.00	0.00	0.679	0.00

주: 1) 금리 변화는 국채 3년물과 10년물 금리 변화의 평균, 자기자본은 직전 분기와 당 분기의 평균값, 2010년 2분기부터 2019년까지 분기자료
(샘플수=39, 조정R² = 0.75)

2) *, **는 각각 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미

이러한 점을 감안하여 금리 변화 외에 ELS 신규발행 규모를 포함하여 금리 변화, KOSPI지수 수익률, 자기자본을 독립변수로 설정하고 자기매매부문 수익을 종속변수로 회귀분석을 시행해 보면 금리 변화가 유의하게 산출된다(<표 V-15>). 자기매매부문 수익과 ELS 발행 규모를 자기자본 규모로 표준화해서 회귀분석을 하여도 금리 변화는 유의하게 나타난다. KOSPI지수 수익률도 유의하게 나타나는데, 지수 상승은 ELS 상환과 연관되어

자기매매부문 수익에 영향을 주는 것으로 볼 수 있다.⁵³⁾ 금리 변화는 국채 3년물과 10년물 금리 변화의 평균을 사용하였으며, 금리 1%p 하락에 대한 자기매매 부문 수익의 민감도는 +0.5조원 수준이다.

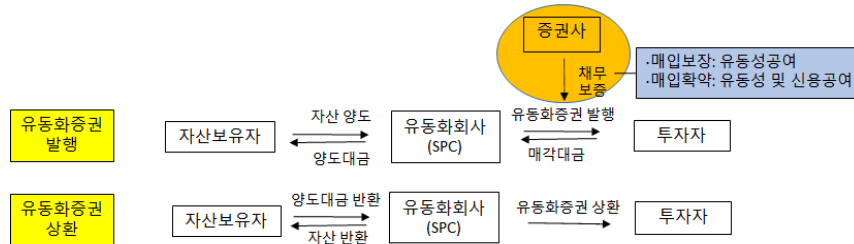
정리하자면, 금리 변화와 ELS 운용 상황은 국내 증권업 자기매매부문 수익의 주요 요인으로 추정할 수 있다. 금리가 하락하여 저금리 시대가 되는 과정에서 ELS 사업이 확장되었고, 채권 규모 증가와 함께 채권운용 수익도 양호하게 되면서 국내 증권업은 자기매매부문에서 꾸준한 실적을 거두었다고 볼 수 있다.

3) IB부문

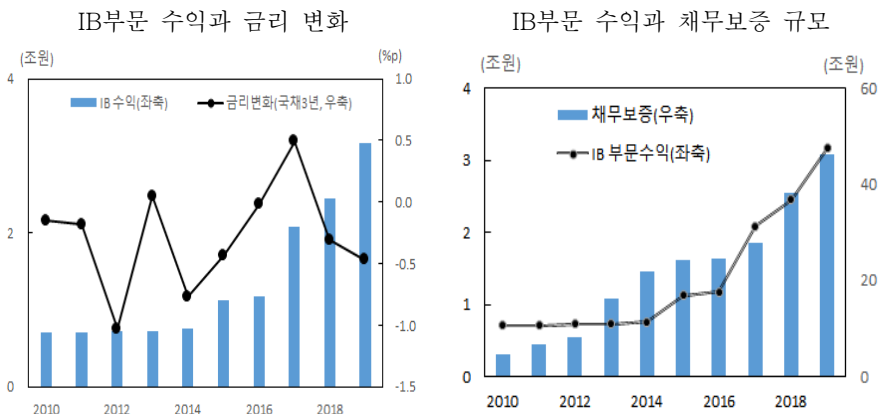
위탁매매 및 자기매매 부문과 달리 IB부문 수익은 2010년부터 큰 등락 없이 꾸준한 상승세를 보여 왔다<그림 V-30>. 이 시기의 IB부문 수익 증가와 연관된 사업은 채무보증과 대출채권 매입을 들 수 있다. 저금리 추세와 함께 꾸준히 자산(채무보증 포함)이 증가하며 IB부문 영업수익도 증가했다. 채무보증 수익 구조 예시는 <그림 V-29>와 같다. 일반적으로 고정금리 채권(대출)을 담보로 유동화증권을 발행하여 단기금리로 자금을 조달하는 구조이며, 이 과정에서 증권사들은 자산의 이자(또는 쿠폰)와 조달 금리 차이만큼 수익을 얻게 된다. 증권사들은 채무보증을 제공하여 유동화증권의 신용을 보강하고, 투자자는 신용위험 부담을 줄이며 유동화증권에 투자할 수 있다. 유동화증권 발행 없이 자금을 직접 조달하여 대출채권 매입(또는 직접 대출)을 할 수도 있다. 위험이 적고 수익이 높은 자산의 발굴과 함께 비용이 적은 자금조달 여건은 IB부문 수익에 중요한 요인이 된다. 반면, 자금조달 과정에 문제가 발생하거나 조달 비용이 갑자기 커지게 되면 손실을 입을 수 있다.

53) ELS 조기상환과 신규발행 규모 중에서 ELS 신규발행 규모를 독립변수로 이용하였다. ELS 조기상환과 신규발행 규모는 상관관계가 높은(0.85) 점과 ELS 신규발행 규모가 금리 변화 및 KOSPI 수익률과 상관관계가 더 낮은 점을 감안하였다. ELS 조기상환 규모를 사용하여도 금리 변화는 유의하게 나타난다.

<그림 V-29> 채무보증 구조 예시



<그림 V-30> IB부문 수익과 금리 변화 및 채무보증 규모 추이



주 : 2012년까지 3월결산 기준이며 이후는 12월결산 기준
 자료: 금융투자협회, 금융감독원, 자본시장연구원

금리가 하락하면서 자산의 이자수입 감소분보다 조달금리가 하락하는 효과로 IB부문 수익은 자산 확대와 함께 증가하였다. 은행의 경우에 금리가 하락하면 예대마진이 감소하게 된다. 운용자산 이자수입(대출 금리)의 하락 대비 수신금리 하락이 작기 때문에 이자마진이 감소하는 구조이다. 0% 수준의 저비용 수신은 금리가 하락하여도 수신비용이 감소하는데 한계가 있기 때문이다. 은행과 달리 증권사들은 자본시장에서 자금을 조달하는

구조이다. 채권(전단채 포함) 발행, 자산유동화증권 발행, 또는 보유채권을 이용한 RP 매도 거래로 자금을 조달하게 되는데, 저금리 상황에서 오히려 시중 유동성 증가 효과로 자금조달이 수월할 수 있다(<그림 V-20> 유동성 추이 참고). 증권사의 입장에서 보면, 조달 및 운용 금리가 동시에 하락하게 되면서, 저금리는 IB부문 이자마진(조달과 운용금리의 차이)에 크게 부정적으로 작용하지는 않았으며 오히려 자금조달 여건을 양호하게 유지시켰다고 볼 수 있다.

<그림 V-31> 신용스프레드(A-등급 1년) 추이



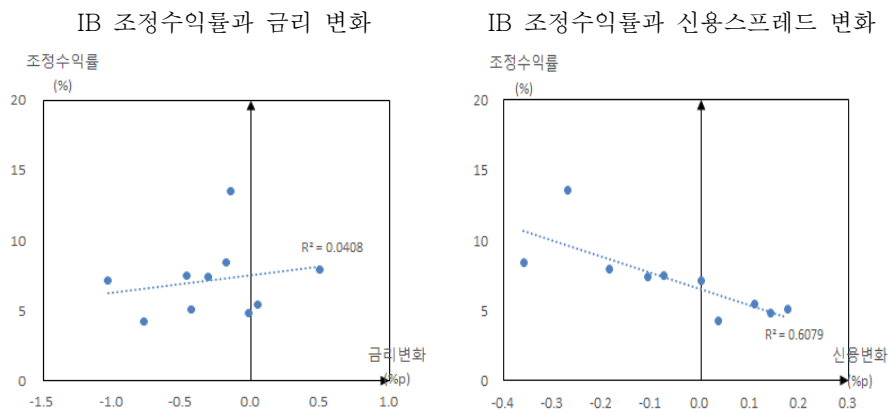
주 : 신용스프레드는 시가평가 수익률 기준으로 무보증회사채 A-등급 1년물 금리에서 국채 1년물 금리를 차감하여 산출
자료: 금융투자협회

자기매매부문 자산(또는 부채)과 달리 IB부문 자산(부채)은 금리 변화에 따라 평가손익이 바로 반영되지 않으므로 금리 변화가 수익에 직접적으로 영향을 주지 않을 수 있다.⁵⁴⁾ 금리 하락은 이자마진 감소에 영향을 주기는 하겠지만, 보통 신용위험을 포함한 고정금리 자산을 보유하게 되는 점을

54) 이자율스왑 등을 사용하여 금리 변화에 대하여 헤지하기도 한다. 결국 보유자산 이자와 조달금리 차이가 중요하다.

감안한다면, 신용시장 상황 및 조달금리의 변화에 의해서 IB부문 수익이 결정된다고 볼 수 있다. 직접적으로 자산을 운용하지 않는 인수, M&A 자문 등의 사업도 신용 및 자금조달 시장 상황이 양호할수록 좋은 성과를 얻을 수 있을 것이다. 이러한 점들을 종합해 보면, IB부문 사업에서 신용스프레드나 자금조달시장(주로 단기자금시장) 상황이 중요한 요인이 될 수 있다. <그림 V-31>은 A-등급 1년물 신용스프레드 추이를 나타낸 그래프이다. 신용스프레드는 시가평가 수익률 기준으로 무보증회사채 A-등급 1년물 금리에서 국채 1년물 금리를 차감하여 산출하였다. 2017년부터 신용스프레드는 감소세를 보이는데, 이 시기 동안 IB부문 수익 증가와 관련되는 것으로 추정된다.

<그림 V-32> IB부문 조정수익률과 금리 및 신용스프레드 변화



주 : 조정수익률은 IB부문 영업수익을 채무보증 규모로 나눈 비율, 채무보증 규모는 직전기와 당기의 평균값을 반영(2010~2019년 연간 결산자료)
 자료: 금융투자협회, 자본시장연구원

IB부문 영업수익은 위탁매매나 자기매매 부문과 달리 꾸준히 증가하였는데, 채무보증 등 IB 관련 자산의 증가와도 관계가 있기 때문에 분석을 위하여 자산을 반영한 조정수익률을 도입하였다. 조정수익률은 IB 자산이

채무보증 규모와 비슷한 비율로 증가함을 가정하고 IB부문 영업수익을 채무보증 규모로 나누어서 산출해 보았다. <그림 V-32>는 2010~2019년 기간 중 연간 금리 변화 및 신용스프레드 변화와 조정수익률의 관계를 나타낸 그래프이다. IB부문 조정수익률은 신용스프레드 변화와 연계성이 있는 것으로 나타나며, 신용스프레드가 하락하는 상황에서 IB부문 수익성이 높아진다고 볼 수 있다.

<표 V-16>은 분기 기준 IB부문 영업수익에 대한 회귀분석 결과를 나타낸다. 첫 번째 표는 수익 금액을 종속변수로 하여 채무보증 규모, 금리 변화, 신용스프레드 변화, KOSPI지수 수익률을 독립변수로 사용하였다. 자기자본 규모는 채무보증과 상관관계가 0.9 이상으로 제외하였다. 채무보증 규모 외에 신용스프레드 변화의 영향이 유의하게 나타나며, 신용스프레드 1% 하락에 대한 민감도가 +0.37조원이다. 두 번째 표는 조정수익률을 종속변수로 사용한 회귀분석 결과이다. 자기자본을 설명변수로 추가하였는데, 역시 신용스프레드 변화가 유의하게 산출된다. 두 가지 회귀분석 모두 금리나 KOSPI지수 수익률은 유의하지 않은 것으로 나타난다.

결과적으로 금리 변화보다는 신용스프레드 변화가 IB부문 수익에 영향을 주는 주요 요인으로 볼 수 있다. 저금리 환경에서 유동성이 풍부하고 자금조달 여건이 양호한 상황이 지속된다면, IB부문은 좋은 성과를 유지할 수 있을 것이다. 또한, 신용스프레드도 감소한다면 IB부문 수익성이 더욱 높아질 수 있다. 결국 금리 변화에 의한 직접적인 영향보다는 금융이나 경제 상황에 따라 금리가 자금시장이나 신용시장에 주는 영향을 주의 깊게 볼 필요가 있다.

<표 V-16> IB부문 수익 회귀분석 결과

영업수익

(단위: 조원)

설명변수	상수	채무보증	금리변화 (%)	신용스프레드 변화 (%)	KOSPI 수익률 (%)
계수 (t통계량)	-0.025	0.019**	0.096	-0.371*	-0.001
	(-0.719)	(12.565)	(1.314)	(-2.108)	(-0.224)
P-Value	0.477	0.00	0.198	0.043	0.824

주: 1) 금리 변화는 국채 3년물 금리 변화, 채무보증 규모는 직전 분기와 당분기의 평균값, 2010년 2분기부터 2019년까지 분기자료
(샘플수=39, 조정R² = 0.81)

2) *, **는 각각 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미

조정수익률(%)

설명변수	상수	자기자본 (조원)	금리변화 (%)	신용스프레드 변화 (%)	KOSPI 수익률 (%)
계수 (t통계량)	2.818**	-0.024	0.575	-3.51**	-0.003
	(4.067)	(-1.415)	(1.076)	(-2.756)	(-0.139)
P-Value	0.00	0.166	0.289	0.01	0.89

주: 1) 금리 변화는 국채 3년물 금리 변화, 채무보증 규모와 자기자본은 직전 분기와 당분기의 평균값, 2010년 2분기부터 2019년까지 분기자료
(샘플수=39, 조정R² = 0.17)

2) *, **는 각각 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미

다. 요약 및 시사점

본 연구에서는 우리나라에서 저금리 기조가 본격화된 글로벌 금융위기 이후 국내 증권업의 주요 변화를 정리하고, 사업부문별 영업수익과 금리 변화의 관계에 대해 살펴보았다. 그 주요 내용을 요약하면 다음과 같다.

글로벌 금융위기 이후 국내 증권업의 주요 변화는 외형 성장과 수익구조

다변화를 들 수 있다. 정책이나 제도적인 요인도 있었지만, 저금리와 풍부한 유동성 여건은 증권사들의 대형화와 자산 규모 확대 과정에서 도움을 준 것으로 판단된다. 수익성 측면에서 보면, 금융위기 이후 하락 추세를 나타내던 국내 증권업 ROE는 2014년부터 상승세를 보이기 시작했다. 위탁매매 부문 위주의 수익구조에서 벗어나 증가한 자기자본을 바탕으로 자기매매 부문과 IB부문의 수익이 크게 증가하는 등 수익구조 다변화가 증권사의 수익성을 개선하는 역할을 하였다.

사업부문별 금리의 영향을 살펴보면, 금리 변화는 위탁매매부문 수익에 유의하게 영향을 주지는 않았다. 금리 변화는 위탁매매부문 수익이나 주식시장 거래대금과 직접적인 연관성이 없을 수 있다. 향후 저금리 환경은 위험자산 수요를 증가시키면서 주식시장의 자금 유입을 발생시키는 하나의 요인으로 작용할 수 있으며, 신용융자잔고도 증가하는 데 영향을 끼칠 수 있다. 2020년 코로나19 감염확산 시기에 변동성이 증가하고 거래량이 증가하면서 위탁매매부문 수익도 증가하였다. 특히 이 시기에 개인투자자들의 적극적인 주식시장의 참여가 발생하였다. 과거 10년 동안의 부진에서 벗어나 역동성을 보이고 있는 국내 주식시장 상황이 장기적으로 유지된다면, 저금리 환경은 위탁매매부문의 기회가 될 수 있다.

금리의 추세적인 하락은 국내 증권업 자기매매부문 수익 증가에 영향을 주었다. 저금리로 되는 과정에서 ELS를 포함한 파생결합증권 사업이 확대되었고, 채권 규모도 크게 증가하였다. 자기매매부문 수익은 ELS 운용 환경과 금리 변화에 영향을 받으며, 금리 1%p 하락에 대한 민감도가 +0.5조원 정도로 추정된다. 한편, 향후 자기매매부문은 기회 보다는 위험요인이 클 것으로 예상된다. 저금리 환경에 접어들면서 국채 3년물 금리는 2020년말 1% 수준으로 이전처럼 큰 폭의 금리 하락을 기대하긴 어렵기 때문이다. 규제와 시장 환경 변화로 ELS 사업도 확대되긴 어려울 것으로 예상되며 ELS 운용과정에서도 이전보다는 수익성이 떨어질 가능성이 크다. 따라서 지속적으로 새로운 상품개발이나 전략을 수립할 필요가 있어 보인다.

금리 변화는 국내 증권업 IB부문 수익에 유의하게 영향을 주지는 않았지만,

저금리 환경으로 인한 시중 유동성 증가와 자금조달 여건의 안정은 IB부문에 긍정적인 영향을 주었을 것으로 판단된다. 분석 결과 신용스프레드 변화가 IB부문 수익에 유의하게 영향을 끼쳤으며, 신용스프레드 1%p 하락에 대한 IB부문 수익 민감도는 +0.37조원 정도로 추정된다. 저금리와 시중 유동성이 풍부한 환경, 안정적인 신용시장은 IB 사업 부문에 우호적이라고 볼 수 있지만, 운용 자산이 증가한 상황에서 자금조달 시장 상황의 악화와 유동성 위험의 급등은 위험요인으로 작용하게 된다.

살펴본 바와 같이 저금리는 증권사 사업에 직접적으로 영향을 끼치기도 하지만, 시중 유동성이나 자금시장 여건, 투자상품 수요에 영향을 주면서 간접적으로 여러 사업에 영향을 끼칠 수 있다. 저금리가 장기간 지속될 전망이다. 상황에서 국내 증권사는 금리가 하락하는 과정에서 강점이 되었던 사업들에 대한 점검을 하여야 하고, 저금리 환경이 유지되는 가운데 금융투자상품 수요 변화, 금융시장과 실물경제의 추이를 관찰하면서 전략을 준비할 필요가 있다.

3. 저금리 시대의 금융투자상품

개인투자자 또는 가계는 기관투자자에 비해 금융자산 규모가 작고, 이를 효율적으로 운용할 수 있는 조직이나 체계를 갖추고 있지 못하기 때문에 일반적으로 은행, 증권사, 자산운용사 등 금융회사에서 판매 또는 제공하는 금융투자상품 및 자산관리 서비스를 이용하게 된다.⁵⁵⁾ 따라서 펀드, 파생결합증권 등과 같은 금융투자상품은 개인투자자 또는 가계가 금융자산을

55) 자본시장법 제3조 제1항에 따르면 금융투자상품은 이익을 얻거나 손실을 회피할 목적으로 현재 또는 장래의 특정 시점에 금전, 그 밖의 재산적 가치가 있는 것을 지급하기로 약정함으로써 취득하는 권리로서 그 권리를 취득하기 위해 지급하였거나 지급해야 할 금전 등의 총액이 그 권리로부터 회수하였거나 회수할 수 있는 금전 등의 총액을 초과하게 될 위험이 있는 것을 지칭한다. 즉, 금융투자상품은 원본손실 가능성이 있는 금융상품을 의미한다.

관리하고 증식할 수 있는 핵심 수단 중 하나이다. 그럼에도 불구하고 글로벌 금융위기 이후 국내 주식시장은 한동안 정체되었고, 금융투자상품 관련 사건·사고도 이어졌으며, 코로나19 감염이 확산되면서 금융시장이 크게 요동치기도 하였다. 이 점에서 과연 국내 금융투자상품이 자산관리 수단으로서 제 기능을 했는지 되짚어볼 필요가 있다.

금융투자상품 또는 이를 활용한 자산관리 서비스의 수익률은 그 특성상 시장금리에 따라 좌우된다. 그러므로 잠재성장률 저하에 따른 시장금리 하락은 금융투자상품 운용수익률에 영향을 미치며, 이에 따라 개인투자자 및 가계의 투자행태가 바뀔 수 있다. 예를 들면, Ⅲ장에서 살펴본 바와 같이 시장금리 하락은 자산가격 상승으로 이어져 위험자산 투자를 늘릴 수 있다. 반면, 시장금리 하락이 잠재성장률 하락에 기인할 경우 자산가격에 부정적인 영향을 끼쳐서 개인투자자 및 가계는 위험자산 투자를 기피할 수 있다. 또한, 시장금리 하락은 무위험수익률의 하락을 의미하기도 하므로 개인 및 가계가 안전자산에 투자하여 하방위험을 최소화 하더라도 수익률의 하락은 불가피하며, 노후준비에도 차질을 빚을 수 있다. 이에 이 절에서는 투자자 중 개인 및 가계에 초점을 두고 저금리 시대에 필요한 금융투자상품의 특성 및 향후 과제에 대해 논의한다.

가. 국내 가계의 금융투자상품 보유 현황 및 주요 특징

1) 금융투자상품 비중 감소 대비 현금·예금 중심의 자금운용

<그림 V-33>은 자금순환표에 기초하여 2008년 이후 가계 및 비영리 법인의 금융자산 비중 및 구성 추이를 보여주고 있다.⁵⁶⁾ 이에 따르면, 가계 및 비영리법인의 전체 자산에서 금융자산이 차지하는 비중은 2008년 28.9%에서 2019년 35.6%로 증가하였다. 금융자산을 크게 현금 및 예금,

56) 한국은행에서 발표하는 자금순환표는 2008년 분류체계가 바뀌면서 그 이전 시기와는 데이터의 정합성을 유지하기 어려워졌다. 이에 본 연구에서는 2008년 이후에 한정된 결과만을 제시한다.

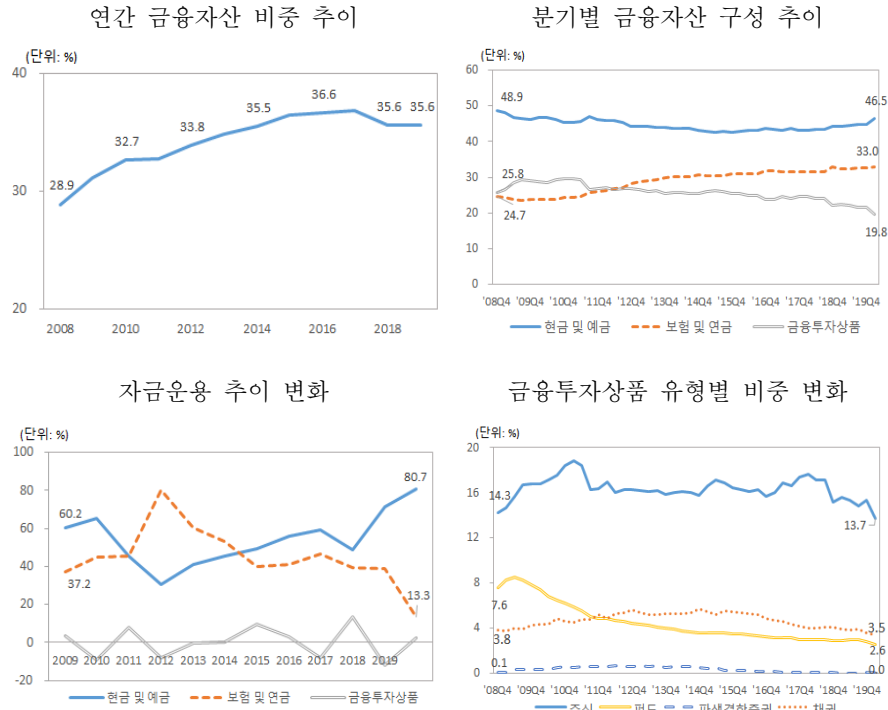
보험 및 연금, 금융투자상품 등으로 나누어보면, 금융자산별 비중 변화는 다음과 같다.

우선, 현금 및 예금 비중은 2008년 48.9%에서 2019년 44.8%로 감소하였으나, 코로나19로 인해 금융시장 불안이 가중된 2020년 1분기에는 비중이 증가하여 46.9%를 기록하고 있다. 보험 및 연금 비중은 인구 고령화가 진전되면서 2008년 24.7%에서 2020년 1분기 33.0%로 꾸준히 증가하고 있다. 마지막으로 금융투자상품의 비중은 2008년 25.8%에서 2009년 3분기 29.3%까지 증가했으나, 이후 지속적인 감소추세를 보이면서 2020년 1분기 19.8%를 기록하고 있다. 즉, 가계 및 비영리법인의 금융자산에서 보험 및 연금자산이 꾸준히 증가하고 있는 반면 금융투자상품은 글로벌 금융위기 이후 최저 수준을 기록하고 있는 것이다.

자금운용 추이를 보면, 현금 및 예금은 2008년 60.2%에서 2012년 30.7%로 감소하였다가 이후 증가추세를 보이면서 2020년 1분기에는 80.7%로 2008년 이래 가장 높은 수준을 보이고 있다. 동 기간 보험 및 연금 비중은 2008년 37.2%에서 2012년 80.3%로 급증한 뒤 감소추세로 반전되면서 2020년 1분기 13.3%를 기록하고 있다. 즉, 가계 및 비영리법인은 글로벌 금융위기 이후 보험 및 연금의 운용 비중을 늘렸다가 공교롭게도 기준금리 및 시장금리가 하락하기 시작하는 2012년 이후 다시 현금 및 예금 위주로 자금운용을 하고 있는 것이다. 이로 미루어보면, 저금리 기조가 심화된다고 해서 가계 및 비영리법인이 쉽사리 금융투자상품 보유를 늘리기는 어려울 것으로 판단된다.

한편, 가계 및 비영리법인이 보유한 금융투자상품은 대부분 주식, 채권, 펀드로 구성되어 있다. 주식의 경우 시기별로 다소 변동은 있으나 금융투자상품에서 차지하는 비중이 2008년 14.3%에서 2008년 이후 가장 낮은 수준인 2020년 1분기 13.7%로 감소하였다. 채권의 비중은 2020년 1분기 3.5%로 2008년 3.8%보다 소폭 낮은 수준을 기록하고 있다. 펀드는 2008년 7.6%에서 2009년 한 때 8.5%까지 상승한 후 이후 급격히 감소하여 2020년 1분기에는 2.6%에 그치고 있다. 따라서, 글로벌 금융위기 이후 나타나는 가계 및 비영리법인의 금융투자상품 비중 감소는 대부분 펀드투자 감소에 기인하는 것으로 보인다.

<그림 V-33> 가계 및 비영리법인의 금융자산 보유 현황



주 : 금융자산 비중은 가계 및 비영리법인의 금융자산 규모를 자산 규모로 나눈 값
 자료: 한국은행 자금순환표, 국민대차대조표

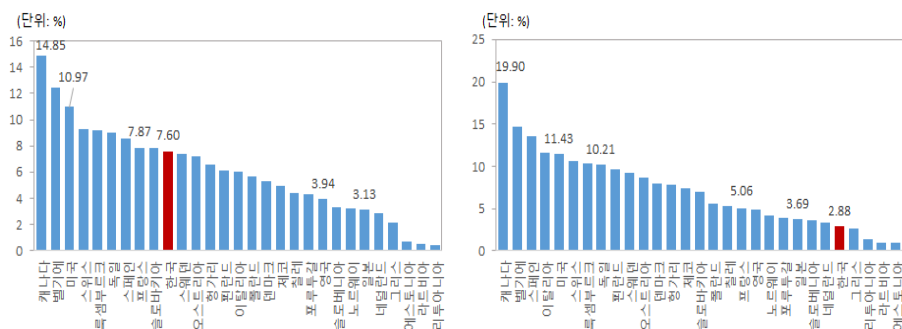
2) 국제적으로 낮은 가계의 펀드보유 비중

국내 가계의 펀드투자 기피현상은 국제 비교를 하더라도 이례적이다. 2008년만 하더라도 국내 가계 및 비영리법인의 금융자산에서 펀드가 차지하는 비중은 프랑스와 유사한 7.6%로 OECD 국가 중 중상위권에 해당하였다. 그런데 2018년을 기준으로 보면, 이 비중은 그리스의 2.59%보다 다소 높은 2.88%로 최하위권에 해당한다.

<그림 V-34> 가계 및 비영리법인의 펀드 보유 비중 국제 비교

2008년 기준

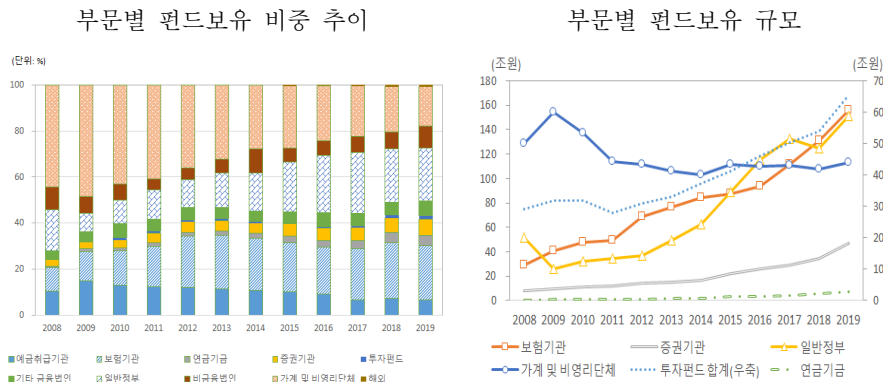
2018년 기준



자료: OECD

이처럼 가계의 펀드 보유 비중이 크게 낮아지면서 펀드를 가장 많이 보유하고 있는 주체도 가계 및 비영리법인에서 보험사, 증권사, 연금기금 등을 비롯한 금융법인으로 변화하였다. 2008년 기준 자금순환표상 부문별 펀드 보유 현황을 보면, 가계의 비중이 44.3%로 가장 높았으며, 그 다음으로는 금융법인 28.1%(보험사 10.1%, 예금취급기관 10.4% 등), 일반정부(국민연금) 17.7%, 비금융법인 10.0%의 순이었다. 그런데 이후 가계의 펀드투자 기피로 가계 및 비영리법인의 펀드보유 규모는 2008년 129조원에서 2019년 113조원으로 감소하였다. 반면 보험사, 연금기금, 증권사 등을 중심으로 한 금융법인의 펀드보유 규모가 크게 늘면서 동 기간 금융법인의 펀드보유 규모는 112조원에서 366조원으로 3배 이상 증가하였다. 그 결과 2019년에는 펀드 보유 비중이 금융법인 49.5%(보험사 23.8%, 증권사 7.2%, 기타 금융법인 6.4%, 연금기금 4.3% 등), 일반정부(국민연금) 23.1%, 가계 및 비영리법인 17.3%, 비금융법인 9.5%의 순으로 변화하였다.

<그림 V-35> 부문별 연간 펀드 보유 현황



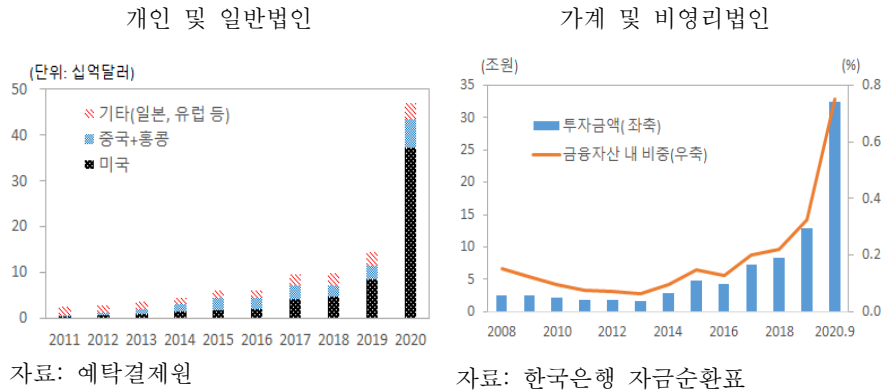
자료: 한국은행 자금순환표

3) 해외 및 대체 자산에 대한 투자 증가

글로벌 금융위기 이후 가계 및 개인투자자들의 펀드투자가 크게 감소한 것과는 달리 국내 개인투자자들의 해외투자는 꾸준히 증가하고 있다. 투자 방식도 펀드투자와 같은 간접투자가 크게 줄면서 주식이나 채권을 매입하거나 해외파생상품시장에서 거래를 하는 직접투자가 늘고 있다.⁵⁷⁾ 이는 국내 금융투자회사들이 해외 유가증권이나 파생상품 중개영업을 확대한 영향이 크다. 일례로 2016년까지 국내 투자자들의 해외 직접투자는 브라질 채권 위주였다. 비록 브라질 헤알화의 높은 환율 변동 위험이 문제가 되었지만, 10% 이상의 높은 쿠폰 조건과 비과세 혜택으로 높은 고정 이자 수익을 얻을 수 있는 투자처로 인기를 끌었기 때문이다. 이후 2017년부터 개인투자자들의 해외 주식 직접투자규모가 크게 증가하기 시작하고 해외 주식은 국내 개인투자자들의 주요 해외 자산으로 자리 잡았다(금융감독원, 2020. 10. 27).

57) 금융감독원 보도자료(2020. 10. 27)에 따르면, 2017년부터 개인투자자들의 해외 주식형 펀드 및 채권형펀드 투자 규모는 감소한다.

<그림 V-36> 가계 및 개인투자자의 해외주식 투자규모 추이



이를 보다 자세히 보면, <그림 V-36> 왼쪽 그림과 같이 국내 투자자의 해외 주식 투자규모는 2011년말 2.5조원에서 2020년말 47.0조원으로 크게 증가하였다. 특히, 2019년말 14.4조원에서 2020년말 47.0조원으로 2020년 1년 동안 약 33조원이 증가하였다. 금융감독원(2020. 10. 27)에 따르면, 해외 주식 잔액 중 2020년 8월말 개인투자자들의 비중은 79%에 달한다. 지역 기준으로 보면, 주로 미국과 중국(홍콩) 주식의 비중이 큰 것으로 나타난다.⁵⁸⁾

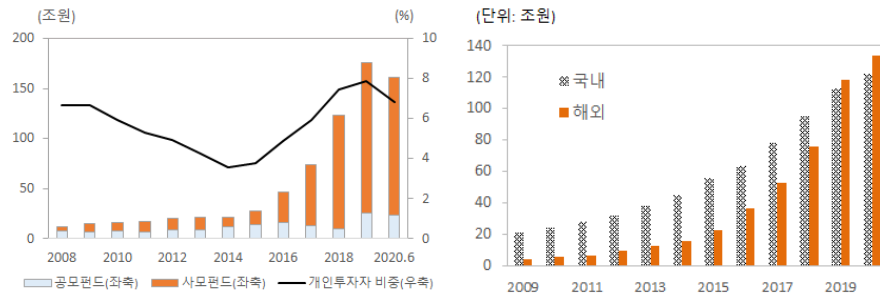
이와 같은 개인투자자들의 해외주식 투자규모 확대 추이는 가계 및 비영리단체의 금융자산 현황을 보여주는 자금순환표에서도 확인할 수 있다. <그림 V-36> 오른쪽 그림에서 보는 바와 같이 가계 및 비영리단체의 해외 주식 투자규모는 2008년 2.6조원에서 2020년 3분기 32.5조원으로 급증하였다. 이를 금융자산 규모 대비 비중으로 환산하면 2008년 0.15%에서 2020년 3분기 0.75%로 5배 증가한 것으로 나타난다.

58) 이 중 테슬라, 애플, 아마존, 엔비디아, 마이크로소프트 등 미국 5대 대형 기술주의 비중이 해외주식 투자규모의 약 32%를 차지한다. 종목 수를 50개로 확대하면, 이들 50개 종목 역시 주로 미국 주식이며 그 비중은 약 57%이다.

<그림 V-37> 대체자산펀드 규모 추이

개인투자자 보유 대체자산펀드

지역구분 기준



자료: 금융투자협회

자료: 금융투자협회

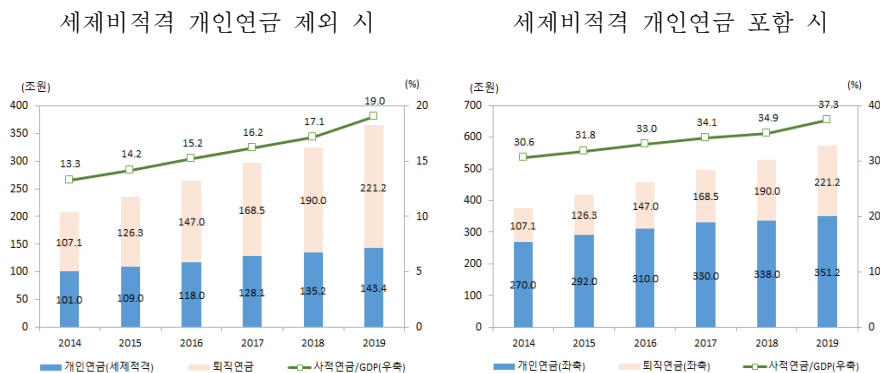
해외투자 증가추세와 맞물려 개인투자자의 대체자산 투자 역시 꾸준히 늘고 있다. 해외주식과는 달리 대체자산 투자는 주로 펀드투자 방식으로 이루어지고 있다. 주지하듯이 대체자산은 유동성이 낮은 반면 상대적으로 안정적인 수익률을 얻을 수 있기 때문에 글로벌 금융위기 이후 그 시장규모가 빠르게 확대되고 있다. <그림 V-37>과 같이 개인투자자가 보유하고 있는 대체자산펀드 규모는 2008년 12조원에서 2020년 6월 기준 161조원 규모로 매우 빠르게 성장하였다. 물론 161조원 중 138조원은 사모 대체자산펀드로 구성되어 개인투자자들의 대체자산 투자는 대부분 사모펀드 투자로 이루어지고 있다. 다만, 사모펀드 투자자가 대부분 기관투자자임을 감안하면 개인투자자들의 대체자산 투자 절대규모는 아직까지는 그리 크지 않을 것으로 추정된다.⁵⁹⁾ 한편, 해외 대체자산에 투자하는 펀드규모는 2016년부터 크게 늘어났으며, 2020년말 기준 규모는 134조원으로 국내 대체자산펀드 규모 123조원보다 더 크다.

59) 사모펀드 중 개인투자자 비중이 가장 높은 펀드는 흔히 헤지펀드로 불리는 혼합자산형펀드로 2020년 6월 기준 개인투자자 비중은 약 28.9%이다. 이 시기 부동산 및 특별자산형 사모펀드의 개인투자자 비중은 각각 3.1%, 0.4%이다. 이 비중과 2020년 6월 기준 각 유형별 사모펀드 시장규모를 감안하면 개인투자자의 사모펀드 투자규모는 약 13.4조원 수준으로 추정된다.

4) 연금자산의 빠른 축적 대비 금융투자상품과의 낮은 연계성

2000년대 들어 고령화가 진전되고 퇴직연금제도가 도입되면서 국민연금 이외에도 사적연금자산이 빠르게 축적되고 있다. <그림 V-38>에서 보듯이 퇴직연금 규모는 2014년 107조원에서 2019년 221조원으로 불과 5년 사이에 2배 이상 증가했다. 세제비적격 개인연금을 포함한 개인연금 역시 동기간 270조원에서 351조원으로 1.5배 정도 규모가 커졌다. 이에 따라 명목GDP 대비 개인연금과 퇴직연금을 합한 사적연금 비중도 2019년 37% 수준에 달한다.

<그림 V-38> 사적연금 규모 추이



자료: 금융감독원 통합연금포털

이와 같은 사적연금 규모의 빠른 성장에도 불구하고 자산운용의 관점에서 보면 다음과 같은 특징이 있다. 우선, 2019년말 기준 퇴직연금 전체 규모 221조원 중 약 87%에 해당하는 192조원이 원리금보장형으로 운용되고 있다. 주지하듯이 원리금보장형은 실적배당형에 비해 수익률의 변동성은 낮지만, 수익률 수준이 낮은 문제가 있다.

<표 V-17> 퇴직연금 적립금 및 장기수익률 현황

(1) 제도유형별 퇴직연금 적립금 현황

(단위: 조원, %)

구 분		DB		DC		IRP특례		IRP		전 체	
		금액	비중	금액	비중	금액	비중	금액	비중	금액	비중
원리금보장	예·적금	39.3	28.4	34.1	60.1	0.8	82.1	12.5	49.1	86.7	39.2
	보험	69.9	50.6	9.6	16.8	0.0	4.5	2.6	10.2	82.0	37.0
	국채	0.0	0.0	0.1	0.1	-	-	0.1	0.4	0.2	0.1
	ELB	18.6	13.5	1.1	1.9	0.0	0.2	1.1	4.3	20.8	9.4
	RP	0.2	0.1	0.8	1.4	0.0	0.2	0.3	1.1	1.3	0.6
	어음	0.7	0.5	0.0	0.0	-	-	0.0	0.0	0.7	0.3
	합 계	128.6	93.2	45.7	80.4	0.9	86.9	16.5	65.0	191.7	86.6
실적배당	보험	0.1	0.1	0.4	0.7	0.0	0.1	0.1	0.4	0.6	0.3
	펀드	6.5	4.7	8.5	14.9	0.1	9.2	6.2	24.3	21.2	9.6
	직접투자	0.9	0.7	0.1	0.2	0.0	0.0	0.2	0.8	1.2	0.5
	합 계	7.5	5.4	9.0	15.8	0.1	9.3	6.5	25.5	23.0	10.4
대기성자금		1.9	1.4	2.2	3.8	0.0	3.8	2.4	9.5	6.5	3.0
합계		138.0	100.0	56.8	100.0	1.0	100.0	25.4	100.0	221.2	100.0

주: 보험은 금리확정형과 금리연동형을, 어음은 발행어음 및 표시어음을 포함

(2) 퇴직연금 장기수익률 현황

(단위: %)

구 분		DB	DC·IRP특례	IRP	전체
전체	5년	1.75	1.92	1.51	1.76
	10년	2.75	3.00	2.75	2.81
원리금보장형	5년	1.72	1.92	1.45	1.74
	10년	2.72	2.88	2.66	2.75
실적배당형	5년	2.54	2.08	1.78	2.15
	10년	3.62	3.50	3.51	3.54

주 : 2019년 기준 과거 5년, 10년 동안의 수수료 차감후 연환산 수익률이며, 원리금 보장형에는 대기성자금 포함

자료: 고용노동부·금융감독원(2020.4.6)

<표 V-17>에서 퇴직연금 수익률 현황을 보면, 퇴직연금의 2019년말 5년 기준 연환산 수익률은 원리금보장형 1.74%, 실적배당형 2.15%이다. 이에 따라 전체 퇴직연금의 5년 기준 연환산 수익률은 원리금보장형보다 소폭 높은 1.76% 수준이다. 또한, 실적배당형의 경우 대부분 펀드로 운용되지만 전체에서 차지하는 비중은 2019년말 기준 9.6%에 불과하여, 연금자산이 금융투자상품으로 운용되는 비중이 매우 낮은 실정이다. 이러한 사정은 개인연금의 경우에도 마찬가지이다. 세제적격 연금저축의 경우 2019년말 기준 적립금 143조원 중 펀드로 운용되는 연금저축 규모는 14.5조원(10.1%)에 불과하다.

<표 V-18> 연금저축(세제적격) 적립금 현황

(단위: 조원, %)

구 분		2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년
보험	규모	76.8	81.1	88.2	94.9	100.5	105.6
	비중	76.1%	74.6%	74.4%	73.7%	74.3%	73.6%
신탁	규모	14.5	15.3	16.1	16.8	17.2	17.4
	비중	14.4%	14.1%	13.6%	13.0%	12.7%	12.1%
펀드	규모	6.5	8.8	9.7	12.2	12.1	14.5
	비중	6.4%	8.1%	8.2%	9.5%	8.9%	10.1%
기타	규모	3.1	3.5	4.5	4.9	5.4	5.9
	비중	3.1%	3.2%	3.8%	3.8%	4.0%	4.1%
합계	규모	100.9	108.7	118.5	128.8	135.2	143.4
	비중	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

주 : 기타는 우정사업본부, 새마을금고, 신탁, 수협을 의미

자료: 금융감독원 통합연금포털

나. 국내 금융투자상품의 특성 및 활용도 제고

금융투자상품이 가계 및 개인투자자의 재산증식 또는 자산관리 수단으로 의미를 가지고 있음에도 불구하고 앞 절의 분석결과는 국내 금융투자상품이 그 기능을 제대로 하고 있지 못하고 있음을 시사한다. 이에 본 절에서는 글로벌 금융위기 이후 개인투자자를 대상으로 한 판매과정에서 문제가 불거졌던 공모펀드와 파생결합증권에 초점을 두고 그 문제점과 함께 저금리 시대에 적합한 금융투자상품의 특성에 대해 살펴본다. 그리고 중위험·중수익 금융투자상품으로 각광을 받았던 파생결합증권 중 대표상품인 ELS를 기준으로 저금리 시대에 금융투자상품에 내재된 위험을 어떻게 관리할 수 있을지 논의하고자 한다.

1) 국내 금융투자상품 관련 주요 이슈

가) 공모펀드의 미흡한 자산관리 기능

앞 절에서 살펴본 국내 가계의 금융투자상품 보유에 관한 특징들은 공통적으로 글로벌 금융위기 이후 가계의 펀드투자 기피현상이 심화되었음을 보여준다. 달리 말하면, 한 때 재산증식 또는 자산관리 수단으로 가장 인기가 높았던 공모펀드가 이제는 투자자에게 외면을 받으면서 자산관리 수단으로서 제 기능을 못하고 있는 것이다. 공모펀드의 문제점에 대한 원인은 다음과 같이 정리할 수 있다.

첫 번째 원인으로는 글로벌 금융위기 당시 공모 주식형펀드 투자자의 대규모 평가손실 경험 및 글로벌 금융위기 이후 진행된 소위 ‘박스피’ 장세를 들 수 있다. 글로벌 금융위기 이전만 하더라도 주식시장의 호조세가 지속되면서 공모 주식형펀드에 대규모 투자자금이 집중되었다. 그런데 주식형펀드에 가장 많은 자금이 몰렸을 시점에 시작된 글로벌 금융위기로 인해 주식형펀드 투자자는 대규모 평가손실을 겪게 되었다. 또한, 글로벌 금융위기 이후에도 유럽 재정위기를 겪게 되었고, 좀처럼 주식시장이 소위 ‘박스피’

에서 벗어나지 못하자 주식형펀드 투자자는 자금흐름을 ‘주식시장 저점 소규모 순유입 후 고점 대규모 순유출’ 양상으로 바꾸면서 펀드시장을 이탈하게 된 것이다(김종민, 2017; 김종민·이효섭, 2018).

두 번째 원인으로는 공모펀드 성과부진 및 판매과정에 내재된 투자자와 판매사 간 이해상충 문제를 들 수 있다. 김종민(2018a)은 2009년부터 2018년 1월까지 은행과 증권사 등 금융회사 창구에서 판매되는 일반투자자 대상 국내 주식형 공모펀드의 판매잔고 및 성과 데이터에 기초하여 자금흐름 및 미래성과에 미치는 요인을 분석하였다. 분석결과, 과거성과가 우수한 펀드에 보다 많은 투자자금이 집중되었으나, 성과의 지속성이 낮아 판매 이후 미래 성과는 갈수록 낮아지는 것으로 나타났다. 또한, 판매사에 유리한 판매보수율이 높은 펀드이거나 계열사펀드에 더 많은 자금이 유입되었으나, 미래 성과는 오히려 더 저조하였다.

세 번째 원인으로는 앞서 간략히 살펴본 것처럼 연금상품과 공모펀드의 연계가 부족한 점을 들 수 있다. 제도적인 요인도 있겠으나 사적연금 운용에서 나타나는 펀드의 낮은 활용도를 감안하면, 국내에서는 펀드상품이 연금자산의 효율적인 운용수단이라기보다는 투자위험이 높아 기피해야 하는 금융투자상품으로 인식되고 있는 것으로 보인다. 그런데 펀드는 원금이 보장되는 예·적금이나 보험상품보다는 투자위험이 높긴 하나, 적절한 자산배분이 이루어진다면 장기적으로 안정적인 수익을 얻을 수 있는 대표적인 금융투자상품이다. 실제로 미국이나 호주처럼 연금시장이 발전한 국가들에서는 사적 연금의 상당부분이 펀드로 운용된다. 또한, ICI(2014)에 따르면 공모펀드에 투자하고 있는 미국 가계의 약 62%가 401K와 같은 DC형 또는 IRA와 같은 퇴직연금에 가입하면서 펀드투자를 시작하며, 이들 중 상당수가 퇴직연금과는 별도로 공모펀드에 대한 투자를 병행하고 있는 등 미국에서는 공모펀드가 자산증식의 수단으로 적극 활용되고 있다.

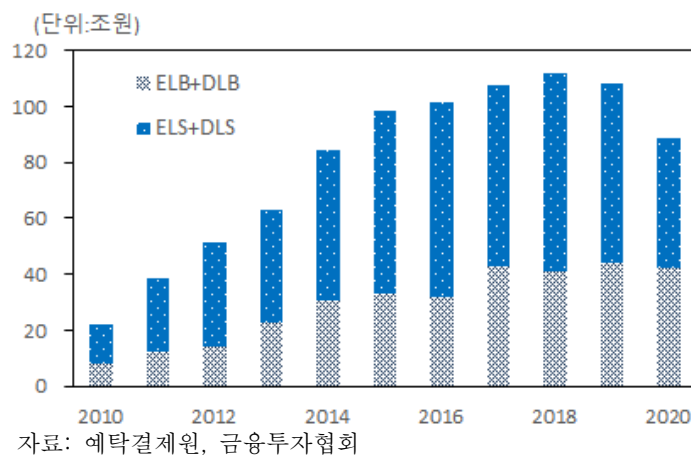
나) 파생결합증권의 내재위험

파생결합증권⁶⁰⁾은 기초자산의 변화에 따라 상품의 지급구조(payoff)가

결정된다. 여러 가지 기초자산과 지급구조가 가능하지만, 국내에서 주류를 이루고 있는 상품 구조는 기초자산이 일정 수준 이상 하락하지 않는 한 안정적인 수익률(쿠폰)을 지급한다. 이에 따라 <그림 V-39>에서 보듯이 금융위기 이후 저금리로 인해 예금 금리가 낮아지면서 국내 파생결합증권 규모는 증가세를 이어왔다.

파생결합증권은 주가지수 연계 여부와 원금보장 여부에 따라 ELS(주가연계, 원금비보장)와 ELB(주가연계, 원금보장), DLS(비주가연계, 원금비보장)와 DLB(비주가연계, 원금보장)로 구분된다. ELB는 주로 퇴직연금에 사용되며, DLB는 기관투자자가 주요 투자자이다. 또한, ELB와 DLB는 원금보장 구조이기 때문에 금융시장에 영향이 크지 않다. 그에 비해서 ELS, DLS는 일반투자자에게도 판매되며, 원금이 보장되지 않기 때문에 금융시장에 끼치는 영향이 클 수 있다. 비록 사전적인 가능성은 낮더라도 ELS나 DLS의 기초자산이 일정 수준 이상 크게 하락한다면 대규모 손실이 발생하는 꼬리위험(tail risk) 때문에 투자자나 금융시장에 끼치는 영향이 클 수 있으며, 헤지운용을 하는 발행사들의 위험도 증가하게 된다.

<그림 V-39> 파생결합증권 잔액 추이



60) 본 절에서 파생결합증권은 장내상품인 ETN(Exchange Trade Note)과 ELW(Equity Linked Warrant)를 제외한 장외파생결합증권을 의미한다.

실제로 2010~2015년 동안에 ELS와 DLS를 중심으로 파생결합증권의 규모가 급격히 증가하면서 투자자보호 관련 문제가 발생하기도 하였다. 일례로 2016년 홍콩 HSCEI지수 연계 ELS에서 원금손실 우려가 불거지면서 불완전판매가 부각되었고, 이후 투자자보호를 강화하기 위해 투자자숙려제도와 녹취의무가 시행되었다. 2019년에는 해외금리 연계 DLS에서 대규모 투자 손실이 발생하면서 복잡한 금융상품에 대한 규제가 강화되었다. 예를 들면, 금융당국은 고난도 금융투자상품이라는 개념을 도입하여 판매과정에서 투자자보호 장치를 강화하고, 은행에서 신탁을 통하여 판매할 수 있는 ELS 규모도 제한하였다(금융위원회, 2020. 7. 31).

2020년에는 금융시장 안정성과 관련된 이슈도 불거졌다. 2020년 예기치 못한 코로나19 사태로 인해 금융시장이 급격히 요동치자 해외지수 연계 ELS 관련 해외 파생거래 증거금 수요가 급증하면서 외환시장과 단기자금 시장에 충격을 주었고, 시스템리스크 발생 우려가 크게 부각된 것이다. 이에 따라 2019년 108조원까지 규모가 급증했던 파생결합증권 발행잔액은 원금 비보장상품인 ELS와 DLS의 규모가 크게 줄면서 2020년말 89조원 수준으로 감소하였다.

2) 중위험 · 중수익 금융투자상품의 특성

Ⅲ장에서 살펴보았듯이 금리변화는 자산가격뿐만 아니라 투자자의 투자행태에도 영향을 미칠 수 있다. 특히, 잠재성장률 하락에 따라 저금리 기조가 심화되는 경우에는 더욱 그러하며, 무위험이자율 수준이 하락할 뿐만 아니라 성장률이 하락하면서 주식과 같은 위험자산의 가치에도 부정적인 영향을 끼칠 수 있기 때문이다. 달리 말하면, 구조적인 요인에 따른 저금리 기조가 장기화 내지 심화되면 투자의 기대수익률이 낮아지고 투자위험도 커질 수 있는 것이다.

이에 대한 투자자의 대응은 투자자의 특성과 성향에 따라 나눌 수 있다. 우선, 자산 이외에도 부채를 관리하기 위해 일정 수준 이상 수익률을 달성해야 하는 연기금과 같은 기관투자자는 기대수익률이 낮아진 만큼 전문성에 기초한

자산배분 전략에 따라 위험자산이나 비유동성자산의 비중을 높일 수 있다. 실제로 2000년대 이후 연기금의 대체자산투자뿐만 아니라 고수익회사채나 신흥국채권에 대한 투자가 크게 늘고 있다. 우리나라에서도 자산운용시장이 기관투자자 중심 시장으로 변모함과 동시에 대체투자펀드 시장이 크게 성장한 것도 동일한 맥락으로 볼 수 있다.

물론 기관투자자가 아니더라도 투자위험 감수능력이 있고 투자와 관련된 지식도 갖춘 투자자라면 위험자산 및 비유동성자산 투자를 늘릴 수 있다. 그런데 투자위험 감수능력이나 투자관련 지식을 갖추지 못한 개인투자자의 경우에는 전문성을 갖춘 기관투자자처럼 투자수익률 제고 차원에서 위험자산이나 비유동성자산 투자를 늘리기가 쉽지 않다. 자칫 예상보다 더 큰 손실을 얻을 수 있기 때문이다. 투자의 목적이 노후를 준비하기 위한 자산관리라면 더욱 그러하다. 국내에서 글로벌 금융위기 이후 투자손실을 경험한 개인투자자가 주식형 공모펀드 시장을 이탈한 사례가 이를 뒷받침한다. 그렇다고 해서 가계 및 개인투자자는 저금리 기조가 심화되는 환경에서 위험자산이나 비유동자산 투자를 기피하면 이전보다도 더 재산을 증식할 수 있는 기회가 줄어드는 문제가 발생한다. 따라서, 향후 저금리 기조가 장기화되거나 심화될수록 가계나 개인투자자에게는 안전자산보다는 위험은 높지만 일정 수준의 수익률을 얻을 수 있는 금융투자상품에 대한 수요가 늘어날 수밖에 없다. 즉, 소위 중위험·중수익 금융투자상품이 더욱 중요해지는 것이다.

중위험·중수익 금융투자상품은 투자자의 위험선호도나 판단하는 관점에 따라 다양할 수 있으나, 일반적으로 은행예금이나 국채투자에 비해 위험과 수익이 높고 주식보다는 위험과 수익이 낮은 금융투자상품을 통칭한다(김준석·백인석·이효섭, 2013). 이에 해당하는 금융투자상품은 다음과 같다. 우선 ELS·DLS, ELB·DLB와 같은 파생결합증권처럼 다양한 기초자산과 파생상품을 활용하여 중위험·중수익 구조를 갖도록 구조화한 금융투자상품이 있다. 개별자산에 투자하면서 중위험·중수익 구조를 갖춘 하이일드 회사채펀드, 하이일드 해외채권펀드, 고배당주펀드 등도 보통 중위험·중수익 금융투자상품으로 분류된다. 이외에도 혼합형펀드나 일정 수준의 1

수익률을 목표로 하는 롱숏(long-short)펀드도 중위험·중수익 금융투자상품에 속한다.

<표 V-19> 공모펀드 위험등급 기준표 예시 - 연환산 표준편차 기준

등급	1(고위험)	2	3	4	5	6(저위험)
변동성	25% 초과	25% 이하	15% 이하	10% 이하	5% 이하	0.5% 이하
주식						
주가지수						
채권						
단기채권						

주 : 빗금은 해당 유형 펀드가 일반적으로 속하는 위험등급을 의미
자료: 금융감독원

중위험·중수익 금융투자상품의 수익률은 정기예금 또는 채권금리보다 높고 주식의 기대수익률보다는 낮은 수준을 생각해 볼 수 있다. 수치를 기준으로 보면, 중위험·중수익 금융투자상품 수익률은 정기예금 금리와 주식 기대수익률 사이인 3~6% 수준으로 볼 수 있다.⁶¹⁾ 중위험·중수익 금융투자상품의 위험 정도는 자산 수익률의 표준편차로 측정한 변동성을 기준으로 구분해 볼 수 있다. <표 V-19>는 실현 수익률 변동성을 기준으로 공모펀드 투자위험등급을 구분한 예시를 보여준다. 이 표를 기준으로 구분을 하자면 3, 4등급을 중위험이라고 볼 수 있다.

여기서 중위험·중수익 금융투자상품 역시 투자손실이 발생할 수 있음을 유의할 필요가 있다. 더군다나 파생결합증권처럼 구조화된 금융투자상품의 경우에는 꼬리위험(tail risk)이 현실화될 경우 매우 큰 손실을 볼 수 있는 위험이 내재되어 있다. 펀드상품의 경우에도 자산배분 및 운용전략에 따라 위험이 과소평가될 수도 있다. 즉, 상품의 수익구조 설계나 운용전략에 따라

61) 과거 예금에 대한 위험회피회계 적용 조건으로 '정기예금 금리의 2배 이상의 이자 지급이 가능한 구조' 기준이 통용되었다. 이로 미루어보면, 정기예금 금리의 2배 보다 높은 수준을 중위험·중수익 금융투자상품의 기대수익률로 볼 수 있다.

중위험이 아닌 고위험 상품이 될 수 있는 것이다. 이에 따라 판매회사가 금융투자상품 판매과정에서 이러한 투자위험을 투자자들에게 제대로 알리지 않거나, 투자자 혹은 판매회사 모두 투자위험을 과소평가하면 문제가 발생할 수 있다. 투자위험이 낮은 금융투자상품으로 여겼던 ELS에서도 큰 손실이 발생하고 불완전판매 문제가 불거진 사례가 이에 해당한다. 2019년 하반기 이후 불거진 사모펀드 손실 및 불완전판매 문제도 개인투자자 입장에서는 같은 맥락이다. 이에 다음 절에서는 국내 ELS 시장의 주요 상품인 스텝다운 ELS의 위험과 수익률 간의 관계에 초점을 두고, 수익률이 다소 낮아지더라도 상품에 내재된 꼬리위험을 줄일 수 있는 방안에 대해 살펴본다.

3) 국내 ELS의 구조 및 기대효용

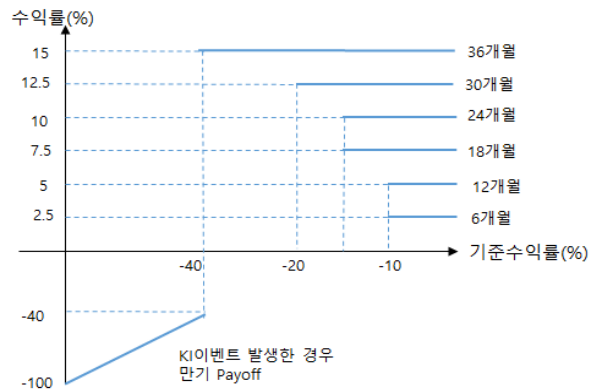
가) 스텝다운 ELS 중심의 국내 ELS 시장

과거 다양한 구조의 ELS들이 발행되었지만, 현재 스텝다운 ELS는 국내 ELS의 대부분을 차지하고 있다.⁶²⁾ 세부 조건에 따라 다를 수 있지만, 스텝다운 ELS는 기초자산 종류와 낙인(Knock-In: KI) 배리어 수준에 따라 쿠폰⁶³⁾ 즉, 수익률이 정해지며, 기초자산으로는 주로 2~3개의 주가지수가 사용된다. 기초자산이 하락하더라도 쿠폰을 받으며 수익상환이 가능하지만, 기초자산이 낙인 배리어 이하로 크게 하락하면 손실이 발생할 수 있다. <그림 V-40>은 스텝다운 ELS의 지급구조(payoff)의 한 예를 보여주고 있다. 여기서 예시된 스텝다운 ELS는 기초자산 가치가 40% 이상 하락하게 되면 손실이 발생한다.

62) 전체 ELS에서 스텝다운 ELS의 비중을 정확히 알 수는 없다. 다만, 기초자산으로 구분하면 2015년부터 발행되는 ELS의 98%가 국내외 지수형인데, 이들 중 대부분은 스텝다운형으로 추정된다.

63) 채권은 아니지만, 파생결합증권에서 조건에 따라 지급되는 고정금리를 ‘쿠폰’으로 표시한다. 쿠폰은 해당상품이 수익상환될 때 얻을 수 있는 수익률과 같은 개념이다.

<그림 V-40> 스텝다운 ELS 기본구조 예시



주: 기준수익률 = 만기일주가/발행일주가 - 1

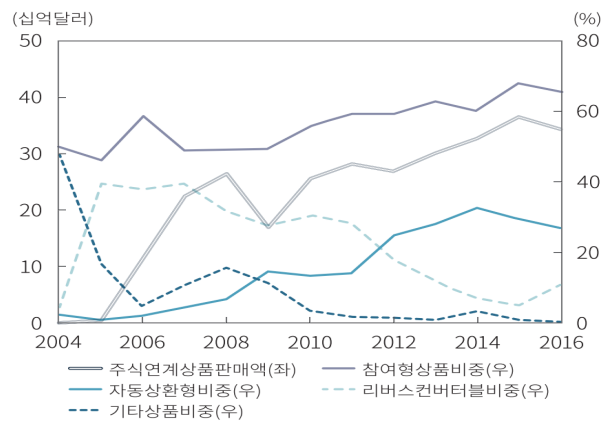
기초자산으로 개별주식을 사용하는 스텝다운 ELS들도 발행되었지만, 금융위기 이후 손실상환 사례가 발생하면서 그 비중이 감소하였다. 반면, 국내외 주가지수를 사용하는 스텝다운 ELS는 손실상환 경우가 거의 발생하지 않고 양호한 투자결과를 보이면서 꾸준히 발행되었으며, 현재 국내 ELS 시장을 대표하는 구조가 되었다. 한편, 노낙인이나 리자드(lizard)⁶⁴⁾ 상품들도 스텝다운 구조의 일부로 구분할 수 있다.

국내 ELS 시장의 대부분을 스텝다운 ELS가 차지하고 있는 현상과 관련하여, 과거의 투자결과에 따라 금융상품의 투자 수요가 결정되는 경향을 보이는 연구결과가 있다(Shin, 2019). <그림 V-41>은 미국의 주가연계 소매구조화상품 연간 판매액과 개별 상품 비중 추이를 나타내는데, 국내 스텝다운 ELS와 같은 구조인 자동상환형(autocall) 상품의 비중이 증가함을 볼 수 있다. 이러한 요인으로 Shin(2019)은 과거 투자성파가 영향을 주었다는 분석결과를 제시하고 있다. 비록 미래의 성과를 보장하지 못하지만,

64) 노낙인 상품은 만기일에만 낙인을 관찰하는 구조로 낙인으로 인한 원금손실 가능성을 줄인 상품이다. 리자드 상품은 발행 후 1년 동안 조기상환 조건이 충족되지 않아도 기초자산이 리자드 배리어(barrier)까지 크게 하락하지 않으면 쿠폰과 함께 조기상환되는 구조로 조기상환(수익상환) 가능성을 높인 상품이다.

투자자는 과거의 성과를 연장하여(extrapolation) 상품을 선택하는 행동경제학과 연관된 결과를 보여준다. 특히 상품의 복잡성이 높을수록 이러한 경향이 더 크게 나타난다는 결과도 제시한다. 결국 현재 지수형 스텝다운 ELS가 향후에도 국내 ELS시장에서 주된 상품으로 유지될 가능성이 크다.

<그림 V-41> 미국 주식연계 소매구조화상품 연간 판매량 추이



주 : 참여형 상품의 비중이 가장 크고, 자동상환형 상품의 비중이 증가
자료: Shin(2019)

한편, 2016년 홍콩 HSCEI지수를 사용한 스텝다운 ELS 규모가 급증하고 투자위험이 부각된 이후 스텝다운 ELS 외에 다른 종류의 파생결합증권들이 발행되었지만, 해외금리 연계 DLS에서 대규모 원금손실이 발생하는 등 결과가 좋지 못했다. 독일 헤리티지 DLS나 홍콩채권형 펀드(젠투파트너스) 연계 DLS 사례처럼 비유동성자산들을 기초자산으로 사용하여 만기 시점에 기초자산 문제로 DLS 상황이 연기되는 상황도 발생하였다. 최근에는 해외 대체투자자산 연계 DLS들의 부실 우려가 불거지고 있다(금융감독원, 2021. 1. 4). 발행 후에는 새로운 상품 개발 및 판매 과정에서 미흡한 점이 다수 발견되기도 하였다.

이러한 점들을 감안하면, 주가지수는 기초자산으로서의 안정성과 투명성 측면에서 장점이 있으며, 지수형 스텝다운 ELS는 양호한 투자 결과가 실현되어 왔기 때문에 앞으로 규모는 감소하더라도 지속적으로 국내 ELS 시장의 주요 상품으로 유지될 것으로 예상된다. 다만, Shin(2019)에서도 제시하고 있듯이, 과거의 성과가 미래의 성과를 보장하지 못한다는 점을 유의해야 하며, 지수형 스텝다운 ELS의 투자 결과가 과거와 같이 긍정적(쿠폰과 함께 수익상황)이라고 확신할 수는 없다. 다음은 스텝다운 ELS의 꼬리위험과 수익구조에 대하여 자세히 살펴보려고 한다.

나) 스텝다운 ELS와 꼬리위험

스텝다운 ELS는 기초자산이 하락하더라도, 일정 구간에서 손실을 막아주는 효과가 있지만, 꼬리위험이 존재하며 기초자산가격이 크게 하락하면 기초자산에 직접 투자한 것과 동일한 손실을 입을 수 있다. 스텝다운 ELS의 투자손실 위험은 기초자산의 변동성 및 구조에 따라 영향을 받게 된다. <표 V-20>은 기초자산의 변동성과 낙인 수준에 따라 위험을 비교한 결과이다. 위험지표로는 99% 신뢰수준 VaR(Value at Risk)와 95% 신뢰수준 C-VaR(Conditional Value at Risk)를 사용하였다.⁶⁵⁾ 변동성이 낮은 경우(2019년 6월)에 낙인 수준이 50%로 낮아지면 위험이 감소할 수 있음을 볼 수 있지만, VaR 또는 C-VaR는 보통 기초자산과 비슷한 수준으로 산출된다. 즉 꼬리위험 측면에서 기초자산과 같다고 볼 수 있다. 스텝다운 ELS는 기초자산이 하락하는 구간에서도 쿠폰과 함께 수익 상환될 수 있는 구조이므로 수익상환 확률이 크지만, <표 V-21>에서 볼 수 있듯이 비록 확률은 작더라도 기초자산에 투자한 것과 동일한 손실을 볼 수 있는 상품이므로 투자에 주의가 필요하다.

65) VaR 및 C-VaR의 설명은 Hull(2020) Chapter22를 참고하면 된다. 기초자산의 기대수익률은 1%로 사용하였다.

<표 V-20> 스텝다운 ELS Risk 수준 비교 예시

(단위: %)

		ELS, KI=60%		ELS, KI=50%		기초자산 (min 지수수익률)	
		C-VaR	VaR	C-VaR	VaR	C-VaR	VaR
2019. 6월	E,H	49.5	53.8	21.5	53.5	51.4	54.7
	E,S	42.7	48.8	11.4	42.7	47.3	50.7
2020. 6월	E,H	71.6	77.4	71.6	77.4	72.6	77.9
	E,S	72.6	77.2	72.6	77.2	74.2	78.7

주 : 1) 과거 1년동안 주간 수익률로 변동성과 상관관계 산출, 2019년은 변동성이 작았던 시기였으며 2020년은 변동성이 높은 시기였음

2) E, H, S는 각각 Eurostoxx50, HSCEI, S&P500지수를 의미

3) C-VaR는 95%, VaR는 99% 신뢰수준, MC(Monte Carlo) 시뮬레이션 사용

4) KI는 낙인 배리어를 의미

자료: Bloomberg, 자본시장연구원

<표 V-21> 스텝다운 ELS 수익상환 확률

(단위: %)

		ELS, KI=60%		ELS, KI=50%	
		KI 확률	수익확률	KI 확률	수익확률
2019. 6월	E,H	9.3	95.0	3.3	98.0
	E,S	6.4	96.6	1.2	99.1
2020. 6월	E,H	33.6	82.1	18.2	88.3
	E,S	39.9	79.2	22.6	86.2

주 : 1) 과거 1년동안 주간 수익률로 변동성과 상관관계 산출, 2019년은 변동성이 작았던 시기였으며 2020년은 변동성이 높은 시기였음

2) E, H, S는 각각 Eurostoxx50, HSCEI, S&P500지수를 의미

3) 조기상환 행사가격은 90% 가정, MC(Monte Carlo) 시뮬레이션 사용

자료: Bloomberg, 자본시장연구원

이러한 위험을 감안한다면, 스텝다운 ELS를 기초자산에 투자하는 하나의 방식으로 이해할 필요가 있다. 예를 들면 리버스컨버터블(reverse convertible) 투자는 상품 구조상 커버드콜(covered call)전략과 같은 형태이다. 즉, 기초자산을

보유(투자)한 상황에서 일부 수익을 포기하고 콜옵션을 매도하여 고정수익(쿠폰)을 추가로 추구하는 형태로 이해하여야 한다. 스텝다운 ELS도 기초자산을 보유한 상황을 기본으로, 기초자산이 하락하여도 일부 구간(낙인되지 않는 구간)에서 손실을 보호하면서 고정 수익을 추구하는 투자형태로 이해할 필요가 있다. 이러한 점을 염두에 두고 저금리로 인해 위험자산 투자로 수익률을 높이려는 투자자 입장에서 스텝다운 ELS는 포트폴리오 차원에서 하나의 상품으로 접근해야 한다.

다) 스텝다운 ELS의 구조와 기대효용

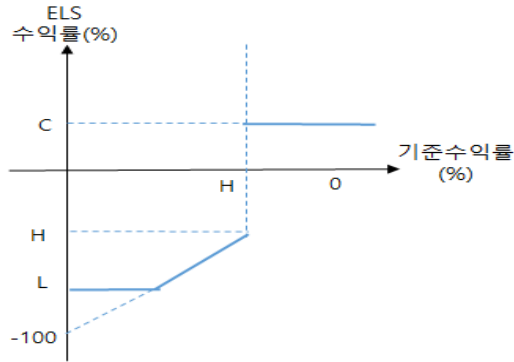
Ⅲ장 2절에서 살펴본 바와 같이 저금리 상황에서 안전자산 수익률(예금금리)보다 높은 수익률을 추구하는 수요가 발생할 수 있다. 스텝다운 ELS는 예금이나 국채보다 높은 고정 수익을 제공하지만, 기초자산 투자와 같은 위험을 내포하고 있다. 여기서는 Ⅲ장에서 살펴본 <식 Ⅲ-3>의 효용함수를 이용하여 스텝다운 ELS의 손익 구조와 기대효용의 관계를 분석해 보려고 한다.⁶⁶⁾ 여기서 기대효용은 다음과 같다.

$$u(1+r_p) = \begin{cases} (r_p - r_r) & r_p \geq r_r \\ -\lambda(r_r - r_p) & r_p \leq r_r \end{cases} \quad \text{<식 V-1>} \\ r_p = r_f + \phi x$$

u : 효용함수, r_f : 무위험수익률, r_p : 포트폴리오 수익률,
 r_r : 기준수익률, ϕ : 위험자산 투자비중, x : 위험자산 초과수익률

66) 관련 연구로 강병진(2016)을 들 수 있다. 기대효용이론(expected utility theory), 전망이론(prospect theory), 안전우선이론(safety first theory)에 기초한 포트폴리오 선택 모형에서 자동조기상환형(스텝다운형에 해당) ELS가 최적 포트폴리오에 포함되는지를 분석하였다. ELS는 전망이론 적용 포트폴리오 선택모형에서 일부, 그리고, 안전우선이론을 적용한 모형에서 선택이 된다. 본 연구에서는 포트폴리오 선택 관점이 아닌 ELS 구조에 따라 기대효용이 달라지는 관계를 보면서 낙인 배리어나 손실제한 조건에 대한 검토를 하려고 한다.

<그림 V-42> 분석 대상 ELS 만기일 수익구조 예시



주 : 기준수익률 = 만기일주가/발행일주가 - 1

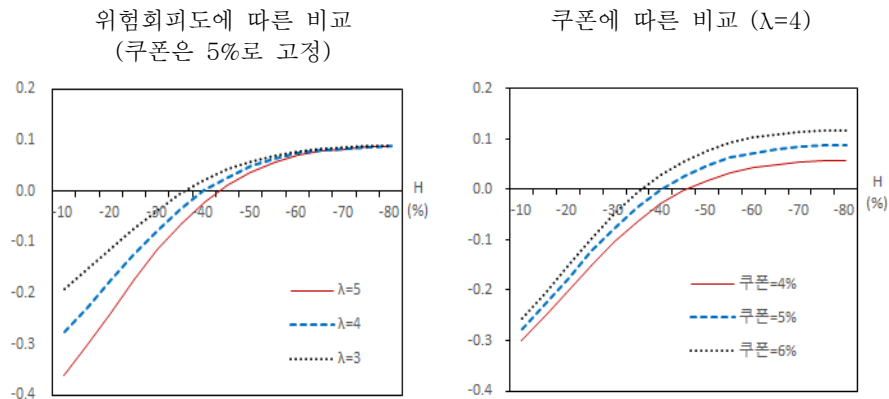
<그림 V-40>의 ELS 구조를 단순화하여, <그림 V-42>와 같이 조기 상환이 없고 만기일의 지급구조만 반영하기로 한다. 발행일 주가 대비 만기일 주가 수준을 나타내는 기준수익률이 손실발생 배리어 $H(H < 0)$ 보다 작으면, 원금에 기준수익률을 반영하여 지급금액이 결정된다.⁶⁷⁾ 그 외의 경우는 원금에 쿠폰(C)에 해당하는 금액을 더해서 지급된다. H 가 작을수록 안전성이 커지며 그 대신 쿠폰은 작아지는 구조가 된다. 이외에도 최대손실 규모를 일정 수준($L < 0$) 이내로 제한하는 경우를 고려할 수 있다. 이에 ELS의 수익-위험 구조에 직접적으로 영향을 주는 손실발생 배리어(H) 및 손실제한 수준(L)과 기대효용의 관계를 분석해 보자.

먼저 손실제한 수준이 없는 즉, $L = -100\%$ 인 경우를 살펴보자. <식 V-1>에서 기준수익률(r_t) 2%, 기초자산의 기대수익률 2%, 변동성을 15%로 가정하였다.⁶⁸⁾ 그리고 3년 만기 ELS를 가정하여 <그림 V-43>과 같이 만기일 기대효용을 손실발생 배리어 H 에 따라 계산하였다. 주요 분석결과는 다음과 같다.

67) 여기서 지급금액은 원금에 $(1 + \text{기준수익률})$ 을 곱한 금액이다.

68) 수익률 분포를 정규분포로 가정하였다. 금리와 변동성은 연율화한 값들이다. 기초자산을 2개 또는 3개로 구성하고 그 중에서 낮은 수익률을 사용하면 기대수익률이 낮아진다.

<그림 V-43> 손실발생 배리어(H)와 기대효용

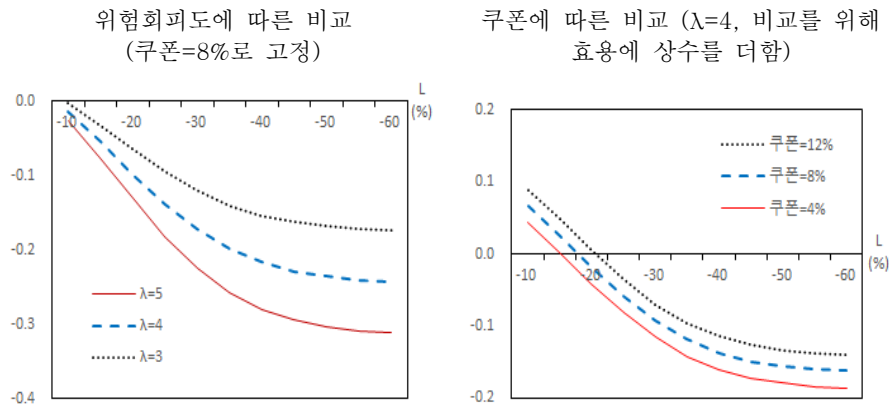


주: 3년 만기 ELS, 쿠폰은 연율, 가로축은 손실발생 배리어(H)를 표시, 오른쪽 그림에서 H가 -35%이고 쿠폰이 6%인 ELS의 기대효용과 H가 -45%이고 쿠폰이 4%인 구조의 기대효용이 같다.

첫째, <그림 V-43>에서 볼 수 있듯이 손실발생 배리어 H가 낮아지면, 손실 가능성이 감소하면서 기대효용이 증가한다. 둘째, <그림 V-43> 왼쪽 그림에서 보듯이 위험회피도(λ)가 클수록 H의 감소폭 대비 기대효용의 증가분도 더 커진다. 다만, H가 낮아져서 손실발생 확률이 극히 작아지면, 기대효용은 위험회피도와 상관없이 비슷해진다. 셋째, H가 큰 경우 즉, 손실 가능성이 높은 경우 쿠폰이 낮아지더라도 H를 낮춰 손실 가능성을 줄이면 투자자의 기대효용이 더 크게 증가할 수 있다. 예를 들면, <그림 V-43> 오른쪽 그래프에서 H가 -35%이고 쿠폰이 6%인 구조의 기대효용과 H가 -45%이고 쿠폰이 4%인 구조의 기대효용이 같다. 즉, 저금리로 인해 위험 자산 투자를 하게 된 위험회피도가 큰 투자자에게는 쿠폰이 작더라도 손실 가능성이 낮은 구조가 좀 더 효율적일 수 있는 것이다. 넷째, H가 작아서 (예: -55%) 손실 발생 가능성이 크게 낮아지면 쿠폰 6%인 ELS의 기대효용이 쿠폰 5%이고 H가 더 낮게 설정된 ELS보다 더 크다. 이는 손실 가능성이 낮다고 판단되면 H를 작게 하는 구조보다 쿠폰이 더 높은 구조를 선호하게 된다고 해석할 수 있다.

다음으로 손실제한 수준($L < 0$)을 포함한 구조를 상정하여 손실제한 수준 변화에 따른 기대효용을 분석해 보자. 이를 위해 기초자산의 기대수익률과 변동성을 각각 4%, 20%로 가정하고, H 가 0%인 만기 1년 ELS의 만기일 기대효용을 <그림 V-44>와 같이 손실제한 수준 L 에 따라 계산하였다. 주요 결과는 다음과 같다.

<그림 V-44> 손실제한 수준(L)에 따른 기대효용



주: 만기 1년 ELS, 쿠폰은 연율, 가로축은 손실제한 수준(L)을 표시, 오른쪽 그림에서 L 이 -15%이고 쿠폰이 4%인 ELS의 기대효용과 L 이 -20%이고 쿠폰이 12%인 구조의 기대효용이 같다.

첫째, L 이 높아지면, 최대손실규모가 작아지면서 기대효용이 증가한다. 둘째, 왼쪽 그림에서 보듯이 투자자의 위험회피도(λ)가 클수록 L 이 높아질 때 증가하는 기대효용의 정도가 더 크다. 다만, L 이 -50%보다 작아지면, 기초자산이 그 이하로 하락할 가능성이 극히 작아지면서 L 조건에 대한 효과가 미미해진다. 셋째, 오른쪽 그래프에서 보는 바와 같이 쿠폰에 따른 기대효용의 차이보다 L 을 높게 하여 증가하는 기대효용의 효과가 더 크다. 예를 들면, 오른쪽 그림에서 L 이 -15%이고 쿠폰이 4%인 구조의 기대효용과 L 이 -20%이고 쿠폰이 12%인 구조의 기대효용이 같다. 이는 저금리로 인해 위험회피도가 큰 투자자에게는 쿠폰이 작더라도 최대손실규모가 작은

ELS 구조가 더 효율적일 수 있음을 시사한다.⁶⁹⁾

요약하면, ELS의 위험을 줄이면 쿠폰이 작아지게 된다. 그럼에도 불구하고 투자자의 위험회피도가 큰 경우에는 쿠폰을 작게 하더라도 위험을 줄이는 ELS 구조가 투자자효용 측면에서 더 나을 수 있다. 물론 ELS 쿠폰은 상품의 구조 외에 변동성이나 기초자산 간 상관관계 등 여러 시장 조건들에 따라 결정된다. 따라서 금융투자업자는 이러한 제반 여건들을 감안하되 투자자의 다양한 성향을 감안하여 꼬리위험을 축소할 수 있는 방안을 고민해야 할 것이다.

다. 저금리가 금융투자상품에 끼칠 영향

1) 채권형펀드 및 단기금융펀드에 대한 수요 증가

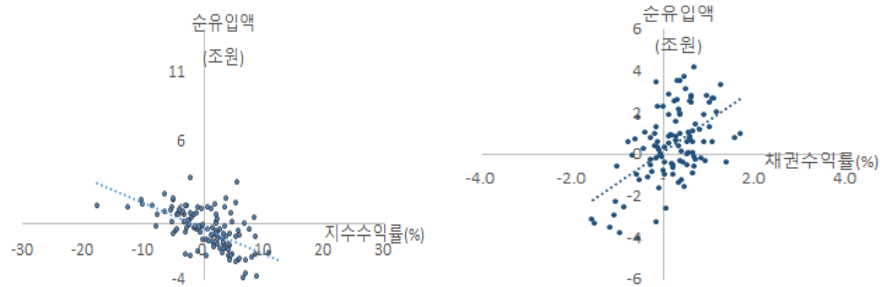
앞선 펀드 투자자금 결정요인 분석결과에 따르면, 금리 하락 시 공·사 모펀드를 막론하고 채권형펀드에 자금이 순유입되는 효과가 나타났으며, 이는 <그림 V-45>에서도 확인할 수 있다. 또한, 금리 하락 시 단기금융펀드 즉, MMF에 대규모 자금이 유입되는 것으로 추정되었다. 반면, 펀드 유형 중 위험자산에 속하는 공모 주식형펀드의 경우에는 금리 하락 시 자금순유입 효과는 나타나지 않았다. 오히려 <그림 V-45>과 같이 주식시장이 장세가 좋을수록 자금이 유출되는 것으로 나타난다. 이와 같은 결과로 미루어보면, 저금리 시대에서는 공모펀드 중 채권형 및 MMF에 대한 투자 수요가 늘어날 것으로 보인다. 그리고 금리 하락과 함께 금융불안도 가중된다면 이러한 경향성은 더욱 강해질 것으로 판단된다.

69) 손실제한이 없다면($L=-100\%$), 이와 비슷한 기대효용을 갖게 하려면 쿠폰을 35%까지 높여야 한다. 즉, 예제 ELS 구조에서 손실제한 조건이 기대효용을 높이는 데 큰 역할을 한다고 볼 수 있다.

<그림 V-45> 자산수익률과 펀드 순유입액의 관계

공모 주식형펀드

공·사모 채권형펀드



주 : 1) 순유입액은 월별 순유입액

2) 지수수익률은 KOSPI지수 수익률이고, 채권수익률은 국채 3년물 보유수익률이며, 높을수록 펀드자산 성과가 좋음을 의미

자료: 금융투자협회, FnGuide

한편, 저금리 기조가 심화되면 무위험수익률이 하락하므로 채권형펀드 및 MMF의 기대수익률도 하락하게 된다.⁷⁰⁾ 이들 펀드의 투자자가 대부분 수익률 변동에 민감한 기관투자자인 것을 감안하면, 투자수요의 증가에 따라 자금흐름의 변동성도 커질 수 있다. 특히, MMF의 경우가 그러하다. 그리고 채권형펀드의 경우에는 운용수익률 제고 목적으로 고수익채권 및 신흥국자산 등 유동성이 낮은 자산에 대한 투자를 확대하면 유동성위험이 커지면서 금융불안 요인으로 작용할 수도 있다(IMF, 2019).

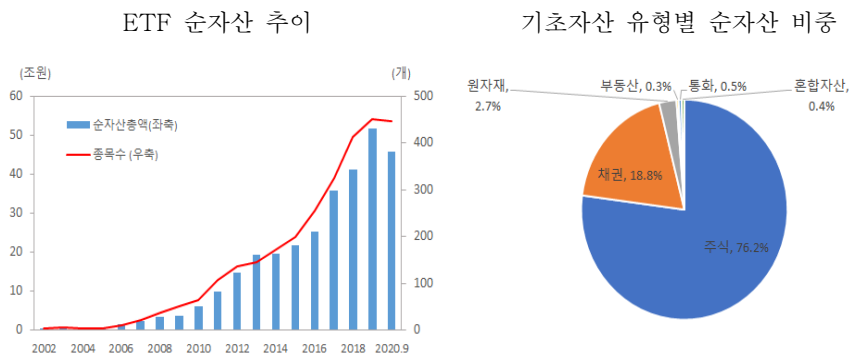
2) 자산관리 수단으로서의 ETF 역할 확대 가능성

일반 공모펀드와는 달리 주식시장에 상장되어 거래되는 ETF는 일반적인 인덱스펀드에 비해 보수가 저렴하고 효율적으로 지수를 추종할 수 있다는

70) 특히, 기관투자자들이 유동성자금을 운용하는 데 주로 활용하는 MMF의 경우 장부 가평가가 이루어지므로 금리 하락 시 시가피리율이 지나치게 커지는 것을 방지하기 위해 MMF는 위험자산 투자를 줄이게 된다(Spada, 2018).

장점이 있다. 이러한 장점 때문에 해외뿐만 아니라 국내에서도 ETF 규모는 빠르게 성장하고 있다. 2020년 9월말 기준 거래소에 상장된 ETF 종목수는 447개이며, 순자산 규모는 46.2조원에 달한다. 자산을 기준으로 보면,株式이 35.2조원으로 ETF 자산 유형 중 압도적으로 많은 76.2%를 차지한다. 그 다음으로는 채권 8.7조원(18.8%), 원자재 1.2조원(2.7%), 통화 0.2조원(0.5%) 등의 순이다. 기초시장을 기준으로 보면, 국내자산 40.8조원(88.3%), 해외자산 5.3조원(11.5%), 국내외 자산 0.1조원(0.3%)의 순이다. 한편, 전체 ETF 중 레버리지 ETF 규모는 4.5조원(9.7%)이며, 인버스 ETF 규모는 4.9조원(10.6%)이다.

<그림 V-46> 국내 ETF 시장 규모



주 : 자산유형별 순자산 비중은 2020년 9월말 기준
 자료: 통계청, 거래소

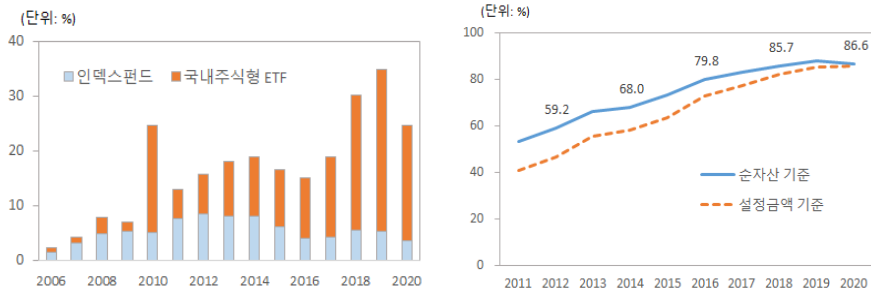
국내 ETF 시장의 빠른 성장은 국내주식에 투자하는 ETF로 한정하더라도 동일하게 나타난다(<그림 V-47>). 제로인의 국내주식형 공모펀드 중 K200 인덱스 및 기타인덱스 유형에 속하는 공모펀드 데이터에 따르면, 2011년말 기준 해당 유형 순자산 14.8조원 중 국내주식 ETF 설정액은 7.9조원으로 약 53.2%를 차지하였다. 그런데 이 비중은 2020년에는 86.6%까지 증가한다. 이러한 빠른 ETF 시장의 성장추세는 설정액을 기준으로 보더라도

동일하게 확인할 수 있다. 반면, 국내 주식형 인덱스펀드 설정규모는 2012년말 8.5조원으로 가장 높은 수준을 기록한 이후 2020년말에는 3.6조원으로 급감, ETF의 빠른 성장과는 대비된다.

<그림 V-47> 인덱스펀드 VS. ETF 비교 - 국내 주식형 기준

인덱스펀드 및 ETF 설정액 비교

국내 주식형 ETF 비중



주 : 제로인 분류 기준 국내 주식형펀드 중 K200인덱스 및 기타인덱스로 분류된 펀드를 대상으로 인덱스펀드와 ETF를 구분

자료: 제로인

ETF 시장의 빠른 성장은 기본적으로 ETF가 가지고 있는 장점과 편의성에 기인한다. 이외에 다른 요인을 든다면, 전세계적으로 최근 들어 활용도가 높아지고 있는 요인기반 자산운용(factor investing)을 들 수 있다(김종민, 2018b). 요인기반 자산운용은 자산이나 포트폴리오의 수익률에 영향을 미치는 여러 요인(factor)을 파악한 후 이를 반영하는 요인 벤치마크(factor benchmark)를 구성하여 자산운용 프로세스에 활용하는 것을 의미한다(Ang, 2014). 이 방법론은 투자자산이 많다 하더라도 소수의 요인만으로도 효과적으로 자산배분 및 위험관리, 성과분석 등을 수행할 수 있기 때문에 자산운용사뿐만 아니라 캐나다 CPPIB(Canada Pension Plan Investment Board), 노르웨이 GPF(Government Pension Fund Global) 등 글로벌 연기금에서도 적극 활용하고 있다. 또한, 요인 벤치마크는 공모펀드의 성과를 개선하는 데에도 활용될 수 있으며, 더 나아가

개별 투자자의 성향에 부합하는 상품구성 및 자산관리 등에도 활용될 수 있다 (김중민, 2018b).⁷¹⁾

이처럼 ETF의 활용도가 높은 만큼 ETF 시장규모는 앞으로도 꾸준히 성장할 것으로 예상된다. 다만, ETF가 실제로 효과적인 자산배분 및 자산 관리 수단으로 활용되기 위해서는 ETF 상품이 보다 다양해질 필요가 있다. 만약 ETF의 상품이 충분히 다양해진다면, 투자자 또는 금융투자회사에 따라 ETF는 다양한 방식으로 활용될 수 있다. 예를 들면, 금융지식을 갖춘 투자자는 다양한 요인을 반영하는 ETF를 이용하여 직접 자산배분에 활용할 수도 있다. 금융투자회사는 ETF를 기초상품으로 활용하여 펀드상품 내지 자산관리 서비스를 투자자에게 제공할 수 있을 것이다.⁷²⁾

3) 중위험·중수익 금융투자상품에 대한 수요 증가

앞서 살펴본 바와 같이 잠재성장을 하락과 같은 구조적인 요인 때문에 저금리 기조가 심화될 경우 투자 기대수익률이 낮아지는 반면 투자위험은 커질 수 있다. 이 경우 개인투자자 입장에서는 선불리 위험자산 투자를 늘리기 어렵고, 그렇다고 안전자산 위주로 투자를 하자니 노후준비에 필요한 적정 수익률을 달성하기 어려운 문제가 있다. 달리 말하면, 애초에 주식과 같이 위험자산 투자를 선호하는 투자자에게는 수익률을 다소 낮추더라도 위험을 완화시키고, 안전자산을 선호하는 투자자에게는 투자위험을 어느 정도 감수하면서 수익률을 높일 수 있는 자산배분 전략 내지 금융투자상품이 필요한 것이다. 따라서 저금리 기조가 장기화되거나 심화될수록 중위험·중수익을 달성할 수 있는 자산관리 서비스 내지 금융투자상품에

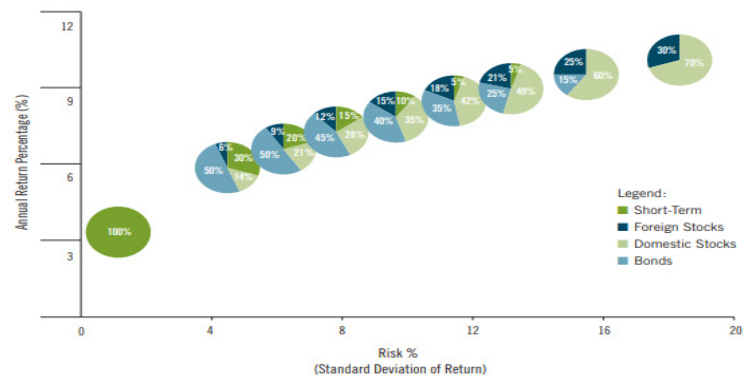
71) 최근 가치(value), 성장(growth), 모멘텀(momentum), 저변동성(low volatility) 등 특정 요인을 기준으로 편입종목을 구성하는 ‘스마트베타(smart beta)’ ETF 상품이 늘어난 것이 그 예이다.

72) 한편, 현재 국내 ETF 규모로는 아직 걱정할 단계는 아니나, ETF 시장이 충분히 커지게 되면 금융시장 불안 시 대규모 주식 매도거래가 가능하며 주식시장의 위험을 증폭시키는 요인으로 작용할 수도 있다. 일례로 2010년과 2015년 미국의 flash crash 상황에서 ETF 등 주식 외 상장종목들의 거래량이 늘어나면서 시장의 급등락이 가속화된 사례가 있다.

대한 수요가 늘어날 것으로 판단된다.

포트폴리오 이론에 따르면, 기존의 자산들을 이용하여 투자비중을 조정하면서 다양한 위험-수익 구조를 구성할 수 있다. 예를 들면, <그림 V-48>에서 보는 바와 같이 단기채권, 채권, 국내주식, 해외주식 등 다양한 위험-수익 특성을 가진 자산으로 포트폴리오를 구성하면 구성 비중에 따라 위험과 기대수익 수준을 조정할 수 있다. 다만, 개인투자자가 이와 같은 자산배분 전략을 활용하기가 어려우므로 앞서 언급한 바와 같이 ETF를 활용한 EMP(ETF Managed Portfolio)처럼 개별 투자자의 특성을 감안한 저비용·맞춤형 자산관리 서비스가 활성화될 필요가 있다.

<그림 V-48> 포트폴리오 구성에 따른 위험 - 수익 분포 예시



자료: Fidelity

개별 금융투자상품의 경우에도 마찬가지이다. 중위험·중수익의 특성을 갖기 위해서는 필연적으로 위험을 사용해야 하는 만큼 어떤 위험을 사용하느냐에 따라 상품의 성격이 달라진다. 예를 들어, 안전자산과 국채와 회사채를 혼합하여 구성한 중위험·중수익 상품은 신용위험(credit risk)을 포함하고 있고, 국채와 주식을 혼합한다면 주식의 시장위험(market risk)을 포함하게 된다. 위험이 크고 기대수익이 높은 고위험(레버리지 포함 등)

투자상품도 투자비중을 낮게 하여 국채와 혼합하면 중위험·중수익 상품을 만들 수 있다. 또한, 주가지수나 저변동성(low volatility) 주식 같은 위험이 적은 주식들을 이용하여 중위험·중수익 상품을 구성할 수도 있다.

ELS도 위험과 수익구조가 보다 다양화될 필요가 있다. 스텝다운 ELS는 기초자산이 일정 수준 이상 하락하면 손실규모가 커지는 성격의 꼬리위험이 존재할 수 있기 때문에 사전적으로 중위험·중수익 특성을 갖더라도 ELS 투자시에 주의가 필요하다. 따라서 향후 저금리 기조 하에서는 수익률이 다소 낮아지더라도 꼬리위험을 낮춘 안정적인 ELS도 필요할 것으로 판단된다. 반면, 주가 상승 시기에 좀 더 높은 수익이나 기초자산의 상승분을 수익으로 취할 수 있는 ELS 상품도 필요하다.⁷³⁾

4) 해외 및 대체자산에 대한 수요 증가

앞서 살펴본 바와 같이 글로벌 금융위기 이후 해외 및 대체자산에 대한 개인투자자 및 가계의 투자는 꾸준히 증가하였다. 금리변화에 따른 투자 행태의 변화를 감안하면 이와 같은 해외 및 대체자산에 대한 투자 증가는 향후에도 지속될 것으로 판단된다. 그런데 해외 및 대체자산에 대한 수요 증가가 실제로 국내 가계의 자산증식으로 이어지려면 몇 가지 고려 또는 선결되어야 하는 문제가 있다.

우선, 해외투자의 경우 간접투자보다는 개별 주식에 대한 직접투자가 크게 늘어난 만큼 간접투자 방식보다 투자위험이 높아진 측면이 있다. 따라서 이러한 투자위험을 효과적으로 관리하기 위해 금융투자회사의 자산 관리 서비스 및 해외 금융투자상품이 보다 확대될 필요가 있다. 이와 함께 최근 해외투자 관련 사모펀드 및 해외금리 연계 또는 해외자산 연계DLS 상품에서 투자손실이나 상환연기가 발생한 사례가 증가한 만큼 금융투자회사의 해외투자 역량 및 위험관리 능력 제고가 필요하다.

73) 부스터 상품은 최대손실 제한(예를 들면 20%) 구조도 포함한다.

대체투자의 경우 사모펀드 시장의 급성장에도 불구하고 2019년 이후 사모펀드 부실 및 환매나 상환연기 사례가 늘고 있으며, 라임자산운용 및 옵티머스자산운용 사례에서 보듯 투자자보호 문제가 불거진 사례도 있다. 향후 코로나19 장기화에 따라 관련 사모펀드의 부실 또는 환매나 상환연기 사례가 더욱 늘어날 수도 있다. 이외에도 사모펀드 관련 금융사고가 잇따르면서 사모펀드 판매 관련 규제가 강화되었다(금융위원회, 2019. 12. 12; 금융위원회, 2020. 4. 27). 따라서 개인투자자 또는 가계 입장에서는 저금리 기조가 심화된다고 하더라도 사모펀드 투자는 쉽지 않을 것으로 판단된다.

공모펀드는 개인투자자 또는 가계가 쉽게 투자할 수 있는 금융투자상품으로 향후 저금리 기조 하에서 공모 대체자산펀드에 대한 투자수요가 늘어날 가능성이 높다. 그런데 이 경우 소위 ‘동시운용효과(side-by-side management effect)’를 유의할 필요가 있다. 동시운용효과는 자산운용사가 자사의 이익에 가장 크게 기여하는 고객이 선호하는 상품의 가치를 전략적으로 높이는 과정에서 다른 상품의 가치가 떨어지는 문제를 지칭한다(Gaspar et al., 2006; Nohel et al., 2010; 김종민·김재철, 2016). 즉, 운용사 입장에서는 투자규모가 더 커서 수익성 면에서 더 유리한 기관투자자에게 더 좋은 대체투자 관련 상품을 사모펀드 또는 투자일임의 형식으로 제공할 가능성이 있다. 이 경우 대체자산에 투자하는 공모펀드는 사실상 ‘레몬’으로 전략하여 공모펀드 투자자는 손실을 입을 수 있다. 비록 동시운용효과의 결과로 단언할 수 없으나, 본장 1절 사모펀드 대비 공모펀드 초과수익률 요인분석 결과에서도 동일한 펀드유형이라 하더라도 공모펀드의 운용수익률이 상대적으로 낮은 것으로 나타났다. 또한, 대체자산이 비유동성자산인 만큼 펀드시장 전반적으로 유동성위험이 커질 수도 있다. 따라서, 자산운용사 및 증권사 등 금융투자회사는 이러한 문제를 예방할 수 있는 내부체계를 갖추고 공모 대체투자펀드 상품 및 관련 자산관리 서비스를 개발하고 제공해야 할 것이다.

VI. 결론 및 시사점

1. 금융투자업의 환경 변화
2. 저금리 기조의 영향과 위험요인
3. 저금리 시대의 대응전략

VI. 결론 및 시사점

1. 금융투자업의 환경 변화

현재 세계 주요국 경제는 경험해보지 못한 장기적 저금리 상황을 맞이하고 있다. 이와 같은 저금리 기조는 선진국의 경우 1980년대에 시작되었으며, 2008년 글로벌 금융위기 이후 금리 수준은 2%대의 저금리에서 1% 미만의 초저금리로 가고 있는 상황이다. 특히, 2010년 유로존 위기 이후 일부 유럽 국가에서는 마이너스 금리 상황이 발생하기도 했다. 우리나라에서도 금리 하락 추세가 1997년 외환위기를 기점으로 시작되고 2008년 글로벌 금융위기 이후 본격화되면서 저금리 기조로 접어들었다. 본 연구 분석결과 한국의 장기금리는 2030년까지 1.5% 수준에 머물 것으로 전망되고 있어서 저금리 환경의 장기화에 대비할 필요가 있다.

저금리 기조는 국가 및 시기에 따라 차이는 있지만, 크게는 세 가지 공통적인 사회경제적 변화에 그 원인을 두고 있는 것으로 파악된다. 첫째, 2000년대 이후 세계 주요국의 잠재성장률이 하락하고 있다. 미국의 잠재성장률은 2000~2007년 평균 2.5%에서 2008~2010년에는 평균 1.8%로 감소했으며, 유로지역은 잠재성장률이 2000~2007년 평균 1.9%에서 2008~2010년 평균 0.9%로 감소했다(European Central Bank, 2011). 우리나라도 예외가 아니다. 분석결과 우리나라의 경우 잠재성장률이 하락하면서 경제 기초여건에 부합하는 실질중립금리가 외환위기 이전 평균 6.7%에서 2020년 0.2% 수준까지 하락하였다. 그리고 이와 같은 실질중립금리 하락의 70% 이상이 경제성장률 둔화에 따른 것으로 분석된다. 둘째, 전세계적으로 진행되고 있는 인구 고령화도 저금리 현상의 중요한 원인으로 들 수 있다. 우선, 인구 고령화에 따른 생산가능인구 증가세 둔화로 생산요소 간 불균형이 일어나면서 잠재성장률 하락의 일부 원인을 제공하고 있다. 또한, 일부 국가에서는 은퇴를 앞둔 인구의 비중이 크게 늘어나면서 주식 및 펀드 등 위험자산 투자가 늘어나는 모습도 나타나고 있다. 셋째,

경제·금융위기 발생 후 대응적인 양적완화 통화정책이 금리 하락의 중요한 원인으로 손꼽힌다. 1997년 외환위기, 2001년 IT버블 붕괴, 2008년 글로벌 금융위기, 2011년 유로존 위기, 2020년 코로나19 감염확산에 따른 금융불안 등 세계 경제는 지난 25년 간 각종 경제·금융 위기를 직면했으며, 이에 대응한 완화적 통화정책은 금리 하락에 일조하였다. 단기적으로는 코로나19 충격으로부터의 회복과정에서 경제활동이 정상화되고 완화적 통화정책도 점차 축소됨에 따라 일정 수준 금리의 반등이 점쳐지기도 하지만, 잠재성장률 하락 및 인구 고령화는 장기간에 걸쳐 진행되고 있는 구조적인 현상이므로 큰 흐름의 저금리 기조가 반전되기는 쉽지 않은 상황이다.

이처럼 저금리의 고착화가 장기 구조적인 원인에 기반 하는 만큼, 그 고리를 끊기도 쉽지만은 않다. 저금리의 장기화는 단순히 안전자산에 대한 수익률 하락을 의미하는 것이 아니라 은퇴준비를 위한 자금축적을 더욱 어렵게 하면서 미래뿐만 아니라 현재의 소비도 저하시키는 중요한 원인으로 작용할 수 있다. 물론 저금리 상황을 받아들이고 기준수익률을 낮추는 게 하나의 대응방안일 수도 있다. 그러나 일정 수준 부를 이미 축적한 가계는 기준수익률 하락을 받아들일 수 있겠으나, 필수 수준의 소비에 근접한 가계의 입장에서는 쉽게 수용할 수 있는 방안이 아니다. 정부가 이러한 가계를 위한 사회안전망을 확대해야겠으나, 역설적으로 인구 고령화는 사회안전망의 수요를 높이는 반면 공급을 더욱 어렵게 만드는 요인으로 작용한다. 은퇴를 앞둔 인구의 비중은 증가하고, 이들의 평균 수명도 점진적으로 늘어나고 있는 반면 노동시장에 참여할 수 있는 생산가능 인구는 감소하고 있기 때문이다. 특히 현재의 역피라미드 인구구조는 부과방식(pay as you go)이 아닌 적립방식(fully funded)의 국내 연기금 제도의 운영을 더욱 어렵게 만들 것이다. 결국 효과적인 대응방안이 마련되지 못하면 저성장-저금리-저소비의 악순환은 더욱 심화될 우려가 있다.

저금리 고착화의 부정적 영향을 줄이기 위해서는 다방면의 노력이 필요하며, 이중 금융투자업의 역할도 매우 중요하다. 특히, 금융투자업은 저금리 환경 속에서 가계의 소비 수준을 유지하는 데 적합한 금융투자상품을 개발하고, 이를 효과적으로 제공 및 중개해야 하며 가계 및 기관의 자금이동을 실현

시키는데 기여해야 한다. 그러나 이와 같은 자금이동이 당연하거나 자연스럽게 이루어지는 것은 아니다. 자금이동은 가계나 기관 모두에게 수익 추구의 행태변화와 함께 현재보다 높은 수준의 위험 부담을 수반한다. 결국 자금이동이 이루어지기 위해서는 투자자가 감당할 수 있는 수준의 위험-수익 상품이 제공되어야 하며, 이와 함께 금융투자업에 대한 충분한 신뢰가 구축되어야 한다.

해외사례를 살펴보면 자금이동의 잠재성과 어려움이 동시에 보인다. 자본시장이 가장 발달된 미국의 경우 저금리 상황이 심화 및 고착화된 글로벌 금융위기 이후 가계의 자금이동이 의미 있게 나타난다. 저금리 환경 속에 자산가격, 특히 주가가 빠르게 상승하고, 미국 가계의 직접 및 간접 주식투자도 동반 상승하면서 가계 금융자산 구성이 안전자산에서 위험자산으로 이동하는 모습이 관측된다. 금융투자업의 관점에서 이와 같은 자금이동은 금융위기 이후 기업이나 기관투자자 관련 사업보다 리테일 시장 관련 사업의 빠른 성장세로 이어지고 있다. 이에 따라 해외 자산운용사 및 리테일 브로커리지와 더불어 과거 기업 및 기관투자자 고객 중심의 글로벌 투자은행도 리테일 고객의 자산 확보를 위해 사업전략을 전환하고 치열하게 경쟁하고 있다. 글로벌 자산운용사는 ETF처럼 고객이 선호하는 저비용 패시브 공모펀드를 중심으로 운용규모를 늘리고 있으며, 자산운용사 간 경쟁이 심화되면서 규모의 경제 확보를 위한 M&A도 활발하게 이루어지고 있다. 미국 리테일 브로커리지도 고객기반 확대를 위해 수수료를 경쟁과 더불어 대형사 간의 M&A가 단행되고 있다. 다수의 글로벌 투자은행은 금융위기 이후 과거 주요 수익원이었던 트레이딩 사업을 축소하고, 리테일 고객을 대상으로 하는 자산관리, 자산운용 및 소매금융 사업을 빠르게 확대해 나가고 있으며, 이를 위해 M&A도 적극적으로 활용하고 있다.

반면, 저금리 환경이 자금이동으로 이어지지 않는 경우도 해외사례에서 나타나며, 특히 일본의 사례가 대표적이라고 볼 수 있다. 일본은 1990년 버블 붕괴 이후 주식시장에 대한 불신이 커지면서 일본 가계의 금융자산은 지난 30여년 대부분 기간 안전자산 비중이 증가하는 모습을 보여 오다 최근에 들어서야 위험자산 비중이 높아지는 모습이 일부 포착된다.⁷⁴⁾ 독일,

프랑스 등 자본시장보다 은행 중심의 일부 유럽 국가에 있어서도 금융위기 이후 제로금리 환경이 형성됨에도 불구하고 자금이동이 미국에 비해 더디게 일어나는 것으로 파악된다. 결국 투자행태를 수익추구로 변화하고 이를 통해 자금을동을 이끌어내기 위해서는 투자자에게 적합한 위험-수익 프로파일의 금융투자상품과 고객 이해관계에 상충하지 않는 자문 및 서비스가 제공되어야 한다. 또한, 투자행태의 변화는 단기간에 달성할 수 있는 게 아니고, 충분한 기간에 걸쳐 만족스러운 투자를 경험해야 하며, 이를 위해서는 투자실적과 더불어 금융투자회사에 대한 신뢰가 축적되어야 한다.

국내 금융투자업은 저금리 기조에 따른 기회를 충분히 활용하지 못한 것으로 평가된다. 이에 대한 일부 원인은 그간 주식 등 국내 자산의 수익률이 뒷받침해주지 못한 측면도 있다. 국내 KOSPI지수는 2008년 글로벌 금융위기 이후 박스권을 벗어나지 못하면서 국내 가계의 주식 및 공모펀드 투자는 정체되었다. 반면, 2020년 코로나19 사태의 발생으로 KOSPI지수는 초기 급감한 이후 가파른 반등세를 보이면서 오랜 기간의 박스권을 탈피하였고, 이에 따라 개인투자자의 주식거래 참여도와 거래량이 유례없는 수준을 기록하고 있다(김준석, 2021). 이처럼 국내 가계의 자금을동을 이끌어내기 위해서는 위험자산이 일정 수준 수익률을 제공해야 하며, 이는 국내 증권사와 자산운용사가 직접적으로 통제할 수 없는 제약요인이기도 하다. 그럼에도 불구하고 국내 금융투자업은 글로벌 금융위기 이후 환경 및 투자 수요 변화에 부합한 금융투자상품 및 서비스 공급과 더불어 투자자 신뢰 확보에 있어서 다소 부족한 측면이 있었다고 봐야 할 것이다.

공모펀드시장의 경우 2008년 글로벌 금융위기 이후 주식형펀드를 중심으로 자금유출이 이어지고, 개인투자자 비중도 낮아지고 있는 상황이다. 공모펀드에서 빠진 투자자금이 일부 대체자산 중심으로 변모된 사모펀드 투자로

74) 1989년 주식시장 및 1990년 부동산시장의 가파른 하락으로 촉발된 버블 붕괴 이후 일본 가계 금융자산은 안전자산 중심으로 재편되었다. 일본 가계 금융자산 중 주식 비중은 1990년 20.0%에 달했으나, 주식시장 폭락 이후 크게 감소하여 2000년에 들어서는 7.7%로 낮아졌다. 글로벌 금융위기 이후 주식 비중은 소폭 상승하여, 2018년 현재 10.0% 수준을 기록하고 있다. 반면 가계 금융자산 중 현금 및 예금 비중은 1989년 44.0%에서 2000년 54.1%로 늘어나고, 2018년 현재에도 53.3%를 유지하고 있다(JSDA, 2019).

이어지고 있기는 하지만, 여러 사건·사고에서 보듯이 사모펀드에 내재된 위험성과 투명성 문제는 공모펀드의 대안으로서 사모펀드의 한계를 보여주기도 한다. 이에 따라 우리나라에서는 가계의 펀드투자가 크게 감소하면서 금융자산에서 금융투자상품의 비중이 갈수록 낮아지고 있다. 또한, 가계의 위험자산 수요를 충족할 것으로 기대되었던 대표적인 중위험·중수익 금융투자상품인 ELS도 여러 문제가 불거지면서 과연 ELS에 수반되는 위험이 투자자가 추구하는 수준에 부합한 것인지 의문이 든다. 2000년대 들어 퇴직연금 제도가 시행된 후 사적연금 규모가 크게 늘고 있으나, 이들 대부분이 원리금보장형으로 운용되어 노후준비 차원에서도 금융투자상품의 활용도가 매우 낮은 실정이다.

예금금리가 1% 미만으로 낮아지고 인구 고령화에 따라 은퇴를 앞둔 가계가 늘고 있는 상황에서 국내 금융투자업계가 어떻게 대응하는가에 따라 저금리 시대는 기회가 될 수도 위기가 될 수도 있다. 특히, 그간의 여러 문제점에도 불구하고 개인투자자 및 가계의 해외주식 및 대체자산 투자가 늘고 있고, ETF 시장규모도 커지는 등 위험자산으로의 자금이동 조짐도 일부 나타나고 있는 점은 긍정적으로 평가된다. 향후 전개될 저금리 시대에서는 가계의 효과적이고 효율적인 재산증식 또는 자산관리를 지원하는 매개체로서 금융투자업의 역할이 더욱 중요해질 것이다. 따라서 국내 금융투자업계는 저금리 기조에 따른 영향 및 위험요인을 면밀히 검토하여 자사의 특성에 부합하는 대응전략을 마련해야 할 것이다.

이에 대해 본 장에서는 저금리의 장기화에 대한 국내 금융투자업의 대응을 제시하며, 본 장의 구성은 다음과 같다. 우선, 2절에서는 본 연구의 분석을 바탕으로 저금리 기조에 따른 영향과 위험요인을 자산운용업, 증권업, 금융투자상품 등으로 나누어 살펴본다. 이를 바탕으로 3절에서 저금리 시대의 대응전략을 금융투자상품 역할 강화 방향과 자산운용업 및 증권업의 SWOT분석에 기초한 세부 대응방안으로 나누고 있다.

2. 저금리 기조의 영향과 위험요인

가. 자산운용업

본 연구에서는 우리나라에서 저금리 기조가 본격화된 글로벌 금융위기 이후 국내 자산운용업의 주요 변화를 살펴보고, 저금리를 비롯한 거시경제 환경 변화가 펀드투자 자금흐름 및 자산운용사 경영성과에 끼친 영향에 대해 살펴보았다. 본 연구의 분석결과로 미루어보면 저금리 기조가 국내 자산운용업에 끼칠 영향과 위험요인은 다음과 같이 정리할 수 있다.

향후 저금리 환경에서는 투자자의 수익추구 유인이 강해지므로 기본적으로 국내에서도 펀드투자 수요가 늘어날 것으로 판단된다. 다만, 이전보다 무위험수익률이 하락하면서 목표수익률을 달성하기가 어려워지고, 수익률을 높이려면 더 많은 투자위험을 감수해야 하는 만큼 투자자 입장에서는 투자위험이 증가하게 된다. 그리고 저금리 환경에서는 충격 발생 시 자산가격의 변동성도 커지므로 투자자금의 변동성도 더 높아질 수 있다. 더군다나 분석결과 공모펀드와 사모펀드에 따라 저금리에 따른 영향 및 위험도 다를 것으로 예상된다.

공모펀드에서는 안전자산 선호 내지 유동성 관리 목적으로 기관투자자가 중심인 채권형 및 MMF에 투자자금이 집중될 것으로 보인다. 반면 국내 주식형 공모펀드의 경우에는 뚜렷한 투자성과가 없는 한 개인투자자의 투자가 예전 수준을 회복하기는 어려울 것으로 보인다. 이로 미루어보면, 개인투자자의 공모펀드 기피로 인해 공모펀드 수요기반이 기관투자자 중심으로 변하는 추세는 향후에도 유지될 것으로 판단된다. 다만, 실증분석의 결과로 유의하게 뒷받침되지는 않았으나, 개인투자자의 직접투자가 늘어나고 있으므로 국내주식형 ETF에 대한 수요는 어느 정도 확대될 것으로 보인다. 또한, 해외 및 대체자산형 공모펀드에 대한 수요가 늘어나고 있는 추세는 향후에도 지속될 것으로 보인다.

이와 같은 공모펀드 시장 변화는 다음과 같은 위험요인을 내포하고 있다. 우선, 기관투자자가 개인투자자에 비해 일반적으로 수익률이나 시장 상황에 민감하게 반응한다는 점을 감안하면, 공모펀드 시장에서 기관투자자 수요 기반이 강해지는 반면 자금흐름의 변동성이 더욱 커질 수 있다. 특히, 이와 같은 수요기반 변화에 따라 사모펀드 편중현상이 심해지면 자칫 공모펀드의 ‘레몬화’ 현상을 부추겨 가계 및 개인투자자의 공모펀드 기피 현상이 심화될 수 있음을 유의해야 한다. 이외에도 해외 및 대체자산에 대한 투자가 늘어남에 따라 시장위험, 유동성위험 등 공모펀드의 투자위험도 이전보다 늘어날 개연성이 높다.

사모펀드의 경우에는 채권형 및 대체자산형 펀드 이외에도 공모펀드와는 달리 주식형에 대한 수요가 늘어날 것으로 판단된다. 다만, 저금리로 인해 운용수익률이 낮아질 수 있으며, 해외 및 대체자산 투자가 늘면서 투자위험도 커질 수 있다. 또한, 사모펀드의 투자자가 대부분 기관투자자인 만큼 투자자금의 변동성이 높아질 위험도 있다. 한편, 2019년 하반기 이후 사모펀드에서 대규모 투자손실 및 환매·상환연기 사례가 잇따르고 일부 자산운용사의 불법·부정행위로 인해 사모펀드에 대한 투자자의 신뢰가 매우 저하되어 있는 상황이다. 이에 따라 향후 사모펀드에 대한 투자수요 증가폭이 예상보다 저조할 수 있다.

<표 VI-1> 저금리 기조의 영향 및 위험요인 - 자산운용업

항목	영향	위험요인
자산 가격	• 할인을 하락에 따른 가격상승 요인	• 경제성장률 정체 시 가격 하락요인 • 자산가격 변동성 확대
투자 수요	• 투자 기대수익률 하락 • 수익률 제고 목적의 투자 유인 강화 - 국내외 위험자산과 대체자산 중심	• 목표수익률 달성 가능성 저하 • 투자위험(유동성위험 포함) 증가 • 펀드투자 자금흐름의 변동성 확대
공모 펀드 사모 펀드	• 채권형 및 MMF 중심 수요 확대 • 기관투자자 자금 중심 • 단, 개인은 해외 및 대체자산형 펀드(ETF 포함) 투자수요 증가	• 펀드투자 자금흐름의 변동성 확대 • 공모펀드 '레몬화' 및 개인투자자의 공모펀드 투자 기피 심화 가능성 • 해외 및 대체자산형 펀드 위험 증가
	• 대체자산 및 채권형 수요 증가 • 주식형도 수요 증가 가능성 • 기관투자자 자금 중심	• 운용수익률 저하 및 투자위험 증대 • 펀드투자 자금흐름의 변동성 확대 • 최근 투자손실 및 불법 부정행위 사례 등에 따른 투자자 신뢰 저하
종합 운용사	• 기관투자자 중심의 수요기반 확대 • 수요 증대에 따른 수익성 개선	• 투자자금의 대형운용사 편중 가능성 • 펀드투자 자금흐름의 변동성 확대 • 해외 및 대체자산형 펀드 위험 증가 • 사모 및 투자일임 편중 가능성
전문사모 운용사	• 기관투자자 중심의 수요기반 확대 • 대체자산 중심 투자수요 증대에 따른 수익성 개선	• 투자자금의 편중 가능성 • 운용사간 양극화 심화 가능성 • 해외 및 대체자산형 펀드 위험 증가 • 최근 투자손실 및 불법 부정행위 사례 등에 따른 투자자 신뢰 저하

자산운용사 측면에서 보면, 펀드투자 수요증가로 인해 자산운용사의 수익성이 개선될 가능성이 높을 것으로 판단된다. 이를 종합운용사와 전문사모운용사로 나누어보면 다음과 같이 요약할 수 있다. 금리변화에 따라 채권형, MMF, 대체자산 등에 자금이 집중되었음을 감안하면 종합운용사 중에서도 운용규모가 크고 평판이 확립된 대형 종합운용사에 투자자금이 집중될 가능성이 높아 보인다. 그런데 공모펀드 외에도 사모펀드 및 투자일임 등 기관투자자 수요가 늘어나는 만큼 투자자의 환매요구, 해외 및 대체자산 관련 투자위험을 적절히 관리해야 할 것이다. 전문사모운용사의 경우에는 대체자산에 대한 수요증가로 인해 소형 내지 흑자 운용사의 수익성이 개선될 것으로 판단된다. 다만, 전문사모운용사 간 경쟁이 심화되면서 운용사간 양극화가 진전되고 있고, 최근 사모펀드 부실 및 환매·상환연기

사례가 급증하고 규제가 강화되었음을 감안하면 전문사모운용사 시장재편이 본격화될 것으로 보인다.

나. 증권업

글로벌 금융위기 이후 국내 증권업의 주요 변화는 외형 성장과 수익구조 다변화를 들 수 있다. 물론 정책이나 제도적인 요인의 영향이 컸지만, 저금리 기조와 풍부한 유동성 여건은 증권사들의 대형화와 자산규모 확대 과정에서 도움을 주었고 수익구조 다변화에도 우호적인 영향을 주었다고 평가할 수 있다. 저금리 환경에서 파생결합증권과 고객 RP가 증가하면서 자연스럽게 채권 규모가 증가하였다. 풍부한 유동성 여건 하에서 증권사들은 자본시장에서 자금조달을 수월하게 하였다. 위탁매매부문 위주의 수익구조에서 벗어나 증가한 자기자본과 자산을 바탕으로 자기매매부문과 IB부문의 수익이 크게 증가하는 등 수익구조가 다변화되었다. 한편, 저금리가 지속되면서 금리 하락의 제한이나 자금조달시장 여건의 악화는 위험요인이 된다. 사업영역이 확대되면서 유동성위험도 증가하였다⁷⁵⁾. 증권업 사업부문별로 글로벌 금융위기 이후 저금리 기조의 영향 및 위험요인을 세부적으로 살펴보면 다음과 같다.

국내 증권업 위탁매매부문 수익은 주식시장 거래량이나 신용융자 규모와 관계가 있으며, 직접적으로 금리 변화와 유의한 연계성을 보이지는 않았다. 그렇지만 저금리 기조는 위험자산 수요를 증가시키면서 주식시장의 자금유입을 발생시키고 신용융자잔고도 늘리는 요인으로 작용할 수 있다. 2020년부터 국내 주식시장의 역동성이 높아지고 개인투자자들의 주식시장 참여가 확대되면서 거래대금 및 신용융자잔고가 증가하게 되었으며, 위탁매매부문은 다시 증권업의 주요 사업으로 자리잡고 있다. 다만, 저금리 환경에서 자산가격 변동성이 급등할 수 있는 등 잠재적인 위험이 증가할 수 있으며, 이와 관련하여 과도한 신용융자 규모는 금융시장이나 투자자에게 위험

75) 이석훈(2020)

요인이 될 수 있음을 유의하여야 한다.

금리의 추세적인 하락은 국내 증권업 자기매매부문 수익 증가에 영향을 주었다. 저금리로 ELS를 포함한 파생결합증권 사업과 고객 RP 규모가 확대되었고, 이에 연동하여 채권 규모도 크게 증가하였다. 자기매매부문 수익은 주로 ELS 운용환경과 금리 변화에 영향을 받아왔는데, 향후 자기매매부문은 기회보다 위험요인이 클 것으로 예상된다. 저금리가 지속됨에 따라 국채 3년물 금리는 2020년말 1% 수준이며, 이전처럼 큰 폭의 금리 하락을 기대하긴 어려울 뿐만 아니라 오히려 금리가 일시적으로 상승할 수도 있다.⁷⁶⁾ 규제와 시장 환경 변화로 ELS 사업도 확대되기는 어려울 것으로 예상되며 ELS 운용손익의 변동성 관리도 과제라고 할 수 있다.

한편, 금리 변화는 국내 증권업 IB부문 수익에 유의하게 영향을 주지는 않았지만, 저금리 환경으로 인한 시중 유동성 증가와 자금조달 여건의 안정은 IB부문에 긍정적인 영향을 주었을 것으로 판단된다. 분석결과 신용스프레드 변화는 IB부문 수익에 유의하게 영향을 주었다. 향후 저금리와 시중 유동성이 풍부한 환경, 안정적인 신용시장은 IB부문에 우호적이라고 볼 수 있다. 다만, 저금리 기조 하에서 실물경제 침체로 보유자산의 신용위험의 급등 또는 부실이 발생할 수 있다. 또한 2020년 코로나19 감염확산 시기에 볼 수 있듯이 운용자산이 증가한 상황에서 자금조달시장 상황의 악화나 유동성 위험의 급등은 위험요인으로 작용하게 된다.

76) 금리가 상승하면 손실이 발생할 수 있다. 2016년말 국내외 금리가 급등하면서 증권사들의 자기매매부문 수익이 급감하였다. 이 시기에 홍콩 HSCEI지수의 급락으로 ELS 운용수익이 부진했던 점도 자기매매부문 수익 감소에 영향을 주었다.

<표 VI-2> 저금리 기조의 영향 및 위험요인 - 증권업

항목	영향	위험요인
자산가격	• 할인율 하락에 따른 가격상승요인	• 금리 상승은 자산가격 조정 요인 • 충격 발생 시에 자산가격 조정이 더 커질 수 있는 등 잠재적인 위험이 증가
환경	• 풍부한 유동성, 양호한 자금조달 여건은 대형화, 자산규모 확대에 기여 - 파생결합증권, RP, 채권 증가 • 자기매매 및 IB부문 수익 증가	• 추가적인 금리 하락의 제한 • 사업영역 확대에 의한 유동성위험 증가
위탁매매	• 개인의 주식시장 참여 유인 강화 • 주식 거래량 및 신용융자 증가에 따른 수익 증가	• 주식시장 변동성 확대 등 잠재위험 증가 • 과도한 신용융자 규모
자기매매	• 자기매매부문 수익 증가 요인 • 채권 및 파생결합증권 규모 증가	• 향후 추가적인 금리 하락이 제한 - 저금리 기조 하에서 금리상승 가능성 • ELS 판매 및 운용 규제 강화 • 저금리 장기화에 따른 잠재위험 증가
IB	• 시중 유동성 증가와 자금조달 여건의 안정으로 IB부문 사업 확대 • 신용스프레드 하락이 IB부문 수익에 직접적으로 영향	• 자금조달비용 증가 등 여건 악화, 유동성위험 급등 • 실물경제 충격으로 인한 자산의 부실
상품판매/자산관리	• 금융투자상품 투자수요 증가 • 종합자산관리 서비스 필요성 증가	• 불완전판매 등 투자자보호 이슈 • 기대수익률 하락 및 잠재위험 증가

상품판매 및 자산관리 부문은 상대적으로 수익규모가 작고 2012년부터 큰 변화가 없으며, 그 동안 저금리 기조와 상관없는 추세를 보였다. 향후 저금리 기조가 고착화되면, 개인투자자 및 가계의 위험자산 투자 유인이 커지면서, 다양한 금융투자상품의 수요가 증가할 것으로 예상된다. 또한 저금리로 인해 자산가격이 상승하고 변동성이 커지는 등 투자위험도 증가하는 만큼, 단순한 금융투자상품의 판매 차원이 아닌 개인투자자 및 가계의 투자위험을 효과적으로 관리할 수 있는 종합적인 자산관리 서비스의 필요성이 더욱 커지게 될 것이다. 따라서 증권사들도 이러한 점들을 감안하여 그 동안 정체되었던 상품판매나 자산관리 부문에 대한 전략을 준비할 필요가 있다.

다. 금융투자상품 - 가계 및 개인투자자 관점

저금리 환경에서는 기본적으로 안전자산만으로는 재산증식 또는 노후 준비가 어려워지므로 가계 및 개인투자자의 위험자산에 대한 투자수요가 늘어날 것으로 보인다. 그러나 가계 및 개인투자자는 위험자산 투자에 대한 이해가 부족하기 때문에 특정 금융투자상품에 투자가 집중되거나 불완전 판매가 발생할 가능성 또한 높아진다.

<표 VI-3> 저금리 기초의 영향 및 위험요인 - 금융투자상품

항목	영향	위험요인
투자 행태	• 위험자산 투자수요 증가 - 재산증식 및 노후준비 목적 등	• 위험자산 투자에 대한 이해 부족 - 쏠림현상, 불완전판매 위험 등 • 위험자산 투자 실패 가능성 증가
금융 투자 상품	• 채권형펀드 및 MMF 수요 증가 • ETF 시장 규모의 확대 • 중위험·중수익 금융투자상품 수요 증가 • 해외 및 대체자산 수요 증가	• 펀드투자 수요기반 약화 • 자금흐름 변동성 확대 가능성 • ETF 기초상품 및 연계 서비스 부족 • 특정 상품으로 쏠림 가능성 • 유동성위험

금융투자상품 측면에서 펀드 중에서는 기관투자자 수요 중심인 채권형 및 MMF 외에도 ETF에 대한 수요가 늘 것으로 예상된다. 그런데 ETF가 가계 및 개인투자자의 자산관리 수단으로 사용되기에는 아직 기초상품 및 관련 서비스가 미흡하며, 오히려 중위험·중수익 금융투자상품에 대한 수요도 늘어날 것으로 판단된다. 물론 2000년대 이후 중위험·중수익 금융투자상품 활성화 차원에서 다양한 금융투자상품이 등장하였으나, 그 취지와는 달리 큰 폭의 투자손실을 본 경우가 많았으며 불완전판매 이슈가 부각되기도 하였다. 또한, 자산배분 전략의 일환으로 국내자산 이외에도 해외 및 대체 자산에 대한 투자수요가 늘 것으로 보인다. 다만, 국내 자산운용사의 해외 및 대체 자산 운용역량이 아직은 충분하지 않은 상황이므로 투자위험 관리가 투자 성공의 관건이 될 것이다.

3. 저금리 시대의 대응전략

가. 금융투자상품 역할 강화 방향

1) 금융투자상품의 자산관리 기능 제고

개인투자자 또는 일반 가계 입장에서 보면 잠재성장률 저하에 따른 저금리 기조가 장기화되거나 심화될 경우 투자에 따른 기대수익률이 낮아지므로 자산을 관리하기가 이전보다 더 어려워질 수밖에 없다. 더군다나 이들은 기관투자자에 비해 투자규모가 작고 위험감수능력도 낮기 때문에 선불리 위험자산 투자를 확대하기가 쉽지 않다. 이 점에서 향후에는 금융투자상품의 역할이 더욱 중요해질 수밖에 없다. 주지하듯이 개인투자자 및 가계 입장에서는 금융투자상품은 재산증식 내지 자산관리 수단이라는 점에서 의미가 있기 때문이다. 따라서, 저금리 기조가 장기화 내지 심화될 경우를 대비하여 국내 금융투자회사들은 자산관리 수단이라는 금융투자상품의 본래 기능을 되살리고 더욱 강화할 필요가 있다.

이를 위해서는 은행, 증권사, 자산운용사 등 금융투자상품 판매회사는 무엇보다도 규제 여부와는 관계없이 고객들과 이해관계를 일치시킬 필요가 있다. 즉, 자사의 수익성을 높이기 위해 금융투자상품을 ‘판매’한다기보다는 고객의 이해를 최우선(best interest of the client)으로 하여 ‘자산관리 서비스’를 제공하고 고객자산의 증식을 통해 자사의 수익성을 추구한다는 점을 명확히 할 필요가 있다. 달리 말하면, 자산관리 서비스의 관점에서 기존 금융투자상품 판매업무를 통합·관리해야 하는 것이다. 그렇지 않으면 앞으로도 금융투자상품 판매와 관련된 불완전판매, 이해상충 및 불법행위 논란 등을 피할 수 없을 것이다. 또한, 기술의 발전과 더불어 ETF 및 구조화상품 등 기초상품군이 다양해지고 있으므로 투자자의 특성 및 수요를 감안하여 저비용·맞춤형 자산관리 서비스를 확대할 필요가 있다. 이와 함께 저금리 기조에 따른 위험요인을 효과적으로 관리할 수 있는 자산운용사의

위험관리체계 구축 및 역량 강화도 필수 과제이다.

개인투자자는 기본적으로 개별 상품 투자라는 관점보다 포트폴리오 투자 관점에서 금융자산 투자를 접근할 필요가 있다. 일례로 신규 투자를 고려한다면, 투자자는 현재 자산의 위험상황을 파악하고 기존의 위험들과 상관성이 낮은 위험을 취하는 투자를 해야 하는 것이다. 주식투자 비중이 높은 투자자라면 ELS 상품 가입 시 손실제한형 상품을 이용하여 위험을 줄일 수도 있다.

2) 중위험·중수익 금융투자상품 확대

국내 경제의 잠재성장률이 낮아지면서 저금리 시대는 상당기간 지속될 것으로 예상되는 상황에서는 더 이상 안전한 투자만으로는 목표로 한 만큼의 가계 자산증식을 기대하기 어렵고, 그렇다고 선불리 위험자산 투자를 확대하기도 쉽지가 않다. 따라서 금융투자회사는 투자자의 특성 및 성향에 따라 다양한 금융투자상품을 제공할 필요가 있다. 보다 구체적으로 말하면, 금융투자회사는 중위험·중수익의 특성을 가진 금융투자상품을 확대하고, 이를 이용한 자산관리 서비스를 제공하여 가계의 재산증식에 기여할 필요가 있다. 이를 위해서는 저비용 맞춤형 자산관리 서비스에 활용될 수 있는 ETF 기초상품의 다양화, ELS 수익-위험 구조의 다양화, 해외투자 및 대체투자 관련 금융투자상품 확대 등의 노력이 필요하다.

3) ELS 상품 구조 다양화

현재 ELS의 주류를 이루고 있는 스텝다운 ELS 상품은 국내외 지수를 사용하여 쿠폰 상환 확률을 높이면서 원금 손실 가능성을 줄이는 안정성 위주로 구성된 상품들이다. 그럼에도 불구하고 향후에는 국내 ELS의 수익-위험 구조가 보다 다양화될 필요가 있다. 첫째, 현재 ELS 상품은 기초자산 가격이 크게 하락할 경우 기초자산에 직접 투자한 것과 같은 손실을 입을 꼬리위험이 존재하는데, 이 위험은 저금리 기조가 장기화 내지 심화되면서

증가할 가능성이 있다. 둘째, 투자자보호의 관점에서 고난도 금융투자상품에 대한 규제가 시행되고 있으므로 금융투자회사 역시 향후에는 원금(부분)보장 구조나 손실위험을 축소한 상품들에 관심을 가질 필요가 있다. 셋째, 다양한 수준의 수익률을 제공하면서도 손실 제한 내지 큰 손실이 발생할 위험을 축소할 수 있는 상품들이 현재 주류인 지수형 스텝다운 ELS 상품과 적절히 조화될 수 있다면, 앞으로 파생결합증권 시장을 긍정적으로 발전시킬 수 있다.

ELS의 상품 구조 다양화의 예는 다음과 같다. 우선, ELS 쿠폰(또는 수익률)이 다소 작더라도 대규모 손실 가능성을 낮춘 ELS 상품이 필요하다. 또한, 손실 상황이 발생하는 경우에, ELS 발행사가 주식과 같은 기초자산을 투자자에게 제공하는 것도 장기투자 관점에서 좋은 전략으로 볼 수 있다.⁷⁷⁾ 주식시장이 회복되는 과정에서 기초자산가격이 상승한다면 ELS 투자로 발생했던 손실을 만회할 수 있기 때문이다. 이외에도 주가 상승 시기에 기존의 스텝다운 ELS보다 좀 더 높은 쿠폰(수익률)이나 기초자산의 상승분을 수익으로 취할 수 있는 상품으로 부스터⁷⁸⁾ 같은 상품도 필요하다.

4) 연금자산의 운용수익률 제고

2000년대 이후 우리나라는 이미 고령화 사회에 접어들었고, 조만간 초 고령화 사회에 접어들 것으로 평가된다. 이러한 변화기조에 따라 우리나라에서는 공적연금인 국민연금뿐만 아니라 개인연금과 퇴직연금을 아우르는 사적연금 시장이 빠르게 성장하고 있다. 그러나 사적연금의 상당 부분이 원리금보장형 상품으로 운용되고 있어 운용수익률이 낮고, 펀드와의 연계성도 매우 약한 상황이다. 저금리 기조가 심화되면, 무위험이자율도 낮아지므로 갈수록 예·적금 및 보험, RP, 원리금보장형 ELB 등과 같은 원리금보장형

77) 이 경우 투자자에게 제공하는 기초자산은 현물이 아닌 다른 종류의 상품도 가능할 수 있다.

78) 조기상환 조건이 있으며, 만기에 기초자산과 같은 수익률이지만, 최대손실규모를 20%나 10%로 제한하여 고난도 상품에 해당되지 않는다. 조기상환 행사가격은 높아서 조기상환 또는 수익상환될 가능성은 기존의 스텝다운 ELS보다 작지만, 기초자산이 상승한다면 수익이 크며, 최대손실율도 20%로 제한되는 장점이 있다.

상품으로는 가계의 퇴직 이후 노후생활에 필요한 연금자산을 축적하기가 더 어려워진다.

저금리 하에서는 운용수익률을 제고하기 위해 연금자산 운용 시 위험자산의 비중을 높이더라도 문제가 발생할 수 있다. 우선, 잠재성장률의 개선 없이 저금리 기조가 지속되면 위험자산의 가치하락으로 손실규모가 커질 수 있다. 이는 연금을 운용하는 기관투자자의 경우도 마찬가지이다.⁷⁹⁾ 또한, 전세계적으로 저금리 기조가 심화될 경우 투자 동조화 현상도 심해지면서 금융불안 발생 시 국가 간 전파 가능성도 높아지게 된다.

결국 저금리 시대에 연금자산을 보다 효율적으로 운용하기 위해서는 정부 및 금융투자업계 모두 위험자산 투자를 늘리면서도 투자위험을 적절히 관리할 수 있는 방안을 강구해야 할 것이다. 예를 들면, 정부는 디폴트옵션 및 기금형퇴직연금 제도 도입 등을 서둘러 연금자산의 효율적인 운용을 제도적으로 뒷받침할 필요가 있다. 그리고 금융투자업계는 연금자산을 효율적으로 운용할 수 있는 자산관리 서비스 및 중위험·중수익 성격의 금융투자상품을 개발·제공해야 할 것이다.

나. 국내 금융투자업 SWOT 분석에 따른 대응방안

이 절에서는 저금리 기조에 따른 영향 및 위험요인 이외에 글로벌 금융위기 이후 진행된 국내 금융투자업의 변화를 종합적으로 감안한 SWOT분석을 종합운용사, 전문사모운용사, 증권사 등으로 나누어 제시한다. 그리고 이에 기초하여 자산운용업 및 증권업의 세부 대응방안을 논의한다.

79) BIS(2018)와 IMF(2019)가 지적한 바와 같이 금리가 하락하게 되면 연금자산보다 듀레이션이 긴 연금부채의 현재가치가 더 크게 상승하므로 연금을 운용하는 기관투자자는 더 큰 수익률 제고 압박을 받게 된다.

1) 종합운용사

본 연구의 분석결과에 기초한 종합운용사의 강점과 약점은 다음과 같다. 우선, 종합운용사는 투자일임과 사모펀드의 높은 비중에서 알 수 있듯이 안정적인 기관투자자 수요기반을 가지고 있다. 종합운용사는 전문사모운용사에 비해 훨씬 큰 규모를 가지고 있을 뿐만 아니라 효율성 면에서도 더 뛰어나다. 또한, 종합운용사는 보수율이 낮긴 하지만, 운용사간 경쟁정도가 전문사모운용사들에 비해 낮아 안정적인 수익을 얻을 수 있는 장점이 있다. 그러나 글로벌 금융위기 이후 주식형펀드 시장이 크게 위축되면서 공모펀드 수요기반이 약화되고 있다. 해외투자 및 대체자산 투자수요가 늘어나고 있으나, 아직까지 국내 종합운용사가 해외투자 및 대체자산 투자 측면에서 충분한 운용역량을 갖췄다고 보기 어렵다. 또한, 공모펀드는 자산관리 수단으로서 제기능을 못하고 있는 상황이다.

저금리 기조 심화에 따른 종합운용사의 기회 및 위협요인은 다음과 같다. 실증분석 결과에서 확인했듯이 저성장·저물가 기조가 심화되면서 펀드 투자에 대한 수요가 늘어날 수 있다. 고령화가 진전되면서 연금자산이 빠르게 축적되고 있어 잠재수요도 풍부한 점 역시 기회요인이다. 반면, 금리하향 추세가 지속된다면 운용수익률 제고가 점점 어려워질 수 있다. 수익률 제고를 위해 위험자산 투자 및 대체자산 투자가 확대되면 유동성위험도 더 커질 수 있다. 이외에도 실물경제 침체 및 디플레이션 우려로 위험자산 투자에 대한 불안감이 더욱 커지면 투자실패 경험을 가진 투자자들이 펀드투자를 더욱 기피할 수도 있다.

<표 VI-4> 종합운용사 SWOT 분석

강점요인	약점요인
- 안정적인 기관투자자 수요기반 - 전문사모운용사 대비 높은 경쟁력 - 상대적으로 낮은 경쟁도	- 공모펀드 수요기반 약화 - 해외 및 대체자산 운용경험 부족 - 미흡한 자산관리 기능
기회요인	위협요인
- 환경변화에 따른 수요증대 가능성 - 연금자산 축적에 따른 잠재수요	- 기대 운용수익률 하락 - 운용 관련 위험요인 증가 가능성 - 투자실패 경험에 따른 투자자들의 펀드투자 기피 가능성

종합운용사는 장점 및 기회요인을 최대한 살리고 약점 및 위협요인을 보완하기 위해 무엇보다도 공모펀드의 자산관리 기능을 제고할 필요가 있다. 이를 위해서는 투자자에게 안정적인 수익을 제공할 수 있는 다양한 펀드 상품이 필요하다. 또한, 개인투자자들도 손쉽게 자산관리 서비스를 이용할 수 있도록 ETF를 활용한 저비용 맞춤형 자산관리 서비스가 활성화될 필요가 있다. 더 나아가 연금자산이 보다 효율적으로 운용될 수 있도록 관련 펀드상품 및 서비스 확대에도 노력해야 한다. 이와 함께 해외 및 대체자산 투자역량을 강화할 필요가 있으며, 위험관리 역량도 배양해야 할 것이다.

2) 전문사모운용사

전문사모운용사는 다변화되어 있고, 대체자산 중심 운용사로 전문화되어 있다는데 강점이 있다. 그리고 2000년대 중반 이후 늘어나고 있는 풍부한 대체자산에 대한 투자수요 역시 강점에 해당한다. 그러나 전문사모운용사들은 종합운용사에 비해 규모가 작고, 효율성 면에서도 운용사간 격차가 크게 나타난다. 또한, 최근 늘어나는 부실 및 환매·상환연기 사례에서 보듯이 해외투자 경험 및 역량이 부족하고, 위험관리 조직 및 체계도 아직은 미흡하다.

<표 VI-5> 전문사모운용사 SWOT 분석

강점요인	약점요인
• 대체자산 중심 전문화 • 다변화된 운용사 • 대체자산에 대한 풍부한 투자수요	• 종합운용사 대비 낮은 경쟁력 • 해외투자 경험 및 역량 부족 • 미흡한 위험관리 조직 및 체계
기회요인	위협요인
• 대체자산 투자수요 확대 가능성	• 운용사간 경쟁심화 및 양극화 • 사모펀드에 대한 투자자 신뢰 저하 • 규제강화 가능성 및 수요기반 약화 • 코로나19로 인한 부실증가 가능성 • 기대 운용수익률 하락

저금리 기조 심화에 따른 전문사모운용사의 기회 및 위협요인은 다음과 같다. 우선, 종합운용사와 마찬가지로 잠재성장률 하락에 따른 저성장·저물가 기조는 사모펀드에 대한 투자수요가 더욱 늘어나는 데 기여할 수 있다. 특히, 이는 소형 전문사모운용사에게는 늘어나는 잠재 투자수요를 바탕으로 성장할 수 있는 기회이다. 반면 전문사모운용사간 경쟁이 매우 치열하기 때문에 자칫 잘못하면 도태될 수도 있다. 또한 금리가 하락하면서 운용수익률이 낮아지면 수익성이 이전보다 악화될 수도 있다. 일련의 사모펀드 관련 금융사고가 잇따르면서 투자자 신뢰가 무너지고 규제가 강화되고 있는 점은 대체자산에 대한 수요기반을 약화시킬 수 있는 요인이다. 이외에도 코로나19가 장기화되는 것 또한 전문사모운용사의 부실 가능성을 높이는 요인이다.

전문사모운용사 SWOT 분석에 따르면, 전문사모운용업계는 일련의 사모펀드 금융사고로 인해 무너진 투자자 신뢰를 회복하는 것이 가장 급선무라고 할 수 있다. 따라서 전문사모운용업계는 적극적으로 위험관리 역량을 강화해야 한다. 여기서 위험관리는 투자와 결부된 각종 위험을 관리하는 역량뿐만 아니라 부정·불법행위를 예방하는 내부통제 및 이해상충 방지체계를 갖춘 조직체계 구축을 포함한다. 물론 운용사간 심한 경쟁에서 살아남을 수 있도록 운용의 효율성을 높이고, 해외투자 운용역량을 적극 배양해야 할 것이다.

또한, 또 다른 규제강화의 빌미가 되지 않도록 선제적으로 개인투자자와 다른 없는 적격일반투자자를 대상으로 한 자금모집을 지양해야 한다.

3) 증권사

저금리 환경이 지속될 것으로 예상되는 가운데, 국내 증권사는 새로운 기회를 얻을 수 있다. 투자수익률 제고를 위하여 위험자산 투자수요가 증가할 것으로 전망되며, 실제로 주식이나 대체자산 등 금융투자상품에 대한 투자자들의 관심이 증가하고 있다. 증권사는 금융투자상품의 공급과정에서 과거와 같이 개별 상품의 판매에만 그치지 말고, 투자자 상황을 감안한 종합적인 자산관리 서비스를 제공하는 전략을 세울 필요가 있다. 금융당국도 부동산이 아닌 금융투자상품을 통한 가계자산 관리에 관심을 두고 있으며 신탁업 육성이나 세제개편 등의 정책을 추진하고 있다. 비대면 서비스 수요도 확대되고 있는데, 비대면 플랫폼을 활용한 상품 공급 채널 확대 및 새로운 자산관리 서비스를 개발할 수도 있다. 초대형 IB 육성과 기업금융 활성화 정책도 증권사 입장에서 상품 개발 및 공급과 연계시킬 수 있다. 이러한 기회들에 대하여 증권사의 강점은 다음과 같다. 금융위기 이후 확대되어 온 자기매매부문이나 IB부문의 전문성이 높아졌다고 볼 수 있으며, 증권사는 금융투자상품 공급과 연계하여 자체적으로 운용하는 체계를 갖추어 왔다. 이를 기반으로 다양한 금융투자상품을 개발하고 공급할 수 있을 것으로 기대된다. 온라인 및 비대면 서비스를 위한 ICT(Information and Communication Technology) 기반을 잘 갖추고 있는 점도 강점이 될 수 있다.

<표 VI-6> 증권사 SWOT 분석

강점요인	약점요인
• 자기매매부문, IB부문 사업경력 및 전문성 • 비대면 금융서비스 확대를 위한 ICT 기반	• ELS 운용 손익의 변동성 • 채무보증, 대체자산 내에서 높은 부동산 비중 • 미흡한 종합자산관리 기능
기회요인	위협요인
• 금융투자상품의 수요 증가 가능성 • 가계금융자산 관리 정책적 지원 • 초대형 IB, 기업금융 정책적 지원 • 종합자산관리 및 비대면 금융 서비스 수요 확대	• 자산가격 상승과 기대수익률 하락 • 금융시장 및 실물경제 위협요인 증가 가능성 • 파생결합증권, 부동산PF, 채무보증 등에 대한 규제 강화

저금리 기조 심화에 따라 국내 증권사가 직면하게 될 위협요인도 있다. 저금리 환경에서 자산가격이 상승하고 기대수익률이 하락하게 되어 금융투자상품의 수익률 제고가 어려워질 수 있고, 자산가격의 변동성이 급등할 위험도 존재한다(<식 III-2>). 저성장 시대가 고착화되면서 실물경제와 금융시장에 잠재적인 위협요인이 축적되어 금융시장 급변동이나 자산의 부실 가능성이 증가할 수 있다. 또한, 파생결합증권, 채무보증, 부동산 PF(Project Finance) 등에 대한 규제 강화도 위협요인에 해당될 수 있다. 증권사의 약점으로 ELS 운용손익의 변동성이 크다는 점과 채무보증이나 대체자산 내에서 부동산 비중이 높은 점을 들 수 있다⁸⁰⁾. 또한, 다른 사업 부문에 비하여 상품판매 및 자산관리 부문의 성장이 미흡하였는데 개별 상품 판매 위주의 사업구조로 투자자를 위한 중장기적인 종합자산관리 기능이 부족하였다.

저금리가 지속되면서 기관투자자뿐만 아니라 개인투자자의 투자 수요는 증가할 전망이다. 자본시장의 자금 공급과 시장조성자 역할 외에 증권사의 금융투자상품 개발 및 공급 역할이 더욱 중요해질 것이다. 2020년 코로나19 감염확산 시기를 거치면서 위험관리의 중요성도 커졌다. 증권사는 우량자산이나 좋은 투자처를 발굴하고 이를 상품화하여 투자자에게 공급하는 한편

80) 금융위원회(2019. 12. 5), 금융위원회(2020. 4. 27).

위험관리를 기반으로 상품과 연계된 운용 및 투자 주체로서 역할도 수행해야 한다. 궁극적으로는 기존의 개별 상품 판매 위주의 영업에서 벗어나 투자수익률 제고가 필요한 투자자들에게 맞춤형 종합자산관리 서비스를 제공하여야 한다.

참 고 문 헌

참 고 문 헌

- 강병진, 2016, 구조화 파생상품의 투자 효용: 자동조기상환형 주가연계증권, 『경제분석』 29(1), 77-112.
- 강현주, 2020, 『한국 경제의 장기추세와 코로나19』, 자본시장연구원 이슈 보고서 20-21.
- 고용노동부·금융감독원, 2020. 4. 6, 퇴직연금제도 시행 이후 최초로 적립금 200조원 돌파, 보도자료.
- 금융감독원, 2020. 7. 2, '20.1분기 중 증권회사 파생결합증권 발행 운용 현황, 보도자료.
- 금융감독원, 2020. 10. 27, 개인투자자의 해외투자 동향 및 투자자 유의사항, 보도자료.
- 금융감독원, 2021. 1. 4, 증권사의 해외 대체투자 현황 및 향후 대응방안, 보도자료.
- 금융위원회, 2015. 10. 26, 사모펀드 활성화를 위한 「자본시장법」 및 하위법령 개정안 일괄 시행에 따른 주요 변경 사항 안내, 보도자료.
- 금융위원회, 2019. 12. 5, 부동산PF 익스포저 건전성 관리 방안, 보도참고 자료.
- 금융위원회, 2019. 12. 12, 고위험 금융상품 투자자 보호 강화를 위한 종합 개선방안, 보도자료.
- 금융위원회, 2020. 4. 27, 사모펀드 현황평가 및 제도개선 방안 최종안 발표, 보도자료.
- 금융위원회, 2020. 7. 31, 파생결합증권시장 건전화 방안, 보도자료.
- 기획재정부, 2020. 9. 1, 2020~2024년 국가재정운용계획 주요내용, 보도자료
- 김민수·박양수, 2013, 소규모 개방경제의 특성을 고려한 중립적 실질금리

추정 및 변동요인 분석, 『경제분석』 19(4), 47-86.

김종민, 2017, 『최근 국내 공모펀드 시장의 주요 변화 및 시사점』, 자본시장연구원 자본시장포커스 2017-10.

김종민, 2018a, 『국내주식형 공모펀드 판매양상의 특징 및 성과 분석』, 자본시장연구원 연구보고서 18-04.

김종민, 2018b, 요인기반 자산운용의 의미와 활용사례의 시사점, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2018-09.

김종민, 2020a, 『개방형펀드 유동성리스크에 대한 해외 논의동향 및 대응 방향』, 자본시장연구원 이슈보고서 20-07.

김종민, 2020b, 『국내 전문사모운용사 현황 및 경영성과 분석』, 자본시장연구원 이슈보고서 20-25.

김종민 · 김재철, 2016, 『자산운용시장 고객군의 기관화에 따른 영향과 시사점』, 자본시장연구원 연구보고서 16-07.

김종민 · 이효섭, 2018, 『금융투자상품에 대한 수요 및 판매 분석』, 자본시장연구원 연구보고서 18-01.

김준석, 2021, 코로나19 국면의 개인투자자, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2021-04.

김준석 · 백인석 · 이효섭, 2013, 『중위험 · 중수익 금융투자상품 활성화 방안』, 자본시장연구원 학술연구용역보고서.

이석훈, 2018, 최근 10년간 국내 증권업의 수익성 결정 요인의 변화 분석, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2018-12.

이석훈, 2020, 『코로나19로 인한 증권업의 유동성 이슈와 시사점』, 자본시장연구원 이슈보고서 20-16.

이석훈 · 장근혁, 2019, 『국내 증권업 부동산PF 유동화시장의 추이와 위험 분석』, 자본시장연구원 이슈보고서 19-17.

- 자본시장연구원, 2018, 『경제 및 자본시장 전망』 .
- 자본시장연구원, 2020, 『경제 및 자본시장 전망』 .
- 장근혁·노산하, 2020, 『국내외 요인의 국내 주식시장에 대한 영향도 분석』 , 자본시장연구원 이슈보고서 20-26.
- 장근혁·이효섭, 2020, 『한국 금융투자업의 장기추세와 코로나19』 , 자본시장연구원 이슈보고서 20-24.
- 조성훈, 2019, 『자본시장법 시행 후 10년간 증권업의 변화』 , 자본시장연구원 이슈보고서 19-14.
- 최순영, 2020, 『무료수수료, 저금리 시대의 미국 리테일 브로커리지사 전략: 찰스 슈왑 사례를 중심으로』 , 자본시장연구원 이슈보고서 20-15.
- Acharya, V., Platin, G., 2019, Monetary easing, leveraged payouts and lack of investment, NBER working paper No.26471.
- Akram, T., Huiqing, L., 2017, What keeps long-term U.S. interest rates so low? *Economic Modelling* 60, 380-390.
- Albertazzi, U., Gambacorta, L., 2009, Bank profitability and the business cycle, *Journal of Financial Stability*, 5(4).
- Ammer, J., Claessens, S., Tabova, A., Wroblewski, C., 2019, Home country interest rates and international investment in U.S. bonds, *Journal of International Money and Finance* 95, 212-227.
- Ang, A., 2014, *Asset management: A systematic approach to factor investing*, Oxford University Press.
- Baars, M., Cordes, H., Mohrschladt, H., 2019, How negative interest rates affect the risk-taking of individual investors: Experimental evidence, *Finance Research Letters*.

- Banerjee, R.N., Hofmann, B., 2018, *The rise of zombie firms: causes and consequences*, BIS.
- Barber, B., Odean, T., Zheng, L., 2005, Out of sight, out of mind: the effects of expenses on mutual fund flows, *Journal of Business* 78, 2095-2120.
- Bass, R., Gladstone, S., Ang, A., 2017, Total portfolio factor, not just asset allocation, *Journal of Portfolio Management*, vol. 43(5), 38-53.
- BCG, 2020, *The future of wealth management – A CEO agenda*.
- Becker, B., Ivashina, V., 2015, Reaching for yield in the bond market, *The Journal of Finance* 70, 1863-1902.
- Bernanke, S.B., 2005, The global saving glut and the U.S. current account deficit, speech at the Sandridge Lecture, *Virginia Association of Economists*.
- Bernanke, S.B., Kuttner, K., 2005, What explains the stock market's reaction to Federal Reserve policy?, *Journal of Finance*, 60(3).
- Bielecki, M., Brzoza-Brzezina, M., Kolasa, M., 2020, Demographics and the natural interest rate in the euro area, *European Economic Review* 129, 1-21.
- BIS, 2018, *Financial Stability Implications of a Prolonged Period of Low Interest Rates*.
- Boivin, J., Giannoni, M., 2006, Has monetary policy become more effective, *Review of Economics and Statistics* 88(3), 445-462.
- Bordalo, P., Gennaioli, N., Shleifer, A., 2012, Salience theory of choice under risk, *Quarterly Journal of Economics* 127, 1243-1285.

- Bordalo, P., Gennaioli, N., Shleifer, A., 2013, Salience and asset prices, *American Economic Review* 103, 623–628.
- Borio, C., Disyatat, P., Juselius, M., Rungcharoenkitkul, P., 2017, Why so low for so long? A long-term view of real interest rates, BIS working papers No.685.
- Borio, C., Disyatat, P., Rungcharoenkitkul, P., 2019, What anchors for the natural rate of interest? BIS working papers No.777.
- Brand, C., Bielecki, M., Penalver, A., 2018, The natural rate of interest: estimates, drivers, and challenges to monetary policy, ECB Occasional Paper Series No.217.
- Brinson, G., Hood, R., Beebower, G., 1986, Determinants of portfolio performance, *Financial Analysts Journal* 42(4).
- Caballero, R.J. 2006, On the macroeconomics of asset shortages, NBER working paper No.12753.
- Campbell, J.Y., Shiller, R.J., 1988, Low interest rates and risk taking: Evidence from individual investment decisions, *Journal of Finance* 43, 661–676.
- Carvalho, C., Ferrero, A., Nechio, F., 2016, Demographics and real interest rates: Inspecting the mechanism, *European Economic Review* 88, 208–256.
- Chevalier, A., Ellison, G., 1997, Risk taking by mutual funds as a response to incentives, *Journal of Political Economy* 105, 1167–1200.
- Choi, J., Kronlund, M., 2018, Reaching for yield in corporate bond mutual funds, *Review of Financial Studies* 31, 1930–1965.
- Clark, T.E., Kozicki, S., 2005, Estimating equilibrium real interest

rates in real time, *The North American Journal of Economics and Finance* 16(3), 395-413.

D'Amico, S., English, W., López-Salido, D., Nelson, E., 2012, The Federal Reserve's large-scale asset purchase programmes: Rationale and effects, *The Economic Journal* 122(564), F415-F446.

Del Negro, M., Giannoni, M.P., Giannone, D., Tambalotti, A., 2017, Safety, liquidity, and the natural rate of interest, *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring, 235-294.

Del Negro, M., Giannoni, M.P., Giannone, D., Tambalotti, A., 2019, Global trends in interest rates, *Journal of International Economics* 118, 248-262.

Deloitte, 2020, *Asset management industry – A next steep towards further consolidation*.

Di Maggio, M., Kacperczyk, 2017, The unintended consequences of the zero lower bound policy, *Journal of Financial Economics* 123, 59-80.

Dooley, M.P., Folkerts-Landau, D., Garber, P., 2003, An essay on the revived Bretton Woods system, NBER working paper no. 9971.

Dynan, K.E., Skinner, J., Zeldes, S.P., Do the rich save more? *Journal of Political Economy* 112(2), 397-444.

Eggertsson, G., Mehrotra, N.R., Robbins, J.A., 2019, A model of secular stagnation: theory and quantitative evaluation, *American Economic Review* 11(1), 1-48.

Engen, E.M., Hubbard, G.H., 2004, Federal government debts and interest rates, *NBER Macroeconomics Annual*.

- European Central Bank, 2011, *Trends in potential output*.
- Gamber, E., Seliski, J., 2019, The effect of government debt on interest rates, Congressional Budget Office working paper 2019-01.
- Gaspar, J., Massa, M., Matos, P., 2006, Favoritism in mutual fund families? evidence on strategic cross-fund subsidization, *Journal of Finance* 61, 73-104.
- Glick, R., 2019, R^* and the global economy, Federal Reserve Bank of San Francisco working paper 2019-18.
- Gordon, M., 1962, *The Investment, Financing, and Valuation of the Corporation*.
- He, X.D., Zhou, X.Y., 2011, Portfolio choice under cumulative prospect theory: An analytical treatment, *Management Science* 57, 315-331.
- Holston, K., Laubach, T., Williams, J., 2017, Measuring the natural rate of interest: International trends and determinants, *Journal of International Economics* 108, S59-S75.
- Hong, G., Igan, D., Lee, D., 2021, Zombies of the brink: Evidence from Japan on the reversal of monetary policy effectiveness, IMF WP/21/44.
- Hull, J.C., 2019, *Options, futures, and other derivatives, 9th edition*, Pearson.
- ICI, 2014, *2014 Investment Company Fact Book*.
- ICI, 2019, *2019 Investment Company Fact Book*.
- Ikeda, D., Saito, M., 2014, The effects of demographic changes on the real interest rate in Japan, *Japan and the World Economy*

12, 37-48.

International Monetary Fund, 2014, *World Economic Outlook*, April.

International Monetary Fund, 2015, *Global Financial Stability Report 5 – Navigating Monetary Policy Challenges and Managing Risks*.

International Monetary Fund, 2019, *Global Financial Stability Report – Lower for Longer*.

International Monetary Fund, 2020, *World Economic Outlook, October*.

Ippolito, R., 1992, Consumer reaction to measures of poor quality: evidence from the mutual fund industry, *Journal of Law and Economics* 35, 45-70.

Jorion, P., 2006, *Value at risk: The new benchmark for managing financial risk*, McGraw-Hill Education.

JSDA, 2019, *2019 Factbook*.

Juselius, M., Borio, C., Disyatat, P., Drehmann, M., 2017, Monetary policy, the financial cycle, and ultra-low interest rates, *International Journal of Central Banking* 13(3), 55-89.

Kahneman, D., Tversky, A., 1979, Prospect theory: An analysis of decision under risk, *Econometrica* 47, 263-291.

Kang, H., Park, J., Suh, H., 2020, The rise of part-time employment in the great recession: Its causes and macroeconomic effects, *Journal of Macroeconomics* 66, forthcoming.

Kiley, M.T., 2015, What can the data tell us about the equilibrium real interest rate?, Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series 2015-077.

- King, M., Low, D., 2014, Measuring the “world” real interest rate, NBER working paper 19887.
- Kinoshita, N., 2006, Government debt and long-term interest rates, IMF working paper WP/06/63.
- Kiyotaki, N., Moore, J., 2012, Liquidity, business cycles, and monetary policy, NBER working paper no. 17934.
- Krishnamurthy, A., Vissing-Jorgensen, A., 2012, The aggregate demand for treasury debt, *Journal of Political Economy* 120(2), 233–67.
- Krustev, G., 2018, The natural rate of interest and the financial cycle, *Journal of Economic Behavior & Organization* 162, 193–210.
- Laubach, T., 2009, New evidence on the interest rate effects of budget deficits and debt, *Journal of the European Economic Association* 7(4), 856–885.
- Laubach, T., Williams, J.C., 2003, Measuring the natural rate of interest, *Review of Economics and Statistics* 85(4), 1063–1070.
- Lian, C., Ma, Y., Wang, C., 2019, Low interest rates and risk taking: Evidence from individual investment decisions, *Review of Financial Studies* 32, 2107–2148.
- Lian, W., Presnitero, A.F., Wiriadinata, W., 2020, Public debt and r-g at risk, IMF working paper WP/20/137.
- Lian, W., Novta, N., Pugacheva, E., Timmer Y., Topalova, P., 2020, The price of capital goods: a driver of investment under threat, *IMF Economic Review* 68, 509–549.
- Lungsford, K., West, K., 2019, Some evidence on secular drivers of US

safe real rates, *American Economic Journal: Macroeconomics* 11(4), 113-139.

McKinsey Global Institute, 2018, *A decade after the global financial crisis: what has (and hasn't) changed?*

Morningstar, 2018, *The future of asset management: 7 key trends reshaping the industry.*

Neri, S., Gerali, A., 2019, Natural rates across the Atlantic, *Journal of Macroeconomics* 62, 1-15.

Nohel, T., Wang, Z., Zheng, L., 2010, Side-by-side management of hedge funds and mutual funds, *Review of Financial Studies* 23, 2342-2373.

Pescatori, A., Turunen, J., 2016, Lower for longer: Neutral rate in the U.S., *IMF Economic Review* 64, 708-731.

Piper Sandler, 2019, *Let the music play: 2019 asset manager transaction review and 2020 forecast.*

Rachel, L., Smith, T., 2017, Are low real interest rates here to stay?, *International Journal of Central Banking*, September 1-42

Rachel, L., Summers, L. H., 2019, On secular stagnation in the industrialized world, *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring, 1-54

Rajan, R., 2005, Has financial development made the world riskier? NBER working papers, no. 11728.

Sajedi, R., Thwaites, G., 2016, Why are real interest rates so low? The role of the relative price of investment goods, *IMF Economic Review* 64(4), 635-659

Schmelzing, P., Eight centuries of global real interest rates, R-G,

- and the ‘suprasecular’ decline, 1311–2018, Bank of England staff working paper No.845.
- Shin, D., 2019, Extrapolation and complexity, University of North Carolina working paper.
- Sirri, E., Tufano, P., 1998, Costly search and mutual fund flows, *Journal of Finance* 53, 1589–1622.
- Spada, G. L., 2018, Competition, reach for yield, and money market funds, *Journal of Financial Economics* 129, 87–110.
- Stock, J., Watson, M.W., 2007, Why has U.S. inflation become harder to forecast, *Journal of Money, Credit and Banking* 39(1), 3–33.
- Warnock, F. E., Warnock, V.C., 2009, International capital flows and U.S. interest rates, *Journal of International Money and Finance* 28(6), 903–919.
- Wynne, M.A., Zhang, R., 2018, Measuring the world natural rate of interest, *Economic Inquiry* 56(1), 530–544.

금융감독원	www.fss.or.kr
금융감독원 금융통계정보시스템	fisis.fss.or.kr
금융감독원 통합연금포털	100lifeplan.fss.or.kr
금융투자협회 종합통계	freesis.kofia.or.kr
금융투자협회 채권정보센터	www.kofiabond.or.kr
예탁결제원 증권정보포털	seibro.or.kr
통계청	kostat.go.kr

한국거래소	www.krx.co.kr
한국은행	www.bok.or.kr
Federal Reserve	federalreserve.org
ICI	www.ici.org
JSDA	www.jsda.or.jp
OECD	www.oecd.org
SIFMA	www.sifma.org