

# Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2022. 4. 7 (목)

**meritz** Strategy Daily

## 전략공감 2.0

### Strategy Idea

중국 부동산 하이일드: 현황과 전망

### 오늘의 차트

꿀벌 실종사건: 한국 인플레이션의 행방은?

### 칼럼의 재해석

찰스 슈왑&피델리티, Direct Indexing 대중화 시동

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.  
본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

## Strategy Idea



▲ 글로벌 투자전략-신흥국  
Analyst 최설화  
02. 6454-4883  
xuehua.cui@meritz.co.kr

## 중국 부동산 하이일드: 현황과 전망

- ✓ 중국 하이일드(부동산) 달러채 스프레드 확대: 업황 부진 지속 및 수급적 요인의 공동 결과
- ✓ 경기 하방 압력 확대, 부동산 연착륙을 위한 지역별 규제 완화 조치에 단기적으로 스프레드는 하락 후 횡보 예상
- ✓ 단 중장기적으로 중국 부동산 산업 재편 지속에 일부 민영기업 디폴트 불가피, 경쟁력 있는 국영 건설기업들의 반사이익 예상

### 중국 하이일드 달러채권 스프레드의 확대 배경

3월 중국 하이일드 달러채  
스프레드 신고치, 우려 부각

중국 디벨로퍼로 구성된 하이일드 달러채 스프레드가 지난 3월에 연일 신고치를 경신했다. 4월에 들어 상승세가 꺾이긴 했지만 하단이 계속 높아지고 있어 시장 참여자들의 우려가 높아지고 있다(그림 1).

시장의 걱정은 1) 중국이 통화완화로 금리가 상승하지 않는데도 하이일드 달러채 스프레드가 확대됐고, 2) 홍콩에 상장된 30여개 디벨로퍼들이 '21년 사업보고서를 3월 31일까지 제출하지 못해 거래 중단을 알렸기 때문이다. 산업 구조조정으로 스마오, 룽창(SUNAC) 등 제2, 3의 헉다그룹 사태가 발생하는 것은 아닌지에 대한 걱정이 커지고 있다.

그림1 중국 하이일드 달러채 스프레드: 지난 3월 연일 신고치 기록



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

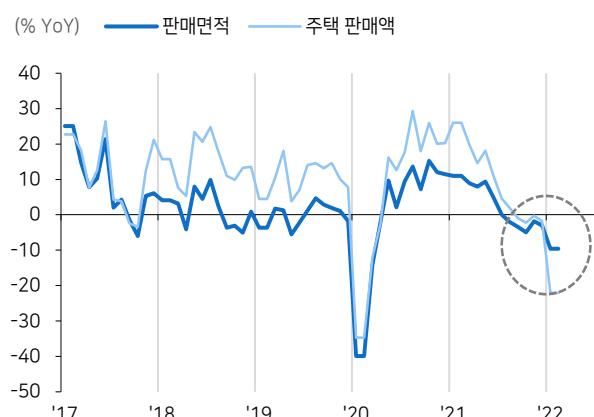
업황 부진 지속,  
신용 리스크 확산

최근 중국 하이일드 달러채의 스프레드의 재차 확대 배경에는 펀더멘털과 수급적인 원인이 공동으로 작용하는 것으로 판단된다.

가장 중요한 것은 부동산 펀더멘털 부진에 의한 채무불이행 위험이 커지고 있다는 점이다. 중국의 1~2월 주택 판매액은 전년동기대비 22% 감소했고, 신규주택 가격 상승률도 둔화세가 이어졌다. 이에 1분기 Top10 디벨로퍼의 매출액도 전년동기대비 평균 36% 감소했고, Top10 이외 디벨로퍼들의 매출액은 50% 이상 감소했다.

업황 부진에 따른 디벨로퍼의 자금 회수 부진은 신용 리스크 확대, 소비자들의 주택구매심리 위축으로 연결되며 악순환을 반복한다. 특히 해외에서 벌행된 달러채에 정부의 정책 지원이 적은 민영 디벨로퍼들이 많아 충격이 더 클 수 밖에 없고, 3월 오미크론 확산에 의한 락다운은 업황 부진을 심화시킬 수 있다.

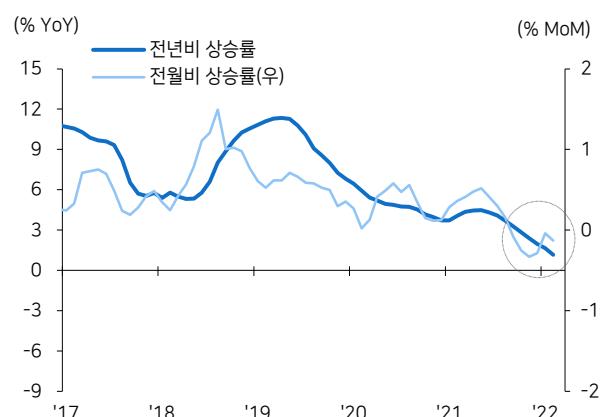
그림2 중국 주택 판매면적 및 판매액 증가율 추이



주: '21년은 2년 연평균 증가율 기준

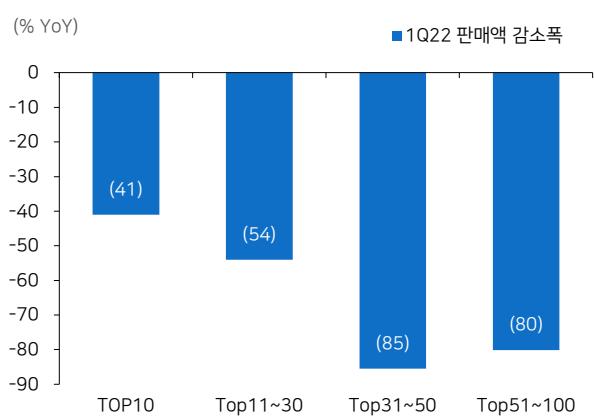
자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림3 중국 70대 도시의 신규주택 가격 상승률 추이



자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림4 1Q22 중국 디벨로퍼들의 매출 감소폭: Top10 -41%



주: 기업 매출액 순위 기준으로 정렬

자료: CRIC, 메리츠증권 리서치센터

그림5 부동산 디벨로퍼의 계약금 및 은행 대출 증가율



자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

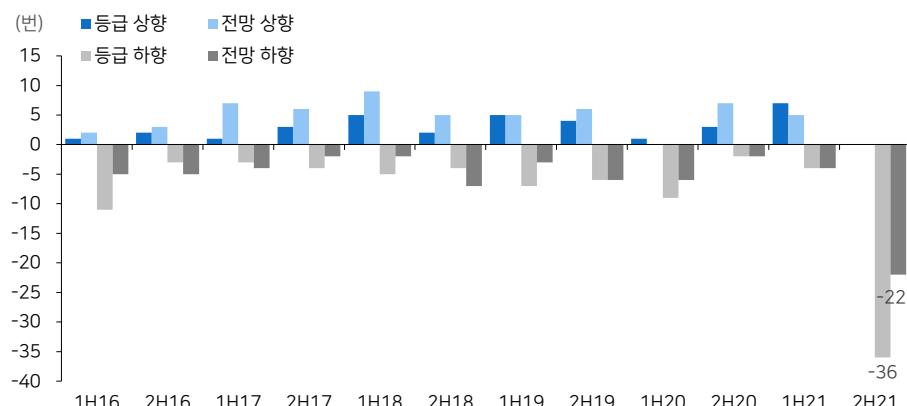
### 얇아진 수급도 가격 변동성 확대

한편 수급 요인도 무시할 수 없다. 중국 본토와 달리, 해외에서 발행된 디벨로퍼의 달러채권 투자자는 당연히 해외투자자이다. '20년 8월부터 본격화 된 정책당국의 부동산업 디레버리징 기조와 업황 부진을 반영해, 글로벌 신용 평가 기관들은 작년 하반기에 많은 중국 디벨로퍼들의 신용평가등급과 전망을 대폭 하향 조정했다.

이에 해외투자자들의 중국 디벨로퍼 달러채 투자가 보수적으로 전환됐다. 이에 발행시장에서는 신규 자금조달이 중단되었고, 유통시장에서는 충분한 거래가 이루어지지 않아 가격 변동성 확대를 야기시켰다. 이런 환경에서 올해 상반기에 중국 디벨로퍼들의 달러채 만기상환이 집중되어 있다는 점도 부담요인이다(그림 8).

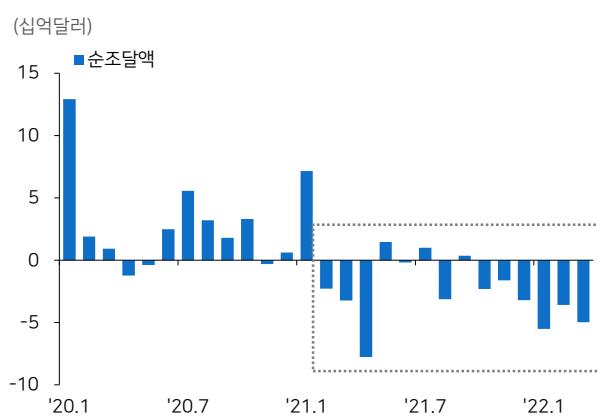
그렇다고 제2, 3의 형다그룹과 같은 기업의 발생 가능성은 낮다. 최근 언급되고 있는 스마오, 쟈자오예 등 디벨로퍼들의 부채가 형다그룹에 비해 적기 때문이다. 게다가 형다를 비롯해 부도 위험이 있는 디벨로퍼에 대한 해결 방안을 찾고 있어, 해당 기업들의 부도가 금융기관으로 확산되는 등의 전이 위험은 상대적으로 적다.

그림6 '21년 하반기 36번의 평가등급 하향과 22번의 전망 하향 조정



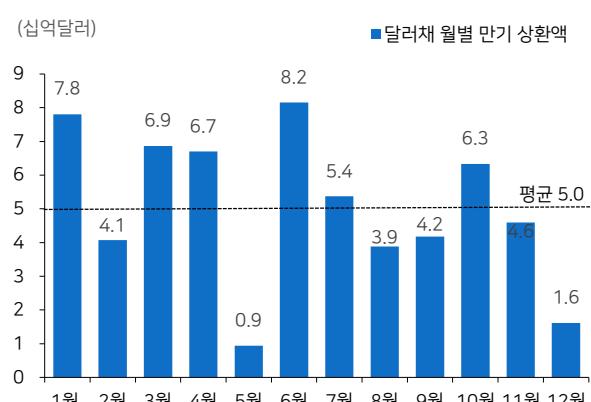
자료: S&P Global rating, 메리츠증권 리서치센터

그림7 작년부터 디벨로퍼 달러채 발행시장 냉각, 올해 심화



주: 순조달액=월간 발행액 – 월간 만기상환액  
자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

그림8 올해 중국 디벨로퍼 달러채 만기상환: 상반기 집중



주: 만기상환에는 이자지급도 포함  
자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

## 규제 완화로 하이일드 스프레드 단기적 우하향 예상

최근 늘어나는 지역별 부동산 규제 완화 → 스프레드 하락

여전히 불확실성은 남아있지만, 최근 경기 둔화 압력이 커지면서 지역별 부동산 규제 완화 정책들이 발표되고 있다. 부동산 연착륙을 실현하기 위한 조치로 판단되며, 이는 단기적으로 하이일드 스프레드의 우하향에 도움이 될 전망이다.

부동산 규제 완화는 지역별로 다르게 나타나고 있다. 지금까지 약 40여개의 지역에서 부동산 구매제한, 계약금 비율 인하, 공적금 사용 규제 완화 등의 정책들을 발표했다. 주로 부동산 재고 부담이 있는 3~4선 중소형 도시거나, 경제력이 상대적으로 약한 2선 도시들이다. 따라서 지역별 규제 완화 정책 발표에도 불구하고, 부동산 펀더멘털의 개선 효과는 아직 미미하다.

### 추가 규제 완화 지속 예상

앞으로 더 많은 규제 완화도 가능하다. 1) 예상보다 길어지는 부동산 경기 침체로 디벨로퍼들의 유동성 압박이 커졌고, 자칫 잘못 관리하면 시스템 리스크로 확산될 수 있다. 또한 2) 이번 오미크론 확산으로 3~4월 중국 경기 하방 압력도 매우 커져 연간 성장률 목표 달성을 위해서는 모든 노력을 강구해야 할 필요성이 있다.

이러한 정책 기대감을 반영해 최근 주식시장에서는 업황 부진에도 부동산 업종 지수가 '21년 이후의 최고치를 경신 중이다(그림 10).

**표1 최근 부동산 규제를 완화하는 40여개 지역들**

구분	도시
공적금 대출한도 증가 (12곳)	탕산, 진중, 난닝, 푸저우, 저장, 스촨, 광시, 칭다오, 마아산, 넝徊 등
계약금(downpayment) 비율 인하(10곳)	난닝, 베이하이, 더저우, 정저우, 쿤핑, 저장, 난퉁, 허저, 충칭, 라이저우
주택구매 보조금 (5곳)	주하이, 루저우, 후이저우, 위린, 지칭
호구 규제 완화/인재 영입 (6곳)	중산, 즈볶, 바오딩, 쿤밍, 안후이, 자싱
구매 제한/판매 금지 (7곳)	난창, 친황다오, 저장, 푸저우, 싱저우, 하얼빈, 칭다오

자료: 각 지방정부, 현지 언론, 메리츠증권 리서치센터

**그림9 상업은행들의 주택 모기지 심사 기간은 빠르게 단축**



자료: Beike, 메리츠증권 리서치센터

**그림10 중국 부동산 지수: 연일 신고치, 시장을 아웃퍼퓸**



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

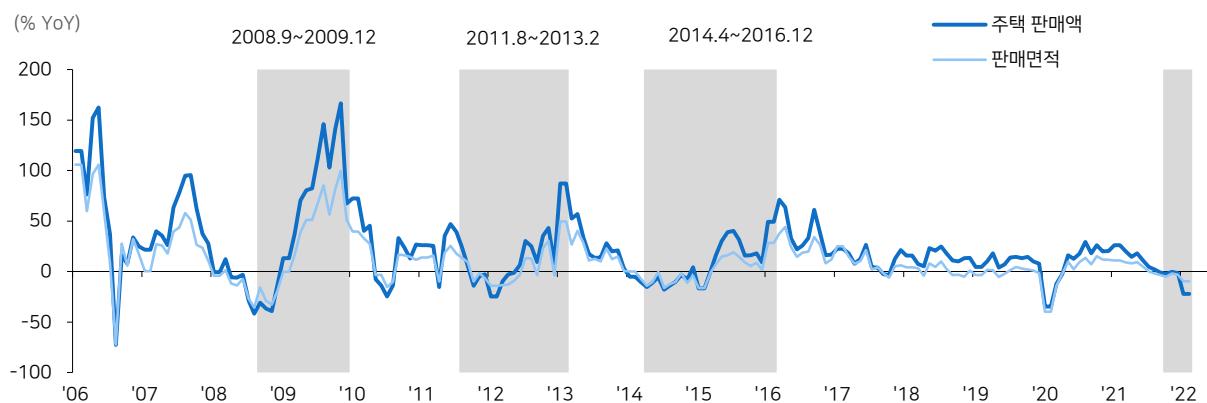
**단 완화 강도는 연착륙 실현  
수준, 하반기 완만한 개선 기대**

그렇다면 이번 경기부양의 강도는 과연 얼마나 클까? 필자는 2008년과 2014년과 같은 대규모 부양 가능성은 낮다고 판단한다. 공동부유 실현, 총 인구 감소 등 환경에서 중국은 여전히 부동산 디레버리징 기조를 유지하고 있기 때문이다.

그러나 단기적으로 경기둔화 압력을 해소하기 위해 2011년 8월의 부양 강도는 가능할 것으로 예상된다. '12년 10월 시진핑 1기 취임을 앞두고 중국정부는 경제 성장을 8% 하회를 방어하기 위해 베이징 등 30여개 도시의 주택의 구매제한 완화, 2차례 지준율과 2차례 금리 인하에 나섰다. 이에 정책 시행 6개월 만에 거래량이 반등했고, 추가 2개월 뒤에는 플러스로 전환했다<표 2>.

물론 이런 부양책이 실물경기에 반영되는 시차는 늦어지고 있지만 효과는 나타난다. 기저효과와 부분 규제 완화에 힘입어 중국 부동산 거래량은 올해 하반기부터 점차 개선될 전망이며, 하이일드 스프레드도 현재의 우하향 흐름을 이어갈 것이다.

**그림11 중국 주택 판매액 및 판매면적 증가율 추이: 매번 규제 완화때마다 반등폭 축소**



자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

**표2 2008년부터 지난 3차례 부동산 부양 정책의 주요 내용과 효과 비교**

	2008.9 ~ 2009.12	2011.8 ~ 2013.2	2014.4 ~ 2016.12	2021.10 ~ 현재
정책 배경	08년 금융위기	유럽 재정위기 성장을 8% 하회 우려	성장을 7% 하회 위험, 원자재 가격 급락	코로나19, 러-우 전쟁 GDP 성장을 5% 하회 우려
대상	전국	베이징 등 30여개 대도시	전국	54개 지역 도시 (핵심 대도시 미포함)
통화완화	지준율 4차례 인하 금리 5번 인하	지준율 2번 인하 2차례 금리 인하	금리 6차례 인하 지준율 6차례 인하 기준금리의 0.7배	지준율 1차례 인하 금리 10bp 인하
모기지 금리	기준금리 0.7배까지 허용	X	기준금리 0.7배까지 허용	5년물 LPR 5bp 인하
공적금 규제	X	X	계약금 비율 20%로 조정(15년 3월)	계약금 비율 하향, 대출한도 상향
계약금 비율	20%로 인하	X	30%로 하향 조정(14년 9월) 2주택 40%(15년 3월)	20%로 하향
세금	"계약세 1%까지 하향 인지세 면제"	X	영업세 면제 대상: 보유 5년->2년 계약세, 인지세 등 모두 인하	X
디벨로퍼 용자	"우량 디벨로퍼 채권발행 허용 리츠(REITs) 시범 추진"		유상증자, 채권발행, MTN 발행 허용	우량 디벨로퍼 M&A 대출 허용
주택구매 보조금				3자녀 출산, 우수 인력 대상
호구 규제 완화				우수 인력 대상
결과	3개월 뒤 거래량 플러스 전환	6개월 뒤 거래량 반등, 8개월 뒤 플러스 전환	11개월 뒤 거래량 플러스 전환	

자료: 메리츠증권 리서치센터 정리

## 중장기 방향: 국영기업 중심의 산업 집중도 상승

### 장기적으로 산업 구조조정 지속

그러나 중장기적으로 중국의 부동산은 2000년대 한국의 건설업 구조조정과 비슷한 산업 재편 과정을 이어갈 것으로 예상한다.

### 이 과정에 국영 디벨로퍼들의 반사이익 예상

산업 재편의 방향은 1) 중국 디벨로퍼들의 부채비율을 낮추고 산업 집중도를 높이며, 2) 산업 내 선두기업들은 향후 임대주택, 리츠 등 공공재 성격의 건설 프로젝트에 주력하는 것이다. 또한 위험 전염 리스크를 최소화하기 위해 금융안정기금 설립, 중국 배드뱅크들의 부실자산 인수 등을 적극 추진하고 있다.

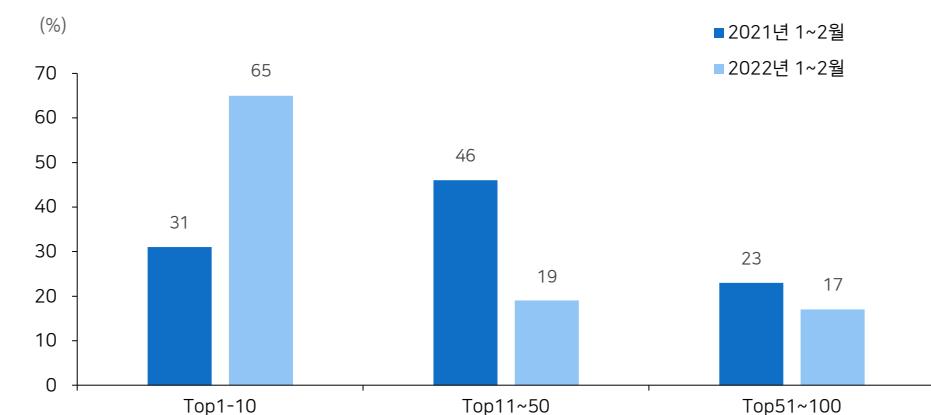
이 과정에서 국유 디벨로퍼들의 반사이익이 예상된다. 민영 디벨로퍼에 비해 자금 조달 측면에서 정부의 정책 지원을 받고 있어 지금과 같은 환경에서 점유율 확대하기에 유리하기 때문이다. 예를 들어 최근 상업은행의 부동산 M&A 대출을 폴리 부동산, 자오상서커우 등 국영기업이 가장 먼저 받았고, 풍부한 유동성으로 올해 토지양도시장에서 국영기업을 포함한 Top10 기업들이 65%의 점유율로 신규 토지를 매입할 수 있었다(그림 12).

한편 부실자산처리 과정에서도 국영기업이 유리하다. 국영기업인 자오상서커우는 배드뱅크인 장성AMC와 함께 디폴트 위기에 있는 쟈자오예와 전략적 MOU를 체결하여, 쟈자오예의 선전, 광동 지역의 건설 프로젝트의 공동 개발에 나섰다. 자오상서커우는 이번 기회를 통해 쟈자오예의 광동 지역의 프로젝트를 개발할 수 있는 기회를 갖게 된다.

### 중국해양발전, 폴리부동산, 자오상서커우에 주목

따라서 향후 중국 부동산 구조조정 과정에서 디벨로퍼들의 옥석 가리기는 지속될 것이며, 이 과정에서 경쟁력이 있는 국영기업과 자본력이 강하고 안정적으로 경영하는 민간기업이 살아남을 것이다. 관련하여 반사이익이 예상되는 국영 건설기업으로 중국해양발전(China Overseas), 폴리부동산(Poly), 자오상 서커우(CMSK)에 주목한다.

그림12 중국 디벨로퍼들의 신규 토지 매입 비중



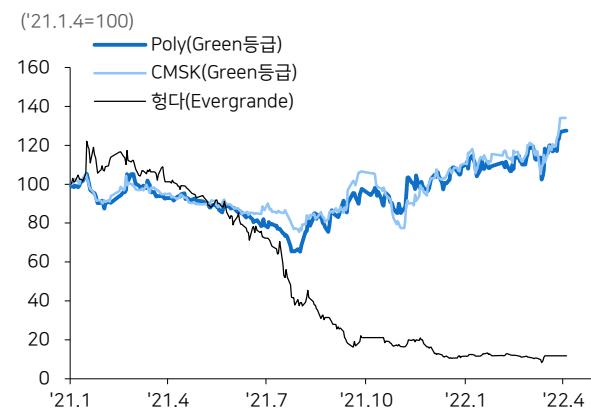
자료: 회사 공시, CRIC, 메리츠증권 리서치센터

그림13 Green 등급(초우량) 홍콩상장 개발기업 주가: +70%



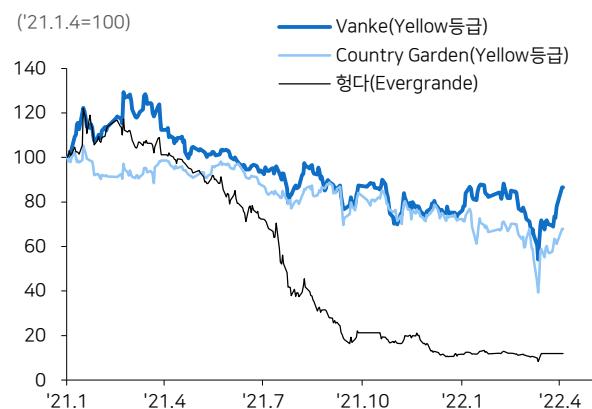
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림14 Green등급(초우량) 본토상장 개발기업 주가: +30%



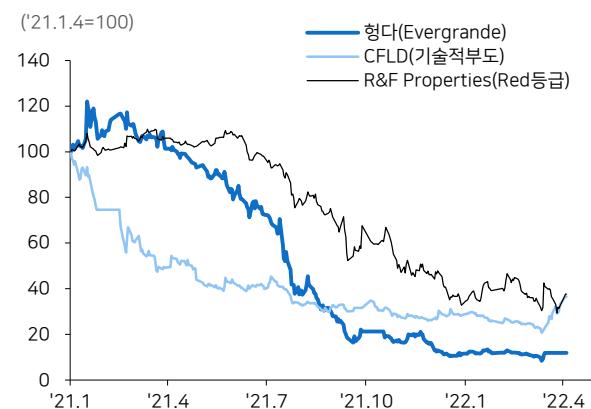
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림15 Yellow 등급(우량) 개발기업 주가: -15~20%



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림16 Red 등급(불량) 개발기업 주가: 폭락 후 휴지기

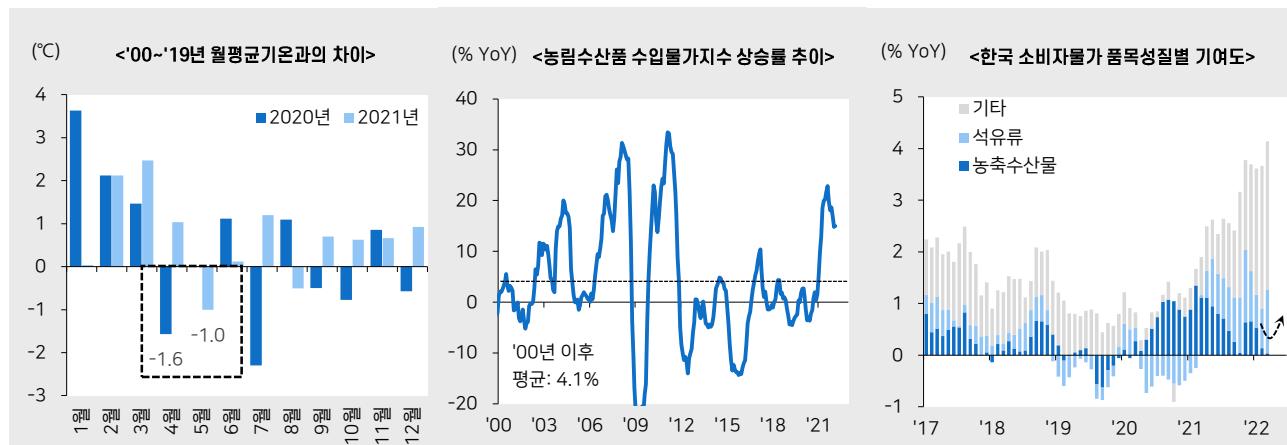


자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

## 오늘의 차트

황수욱 수석연구원

## 꿀벌 실종사건: 한국 인플레이션의 향방은?



주: 가운데 그래프 지수는 원화 기준

자료: 기상청, 한국은행, 통계청, 메리츠증권 리서치센터

우리나라 꿀벌 78억 마리 이상  
사라짐

원인은 기후변화:  
따뜻한 겨울과 추운 봄

꿀벌 실종은 국내 작황 부진 야기.  
게다가 농산물 수입가격 또한  
높아진 상황

따라서 꿀벌 실종은 우리나라  
인플레이션 추가 상승 압력으로  
작용할 것

꿀벌이 사라졌다. 한국양봉협회에 따르면 이번 겨울을 나면서 전국 양봉농가의 벌통 39만 군 이상이 비었다. 벌통 1군 당 평균 2만 마리가 있었다고 가정하면 총 78억 마리 이상이 사라진 것이다. ('20.12월 기준 총 꿀벌 벌통 수: 약 268만 군)

원인은 기후변화다. 최근 몇 년간 겨울은 따뜻했지만 봄 기온은 낮았다. 2000~19년 월평균 대비 2020년 4월 평균기온은 1.6도 낮았고, 2021년 5월은 1.0도 낮았다. 꿀벌은 기온에 민감한데, 월동에 들어가야 하는 겨울에 충분히 쉬지 못한 채 5월을 전후하여 꿀을 따라 나갔다가 냉해를 입은 것으로 보인다. 게다가 올해 대형 산불 발생 지역은 아카시아가 많았다. 아카시아꽃이 국내 꿀 생산량의 70% 이상을 차지한다는 사실까지 고려하면 꿀벌의 먹이가 사라졌기 때문에 향후 상황 또한 녹록지 않을 것으로 보인다.

세계 식량작물 75% 이상은 수분 작용을 통해 번식한다. 꿀벌이 사라진 올해, 국내 작황 부진으로 농산물, 특히 과채류 가격 상승이 예상되는 이유다. 물가 안정을 위해서는 수입에 의존할 수밖에 없으나, 문제는 이미 급격한 글로벌 기후변화와 러시아-우크라이나 전쟁으로 인해 글로벌 농산물 가격이 많이 상승했다는 사실이다. 2022년 2월 기준 농림수산품 수입물가지수는 전년대비 15% 상승했다.

따라서 꿀벌의 실종은 우리나라 인플레이션 추가 상승 압력이 될 것으로 보인다. 2022년 3월 한국 소비자물가는 전년대비 4.1% 상승했다. 그 중 농축수산물의 기여도는 0.04%pt에 불과했다. 지난해 3월 농축수산물 물가가 13.3% YoY 상승률을 기록하면서 높은 기저로 작용했기 때문이다. 그러나 기저효과에도 불구하고, 국내 작황 부진 및 식품수입가격 상승이 현실화되면 결국 농축수산물 물가는 상승할 것이다. 그리고 이로 인해 농축수산물 기여도 역시 상승반전하게 될 것이다.

## 칼럼의 재해석

이정연 수석연구원

### 찰스 슈왑&피델리티, Direct Indexing 대중화 시동 (Morningstar)

최근 미국 인터넷전문은행 찰스 슈왑에서 기존보다 대중화된 Direct Indexing 서비스를 4월 말 개시할 것이라 밝혔고 자산운용사 피델리티도 2022년 리테일 고객을 위한 상품 출시를 예고했다. 이들을 통해 Direct Indexing의 현황과 나아가 향후 국내 전망을 살펴보고자 한다.

Direct Indexing은 지수의 구성종목을 시가총액비중만큼 직접 매수해 보유함으로써 지수를 추종하는 투자 방법이다. Customizing과 세금절감이 가능하지만 비용이 높은 ETF로 요약할 수 있다. 기존에는 초고액 자산가들만이 이용할 수 있는 방법이었으나 최근 기술의 발달로 비교적 적은 금액으로도 상품 이용이 가능하게 됐다.

찰스 슈왑은 4월 대중화된 Direct Indexing 상품 출시를 예고하면서, 기존 250,000~500,000달러 수준이던 최소이용가능금액을 100,000달러까지 낮췄다고 발표했다. 찰스 슈왑은 Direct Indexing에서 소수점 거래 기술 및 무료 온라인 트레이딩 시스템을 갖추고 있다는 점에서 타사 대비 강점을 가진다. 출시 예정 상품은 기본 지수를 base로 고객 성향 및 상황에 맞게 커스터마이징할 수 있도록 한 것이 특징이다.

Direct Indexing의 대중화라는 측면에서 피델리티를 더 주목할 만하다. 2022년 상반기 내 출시할 예정인 해당 상품은 최소이용가능금액을 5,000달러까지 획기적으로 줄였다. 피델리티가 찰스 슈왑보다 낮은 금액에 서비스를 제공할 수 있는 이유는 소수점 거래의 기술적 우위다.

높은 이용가능금액이라는 최대문제가 해소되기 시작해 향후 시장이 크게 성장할 것으로 기대한다. 국내 또한 Direct Indexing의 선결과제들인 기술적, 제도적 기반이 마련되고 있는 상황으로 해외동향을 주시하면서 Direct Indexing에 준비할 필요가 있다.

### Direct Indexing, 대중화 시동

찰스 슈왑, 피델리티

리테일 Direct Indexing 출시예고

작년 9월 지수추종 ETF의 대항마라 할 수 있는 Direct Indexing에 대해 소개하고, 향후 대중화 가능여부를 지켜봐야 한다는 의견을 제시한 바 있다. 최근 미국 인터넷전문은행 찰스 슈왑과 자산운용사 피델리티에서 기존보다 대중화된, 리테일 고객을 위한 상품 출시를 예고했다. 이들을 통해 Direct Indexing의 현황과 나아가 향후 국내 전망을 살펴보고자 한다.

**표1 Direct Indexing 서비스 제공 현황**

금융사	Direct Indexing 인수기업	최소이용가능금액 (달러)	출시(인수) 시기
모건 스탠리	Parametric	250,000	2020.1
찰스 슈왑	자체	100,000	2022.4(예정)
피델리티	자체	5,000	2022(예정)
뱅가드	Just Invest	250,000	2021.7
블랙폭	Aperio	250,000	2021.2

자료: Fidelity, Morgan Stanley, Charles Schwab, CNBC, Vanguard, 메리츠증권 리서치센터

## Direct Indexing 소개

### Direct Indexing:

자수 구성종목을 직접 매수해  
지수를 추종하는 방법

Direct Indexing은 지수의 구성종목을 시가총액비중만큼 직접 매수해 보유함으로써 지수를 추종하는 투자 방법이다. 이해를 위해 지수 추종 ETF와 비교해보자. 지수 추종 ETF는 지수 구성종목을 담은 묶음 상품이다. 투자자들은 종목들이 담긴 묶음 상품 전체를 거래한다. 이에 비해 Direct Indexing은 지수를 구성하는 모든 종목들을 투자자가 각각 매수해 보유하는 형태다.

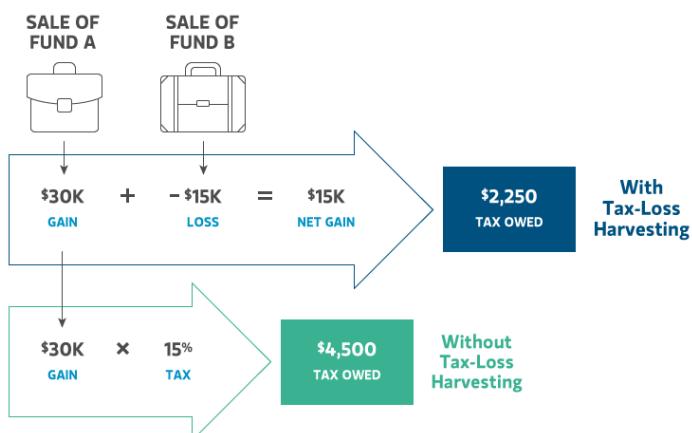
### 장점 1: Customizing

Direct Indexing은 1) Customizing과 2) 세금절감의 장점이 있지만 비싼 ETF로 요약할 수 있다. Customizing은 투자자가 임의로 지수 구성종목이나 비중을 조절하는 것이다. 예를 들어 ESG를 중시하는 투자자는 S&P 500 종목 중 ESG 점수가 높은 종목들의 비중을 높게 하는 형식으로 투자할 수도 있다. 사회적 물의를 일으킨 기업을 제외하는 등 투자자의 가치를 반영한 임의 종목 선택도 가능하다.

### 장점 2: 절세효과

기존 지수 투자방법인 ETF에 대비 다른 큰 장점은 Tax loss harvesting(세금손실 수화)을 통한 절세가 용이하다는 것이다. 이는 포트폴리오 내에서 손실을 기록 중인 종목을 매도하고 손실을 실현해 과세대상 이익을 낮추는 방법이다. 손실을 실현한 후에는 매도한 것과 같은 종목, 또는 비슷한 성격의 종목을 다시 매수해 포트폴리오 구성 비중을 유지하는 것이 핵심이다.

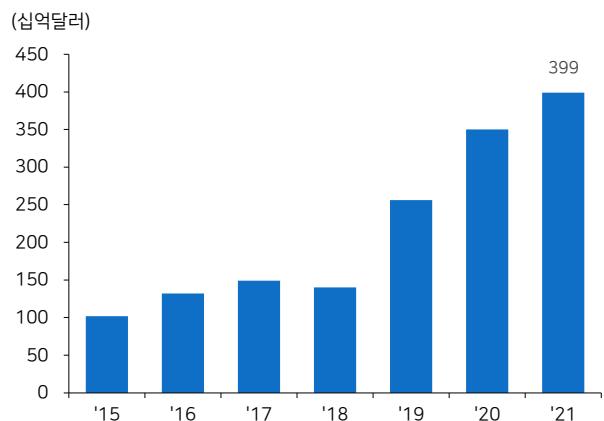
그림1 Tax loss harvesting 원리



자료: Morgan Stanley, 메리츠증권 리서치센터

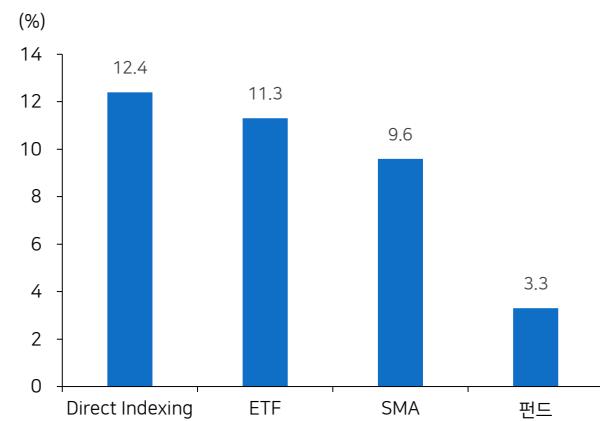
기존에는 모든 종목을 시가총액비중만큼 매수하는데 많은 자금이 필요해 초고액 자산가들만이 이용할 수 있는 방법이었으나 최근 기술의 발달로 비교적 적은 금액으로도 상품을 이용할 수 있게 됐다. 아직 운용금액 500조원으로 SPDR ETF와 비슷한 수준이지만 향후 성장이 기대되는 시장이다. 최근 출시를 예고한 찰스 슈왑과 피델리티의 상품들을 살펴보자.

그림2 Direct Indexing 총 AUM 추이\_2015년 이후



자료: 모닝스타, 메리츠증권 리서치센터

그림3 Direct Indexing 향후 5년 AUM 성장률\_1Q21 기준



자료: Cerulli Associates, 메리츠증권 리서치센터

## Charles Schwab

찰스 슈왑 최소이용가능금액  
100,000달러

찰스 슈왑은 4월 말 "대중화된 Direct Indexing" 상품 출시를 예고했다. 기존 250,000~500,000달러 수준이던 이용가능금액을 100,000달러까지 낮췄다는 것이다. 찰스 슈왑은 거래수수료 무료 시스템 측면에서 타사 대비 강점을 가져 이용 가능금액을 낮출 수 있었다고 설명한다. 수시로 리밸런싱을 해야 하는 Direct Indexing 특성상 거래수수료를 절감할수록 유리하기 때문이다.

해당 상품은 기본 지수를 base로 고객 성향 및 상황에 맞게 커스터마이징할 수 있도록 했다. 최초로 출시할 base index는 세 가지로, 1) 미국 내 시총상위기업 1,000개를 추종하는 Schwab 1000 Index, 2) S&P SmallCap 600 Index 3) ESG based MSCI KLD 400 Social Index다. 여기서 고객 성향 및 상황이란 위험 선호, 보유 자산 규모, 투자 목적 등이 해당한다.

## Fidelity

피델리티 최소이용가능금액  
5,000달러

찰스 슈왑이 기존 대비 20~40% 수준의 낮은 이용가능금액을 내세웠지만 Direct Indexing의 대중화라는 측면에서 피델리티를 더 주목할 만하다. 2022년 상반기 내 출시할 예정인 해당 상품은 이용가능금액을 5,000달러까지 획기적으로 줄였다. 이는 원화로 610만원 수준(2022년 4월 6일 현재 환율 1,219.4원 적용) 혁신하는 서비스 중 가장 낮은 금액이다.

피델리티  
소수점 거래 기술 우위

피델리티가 찰스 슈왑보다 낮은 금액에 서비스를 제공할 수 있는 이유 중 한 가지는 소수점 거래의 기술적 우위다. 찰스 슈왑은 최소구매가능 주식 단위가 \$5인 반면 피델리티는 1\$다. 또한 거래가능 주식목록도 찰스 슈왑은 S&P 500 기업에 한정된 반면, 피델리티는 나스닥과 NYSE에 상장된 7,000개 기업 및 ETF까지 거래할 수 있다. Direct Indexing은 주식을 잘게 쪼개서 구매할수록 이용가능금액이 낮아지는 구조로 소수점 거래가 기술력의 핵심이라 볼 수 있다.

표2 소수점 거래 제공 플랫폼 비교

	가능 종목	최소 구매단위	주문방식
찰스 슈왑	S&P500	5\$	시장가
피델리티	NYSE, Nasdaq 상장종목	1\$	시장가/지정가
Interactive Brokers	미증권거래소 상장 전종목	1\$	시장가/지정가
M1 Finance	6000개 이상 상장 종목	1/10,000 shares or 0.01\$	시장가
Robinhood	7000개 이상 상장 종목	1/1,000,000 shares or 1\$	시장가

자료: Investopedia, 메리츠증권 리서치센터

## 정리 및 향후 국내 전망

Direct Indexing 대중화 시동  
향후 높은 성장성 기대

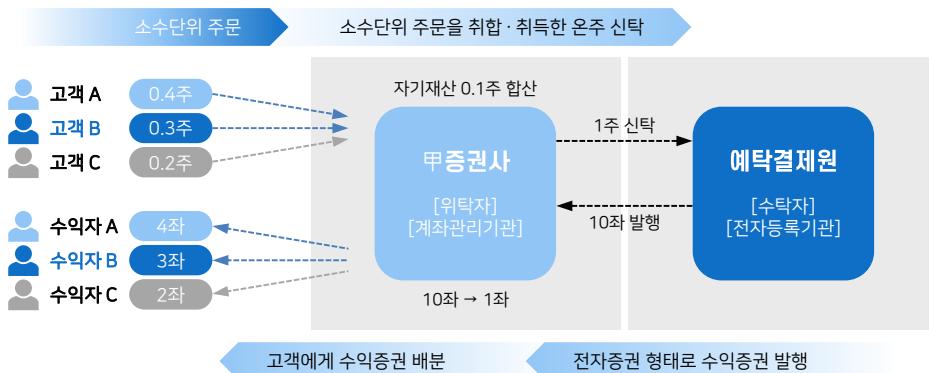
Direct Indexing 기술이 Customizing과 절세 효과라는 장점에도 불구하고 높은 이용금액 및 운용보수(15~40bp)가 큰 단점으로 작용했다. 하지만 최근 찰스 슈왑, 특히 피델리티가 소액 투자자들에게도 부담이 적은 상품출시를 예고하면서 가장 큰 문제가 해소되기 시작할 것으로 보인다. 상품 출시 이후에 정확한 평가가 가능하겠으나 향후 시장의 높은 성장성이 기대된다는 주장에는 충분히 동의한다.

국내 기술적 제도 마련  
기술을 연구할 필요

국내 또한 작년 9월 국내 및 해외 주식 소수단위 거래 허용을 발표하면서 2022년 9월 이후 소수점 거래가 허용될 전망이다. 또한 2023년 이후 금융투자소득세를 도입하면서 금융투자소득 내 손익통산을 통한 절세가 가능해질 것으로 예상된다. Direct Indexing의 선결과제들인 기술적, 제도적 기반이 마련되고 있는 상황으로 국내에서도 해외동향을 주시하면서 Direct Indexing을 연구, 준비할 필요가 있다.

그림4 국내 주식 소수점거래 메커니즘

- 온주를 예탁결제원이 수익증권으로 분할 발행하여 투자자에게 배분



자료: 금융위원회, 메리츠증권 리서치센터

원문: Direct Indexing Is Coming Your Way (Morningstar)