

# Samsung Market Strategy

2017. 7. 17

## 개인, 주식으로 돌아올까?

### 한국 개인의 주식 구매력 분석



**유승민**  
Chief strategist  
strategist.you@samsung.com  
02 2020 7024

**옥혜인**  
Analyst  
hyein.ok@samsung.com  
02 2020 7795

**문동열**  
Analyst  
dongyeol.moon@samsung.com  
02 2020 7792

**가계자산 내 주식비중 결정요인:** 한국의 개인 투자자들이 주식시장에서 계속 이탈하고 있다. 이 같은 가계의 주식 비선호를 이해하고, 향후 변화를 예측하기 위해 주요 선진국들의 사례를 분석했다. 우리와 과거 연구들의 차이점은 주식의 '직접보유(현물매수, 펀드투자)'와 '간접보유(연금, 보험 등을 통한 투자)'를 구분했다는 것이다. 비교 변수로는 '인구의 중장년 비중, 고용안정성, 금융자산 축적도, 배당 수익' 등이었다.

**고용안정성, 금융자산 축적도 중요:** 위 4개 변수들과 가계 자산 중 '직접보유'에 의한 주식비중의 유의미한 상관관계는 찾지 못했다. 그러나 '직·간접보유'로 본다면, '임금근로자 비중(≒고용안정성)'과 'GDP 대비 금융자산의 비중(≒금융자산 축적도)' 등에서는 유의미한 상관관계가 존재했다. 이는 임금근로자 증가세, 금융자산의 축적이 진행되고 있는 한국도 장기적으로 가계자산 내 주식비중이 확대될 가능성을 시사한다.

**한국 가계자산에서 금융자산 비중 증가 증:** 우리나라 가계 자산 구성의 특징은 (부동산이 대부분을 차지하는) 비금융자산의 비중이 월등히 높았다는 것이다. 그러나 글로벌 금융위기 이후 금융자산의 비중이 점차 늘어나는 중요한 변화가 나타나고 있다(2008년 29.5%→ 2015년 36.9%). 이는 과거 수년간 지속된 부동산 부진에도 원인이 있지만, 본질적으로는 금융자산으로 가계자금의 유입속도가 빨라졌기 때문이다.

**연령별로 투자여력 차이:** 가구주의 연령별로는 50~60대를 중심으로 금융자산의 투자여력이 커 보인다. 반면 30대는 주택구입 등으로 오히려 금융자산을 줄이고 있고, 경제활동이 가장 활발한 40대는 교육비 지출이 부담이다. 그러나 전 연령대에서 금융자산 투자목적의 1위로 '노후대책(55.2%)', '주택관련 자금마련'을 2위(17.4%)로 응답하고 있다. 이는 자산 운용의 보수화로 귀결되고 있다.

**금융자산 운용은 보수화:** 가계 금융자산 중 예비자산(현금, 예금, 보험, 연금)의 비중은 2007년에 65.2%에서 2015년 74.2%까지 늘었다. 이에 반해 투자자산(주식, 채권)의 비중은 2015년에 25.8%로 2003년 이후 최저이다. 금융자산투자의 우선 고려 사항으로 '안정성(75%)'을 꼽는 반면, '수익성'은 10% 초반대의 응답을 보이고 있기 때문이다. 이 결과 금융자산 중 주식의 선호는 2011년 약 8%에서 4%대로 크게 떨어졌다.

**구조적으로 개인의 주식보유 비중은 증가:** 그럼에도 가계 포트폴리오에서 간접적 경로로 주식보유가 늘어날 것으로 본다. 국가차원의 노후 대비에 의한 공적 연금 납부가 늘어나고 있고, 개인들 역시 미래 불확실성에 따라 사적 연금과 보험 등에 여유자금을 넣고 있기 때문이다. 이를 운용하는 기관투자자의 성향을 고려한다면 주식의 장기적 수급에는 우호적이다. 또한 해외 주식시장으로 투자 다변화 가속화도 예상된다.

**시장 동행적 주식 직접 투자자금은 유입:** 반면 가계자산 운용의 보수화와 펀드투자 실망으로 과거와 같은 대규모 자금이동은 기대하기 어렵다. 대신 직접 투자를 선호하는 단기 smart money는 시장 동행적으로 유입될 것이다. 이 흐름은 시작됐고, 아직 정점에 도달하지는 않았다고 보인다. Smart money 유입 시 시장 영향은 통념과 달리 KOSDAQ보다 KOSPI 경기민감업종의 소형주에 더 우호적이었다.

Contents

주식시장에서 개인의 이탈	p2
주식 보유비중의 결정변수는?	p4
금융자산 비중 확대, 그러나 보수화	p10
개인, 주식으로 돌아올까?	p19
투자전략의 2가지 관점	p25

## 현상

# 주식시장에서 개인의 이탈

동네에서 하는 작은 사업도 상권분석이 기본이다. 새로 가게가 들어설 입지의 유동인구, 구매력 등이 그 내용이다. 하지만 그 동안 한국 주식시장에서는 구매자의 여력은 살펴보지 않고 상품의 매력만 강조해 왔다. 즉 시장이 역사적으로 저평가되어 있고, 다른 국가에 비해서도 할인돼 있다는 점만 주장해 온 것이다. 그럼에도 개인들은 이렇게 할인되어 있는 시장에서 주식을 계속 내다 팔고 있다. 왜 그들은 주식시장에서 떠나기만 할까? 이런 의문에서 출발해 '한국 개인의 주식 구매력'을 분석했다.

### 한국 주식시장 기관 주도 장세로 변화

2000년 이후  
개인 40.6조원  
누적 주식 순매도

개인투자자들이 한국 주식시장에서 계속 이탈하고 있다. 우선 직접투자 측면에서 본다면, 2000년 이후 올해 6월말까지 개인 투자자는 누적으로 약 40.6조원의 순매도를 기록하고 있다<sup>1</sup>. 특히 금융위기 이후인 2010년부터는 두 해를 제외하고 팔자세를 이어가고 있다<sup>2</sup>. 대신 이 공백을 국내 기관이 상당 부분 메우고 있다. 2000년 이후 국내 기관 투자자는 지속적으로 국내 주식을 늘려와서 30.8조원을 누적 순매수하고 있다. 한편, 외국인 투자자도 동 기간 중 25.9조원의 한국 주식을 사들였다.

외국인 지분을 증가세이나  
2004년보다는 낮음

2017년 6월말 현재 외국인 투자자가 보유하고 있는 한국 주식의 시가총액 비중은 33.7%이다. 다만 외국인들은 글로벌 환경에 따라 한국 주식의 매수, 매도를 반복하고 있다. 때문에 2009년 이후 매수 우위 기조에도 불구하고, 시가총액 대비 주식보유 비율은 2004년말 당시 최고치인 40.1%보다 낮은 수준이다. 그런데 개인투자자의 주식 직접 투자자금 이탈에도, 외국인 비중이 과거보다 낮아진 점은 흥미롭다. 이는 한국 주식시장이 개인 주도에서 기관 주도 시장으로 변신하고 있음을 시사하는 것이다.

개인 주식 회피 불구  
실질 주식보유는 유지

그러나 주지하듯이 기관이 운용하는 뮤추얼펀드에 개인 주식투자자금이 유입됐던 것은 아니다. 금융투자협회에 의하면, 국내 주식형펀드의 설정원본 기준 잔액은 2013년 65.8조원에서 올해 5월말 현재 51.0조원으로 약 15조원이 감소했다<sup>3</sup>. 즉 개인들은 직접과 간접투자 모두에서 국내 주식을 회피하고 있는 것이다. 한가지 선뜻 이해가 되지 않는 것은 이상의 분석과 달리 한국예탁원에서 발표하고 있는 주식수 기준 실질보유비중에 의하면 개인의 주식보유가 크게 줄지 않았다는 것이다<sup>4</sup>.

연금과 보험 등을 통한  
개인 주식보유 증가 중

직간접투자 모두에서 국내주식을 팔았는데, 왜 개인투자자의 실질주식 보유비중은 줄지 않았을까? 본 보고서에서는 이에 대한 답을 찾아 보았다. 또한 이 연장선 상에서 최근 KOSPI의 사상 최고치 행진 등으로 관심사인 국내 주식시장으로 개인투자자의 회귀 여부를 판단해 보았다. 결론은 개인의 직접 주식 매수와 펀드 가입 등의 투자는 축소하고 있는 반면, 연금과 보험 등으로 실질적인 주식보유를 늘렸다는 것이다. 이는 한국 개인들의 구조적 주식 수요 변화가 진행 중이라는 의미이고, 향후 다양한 경로로 주식시장에 영향을 줄 것임을 시사한다.

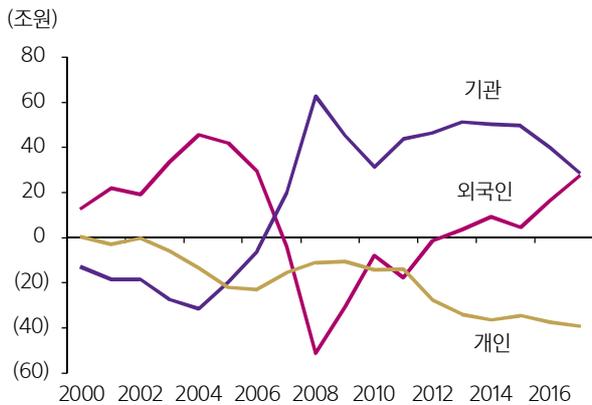
<sup>1</sup> KOSPI+KOSDAQ

<sup>2</sup> 2011년 0.1조원, 2015년 2조원 순매수

<sup>3</sup> 22페이지 표 7~8 참고

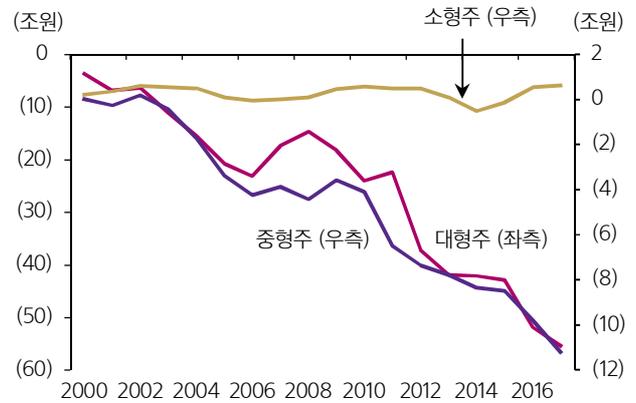
<sup>4</sup> 2002년말 기준 전체 주식 중 50.6%를 보유했는데, 지난 해 말 기준으로는 50.1%이었다.

그림 1. 각 주체별 국내 주식 누적 순매매 (2000년 이후)



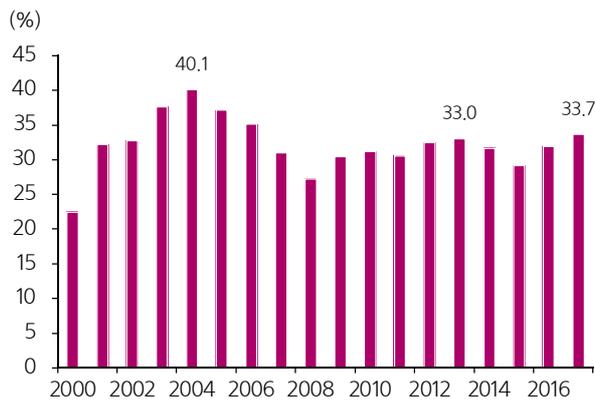
자료: KRX, 삼성증권

그림 2. KOSPI 사이즈별 개인 투자자 누적 순매매 (2000년 이후)



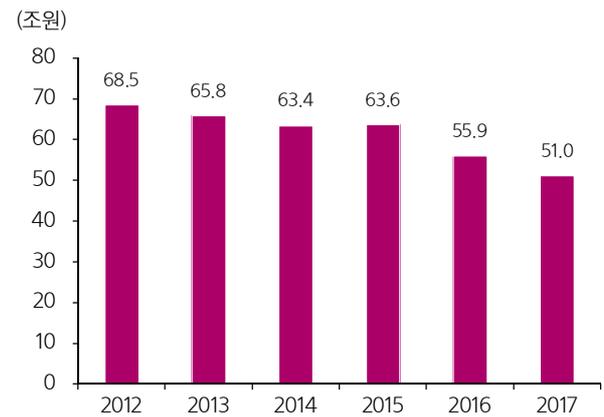
자료: KRX, 삼성증권

그림 3. 외국인의 한국주식 보유 지분율 추이



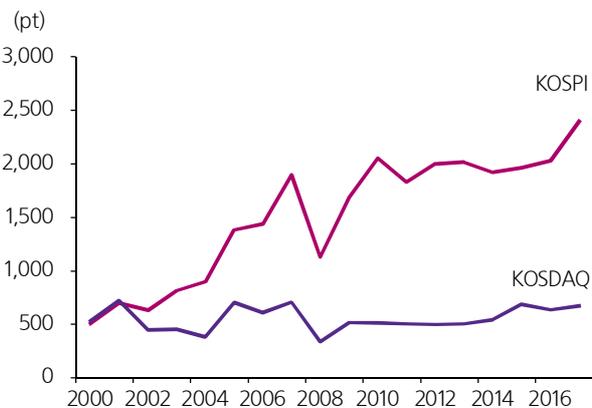
자료: KRX, 삼성증권

그림 4. 국내 주식형 펀드 규모 (설정원본 기준, 2017년은 5월말)



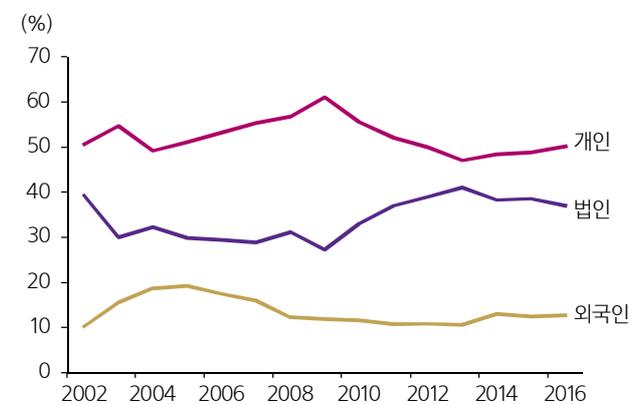
자료: 금융투자협회, 삼성증권

그림 5. 한국 주식시장 대표 인덱스 추이



자료: KRX, 삼성증권

그림 6. 각 주체별 실질 주식 보유 비율 추이 (주식 수 기준)



자료: 한국예탁원, 삼성증권

Contents

주식시장에서 개인의 이탈	p2
주식 보유비중의 결정변수는?	p4
금융자산 비중 확대, 그러나 보수화	p10
개인, 주식으로 돌아올까?	p19
투자전략의 2가지 관점	p25

## 각 국 가계 금융자산 포트폴리오 비교 주식 보유비중의 결정변수는?

### 분석 방법과 결론

주식 보유 비중 결정변수  
OECD 20개국 대상  
4가지 변수로 검증

한국 가계의 주식 비선호 현상을 이해하고 향후 변화를 예측하기 위해 주요 선진국들의 사례를 참고했다. 경제 및 금융시장 발전과 사회적 변화의 경험이 앞선 국가들과 비교를 통해 시사점을 찾을 수 있다고 전제했기 때문이다. 다만 각국의 금융시장 역사와 환경이 다르다는 점에서 논리적 설명력이 있어야 하고, 표본확보가 충분해야 한다는 조건 등을 고려했다. 그 결과 OECD 20개국을 대상으로 4가지를 비교 변수로 선정하였다<sup>5</sup>. 즉 ① 인구 구성에서 50~69세 연령 비중, ② 전체 고용 중 임금근로자 비중, ③ GDP 대비 금융자산 비중, ④ 배당수익률 수준 등이다.

#### 분석 방법론

분석은 각각의 변수를 기준으로 군집간 비교를 하는 방식으로 했다. 예를 들면 분석 대상 국가들을 임금근로자의 비중이 상대적으로 높은 군집과 상대적으로 낮은 2가지 군집으로 분류했다. 그리고 이들 각각의 군집 간에 가계금융자산 내 주식의 비중을 비교해서, 변수의 유의성을 판단하는 방식이다. 다만 다수의 과거 연구에서 이용했던 방식과 차이점은, 주식의 '직접보유'와 '간접보유'를 구분했다는 것이다. 그 동안 증권업계는 개인과 가계가 직접 주식을 사거나 펀드 투자를 하는 '직접보유'에만 관심을 가졌지만, 주요 연구들은 '직·간접보유'가 대상이었다.

고용안정성,  
금융자산축적 등 주목

통용되는 용어와 오해를 피하기 위해서 본 보고서에서는 가계의 주식 '직접보유'는 주식현물매수, 펀드투자 등으로 정의한다. 이에 반해 '간접보유'는 가계가 연금, 보험 등을 납입한 이후 운용기관에서 수행한 투자분으로 했다. 참고로 국내 주식시장에서는 '간접투자'를 펀드투자로 보기 때문에 혼동이 없어야 할 것이다. 결론부터 보면 상기한 4개 변수 모두에서 가계 자산 중 '직접보유'에 의한 주식비중과 유의미한 상관관계는 찾지 못했다. 그러나 '직·간접보유'를 기준으로 본다면, '임금근로자 비중'과 'GDP 대비 금융자산의 비중' 등에서는 유의미한 상관관계가 있었다.

표 1. 가계금융자산 내 주식의 비중과 결정변수의 상관관계

	가계금융자산 내 주식의 비중 구분	
	직접보유 비중	직·간접보유 비중
인구의 중장년 비중	불분명	불분명
고용안정성	불분명	유의미
금융자산 축적도	불분명	유의미
배당수익	불분명	불분명

참고: 분석대상 기간 2008~15년, OECD 회원국 중 장기 시계열 확보가 가능한 18개국  
자료: OECD, ILO, UN, Thomson Reuters, 삼성증권

<sup>5</sup> 주요국 대비 과도하게 주식보유비중이 높거나 낮은 스웨덴, 일본 등은 outlier로 보고 분석 대상에서 제외함

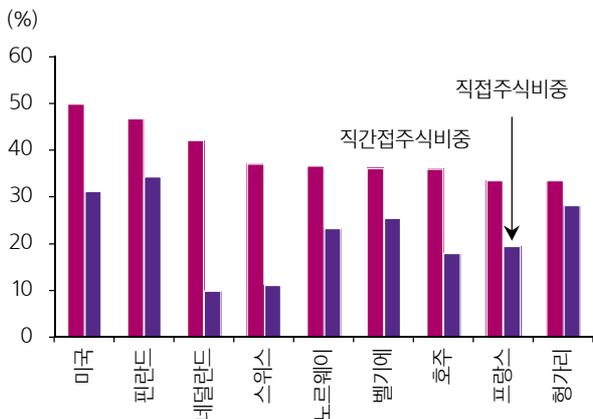
개인의 주식 직접투자 결정 변수는 불분명

그간 시장에 널리 퍼져있던 통설은 인구구조, 경제상황, 금융자산, 주식투자 수익 등이 가계금융 자산 중 주식의 '직접보유' 비중을 결정한다는 것이었다. 하지만 분석 결과는 달랐다<sup>6</sup>. 가계금융 자산 내 주식 '직접보유' 비중은 인구의 중장년 비중, 고용안정성, 금융자산 축적도, 배당수익 등과 크게 상관이 없었다. 이에 대해 명확한 해석을 하기는 어렵지만, 몇 가지 추론은 가능했다. 예를 들어 직접 주식투자를 결정하기 위해서는 상기한 주요 변수 이외에도 위험선호여부가 중요하고, 또한 자본시장의 제도 등 환경적 요인들도 중요하다는 점 등이다.

한국 금융자산 축적 본격화, 가계자산 중 주식 확대 예상

그럼에도 불구하고 '고용안정성, 금융자산의 축적'이 강화될수록 '직·간접 보유'의 경로로 주식 비중이 늘어나는 경향이 확인된 점은 의미가 있다고 할 것이다. 즉 우리나라의 경우도 다음에 살펴보게 될 바와 같이, 금융자산의 축적이 본격화되고 있기 때문이다. 한편 가계자산 포트폴리오의 변화와 무관하게 단기적인 주식시장 내 개인의 투자자금 흐름은 상당부분 주식시장의 등락과 관련이 있음도 확인했다<sup>7</sup>. 즉 단기성 smart money가 시황에 따라 증시에 유입, 유출을 반복하는 패턴이 있는 것이다. 이에 대해서는 본 보고서 후반에서 다룰 것이다.

그림 7. 주식 직·간접보유 비중이 높은 국가군



자료: OECD, 삼성증권

그림 8. 주식 직·간접보유 비중이 낮은 국가군



자료: OECD, 삼성증권

<sup>6</sup> 보고서에서 제시한 4개 변수 이외에도 주식의 절대수익률, 채권대비 초과 수익률 등 시장 요인과 기타 다양한 변수들을 토대로 검증했으나 의미 있는 결과를 얻기 어려웠다

<sup>7</sup> 24페이지 참고

가계금융자산 中 주식비중의 결정변수 분석

(1) 인구의 중장년 비중(인구구성에서 50~69세 연령 비중)

중장년층의 금융자산 내  
주식비중 높을 것으로 가정

생애주기가설(Life-cycle Hypothesis) 등에 의하면 50~69세는 퇴직을 전후한 연령으로서 동 세대는 자산의 축적 정도가 가장 높은 세대이다<sup>8</sup>. 당초는 가계자산이 축적된 인구의 비중이 클수록 금융자산의 비중도 높을 것이라는 가정에서 이를 검증하고자 하였다. 하지만, 통계적으로 검증 가능한 전체 가계자산 중 금융자산의 비중 데이터를 얻지 못했다. 대신, 금융자산의 규모와 이중 주식이 차지하는 비중은 확보가 가능하였다. 따라서 이를 토대로 중장년 인구의 비중과 주식 보유 비중의 관계를 조사하였다.

특정 연령대 비중과  
주식보유와의 관계 불분명

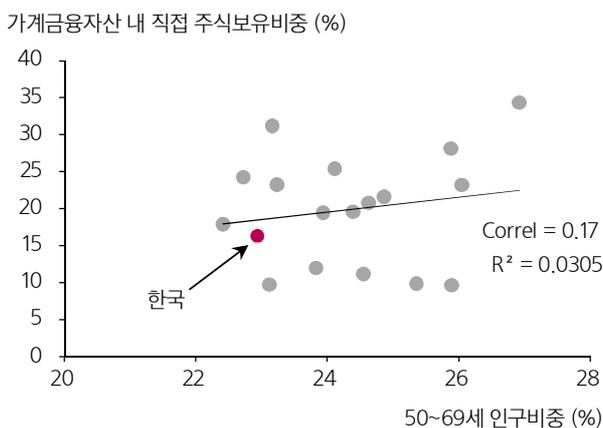
다수의 연구에 의할 때, 중장년 연령층의 금융자산의 축적 정도가 상대적으로 높을 것이라는 가정이 있기 때문이다. 하지만 결과는 총 인구 대비 50~69세 인구 비중과 주식보유 비중 사이에는 유의미한 관계가 확인되지 않았다. 물론 국가별로 소득 수준의 차이, 소득불균형 정도, 평균 퇴직연령 등 여러 요인에 따라 중장년 연령층의 금융자산 축적 수준은 달라질 것이다. 그래서 기타 연령층으로 분석을 확대 했지만, 역시 유의미한 차이는 존재하지 않았다. 이는 단순한 연령대별 인구 비중만으로 국가간의 자산선호 차이를 설명하기에는 불충분함을 의미한다<sup>9</sup>.

표 2. 50~69세 인구비중과 가계금융자산 내 주식 비중

군집 평균 (%)	50~69세 인구비중	직접보유비중	직간접보유비중
중장년 비중이 높은 9개국	25.4	19.8	33.2
중장년 비중이 낮은 9개국	23.3	19.9	31.9

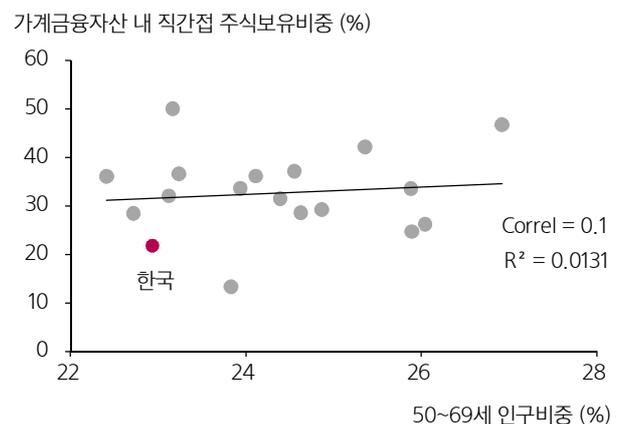
참고: 2008~2015년 평균  
자료: OECD, UN, 삼성증권

그림 9. 중장년 인구비중과 주식 직접 보유비중과의 관계



참고: 2008~2015년 평균  
자료: OECD, UN, 삼성증권

그림 10. 중장년 인구비중과 주식 직·간접 보유비중과의 관계



참고: 2008~2015년 평균  
자료: OECD, UN, 삼성증권

<sup>8</sup> A. Ando, F. Modigliani

<sup>9</sup> 한국은 중장년 비중이 약 22.9%로, 비교대상 국가들 중 세 번째로 낮은 수준

(2) 고용안정성(전체 고용 중 임금근로자 비중)

고용안정성과  
주식 직간접보유 비중의  
상관관계 의미

한 나라의 전체 취업자 중 임금근로자 비중은 '고용안정성'의 수준이라 할 수 있다. 분석에 의할 때, 임금근로자의 비중이 높은 국가 군집은 그렇지 않는 군집에 비해서 가계 금융자산 내 주식 보유 비중이 높게 나타났다. 다만 이는 '직·간접 보유' 비중에 한해서이다. '직접보유' 비중의 경우에는 두 국가 군집간 차이가 통계적으로 유의미하지 않았다. 이는 우리가 이번 분석을 수행하면서 가장 혼란스러웠던 부분이다. 과거 다수의 연구들은 특정 변수들과 주식보유비중에 일정한 상관관계가 존재한다고 보았지만, 막상 실제 분석을 하면 결과가 달랐기 때문이다.

임금근로자 증가로  
연금, 보험 가입 확대

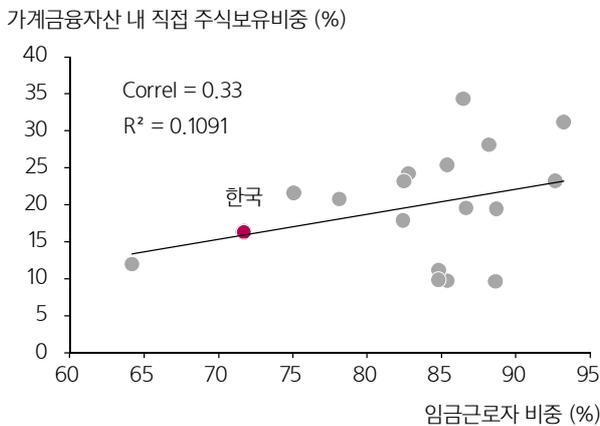
추정하건대 가계의 주식 '직접보유'는 국가간의 단순 비교가 어려운 다양한 요인에 의해서 결정되는 것으로 보인다. 반면 전체 주식보유 비중인 '직·간접보유비중'은 추세적, 구조적 요인에 의해서 결정될 가능성이 높은 것이다. 예를 들어 임금근로자 비중이 높아지면 보험 및 연금 가입이 늘어나면서 간접적인 주식비중이 늘어나는 경로가 있을 것이다. 그러나 직접 주식투자나 펀드 가입 확대 여부는 임금근로자 비중을 이용하여 설명하기에는 한계가 있다고 보인다. 즉 고용이 안정되어 있더라도 개인의 직접적인 주식선호에 영향을 미치지 못하는 것이다<sup>10</sup>.

표 3. 전체 취업자 중 임금근로자 비중과 가계금융자산 내 주식 비중

군집 평균 (%)	임금근로자 비중	직접보유비중	직간접보유비중
임금근로자 비중이 높은 9개국	88.8	25.0	39.3
임금근로자 비중이 낮은 9개국	79.6	16.1	29.4

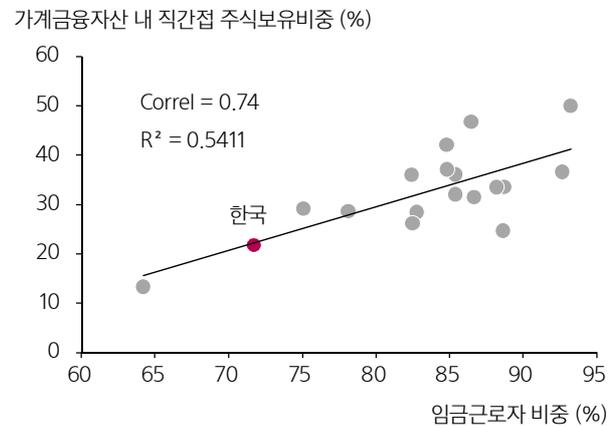
참고: 2008~2015년 평균  
자료: OECD, ILO, 삼성증권

그림 11. 임금근로자 비중과 주식 직접 보유비중과의 관계



참고: 임금근로자의 비중 = paid employment / (paid employment + self employment)  
2008~2015년 평균  
자료: OECD, ILO, 삼성증권

그림 12. 임금근로자 비중과 주식 직·간접 보유비중과의 관계



참고: 임금근로자의 비중 = paid employment / (paid employment + self employment)  
2008~2015년 평균  
자료: OECD, ILO, 삼성증권

<sup>10</sup> 2015년 현재 한국은 임금근로자 비중이 약 71.7%로, 비교대상 국가들 중 그리스를 제외하면 최하위

(3) 금융자산 축적도(GDP 대비 금융자산 비중)

경제성장이 고도화될수록  
금융자산 축적

GDP 대비 가계금융자산 비중은 국가의 경제총량 대비 가계의 금융자산 축적 정도를 의미한다. 예를 들어 GDP 대비 가계 금융자산의 비중은 1인당 GNI와 정의 상관관계를 가지며, 1인당 GNI가 늘어날수록 증가하는 것으로 확인되었다<sup>11</sup>. 즉 경제성장이 지속되면서 잉여가 쌓이면 이를 금융자산에 배분하는 정도가 강화되는 것이다. 때문에 향후 경제성장이 고도화될수록 기타 선진국의 사례처럼 우리나라도 가계자산 중 금융자산의 비중을 더욱 늘려갈 가능성이 높다<sup>12</sup>. 참고로 2015년 현재, 한국의 경우 분석 대상 국가 중 GNI 순위가 15위이다.

금융자산 비중 늘수록  
주식비중도 확대

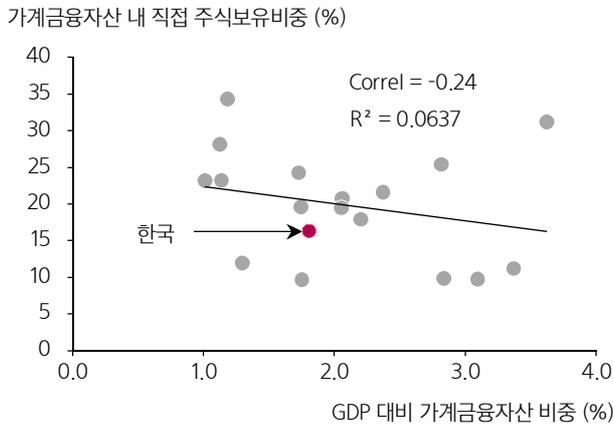
주요 선진국들을 비교할 때 주식의 '직접보유' 비중은 GDP 대비 가계금융자산 비중(=금융자산 축적)과 뚜렷한 관계가 없으나, '직·간접 보유' 비중은 통계적으로 유의미한 정의 관계가 나타났다. GDP 대비 가계금융자산 비중이 높은 그룹과 낮은 그룹의 평균값을 비교한 결과, 가계 금융자산 내 직·간접 주식보유비중은 GDP 대비 가계금융자산 비중이 높은 국가그룹에서 유의미하게 높게 나타난 것이다. 그러나 앞서 고용안정성 변수와 마찬가지로 직접보유 비중의 경우에는 그렇지 않았다.

표 4. GDP 대비 가계금융자산 비중과 가계금융자산 내 주식 비중

군집 평균 (%)	금융자산/GDP	직접보유비중	직간접보유비중
금융자산/GDP 높은 9개국	2.8	18.4	36.3
금융자산/GDP 낮은 9개국	1.5	21.0	29.6

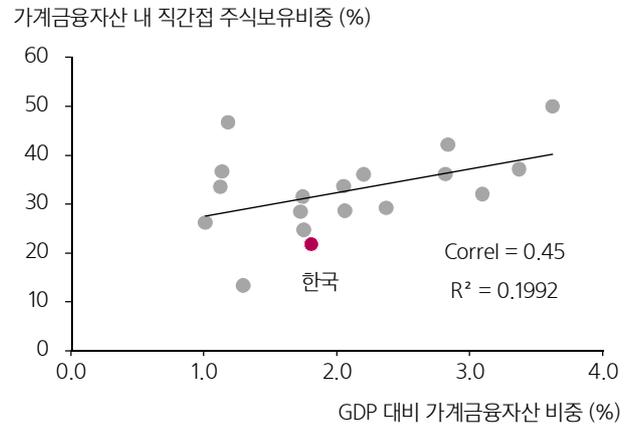
참고: 2008~2015년 평균  
자료: OECD, 삼성증권

그림 13. GDP 대비 금융자산 비중과 주식 직접보유 비중과의 관계



참고: 2008~2015년 평균  
자료: OECD, 삼성증권

그림 14. GDP 대비 금융자산 비중과 주식 직·간접보유 비중과의 관계



참고: 2008~2015년 평균  
자료: OECD, 삼성증권

<sup>11</sup> 20페이지 그림 54 참고

<sup>12</sup> 2015년 현재 한국은 가계금융자산의 규모가 GDP의 1.8배로, 비교대상 18개국 중 10위

(4) 자본시장에서 주주환원 수준(배당수익률)

과거 분석의 문제점

일부 연구에서는 주식의 초과수익률이 가계의 금융자산 내 주식비중과 유의미한 관계가 있다고 분석한 바 있다. 다만 과거의 분석은 주가 상승에 따른 ‘평가익’을 제외하지 않음으로써 자기상관의 문제를 고려하지 못했던 것으로 보인다. 때문에 우리는 금융자산 내 주식의 비중에서 이를 제외한 초과수익률을 비교했다. 결과는 과거 조사와 달리 설명력이 낮았다. 그래서 우리는 직접적인 자본차익보다 가장 보수적인 주식투자 수익인 ‘배당수익률’과의 관계를 살펴보았다. 한국에서 주식비선호가 낮은 배당 등 주주환원 때문이라는 지적이 많이 있어왔기 때문이다.

배당과 직접투자 비중 정의 상관관계 있으나 통계적으로 의미 낮음

앞서의 주요 분석과 달리 가계 금융자산 내 주식 직접보유비중은 배당수익률이 높은 국가 군집에서 높게 나타났다. 다만 이 결과가 통계적으로 의미를 부여하기에는 한계가 있었다. 배당수익률과 가계 금융자산 내 주식 직접보유비중 간에는 정의 관계를 갖지만, 그 상관관계수가 0.2(결정계수 0.04)에 불과했기 때문이다. 게다가 배당수익률과 직·간접 비중은 더욱 유의미하지 않았다. 이는 향후 우리나라의 배당수익률이 늘어난다고 해서, 반드시 가계금융자산 내 주식비중이 높아질 것으로 예단하기는 어렵다는 의미이다<sup>13</sup>.

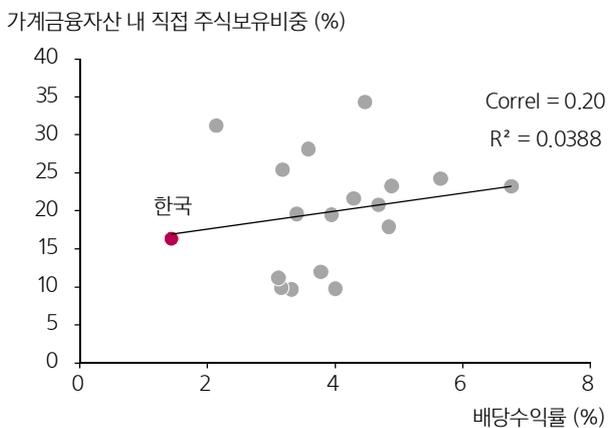
표 5. 배당수익률과 가계금융자산 내 주식 비중

군집 평균 (%)	배당수익률	직접보유비중	직간접보유비중
배당수익률 높은 9개국	4.5	21.6	32.9
배당수익률 낮은 9개국	3.1	18.1	32.2

참고: 2008~2015년 평균

자료: OECD, Thomson Reuters, 삼성증권

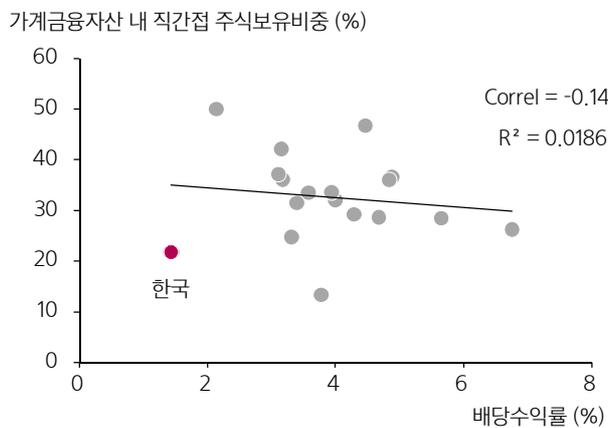
그림 15. 배당수익률과 주식 직접보유 비중과의 관계



참고: 2008~2015년 평균

자료: OECD, Thomson Reuters, 삼성증권

그림 16. 배당수익률과 주식 직·간접보유 비중과의 관계



참고: 2008~2015년 평균

자료: OECD, Thomson Reuters, 삼성증권

<sup>13</sup> 한국은 2015년 기준 배당수익률 1.7%로 비교대상국 중 최하위

## Contents

주식시장에서 개인의 이탈	p2
주식 보유비중의 결정변수는?	p4
금융자산 비중 확대, 그러나 보수화	p10
개인, 주식으로 돌아올까?	p19
투자전략의 2가지 관점	p25

가계자산 운용성향 변화,  
연령대별 자산운용 고민

한국 가계의  
비금융자산 비중  
축소 중

금융자산으로  
가계자금 유입 가속화

그러나 가계의 금융자산  
운용성향은 보수화

위험자산 투자  
미세한 개선 조짐

## 한국 가계자산 포트폴리오 변화 금융자산 비중 확대, 운용은 보수화

### 한국 가계 자산의 변화 양상

앞에서 분석한 바와 같이 한국도 '임금근로자의 비중'과 'GDP 대비 금융자산의 비중' 등이 상승하고 있다. 이에 따라 장기적으로 가계금융자산에서 차지하는 주식의 '직간접 비중'도 늘어날 것으로 기대한다. 이를 판단하기 위해 이번 섹션에서는 한국 가계자산의 변화를 살펴보고자 하겠다. 한국은행의 국민대차대조표와 통계청의 가계금융복지조사를 활용했다. 그런데 우리는 여기에서 한국 가계의 자산운용 성향 변화, 그리고 연령대별 자산운용의 고민 등을 엿볼 수 있었고, 주식시장으로 개인, 가계자금의 유입 가능성을 저울질 할 수 있었다.

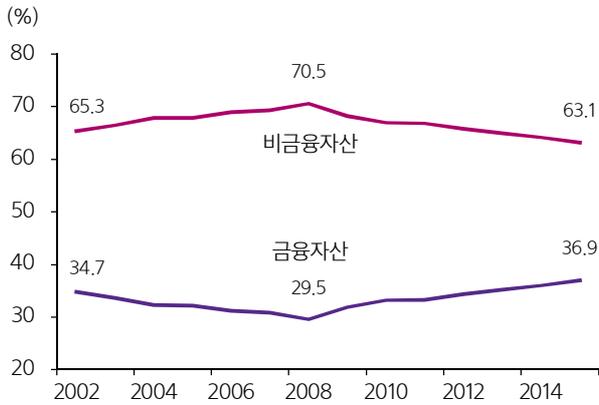
한국의 가계 자산 구성의 특징은 (부동산이 대부분을 차지하는) 비금융자산의 비중이 월등히 높았다는 것이다. 다만 2008년 글로벌 금융위기 이후 비금융자산의 비중이 줄고 금융자산의 비중이 늘어나는 중요한 변화가 나타나고 있다. 한국은행의 국민대차대조표에 의하면 2008년 당시 5,754조원의 전체 가계자산 중 비금융자산은 4,056조원으로 70.5%에 달했다. 이에 반해서 금융자산은 1,697조원으로 29.5%에 불과했다. 그러던 것이 2015년에는 금융자산의 비중이 36.9%로 2002년 당시 34.7%를 초과해서 증가추세를 보이고 있다.

가계자산에서 차지하고 있는 금융자산의 비중이 늘어나고 있는 것은 금융위기 이후 부동산 가격의 하락에도 원인이 있지만, 본질적으로는 금융자산으로 가계자금의 유입속도가 빨라졌기 때문이다(그림 18). 2009년을 기점으로 금융자산의 증가세는 비금융자산과 역전되었다. 구체적으로 보면 2002~08년 사이 비금융자산의 연평균 증가율(CAGR)은 12.1%에서 2009~15년 사이 4.2%로 크게 떨어졌다. 이에 반해 금융자산은 7.8%에서 8.2%로 증가율이 가속화됐고, 또한 비금융자산의 증가율을 넘어서면서 가계자산 구성의 변화가 본격화된 것이다.

가계자산 중 금융자산의 비중이 증가세임에도 불구하고, 인구노령화와 장기불황에 따라 자산운용은 매우 보수적인 성향을 보이고 있다. 그림 20은 가계금융자산을 다시 '예비자산 vs. 투자자산'으로 나누어 살펴본 것이다. 예비자산이라 함은 노후 등 미래에 대비하기 위한 '보험 및 연금'과 불확실성에 대비한 '현금과 예금' 등으로 정의했다. 이 같은 예비자산이 가계 전체금융자산 중 차지하는 비중은 2007년에 65.2%로 최저치를 기록했으나, 2015년에는 74.2%까지 상승한 상황이다. 예비자산 중 특히 보험 및 연금은 연간 10%가 넘는 높은 상승률을 유지하고 있다.

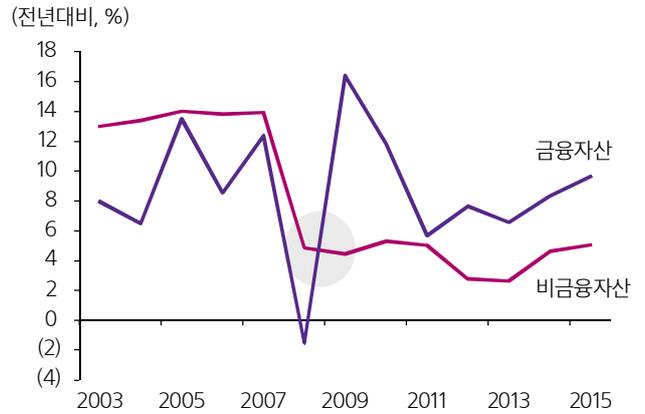
예비자산과 달리 '주식과 채권' 등 '투자자산'의 비중은 25.8%로 2003년 이후 최저치 수준이다. 이는 주식시장의 장기 부진에도 이유가 있으나, 상기한 바와 같이 가계구성원들의 노령화로 인한 여유자금 운용성향의 변화에서 비롯된 것일 수도 있다. 다만 투자자산의 선호 역시 바닥을 지나 느리게 개선되고 있다. 전년대비 투자자산 증가율은 2011년을 바닥으로 회복되기 시작해, 2015년에는 위험자산 중심으로 전년대비 10.6% 증가하면서 예비자산의 증가율을 추월했다(그림 22). 즉 구조적인 금융자산운용의 보수화 속에 미세한 변화 조짐도 있는 것이다.

그림 17. 한국 가계자산의 구성변화: 금융자산 vs. 비금융자산



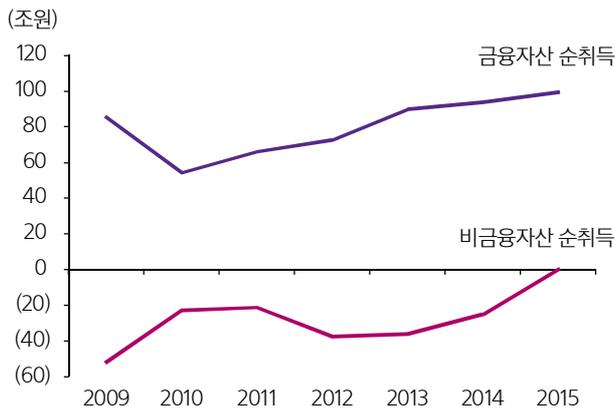
자료: 한국은행, 삼성증권

그림 18. 한국 가계자산 구성 별 증감: 금융자산 vs. 비금융자산



자료: 한국은행, 삼성증권

그림 19. 한국 가계자산의 구성 별 연간 순취득



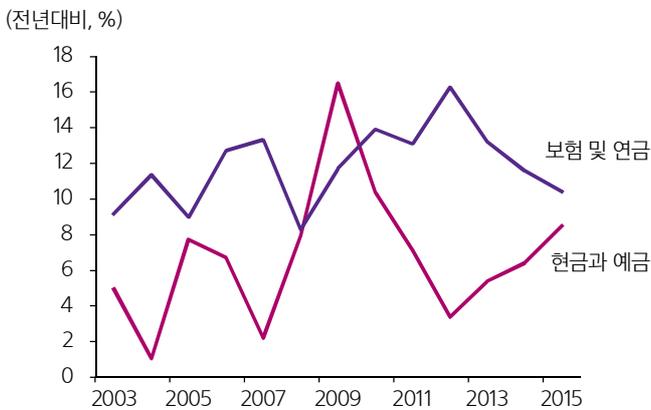
자료: 한국은행, 삼성증권

그림 20. 한국 가계자산의 구성변화: 예비자산 vs. 투자자산



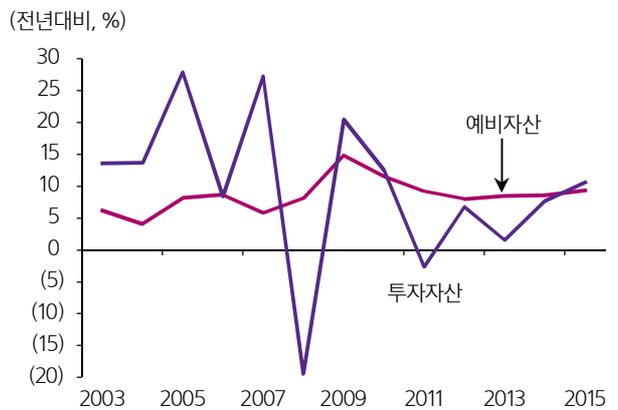
자료: 한국은행, 삼성증권

그림 21. 한국 가계 금융자산 중 예비자산의 증감



자료: 한국은행, 삼성증권

그림 22. 한국 가계 금융자산 구성별 증감: 예비자산 vs. 투자자산



자료: 한국은행, 삼성증권

금융자산 비중 상승, 그러나 연령대별로는 차이

주거 불안정으로 30대 금융자산 축소

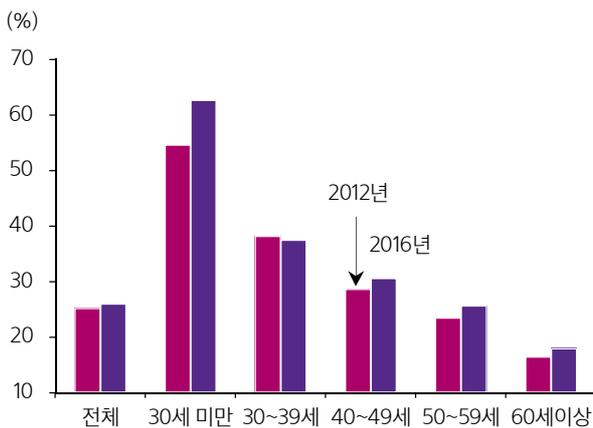
30대 주거난으로  
금융자산 줄이고  
주택 구입

통계청에서 2012년 이후 실시하고 있는 가계금융복지조사에 의하면, 한국 가계자산에서 금융자산의 비중이 늘어나고 있는 현상에 연령대별로 다른 이유가 있음을 알 수 있다. 조사결과, 2012년에 비해서 2016년에 가계 금융자산의 비중은 증가했다(그림 23). 그런데 유독 30~39세 연령대에서만 금융자산의 비중이 줄었다. 주거 불안정성(전세값 급등 및 물량 부족 등)을 견디지 못해 주택구입에 나섰기 때문이다. 참고로 한국의 가계가 지불하는 전세대금은 금융자산으로 포함된다. 즉 30대의 금융자산 축소는 전세자금으로 주택을 구입한 결과이다.

30대에서 부채도 크게 증가

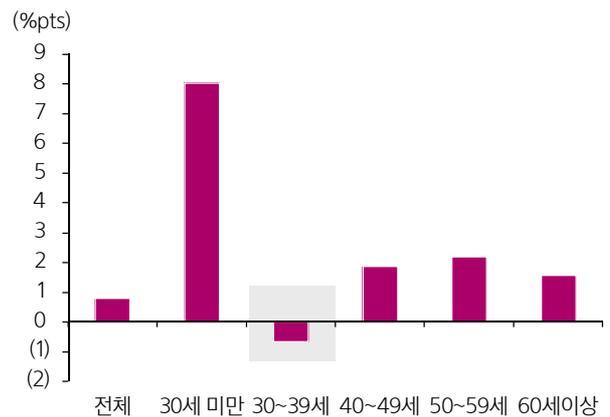
위의 추론을 증명하는 것이 30대 가구에서 부채 증가이다. 그림 25는 20~30대가 다른 연령대에 비해서 전(월)세 보증금을 조달하기 위한 신용대출의 비중이 크게 높음을 보여주고 있다. 이는 거주주택 마련을 용도로 한 신용대출 역시 동 연령대의 증가 폭이 월등한 점에서도 확인된다(그림 26). 자산은 줄고 부채는 크게 늘어나는 30대의 어려움이 엿보이는 부분이다. 물론 단순 증가율에서 본다면 30대보다 20대(≒30대 미만)가 더 크게 나타나지만, 실제 주택구매의사가 있는 연령층은 30대라는 점에서 통계적 착시를 고려하고 보아야 할 것이다.

그림 23. 가계자산 중 금융자산의 비중 변화



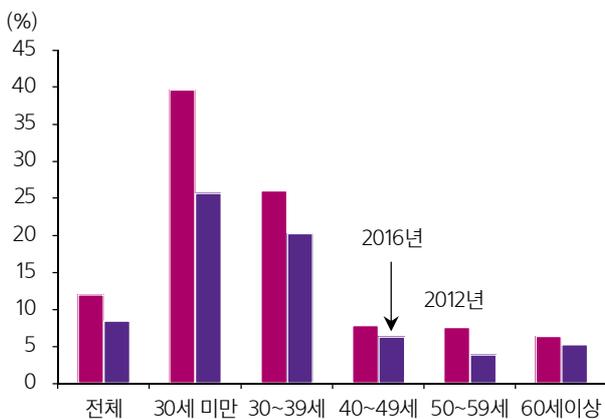
자료: 통계청, 삼성증권

그림 24. 가계자산 중 금융자산의 비중 변화 (2016년-2012년)



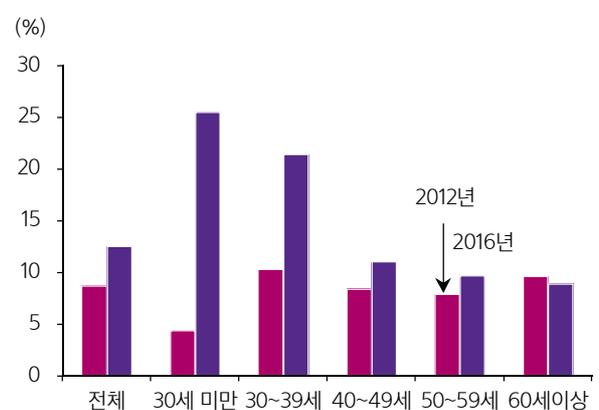
자료: 통계청, 삼성증권

그림 25. 신용대출용도 변화: 전(월)세 보증금 마련



자료: 통계청, 삼성증권

그림 26. 신용대출용도 변화: 거주주택 마련



자료: 통계청, 삼성증권

30대 부동산 비중 나 홀로 증가, 그러나 60대도 주목

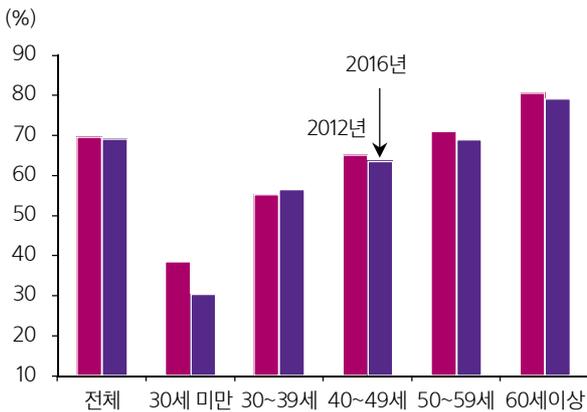
전체 가계  
부동산 비중 축소,  
30대 제외

실제 최근 수년 사이 가계의 전체 자산 중 부동산의 비중이 늘어난 연령대는 30대가 유일하다. 조사에 의하면 2012년에 비해서 2016년에 전체 가계자산 중 부동산의 비중은 0.4%pt 감소했다(69.6%→69.2%). 하지만 30~39세의 표본에서 유일하게 2.4%pt가 증가했다(55.2%→56.5%). 이를 앞서 살펴본 대출 용도 변화와 연계해서 검토한다면, 부채를 유발해서 주거용 주택을 매입한 것으로 분석된다. 30세 미만의 경우는 대출이 늘었지만 부동산 비중이 크게 늘지 않았는데, 이 또한 앞서 지적한 바와 같이 기저가 워낙 적기 때문에 나타난 결과(착시)이다.

60대의 부동산 보유 '금액'  
상대적으로 크게 증가

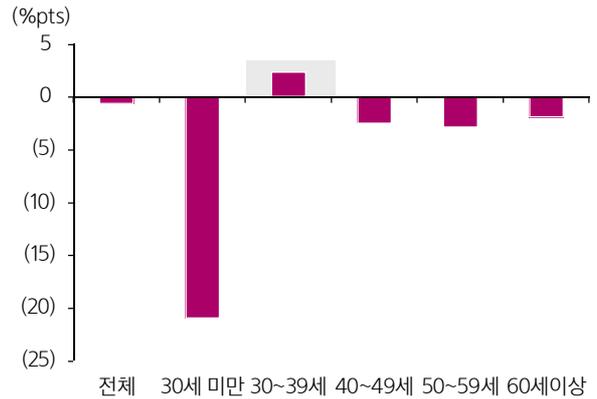
한가지 더 흥미로운 점은 전체 자산 중 부동산의 비중이 감소했음에도 불구하고, 60세 이상에서 부동산 '보유금액'이 다른 연령대에 비해서 크게 늘었다는 것이다. 즉 주택을 구입했던 30대는 예외로 하더라도 40대가 4.3% 50대가 0.6%에 그쳤던 반면, 60대의 부동산 보유금액은 14.8%나 증가했다(2012년 vs. 2016년). 이는 40~50대 등 이전 연령대에 비해서도 60대 이상 가구가 10%pt 이상 높은 부동산의 비중을 가지고 있기 때문에 나타난 결과로 보인다. 또한 60대 이상에서도 금융자산의 비중은 높아졌지만, 투자여력증가분 중 일부를 부동산에 투자한 것이다.

그림 27. 연령대별 가계자산 중 부동산 비중 변화



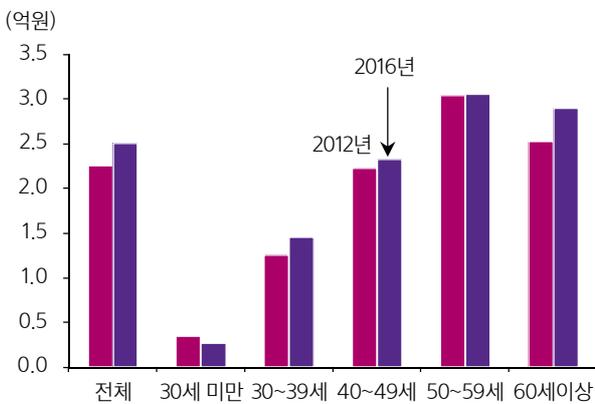
자료: 통계청, 삼성증권

그림 28. 연령대별 부동산 비중 변화 (2012년 vs. 2016년)



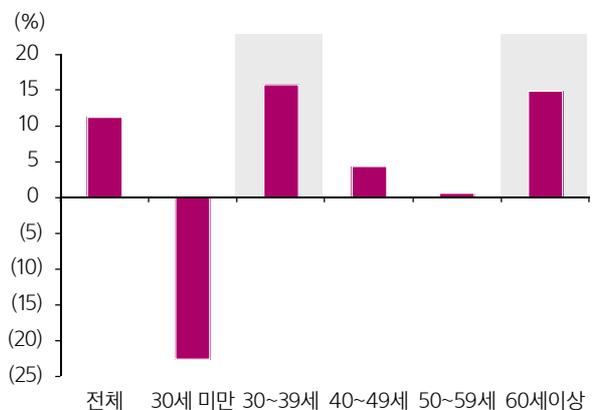
자료: 통계청, 삼성증권

그림 29. 연령대별 부동산 보유 금액 변화



자료: 통계청, 삼성증권

그림 30. 연령대별 부동산 보유금액 변화 (2012년 vs. 2016년)



자료: 통계청, 삼성증권

### 금융자산 추가 투자여력은 50~60대가 보유

전체 중 56.7% 차지하는  
50대 이상 가구 주목

이상과 같이 가계자산의 변동을 추적할 때, 50~60대 연령을 중심으로 향후 추가적인 금융자산(주식 등)에 대한 투자여력이 있다고 보인다. 물론 이들이 위험자산인 주식을 사기 위해서는 또 다른 조건들이 충족되어야 하겠지만, '투자 여력' 측면에서만 본다면 다른 연령대보다 50~60대가 주목된다는 것이다. 특히 통계청 자료로 볼 때, 가구주의 연령 기준으로 50~59세, 그리고 60세 이상은 전체 가구 중 절반이 넘는 56.7%이다. 따라서 인구구성 비중과 투자여력이 높은 50대 이상의 금융시장에서 행보가 향후 주목된다.

가처분 소득 '증가율'  
50~60대가 타연령대 압도

우선 가처분소득에서 50대 이상이 기타 연령대에 비해 상대적으로 높은 증가세를 보이고 있다. '구조적'으로는 가처분소득이 20대에서 50대까지 순차적으로 증가하다가 직장에서 은퇴하는 60세 이상에서 크게 감소하는 패턴을 가지고 있다. 그런데 2012년 이후 2016년까지 기간 중 가처분소득의 '증가율'은 60대 이상이 약 30%를, 50대가 18%로 다른 연령대의 배를 기록하고 있다. 이는 고연령층의 주거비 부담이 상대적으로 낮은 상태에서, 점차 은퇴가 늦어지고 재취업으로 경제활동이 증가한 이유 등이 맞물린 결과이다.

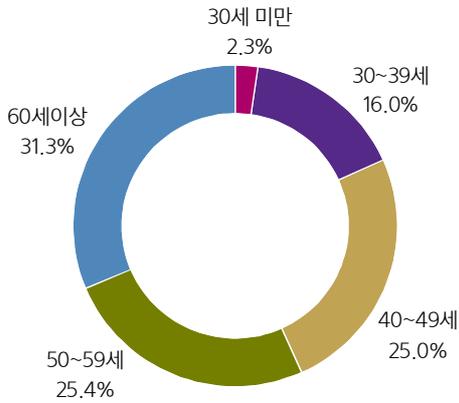
경제활동 활발한  
40대는 교육비 부담

이에 반해 전체 가구 중 비중이 25%에 달하는 40대는 경제활동이 활발한 연령대임에도 불구하고 금융자산의 투자 여력이 크지 않아 보인다. 자녀교육비 부담 등의 지출증가 요인이 큰 시기이기 때문이다. 실제 통계청의 2016년 조사에 의하면 가계 전체 지출 중 교육비 비중은 가구주 연령 40대에서 가장 높게 나타났다. 가구 지출 중 교육비 비중은 39세 이하에서 6.05%, 50~59세에서 7.08% 그리고 60세 이상에서 1.13%이었지만, 40~49세는 13.75%로 월등히 높았다. 이 결과 위에서 연령대별 가처분소득 증가율도 40대가 가장 낮았다(그림 33).

실제 50대 이상에서  
적극적으로 자산 운용

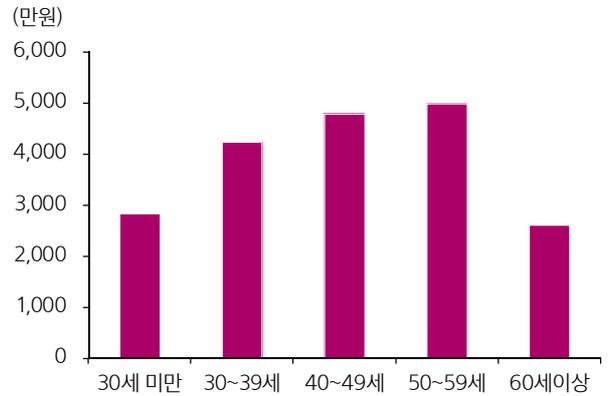
한편, 20~30대는 앞서 살펴본 바와 같이 주거비용 증가로 인해 가장 투자여력이 낮은 연령층이다. 예를 들어 부채증가 측면에서 본다면 20~30대에서 거주주택 마련용도의 신용대출이 크게 늘었다. 흥미로운 점은 거주주택 '이외'의 부동산 마련을 위한 대출의 비중을 보면, 50대와 60대 이상에서 크게 늘어나고 있는 것을 볼 수 있다. 투자여력이 부족한 다른 연령대에 비해 50대 이상에서 자산운용에 상대적으로 적극적이라는 반증이다. 결국 이들 50~60대가 향후 주식시장 환경의 개선 여부에 따라 투자 확대를 고려할 가능성이 있다고 보인다.

그림 31. 한국 가구 연령대별 분포



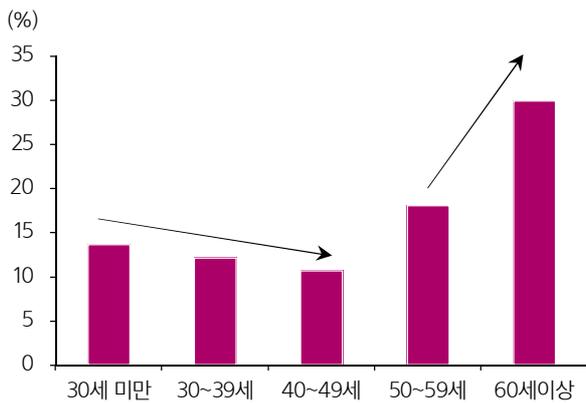
자료: 통계청, 삼성증권

그림 32. 가구 연령대별 가처분 소득 (2016년)



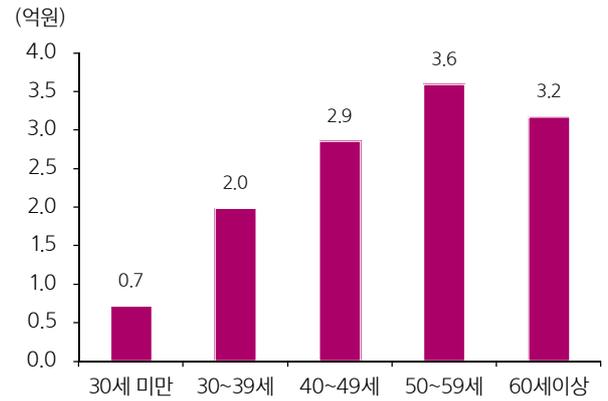
자료: 통계청, 삼성증권

그림 33. 가구 연령대별 가처분 소득 증감 (2012년 vs. 2016년)



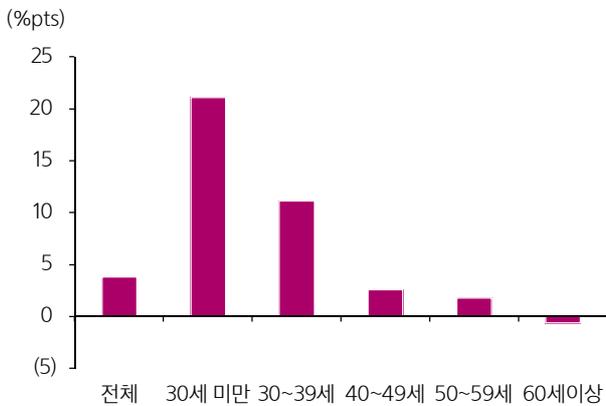
자료: 통계청, 삼성증권

그림 34. 가구 연령대별 순자산액 (2016년)



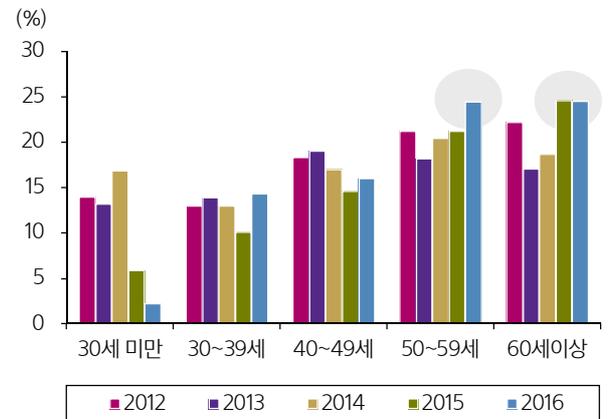
자료: 통계청, 삼성증권

그림 35. 신용대출 중 거주주택 마련 용도 비중 (2012년 vs. 2016년)



자료: 통계청, 삼성증권

그림 36. 대출 중 거주주택 이외 부동산마련 대출의 비중



자료: 통계청, 삼성증권

### 가계의 금융자산 투자성향은 보수화 경향

가계의 금융자산 투자선호  
낮아지는 양상

50~60대를 중심으로 금융자산 투자확대 가능성이 높음에도, 과거에 비해서 전체 가계의 자산운용의 성향이 보수화되고 있다는 점은 주목해야 한다. 최근 5년여간 통계청의 가계 금융복지조사에 의하면 여유자금 발생 시 금융자산에 투자하겠다는 응답이 낮아지는 추세이다. 이에 반해 부동산 구입 등에 자금을 운용하겠다는 응답은 늘어나고 있다. 이는 일견 주식시장의 부진과 저금리 장기화 그리고 부동산 가격 상승 등에 따른 결과로 보인다. 하지만 이 기저에는 노령화에 따른 투자성향변화도 자리잡고 있다.

금융자산 투자목적도  
노후대책, 주택마련 순

지난 해 조사에 따르면, 금융자산 투자 목적 1위는 '노후대책'이다. 이 응답의 비중은 절반을 넘는 55.2%이며, 2014년 이후 꾸준히 높아지는 추세이다. 이는 우리 사회에서 베이비붐 세대의 은퇴가 본격화되고 금융사들의 은퇴자산에 대한 캠페인이 본격화된 이후와 일치한다. 한편 '주택관련 자금마련'을 위한 금융자산 투자 목적이 2위이며, 비중도 17.4%에 달한다. 이 역시 주택가격 하락세가 멈추고 상승세를 본격화한 2014년 이후 다소 늘어난 결과이다. 이와 같이 '노후'와 '주택 관련' 투자 비중이 높다 보니, 금융자산의 운용성향도 갈수록 보수적일 수 밖에 없게 됐다.

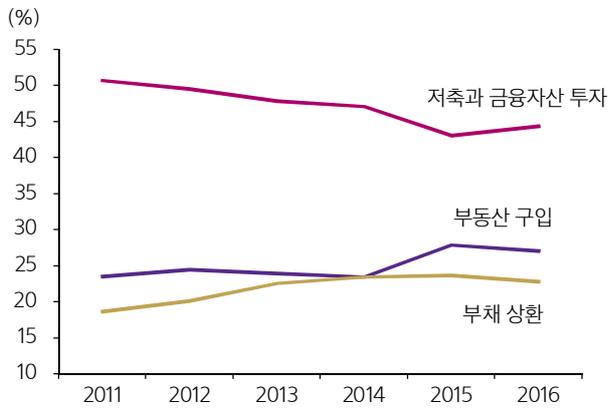
금융자산 투자 시  
안정성 최우선 고려

때문에 조사 대상 가구들은 금융자산 투자 시 최우선 고려사항으로 75% 이상이 '안정성'을 꼽고 있다. 이에 반해 '수익성'을 응답한 비율은 10% 초반대에 머물고 있다. 이 결과 금융자산 투자 시 선호하는 상품으로 예금을 선택한 비율이 90%를 넘고 있다. 하지만 주식을 응답한 비율은 4%에 불과하다. 게다가 추세적으로도 예금에 대한 선호는 2011년 60% 중반이던 것이 지난 해 90%를 넘어서게 된 상황이다. 반면 주식에 대한 선호는 동 기간 중 약 8%에서 4%대로 6년 사이에 절반으로 줄어들어 버렸다.

주식투자 직접 하겠다

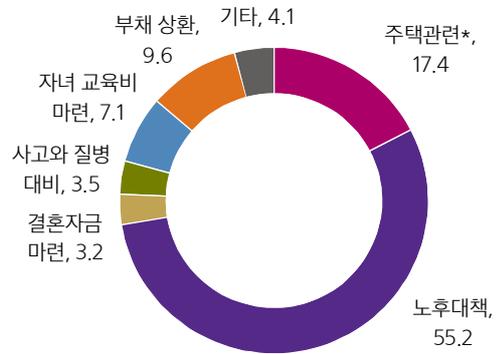
가계의 금융자산 투자성향에서 살펴볼 수 있는 또 다른 변화는 향후 주식에 대한 투자를 실행할 경우 간접투자보다 직접투자를 하겠다는 의사가 강해졌다는 점이다. 해당 조사에서 구체적인 이유가 확인되지는 못했지만, 충분히 유추할 수는 있다. 2000년대 초반 중산층을 중심으로 열풍이었던 간접투자의 성과가 금융위기를 거치면서 직접투자 대비 차별성을 보여주지 못했기 때문이다. 이 결과 주식형 펀드 등 전통적인 간접형 주식투자 상품에서 자금 이탈이 지속되고 있고, 대신 다른 스타일의 주식형 상품으로 자금 이동이 나타나고 있다.

그림 37. 여유자금 발생 시 선호하는 운용 방법 변화



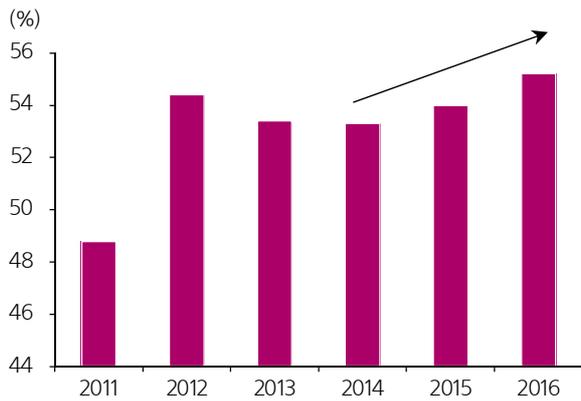
자료: 통계청, 삼성증권

그림 38. 금융자산 투자 목적 (2016년)



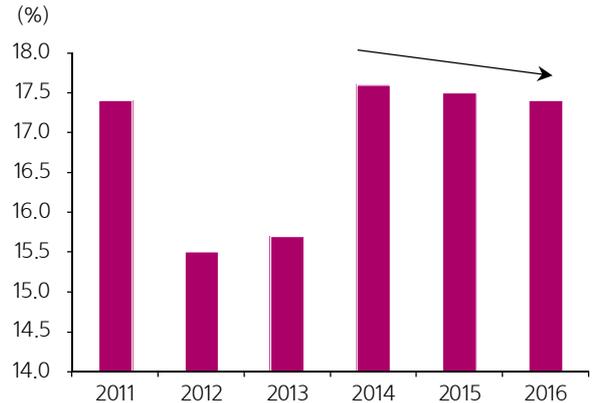
참고: \* 주택구입 및 전월세 보증금 마련      자료: 통계청, 삼성증권

그림 39. 금융자산 투자목적: 노후대책 목적



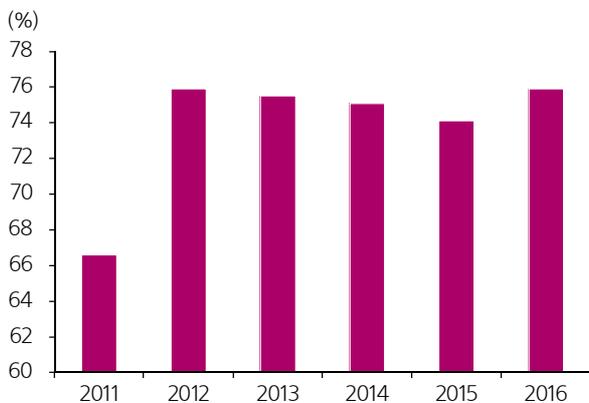
자료: 통계청, 삼성증권

그림 40. 금융자산 투자목적: 주택 관련자금 마련



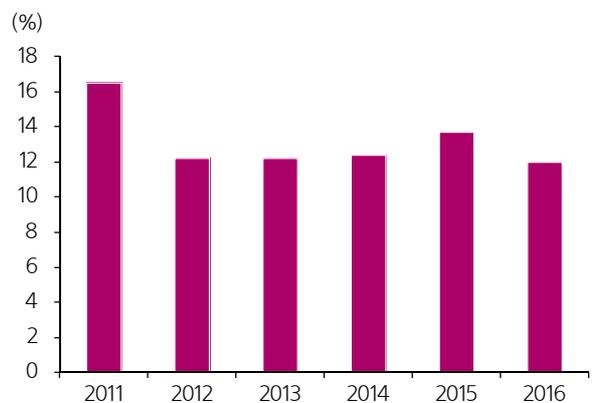
자료: 통계청, 삼성증권

그림 41. 금융자산 투자 시 우선 고려 사항: 안정성



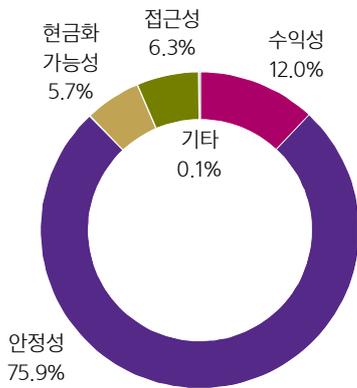
자료: 통계청, 삼성증권

그림 42. 금융자산 투자 시 우선 고려 사항: 수익성



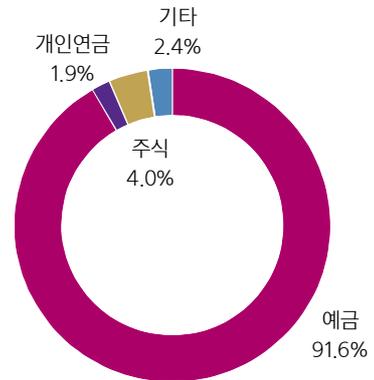
자료: 통계청, 삼성증권

그림 43. 금융자산 투자 시 우선고려 사항 (2016년)



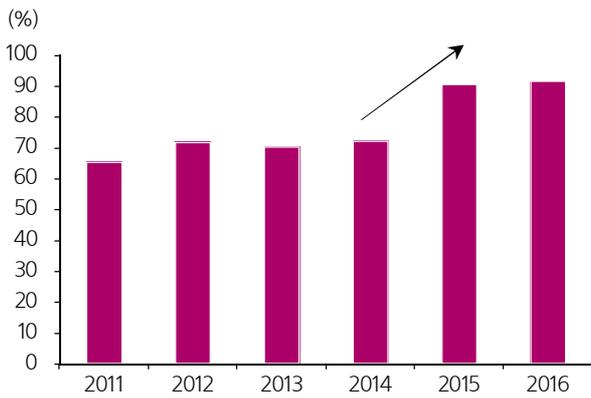
자료: 통계청, 삼성증권

그림 44. 금융자산 투자 시 선호 상품



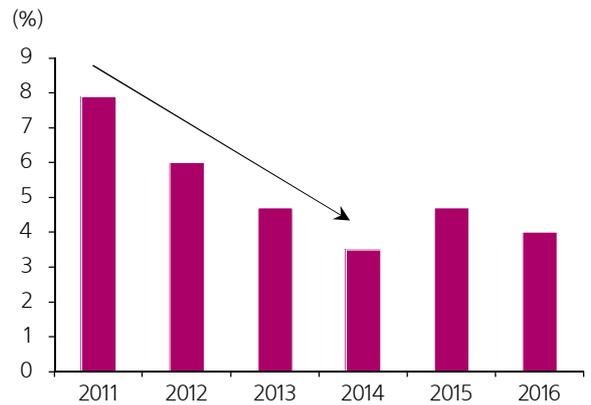
자료: 통계청, 삼성증권

그림 45. 금융자산 투자 시 선호 상품: 예금



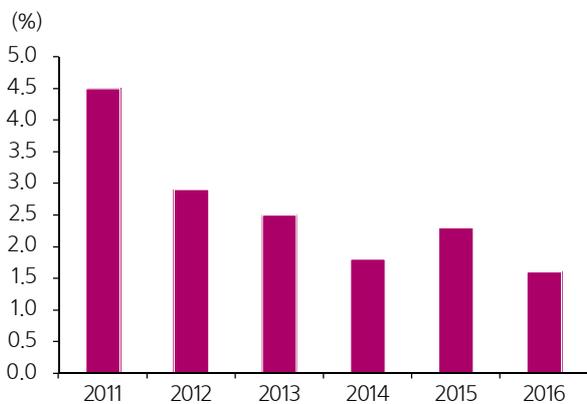
자료: 통계청, 삼성증권

그림 46. 금융자산 투자 시 선호 상품: 주식



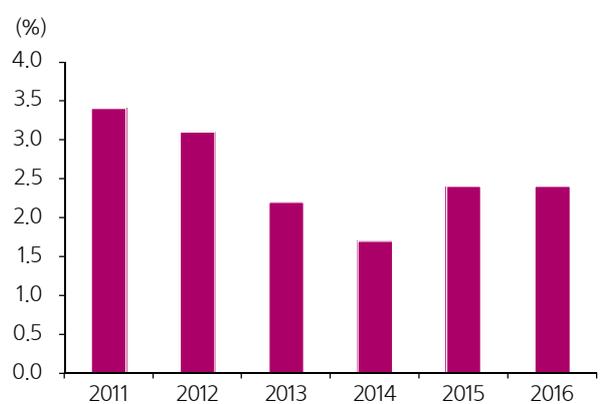
자료: 통계청, 삼성증권

그림 47. 주식 투자 시 간접투자 선호



자료: 통계청, 삼성증권

그림 48. 주식 투자 시 직접투자 선호



자료: 통계청, 삼성증권

Contents

주식시장에서 개인의 이탈	p2
주식 보유비중의 결정변수는?	p4
금융자산 비중 확대, 그러나 보수화	p10
개인, 주식으로 돌아올까?	p19
투자전략의 2가지 관점	p25

## 가계자산 운용패턴 및 투자방식 선호 변화 개인, 주식으로 돌아올까?

### 가계자산 내 간접적 주식비중 확대는 구조적

개인, 연금과 보험을 통한  
간접적 주식비중 확대 지속

4페이지 이하에서 검토한 바와 같이 각국 가계자산의 포트폴리오에서 주식비중을 결정하는 변수는 '고용 안정성'과 '금융자산의 축적도' 등이었다. 이에 의할 때 우리나라의 전체 가계 금융자산 중 주식의 비중도 장기적으로 늘어날 가능성이 높을 것으로 기대한다. 다만 이는 개인과 가계의 적극적이고 전략적인 포트폴리오 변경에 따른 결과가 아닐 것이다. 국가차원의 노후 대비에 의한 공적 연금 납부 부담이 늘어나고 있고, 개인들 역시 미래 불확실성에 따라 사적 연금과 보험 등에 여유자금을 넣고 있기 때문에 나타나는 결과이다.

임금근로자 비중 상승으로  
연금과 보험자산 성장

우선 임금근로자 비중이 가져올 영향을 보자. 주요 선진국들의 경우 임금근로자 비중이 현재 대부분 80%를 넘는다. 이는 과거에 비해서 추세적으로 높아지고 있는 것으로, OECD 평균 2000년에 82.3%에서 최근 84.4%까지 상승했다. 우리나라 역시 2000년대 초반 63.1%에 머물던 임금근로자의 비중이 2015년 현재는 74.1%까지 늘어났다. 그럼에도 아직 임금근로자 비중이 주요 선진국들에 비해 낮다는 점을 고려한다면 향후 추가 상승할 가능성이 높아 보인다. 이는 결과적으로 연금, 보험의 성장과 주식 비중 확대의 가능성을 의미한다.

선진국에 비해 여전히 낮은  
GDP 대비 금융자산 비중

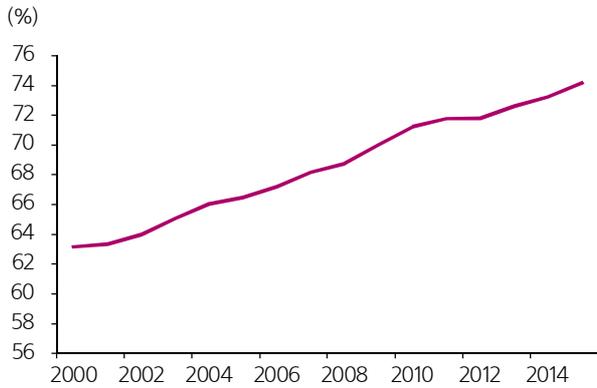
한편 한국의 GDP 대비 가계 금융자산의 비중도 아직까지는 낮아서 향후 더 높아질 가능성이 있다. 이 비율은 2008년 기준 1.5%에 불과했지만 2015년 기준으로는 2.0%까지 늘어났다. 하지만 주요 선진국의 경우 3% 초반에서 후반대로 우리나라보다 1%pt 이상 높다. 선진국의 사례를 볼 때 1인당 GNI와 가계금융자산 내 주식의 비중은 높은 양의 상관관계를 보였다. 때문에 향후 한국 경제구조의 고도화가 진행될수록 금융자산의 비중은 늘어날 것이다. 그리고 이는 주식의 비중 확대로도 연결될 것이다.

표 6. 한국 가계자산 추이

(조원)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	CAGR
비금융자산	4,236	4,460	4,683	4,811	4,937	5,163	5,423	4.2
금융자산	1,976	2,209	2,334	2,512	2,676	2,898	3,176	8.2
현금과 예금	921	1,017	1,089	1,125	1,185	1,261	1,368	6.8
보험 및 연금	474	540	610	709	803	896	989	13.1
채권	94	109	126	141	140	160	170	10.5
지분증권 및 투자펀드	464	516	479	505	515	542	615	4.8
기타	16	14	15	13	12	16	23	6.1

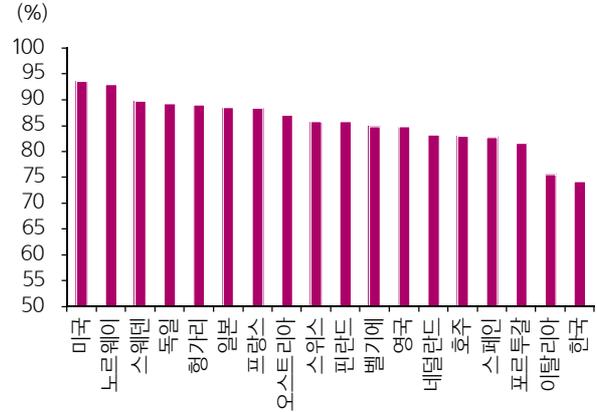
참고: 2008년 SNA 기준  
자료: 한국은행, 삼성증권

그림 49. 한국 총 고용대비 임금근로자 비중



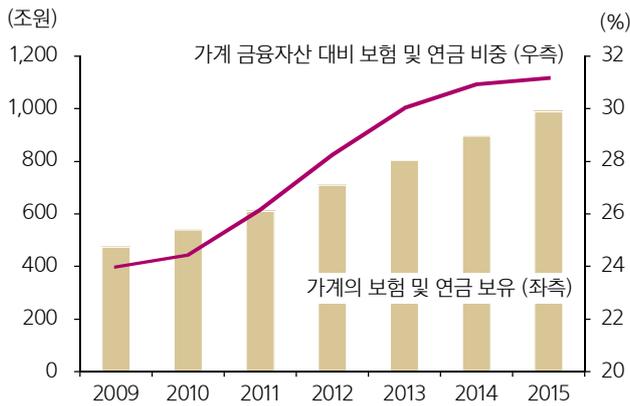
자료: OECD, 삼성증권

그림 50. 주요국 총 고용대비 임금근로자 비중 (2015년 현재)



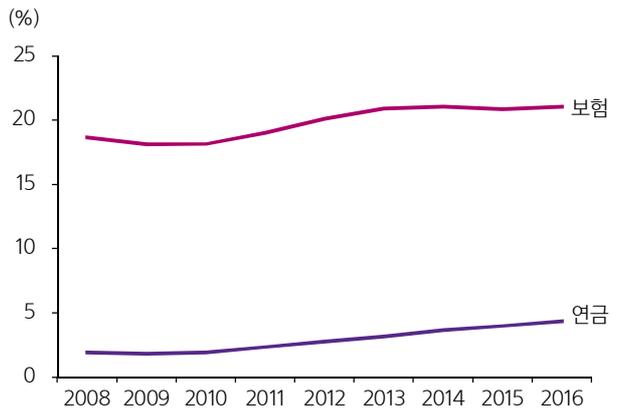
자료: OECD, 삼성증권

그림 51. 가계의 보험 및 연금 보유, 가계금융자산 대비 비중



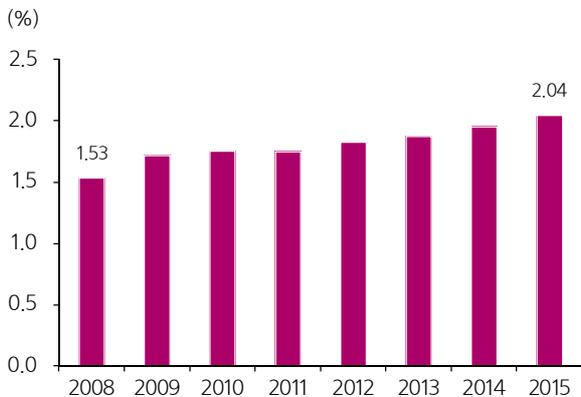
자료: 한국은행, 삼성증권

그림 52. 보험 및 연금의 주식보유 비중



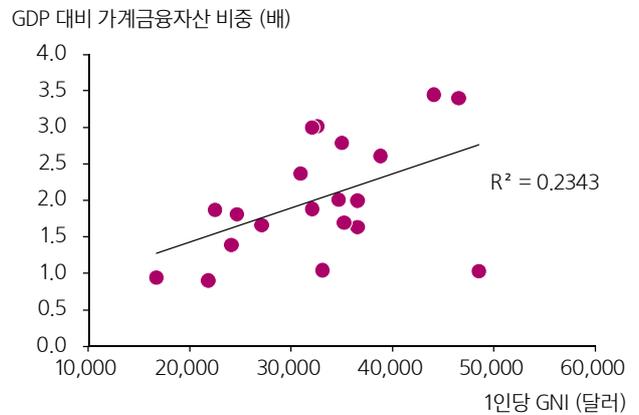
자료: OECD, 삼성증권

그림 53. 한국 GDP 대비 가계금융자산 비중



자료: OECD, 삼성증권

그림 54. 주요국 GDP 대비 가계금융자산 비중 (1996~2015년 평균)



자료: OECD, 삼성증권

## 그러나 개인의 국내 주식 '직접투자' 확대는 오리무중

펀드투자도  
안전자산 위주로

한국은행의 주요 금융기관 수신 추이(표 7)에 의하면, 2013년 이후 지난 6월말까지 자산운용사 간접투자형 상품의 수신액이 연평균 10.7% 증가하였다(CAGR). 이는 은행예금 증가율 5.1%를 크게 상회하는 것으로, 일견 개인들이 자산운용을 공격적으로 했던 것처럼 보인다. 하지만 공모형 펀드의 설정액의 상세(표 8)을 살펴보면, 실제로는 그렇지 않다. 주로 채권형펀드(2013~17년 CAGR 17.67%), MMF(13.79%), 신종펀드 (15.75%) 등 금융시장에서 안전자산으로 구분하는 상품에 대해 투자를 늘리는데 집중했기 때문이다.

주식형 펀드  
연평균 6.3% 이탈

특히 주식형 펀드의 설정액은 연평균 6.3%가 감소했다. 국내보다 해외 주식형 펀드에서 속도가 조금 더 빨랐는데, 2013~17년 사이 국내 주식형펀드 설정액이 연평균 5.71% 감소한 반면, 해외는 7.88%가 줄었다. 다만 해외 펀드는 절대 규모가 크지 않아 의미 부여는 어렵다. 게다가 신종펀드로 구분되는 해외 재간접펀드(연평균 증가율 +17.6%)와 파생형펀드(+13.8%)로는 자금유입이 나타났기 때문에, 해외투자의 선호가 둔화됐다고 볼 수는 없다. 실제 동 기간 중 국내에 투자하는 재간접펀드(-5.7%), 파생형펀드(-7.9%)에서는 자금이 빠져나갔다.

주식형 펀드 이탈 자금,  
대안투자위 일부는 부동산화

결국 펀드를 통한 간접투자자금 운용에서도 앞서 개인의 보수적 투자경향과 국내주식 비선호 현상이 동반된 것이다. 국내주식형 펀드에서 이탈한 자금 중 일부는 '주식과 채권'이 아닌 다른 대안을 찾아 나서는 모습을 보이기도 했다(표 9). 예를 들어 부동산펀드의 경우 비교적 높은 신장세를 기록했다. 특히 해외 부동산펀드로는 연평균 15.8%의 자금이 유입되었다. 하지만 주식관련 공모형 펀드에서 이탈한 자금은 마땅한 투자대안을 찾지 못해 일부는 부동산화된 것으로 보인다. 분석 대상 기간 중 MMF 잔고가 연평균 13.8% 늘어난 것이 좋은 예이다.

고객예탁금 증가 역시  
자금 부동산화 결과

주식 직접투자 자금인 증권사의 고객 예탁금도 연 평균 7.8%가 증가한 것으로 나타났다. 이와 같이 이자율이 매우 낮은 고객예탁금 잔고의 증가는 흥미로운 현상이다. 하지만 이러한 단기성 부동산자금이 주식시장에 투자를 하기 위한 대기자금으로만 보기는 어렵다. 만약 적절한 다른 투자대안이 나타난다면 언제든 떠날 수 있는 자금이기 때문이다. 우리는 최근 고객예탁금 유입이 시중자금의 부동산화 경향 심화에 따른 결과이지 적극적인 주식투자 의향을 지닌 자금의 대기라고 보기에는 논거가 불충분하다는 판단이다.

풍부한 단기 부동산자금 불구  
투자 망설이는 개인

한국은행에 의하면 시중의 단기 부동산자금(浮動資金)은 지난 4월말 현재 약 1,022조원으로 추산된다. 이는 2011년말과 비교한다면 53.5%나 급증한 것이다. 증감률로는 현금(104%), 요구불예금(85%), 수시입출식 저축예금(58%), 증권사 고객예탁금(49%)의 순이었다. 즉 불확실성으로 인한 대기자금은 매우 풍부하지만, 개인들이 대대적으로 주식을 늘리는 포트폴리오의 변경에 나설 가능성은 높지 않아 보인다. 게다가 해외 재간접펀드와 부동산펀드 등 국내 자금의 해외투자로 분산이 이제 초기라는 점은 '국내' 주식 투자 확대에 또 다른 암초이다.

표 7. 주요 금융기관 수신 추이

	금융기관 수신 (말잔, 조원)					CAGR (2013~17년, %)
	2013	2014	2015	2016	2017***	
은행계정*	1,220	1,332	1,436	1,517	1,516	5.1
실세요구불	111	123	155	180	179	12.1
저축성예금	898	958	1,008	1,061	1,059	3.6
(정기예금)	559	578	570	587	593	0.6
(수시입출식)	336	379	450	498	495	9.6
CD+RP+표지어음	35	27	37	32	34	0.9
은행채	175	225	235	244	244	9.0
자산운용사	324	371	426	475	507	10.7
주식형펀드	85	79	81	74	68	(6.3)
혼합형펀드	33	38	39	35	31	1.0
채권형펀드	56	71	85	104	104	17.4
MMF	66	82	93	104	124	14.5
신증펀드**	94	112	123	153	172	15.6
은행신탁	147	173	186	206	224	12.6
증권사	9	11	12	13	14	1.3
발행어음	7	8	8	10	10	1.4
CMA	2	3	4	3	5	3.0
증권사 고객예탁금	14	16	21	22	25	7.8

참고: \* 은행-중앙정부-비거주자예금 제외 기준, \*\* 파생상품·부동산·재간접·특별자산·혼합형펀드 등, \*\*\* 2017년은 5월말 상위 항목과 하위 항목의 합계에 차이가 일부 있을 수 있음 (한국은행 통계와 기타 기관 통계를 혼용했기 때문)  
 자료: 한국은행, 금융투자협회, 삼성증권

표 8. 공모형 펀드 설정액 추이 (설정 원본 기준)

	펀드 설정액 추이 (조원)					CAGR (2013~17년, %)
	2013	2014	2015	2016	2017	
주식형펀드	85.5	79.3	81.4	73.7	68.3	(6.29)
국내	65.8	63.4	63.6	55.9	51.0	(5.71)
해외	19.7	15.9	17.8	17.7	17.3	(7.88)
혼합형펀드	32.6	37.7	38.6	34.6	30.2	0.69
국내	29.1	34.2	35.4	31.7	27.2	1.26
해외	3.5	3.4	3.2	2.9	3.0	(3.76)
채권형펀드	56.1	70.9	85.2	104.0	105.8	17.67
국내	50.3	63.1	76.7	93.1	93.7	17.69
해외	5.8	7.8	8.5	10.9	12.1	17.58
MMF	66.4	82.4	93.4	104.4	120.4	13.79
신증펀드*	97.5	110.3	127.1	155.5	178.2	15.75
국내	68.4	74.7	82.7	93.0	101.6	10.01
해외	29.1	35.6	44.4	62.5	76.7	27.51
계	338.1	380.5	425.7	472.1	503.0	9.50

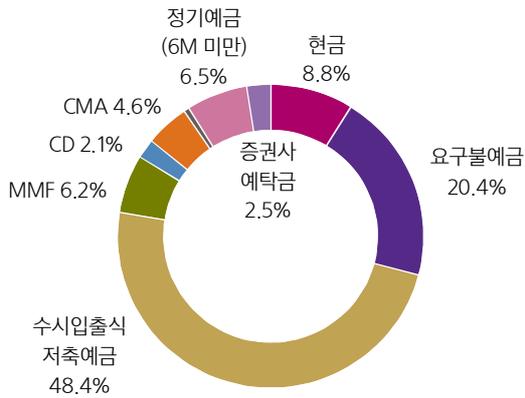
참고: \* 신증펀드는 재간접펀드, 파생형, 부동산, 실물, 특별자산, 혼합자산, PEF 등 포함  
 위 표 7과 총계 데이터에 오차 일부 있음, 2017년은 5월말 현재  
 자료: 금융투자협회, 삼성증권

표 9. 신종펀드 설정액 추이 (설정 원본 기준)

	신종펀드 펀드 설정 추이 (조원)					CAGR (2013~17년,%)
	2013	2014	2015	2016	2017	
국내	68.4	74.7	82.7	93.0	99.8	(6.29)
재간접	1.4	1.3	1.0	1.0	0.9	(5.71)
파생형	25.3	24.8	22.0	25.8	28.0	(7.88)
부동산	18.3	21.2	22.6	24.8	26.2	0.69
특별자산	20.3	24.1	31.1	34.8	36.5	1.26
혼합자산	-	-	1.9	4.0	5.7	(3.76)
PEF	3.2	3.2	4.0	2.8	2.6	17.67
해외	29.1	35.6	44.4	62.5	75.2	17.69
재간접	9.0	10.4	11.5	14.6	19.5	17.58
파생형	7.2	9.4	11.0	12.0	12.3	13.79
부동산	6.0	8.4	12.3	20.9	24.8	15.75
특별자산	6.9	7.4	9.3	14.0	17.2	10.01
혼합자산	-	-	0.4	1.0	1.4	27.51
계	97.5	110.3	127.1	155.5	243.2	9.50

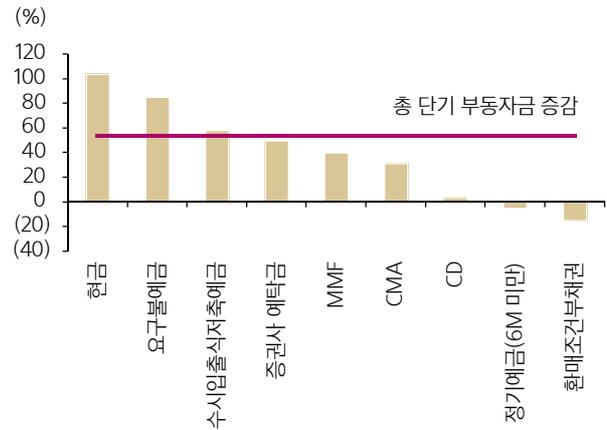
참고: 2017년은 5월말 현재  
 자료: 금융투자협회, 삼성증권

그림 55. 단기 부동산자금 주요 구성 (2017년 4월 기준)



자료: 한국은행, 삼성증권

그림 56. 단기 부동산자금 항목별 증감 (2011년 대비 2017년 4월 현재)



자료: 한국은행, 삼성증권

국내 증시 강세장 전망에 따른 단기적 자금은 유입

개인 적극적  
주식직접 투자 확  
대 가능성 낮아

증권업계에서는 일정한 조건들이 충족된다면 개인들이 주식투자를 늘릴 것으로 기대하고 있다. 구체적인 조건으로 '부동산, 채권 등 대비 주식의 초과 수익률, 자본시장 발전에 따른 주가 변동성 축소(=안정성 개선), 배당수익률 상승에 따른 주식 투자매력 증가, 한국 대표 기업의 미래 성장에 대한 신뢰' 등이 언급되고 있다. 하지만, 개인들이 '자발적인 의지'를 가지고 주식의 '직접' 투자 비중을 '구조적'으로 늘릴 가능성은 높지 않다고 본다. 앞서 주요국 사례와 국내 가계 및 개인의 자산운용 보수화 경향 등이 이유이다.

과거와 같은  
펀드 열풍도 기대 난

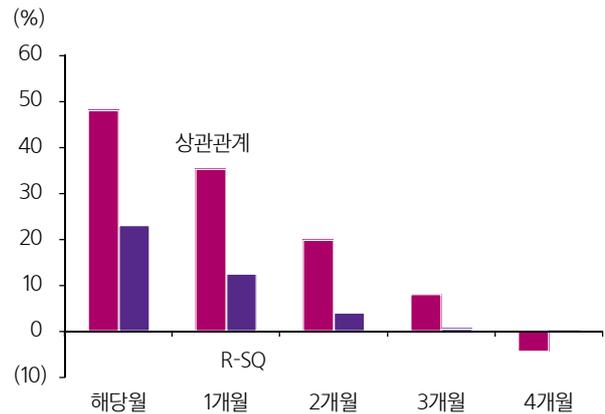
특히 증시 활황으로 과거 펀드 열풍과 같이 의미 있는 간접투자 자금 유입을 기대하기는 어렵다고 본다. 위에서 살펴본 바와 같이 개인, 가계는 간접투자보다 직접투자를 더 선호하고 있기 때문이다. 다만 '단기적' 투자성향의 자금 즉 Smart money는 유입은 예상된다. 참고로 2000~16년 사이 KOSPI와 실질고객예탁금<sup>14</sup>의 시차상관관계를 조사하면 KOSPI의 등락과 해당월의 자금흐름의 민감도가 가장 높았다(그림 58). 또한 최근 증시로 직접투자 자금 유입이 일부 확인되고 있다. 다만 이를 구조적 변화로 해석할 수는 없다.

그림 57. 실질고객예탁금 추이



자료: KRX, 삼성증권

그림 58. KOSPI와 실질고객예탁금의 시차상관관계 (2000~16년)



자료: KRX, 삼성증권

<sup>14</sup> 실질고객예탁금 = 예탁금-미수순증가-신용순증가-기관순매수(거래소+코스닥)-외인순매수(거래소+코스닥). 고객예탁금은 주식 매도 대금이 포함됨에 따라 순수한 자금 유입을 보여주는데 한계가 있다. 반면 실질고객예탁금은 매매에 따른 잔고 증가를 제외하여 순증 예탁금 추이를 추정할 수 있다

Contents

주식시장에서 개인의 이탈	p2
주식 보유비중의 결정변수는?	p4
금융자산 비중 확대, 그러나 보수화	p10
개인, 주식으로 돌아올까?	p19
투자전략의 2가지 관점	p25

가계자산과 주식투자

투자전략의 2가지 관점

구조적 관점 - 가계자산 내 주식 보유 비중 확대에 따른 영향

한국의 가계금융자산 중  
주식비중 증가 예상

앞에서 분석한 바와 같이 각국 가계자산의 포트폴리오에서 주식비중을 결정하는 변수는 '고용 안정성'과 '금융자산의 축적도' 등이었다. 이에 의할 때 우리나라의 전체 가계 금융자산 중 주식의 비중도 장기적으로 늘어날 가능성이 높을 것으로 기대한다. 다만 이는 개인과 가계의 적극적이고 전략적인 포트폴리오 변경에 따른 결과가 아니다. 국가차원의 노후 대비에 의한 공적 연금 납부 부담이 늘어나고 있고, 개인들 역시 미래 불확실성에 따라 사적 연금과 보험 등에 여유자금을 넣고 있기 때문에 나타나는 결과이다.

연금, 보험을 통한  
주식투자 확대 영향은

이와 같이 연금, 보험 등 장기투자 성향의 기관투자자가 운용하는 주식의 비중이 높아진다면 주식시장에도 일정한 영향을 미칠 가능성이 있다. 직관적으로는 연금, 보험이 장기 안정적 성향으로 자금을 운용할 것이라는 추론을 할 수 있다. 때문에 '대형주, 가치주 그리고 배당주' 등에 대한 선호가 강화될 것이라는 가정을 세워보았다. 하지만 앞서 제시한 OECD 주요국의 군집분석 방식으로 검증할 때, 유의미한 결과를 얻지 못했다. 상대적으로 가계금융자산 내 주식비중이 높은 국가와 낮은 국가들 사이에 상기 스타일별 성과의 차이가 없었던 것이다.

자국 편중도 약화

그 보다는 금융자산 중 주식비중이 높은 국가에서 상대적으로 주식투자의 자국편중도가 낮은 결과를 나타냈다는 점을 주목할 만 하다. 즉 금융자산 내 주식의 배분 비중이 높아질수록 자국 이외 시장으로 분산투자를 선호했다는 것이다. 이를 종합할 때, 가계의 금융자산 중 주식의 구조적 비중 확대 추세는 국내 주식시장에 장기적으로 일정 부분 긍정적으로 기여할 것으로 판단한다. 하지만 시장에서 기대하듯이 주식 보유비중 확대에 의한 직접적인 국내 증시 부양효과는 불분명해 보인다. 대신 글로벌 시장으로 분산투자 수요는 더욱 확대될 가능성이 높다고 할 것이다.

표 10. 주요국 가계 금융자산 내 주식비중에 따른 스타일 성과 및 자국 선호 비교

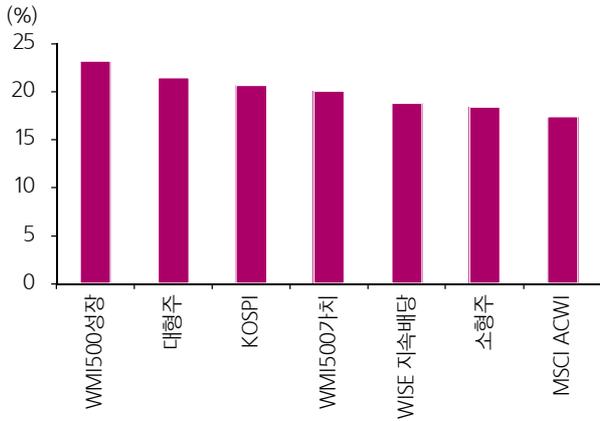
	자국 대표 지수 대비 초과성과 (%pt)			자국 편중도* (%)
	대형주 지수	Value 지수	배당 지수	
주식비중 높은 9개국	0.04	(1.17)	(1.05)	49.5
주식비중 낮은 9개국	0.13	(0.69)	1.25	57.8

참고: 2008~2015년 평균, \* 자국편중도 = 자국민의 자국투자비중 - 해당국 시총의 전세계 시총 중 비중

• 자국민의 자국투자비중 = 자국민 국내투자금액 / (자국민 해외투자금액+자국민 국내투자금액)

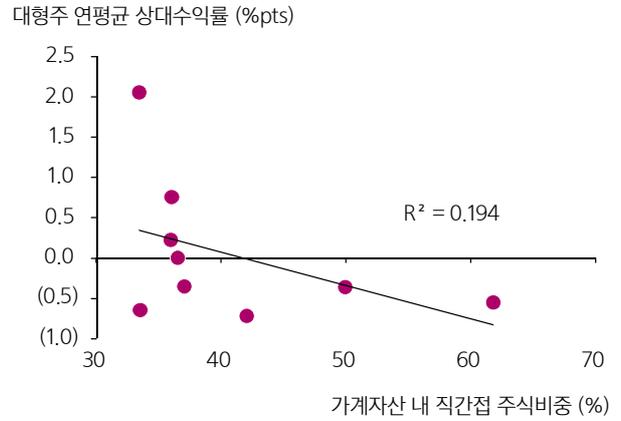
자료: OECD, IMF, Bloomberg, Thomson Reuters, 삼성증권

그림 59. 주요 지수 별 표준편차



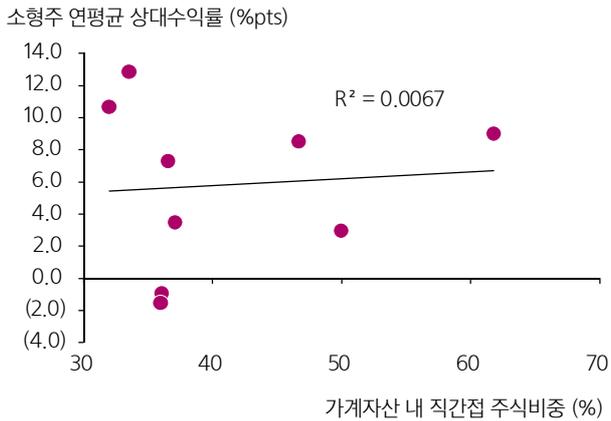
참고: 연율화, 과거 10년 일평균 수익률 기준  
 자료: WiseFn, 삼성증권

그림 60. 가계자산 내 주식비중 높은 국가의 대형주 초과 성과



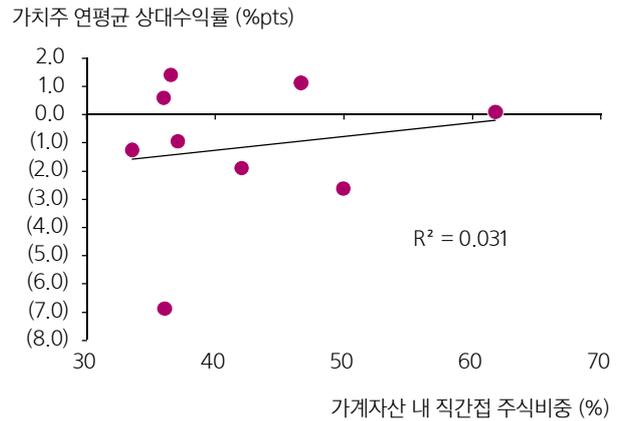
자료: OECD, Thomson Reuters, 삼성증권

그림 61. 가계자산 내 주식비중 높은 국가의 소형주 초과 성과



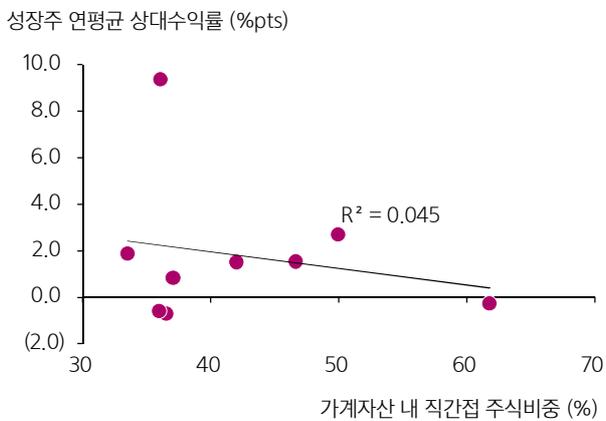
자료: OECD, Thomson Reuters, 삼성증권

그림 62. 가계자산 내 주식비중 높은 국가의 가치주 초과 성과



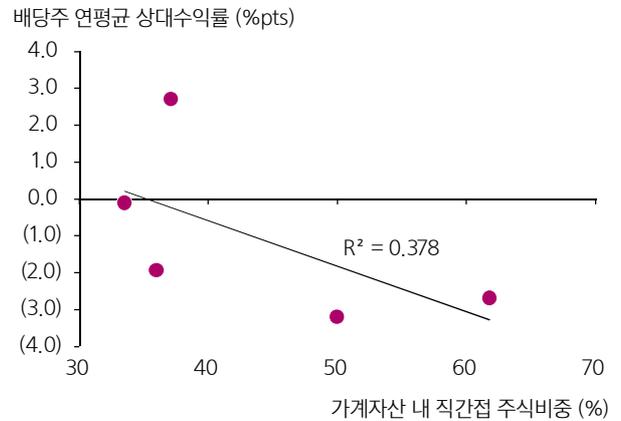
자료: OECD, Thomson Reuters, 삼성증권

그림 63. 가계자산 내 주식비중 높은 국가의 대형주 초과 성과



자료: OECD, Thomson Reuters, 삼성증권

그림 64. 가계자산 내 주식비중 높은 국가의 배당주 초과 성과



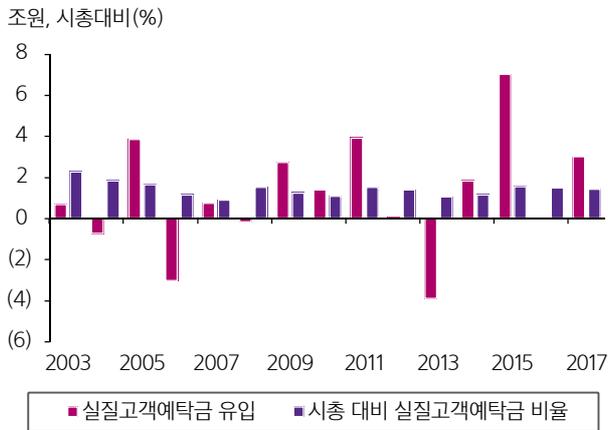
자료: OECD, Thomson Reuters, 삼성증권

### 단기적 관점 - Smart money 유입에 따른 영향

시세추종적 단기자금 증시 유입 중	올해 들어 실질고객예탁금은 전년 말에 비해서 3.0조가 순유입되었다. 이는 주식시장 강세에 따른 전형적인 단기 smart money이다. 역사적으로 보면 이 자금은 증시의 과도한 하락기에 선제적으로 시장에 진입하고, 반등을 이용하여 차익실현하는 특징을 보여왔다. 그러나 증시 활황이 지속될 가능성이 높다고 보면 시장흐름과 동행하여 유입되는 양상을 보이기도 했다. 다만 아직은 smart money 유입 규모가 정점에 도달하지는 않은 듯 하다(그림 63). 여전히 개인투자자들이 주식시장에 대한 신뢰가 높지 않아 향후 시장 상황에 따라 추가 유입 가능성이 높다고 본다.
KOSPI 시장 소형주가 수혜	만약 단기 smart money가 추가로 유입된다면 구체적으로 시장에 주는 영향은 어떠할까? 참고로 3페이지 그림 2와 같이 2000년 이후 KOSPI 대형주와 중형주에서 대규모 자금이 이탈한 반면, 소형주에서는 특별한 변화가 없었다. 즉 개인들의 주식시장 비선호 현상이 지속되는 과정에서도 소형주에 대해서는 보유를 유지했다는 의미이다. 실질고객예탁금과 각 지수와 상관관계를 조사 하더라도 대형주, 중형주에 비해 소형주가 더 높은 민감도를 기록하고 있다(그림 64). 이는 단기 smart money의 유출입에 따른 시세 영향이 소형주에서 높게 나타남을 의미한다.
기대와 달리 KOSDAQ 영향은 미미	따라서 향후 단기성 개인투자자금이 본격적으로 움직이기 시작하면 소형주 강세 현상에 '일조'할 가능성이 높아 보인다 <sup>15</sup> . 그런데 통념과 달리 KOSPI 시장 내 소형주들과 달리 개인투자자금이 KOSDAQ에 미치는 영향은 그리 크지 않은 것으로 나타났다. 그림 64와 같이 KOSDAQ 지수와 실질고객예탁금의 상관관계는 매우 낮게 나타났고, 데이터의 설명력 역시 마찬가지이었다. 이유는 KOSDAQ에 비해서 KOSPI 소형주에 대한 리서치 자료가 더 많이 제공되는 등 정보획득이 유리한 때문으로 추정하지만, 보다 구체적인 검증이 필요해 보인다.
경기민감 중소형주 유리	한편 업종별로는 우선 KOSPI 시장의 경우 화학, 전기전자, 의약품/의료정밀, 보험, 운수장비(자동차와 부품 등이 포함)의 순으로 실질고객예탁금 유출입과 시세의 상관관계가 높은 것으로 나타났다(그림 65). 시세추종적인 smart money의 성격에 따라 전형적인 경기민감업종(화학, 전기전자, 운수장비 등)과 실질고객예탁금의 상관관계가 높게 나타나는 것은 당연하다. 반면 의약품/의료정밀업종에서 높은 민감도를 보인 것은 동 산업의 높은 성장기대에 따른 개인투자자들의 선호가 반영된 결과이다.
KOSDAQ은 제약 업종 이외에 별무 영향	KOSDAQ 업종의 경우에서도 일부 유사한 결과가 나타났다. 즉 제약업종에서 가장 높은 상관관계를 기록한 것이다. 하지만 나머지 업종에 대해서는 적절한 논리를 추론하기가 어려웠다. 비금속, 음식료/담배, 종이/목재 등이 비교적 높은 상관관계를 기록했는데 각각의 산업들에서 관통하는 결론을 얻을 수 없었다. 또한 반대로 역상관관계를 보인 업종에 일반전기전자, IT하드웨어, 기계/장비 등이 포함되었던 것도 마찬가지이다. 즉 위와 같이 KOSDAQ이 실질고객예탁금과 낮은 상관관계를 보인 것처럼 smart money와 동 시장의 연관분석은 무리가 있어 보인다.

<sup>15</sup> 다만 시장 전체적인 영향으로까지 확대여부는 알 수 없다. 즉 개인 자금의 유입에 따라 대형주 선호가 둔화되고 소형주가 리더십을 보일 것인지는 수급만으로는 판단이 어렵다는 것이다

그림 65. 실질고객예탁금 연간 추이 (2017년은 6월말)



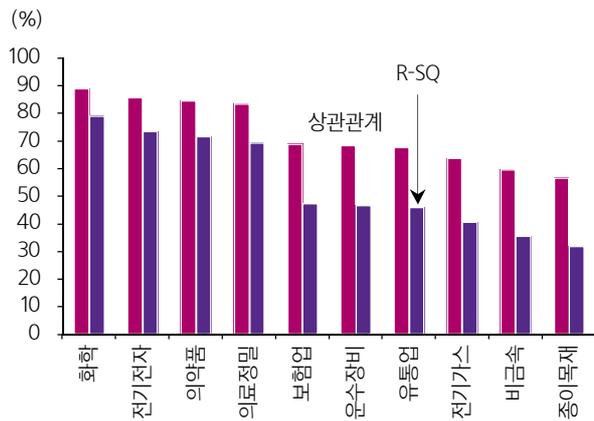
자료: KRX, 삼성증권

그림 66. 주요 지수와 실질고객예탁금 (2001~17년 6월)



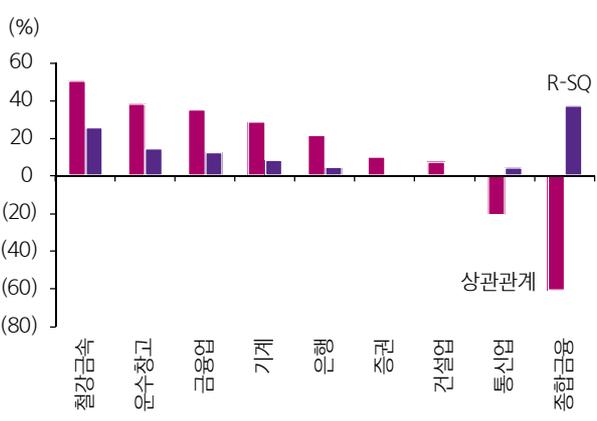
자료: KRX, 삼성증권

그림 67. KOSPI 업종지수와 실질고객예탁금 (상관관계 top 10)



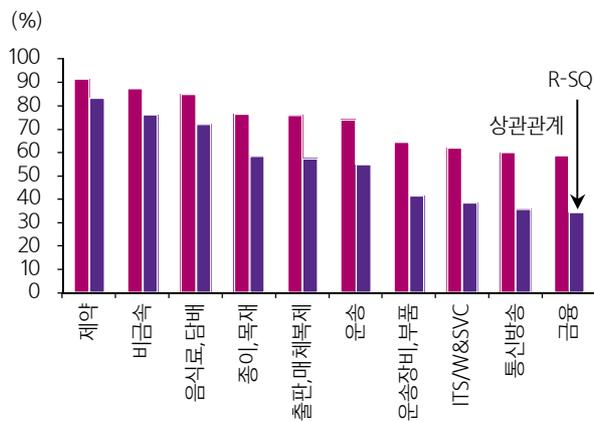
자료: KRX, 삼성증권

그림 68. KOSPI 업종지수와 실질고객예탁금 (상관관계 bottom 10)



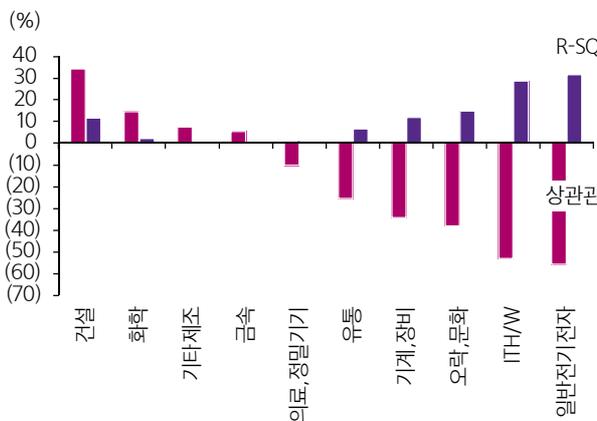
자료: KRX, 삼성증권

그림 69. KOSDAQ 업종지수와 실질고객예탁금 (상관관계 top 10)



자료: KRX, 삼성증권

그림 70. KOSDAQ 업종지수와 실질고객예탁금 (상관관계 bottom 10)



자료: KRX, 삼성증권



삼성증권주식회사

06620 서울특별시 서초구 서초대로 74길 11 10층 리서치센터  
02 2020 8000

지점 대표번호

1588 2323 / 1544 1544

고객 불편사항 접수

080 911 0900

[samsung POP.com](http://samsungPOP.com)

## 신뢰에 가치로 답하다



MEMBER OF  
**Dow Jones  
Sustainability Indices**  
In Collaboration with RobecoSAM

본 조사자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다. 본 조사자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변경, 대여할 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다.