

# Are You Ready for the 4<sup>th</sup> Industrial Revolution?

2023. 9. 13 (수)

**meritz** Strategy Daily

## 전략 공감 2.0

### Strategy Idea

Economist가 이야기하는 금융자산 수급

### 칼럼의 재해석

EU, Digital Markets Act 대상 리스트 발표

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 추천 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



## ▲ 경제분석

Economist 이승훈  
02. 6454-4891  
seunghoon.lee@meritz.co.kr

## Economist가 이야기하는 금융자산 수급

- ✓ 거시적인 관점에서 금융자산의 수급은 자금순환 계정을 통해 장기간의 흐름 파악 가능
- ✓ 지난 20년간 한/미 자금순환 계정에서 나타나는 특징은 다음과 같음:
  - 1) 미국 증시의 외국인 비중 확대, 2) 코로나19 이후 한/미 모두 개인/ETF 매매 활성화,
  - 3) 한국 증시에서 금융부문은 주식의 holder, 개인/외국인 정도가 active한 매매 주체

## 1. 들어가며

여타 재화와 마찬가지로 금융자산도 수요와 공급의 함수이다. 어떤 자산을 팔겠다는 사람보다 사겠다는 사람이 많으면 자산의 가격이 상승하고, 반대의 경우 하락한다. 투자주체별로 특정 자산, 혹은 좁게는 특정 주식의 가치에 대해 가지고 있는 생각이 다르기에 매매거래가 성립한다.

누가 어떤 주식을 얼마나 샀고 팔았는 지는 매일 집계된다. 투자자별 매매동향이 라고도 하고 줄여서 주식의 '수급' 이라고도 말한다. 한 때는 펀드열풍에 편승한 기관이 국내 증시의 상승과 하락을 주도할 때도 있었고, 지금은 외국인과 개인의 행태에 따라 주식의 가격이 오르내리는 모습을 보인다.

일반적으로 수급은 Market Analyst의 영역으로 알려져 있지만, 만약 이 문제를 필자와 같은 Economist에게 묻는다면 무슨 이야기를 해 줄 수 있을까? 오늘 밤 발표되는 미국 CPI 뿐 아니라 9월 FOMC에서 연준이 어떤 결정을 내릴 지도 물론 중요하지만, 전략공감2.0은 주식을 운용하거나 투자하시는 분들이 주된 독자층이라는 점에서, 오늘은 매크로 현안은 잠시 뒤로 하고 자산의 수급에 대한 이야기를 해보려 한다.

## 1-1. Fund Flows? Flow of Funds?

일반적으로 생각하는 펀드  
플로우는 펀드로의 자금 유출입

"펀드 플로우(Fund Flows)"라는 말을 들어본 적 있을 것이고, 대개의 투자자는 보고서의 형태로 이를 접했을 것이다. 우리 말로 번역하면 "자금의 흐름 (내지는 동향)" 이다. 최근 펀드 플로우 보고서의 내용은 1) 주식/채권형 펀드로 얼마의 자금이 유입되었고, 2) 특정 기간 동안 기관과 외국인, 개인이 얼마의 주식을 순매수했는지 그 동향을 알려주는 것에 집중되어 있다. 기관 주도의 장세일 때는 국내 주식형 펀드에 얼마가 유입되고 외국인들이 한국 관련 펀드에 얼마를 투자하는지가 중요했다. 반면 지금은 개인투자자와 ETF의 영향이 커진 상태이다.

거시적인 관점에서 이러한 접근은 자금 운용/조달이라는 자금순환의 부분집합

그러나 거시적인 관점에서 보면, 이러한 접근은 경제 전체에서 자금을 운용하고 조달하는 자금순환(flow of funds)의 부분집합이다. 주식시장과 채권시장에서 투자자별 매매동향이 실시간으로 관측된다면, 거시경제의 자금순환은 분기 단위로 데이터가 모여 상당 기간 시차를 두고 통계가 공개되는 특징이 있다.

통상 업계에서 본 데이터는 가계와 기업, 정부부채 잔액(outstanding)과 GDP대비 비율을 산정하고 국가 비교를 하는데 주로 사용되어 왔다. 그러나 자산 항목, 그 중에서도 분기별 금융거래(flow)에 대해서는 등한시 해 왔던 것이 사실이다. 오늘은 자금순환 계정에서 몇 가지 특징적인 부분들을 발췌하여, 지난 20년간 미국과 한국의 금융시장에 어떤 수급적인 변화가 있었는지를 살펴 보도록 하겠다.

## 1-2. 금융거래, 자금순환의 이해

자금순환은 필요한 자금조달과 잉여자금의 운용을 나타내는 것

자금순환이란, 경제주체들이 생산, 소비, 투자 등 경제활동을 수행함에 있어 어떻게 필요한 자금을 조달하고 잉여자금을 운용 했는지를 나타내는 것이다. 분기별 자금조달/운용의 흐름은 금융거래표로, 분기 말 자산/부채의 잔액은 금융자산부채 잔액표에서 집계된다. 이를 통틀어 자금순환표라고 한다.

일반적으로 가계는 자금잉여 주체, 기업/정부는 자금조달 주체

다음 페이지 그림 1과 2는 한국은행에서 제공한 예시이다. 그림 1은 잉여자금을 어떻게 운용 했는지, 그림 2는 자금을 어떻게 조달 했는지를 나타낸 것이다. 일반적으로 가계는 소득이 창출되면 소비를 한 후 남은 자금을 저축한다. 여기서의 저축이란, 소득에서 소비를 차감한 개념이며, 저축된 잉여분은 부동산을 구매하거나, 금융자산에 투자(혹은 불입)된다. 반면, 기업이나 정부는 자금조달의 주체이다.

그림 1~2에서 가계는 226만금의 자금 잉여를 현금/예금, 보험/연금, 주식 등에 배분/운용했고, 다른 한편에서 17만금을 주로 대출금의 형태로 조달했다. 자금 잉여에서 자금 조달분을 뺀 차액이 209로 양(+)의 값이다. 반면 기업/정부 부문의 경우 잉여-조달 차액이 (-)이다. 가계는 자금이 남아 여타 부문에 자금을 공급해주는 주체가 된 것이다. 이처럼 대부분 금융자산의 운용은 가계에서 비롯된다.

그림1 금융거래: 자금의 운용 (자금 잉여)

(자산증감 : 자금운용)						
거래 형태	금융	정부	기업	개인	해외	총계
합 계	167	-6	63	226	37	487
금 및 SDRs	-1				1	0
현금통화 및 예금	10	-22	19	90	11	108
보험 및 연금	7	1	1	39	0	48
채권	62	3	7	10	9	91
대출금	52	3	19	3	4	81
주식 및 출자지분	28	3	10	76	2	119
파생금융상품	8	0	3	3	0	14
기타금융자산부채	1	6	4	5	10	26

자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림2 금융거래: 자금의 조달 (자금 부족)

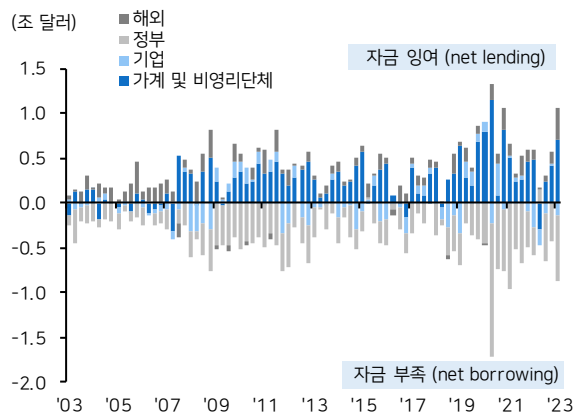
(부채 및 자본증감 : 자금조달)						
거래 형태	금융	정부	기업	개인	해외	총계
합 계	182	87	135	17	66	487
금 및 SDRs						
현금통화 및 예금	73	37			-2	108
보험 및 연금	48	0			0	48
채권	31	34	6	0	20	91
대출금	0	6	17	13	45	81
주식 및 출자지분	22		83		14	119
파생금융상품	8	0	3	0	3	14
기타금융자산부채		10	26	4	-14	26
차 액	-15	-93	-72	209	-29	0

자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

미국은 대체로 한국과 유사하지만 차이점이 있다. 한국은 해외부문(외국인)이 자금을 순(net, 純) 조달해 가는 주체라면, 미국의 해외부문은 가계와 더불어 자금을 여타 부문에 공급해 주는 자금 잉여의 주체이다. 미국 입장에서 외국인인 채권과 주식을 순매입해 왔음을 유추할 수 있는 대목이다.

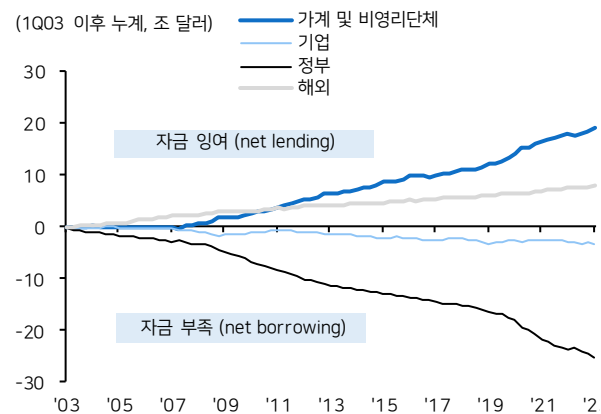
그림 3은 2003년 이후 분기별 흐름을 그대로 보여 준 것이고, 그림 4는 2003년 1분기 이후의 값을 누적하여 합한 것이다. 기업보다는 연방/지방정부 재정적자의 장기간 누적으로 정부가 자금을 조달해 가는 규모가 훨씬 컸음을 알 수 있다.

그림3 미국의 자금잉여 부문과 자금부족 부문



자료: Federal Reserve, "Flow of Funds", 메리츠증권 리서치센터

그림4 미국의 자금잉여/자금부족 (1Q03 이후 누계)



자료: Federal Reserve, "Flow of Funds", 메리츠증권 리서치센터

이제부터는 다음 특징들을 파악해 보도록 한다: 1) 자금을 운용하는 주체인 가계와 해외(외국인)부문이 지난 20년간 어떻게 금융자산을 취득해 왔고, 2) 그들의 금융자산 포트폴리오 내에서 각 자산의 비중이 어떻게 변했는지를 살펴 볼 것이다. 그리고 3) 개별 자산군 중 채권과 주식에 한정하여 투자자별 매매동향 형태로 같은 기간의 흐름을 파악할 것이다. 대상 국가는 미국과 한국이다.

시계열을 과거 20년으로 한정된 것은, 2003년 1분기부터 한국의 자금순환 계정에서 주식(및 출자지분)이 시가평가 되기 시작하였기 때문이다. 그 이전까지 주식은 장부가로 평가되어 주식가치 상승에 의한 자산가치 변화를 잡아내기 어렵다는 한계점이 있다. 또한 동 구간은 글로벌 금융위기와 코로나19 등 최근 경제에서 굵직한 사건들을 모두 포함하고 있기도 하다.

## 2. 미국

### 2-1. 투자자별 (1): 미국 가계부문

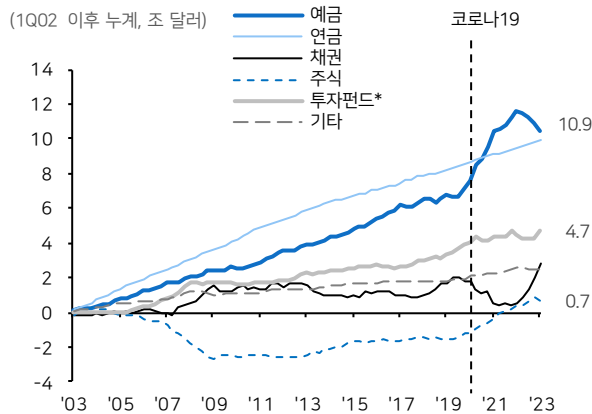
미국 가계는 예금/연금 중심으로  
20년간 금융자산을 축적

미국 가계(및 비영리단체) 부문은 2003년 1분기부터 2023년 1분기까지(이하 구간 동일, "과거 20년간" 이라는 표현을 앞으로 사용) 총 31조 달러의 금융자산을 순 취득하였다. 많이 취득한 자산의 순서는 예금이 11조, 연금이 10조, 뮤추얼 펀드 및 MMF 4.6조, 채권 2.8조, 순수 주식은 0.7조 달러이다. 코로나19 이후의 변화는 예금의 급증(재정정책 대응, 재난지원금 지급)과 직접 주식투자의 약진이다.

그러나 자산 내 비중 상승분은  
주식이 가장 큼: 평가의 때문

한편 지난 20년간 주식의 순취득분이 0.7조 달러에 그쳤으나, 금융자산 내에서의 보유 비중은 동 기간 5.9%포인트나 상승했다. 이는 20년간 주식 가치가 꾸준히 상승하여 보유자산 가치가 34.9조 달러나 증가했기 때문이다. 20년간의 금융자산 순취득분이 31조 달러인 데 반해 금융자산 가치 변화가 무려 81조 달러에 달하는 것도 자산가치가 올랐기 때문이다. 가계 금융자산 내 주식비중이 높은 것(1Q23 기준 39% vs 연금 27%, 예금 13%)도 한 몫하고 있다.

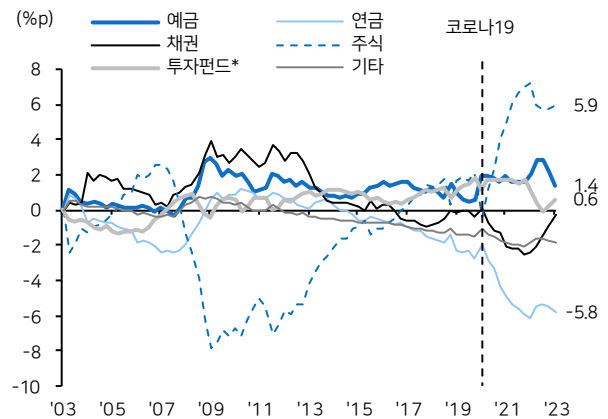
그림5 미국 가계: 1Q03 이후 금융자산 순취득 (자산별)



주: \* 뮤추얼 펀드 + MMF

자료: Federal Reserve, "Flow of Funds", 메리츠증권 리서치센터

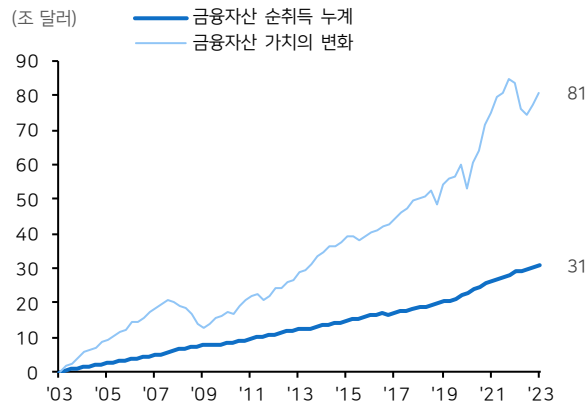
그림6 미국 가계: 1Q03~1Q23 금융자산 보유 비중 변화



주: \* 뮤추얼 펀드 + MMF

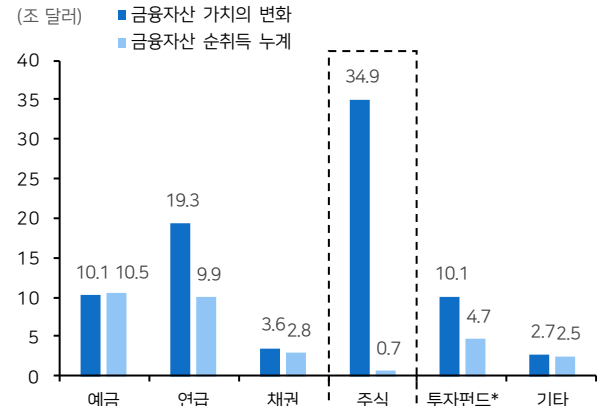
자료: Federal Reserve, "Flow of Funds", 메리츠증권 리서치센터

그림7 미국 가계: 금융자산 순취득 vs 가치 변화 (총계)



자료: Federal Reserve, "Flow of Funds", 메리츠증권 리서치센터

그림8 미국 가계: 금융자산 순취득 vs 가치 변화 (자산별)



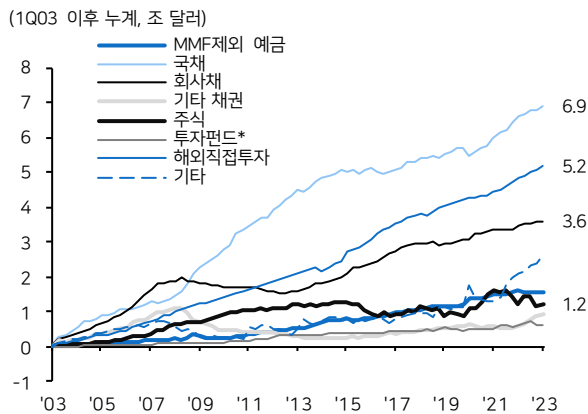
자료: Federal Reserve, "Flow of Funds", 메리츠증권 리서치센터

## 2-2. 투자자별 (2): 미국 해외부문

미국의 외국인인 채권 중심 미국 금융자산 매입. 그러나 자산 내 비중 상승은 역시 주식의 가장 큰

미국 해외부문, 즉 미국 입장에서 외국인은 지난 20년간 22.1조 달러의 금융자산을 순취득하였다. 규모별로는 국채(6.9조), 해외직접투자(지분 매입 등, 5.2조), 회사채(3.6조)의 순서이다. 주식의 경우 1.2조 달러를 순취득하는 것에 그쳤으나, 평가익이 누증되면서 외국인의 미국 자산 내 보유 비중은 20년간 무려 11.2%포인트나 상승했다. 해외부문이 보유하고 있는 미국 금융자산의 비중은 2023년 1분기 말 기준 직접투자 26.8%에 이어 주식 26.6%, 국채 17.2%, 회사채 8.8% 순이다. 특히 주식 비중은 코로나19 이후 가파르게 약진하였다.

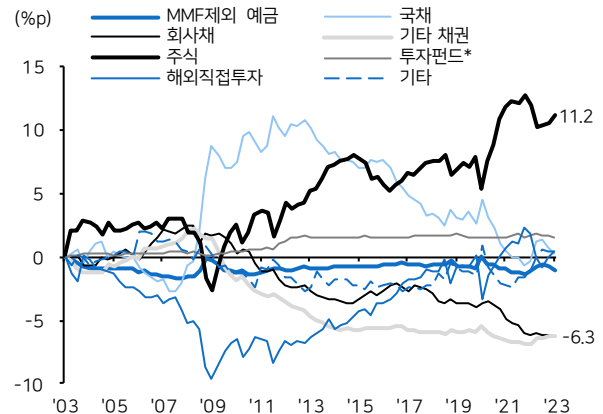
그림9 미국 해외부문: 1Q03 이후 금융자산 누적 순취득



주: \* 뮤추얼 펀드 + MMF

자료: Federal Reserve, "Flow of Funds", 메리츠증권 리서치센터

그림10 미국 해외부문: 미국 금융자산 내 보유비중 변화



주: \* 뮤추얼 펀드 + MMF

자료: Federal Reserve, "Flow of Funds", 메리츠증권 리서치센터

## 2-3. 자산군별 (1): 미국 채권

지난 20년간 미국 국채/회사채 모두 외국인이 매수 상위에 포진

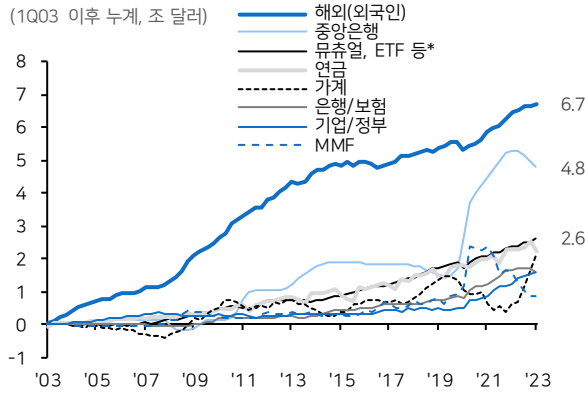
자산군 중 미국 채권의 경우, 재정적자와 기업부문 자금조달 수요 등으로 발행이 꾸준히 늘어 왔고, 이에 상응하여 경제주체들의 누적 순취득 규모도 계속 증가했다. 지난 20년간 국채는 22.6조 달러, 회사채는 9.7조 달러의 순매입이 이루어졌다. 이 두 자산군 모두 외국인이 각각 6.7조와 3.5조 달러를 순취득하여 매수 상위에 포진되어 있다.

그 다음으로 국채는 연준, 회사채는 보험사 매수 규모 컸음

연준은 QE1~4로 국채를 4.8조 달러 순취득했다. 보험사의 영향이 회사채 시장에서는 적지 않으나(2.5조 달러), 국채 시장에서는 미미하다. 오히려 양 시장에서는 뮤추얼 펀드 등 투자펀드의 영향이 더 큰 것으로 파악된다.

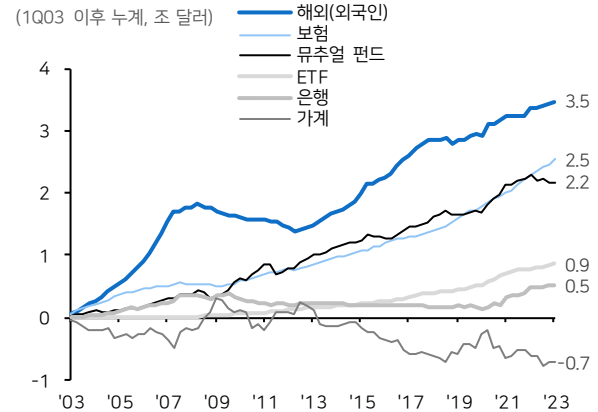


그림11 미국 국채: 투자자별 누적 순취득



주: \* 뮤추얼 펀드, Closed end, ETF, Broker & Dealers(증권)의 합산임  
 자료: Federal Reserve, "Flow of Funds", 메리츠증권 리서치센터

그림12 미국 회사채/해외채: 투자자별 누적 순취득



자료: Federal Reserve, "Flow of Funds", 메리츠증권 리서치센터

## 2-4. 자산군별 (2): 미국 주식

지난 20년간 투자펀드가 가장 꾸준히 미국 주식을 순매입한 반면, 투자자별 비중은 외국인이 가장 크게 상승

미국 주식의 경우, 지난 20년간 순취득을 가장 적극적으로 한 투자자는 투자펀드 부문(3.1조 달러)이다. 여기에는 뮤추얼 펀드뿐 아니라 최근 각광 받고 있는 ETF도 포함된다. 해외부문(외국인)은 1.2조 달러를 순매입했다. 그런데 지난 20년간 미국 주식 보유잔액의 투자자별 비중 변화를 보면 해외부문이 7.6%포인트 상승했고, 그 다음으로 투자펀드(+4.9%p), 가계(+4.3%p) 순이다. 올해 1분기 말 투자자별 미국 상장주식 보유잔액 비중을 보면, 가계가 40.7%로 가장 크지만 지난 20년 사이 외국인의 약진으로 현재 17%는 외국인이 보유하게 되었다.

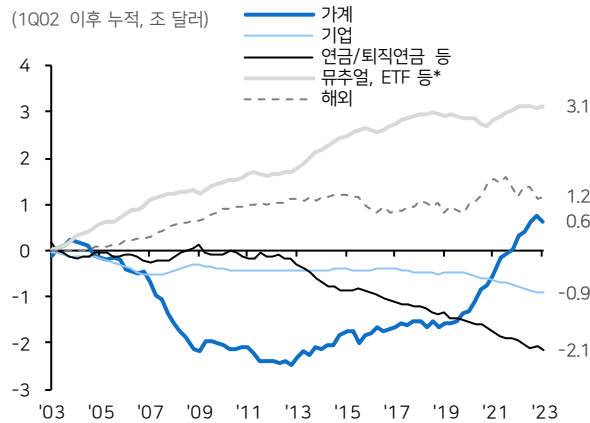
기업(-3.6%p) 비중은 20년 사이 줄었다. 기업부채 부문에서의 주식 순발행이 지난 20년간 6.6조 달러에 달한다는 점과 연계하여 생각해 보면, 자사주 매입/소각 등에 따른 주식수 감소와도 무관하지 않다는 생각이다.

미국에서도 코로나19 기점으로 개인 및 ETF 영향 커지고 있어

특이한 점은, 미국 주식시장에서도 개인 투자자와 ETF의 영향이 코로나19를 기점으로 크게 확대되었다는 것이다. 이를 나타낸 것이 다음 페이지의 그림 15이다. 코로나19 (2020년 1분기) 확산 이후 최근 3년 동안 개인이 순수 주식을 2조 달러 순매수한 것으로 나타났고, 투자펀드 내에서는 뮤추얼 펀드의 쇠락이 가속화(최근 3년간 -1.22조 달러)한 반면, ETF가 빈 자리를 메우고 있는 양상이다(+1.43조 달러, 뮤추얼 펀드의 ETF화). 한편, 증권(Broker & Dealer, 우리나라로 치면 금융투자)의 영향은 미국 증시에서는 미미한 것으로 파악되고 있다.

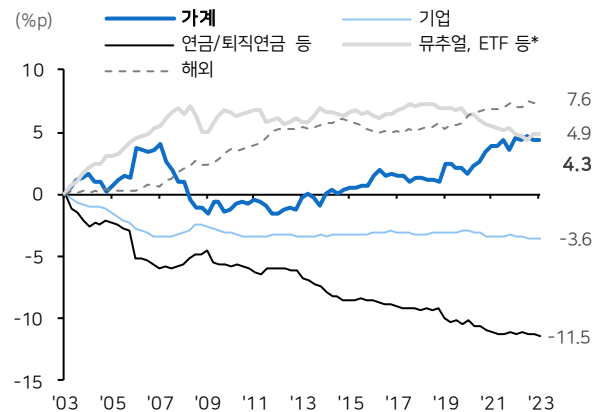
다시 말해, 개인/ETF 주도로 대형주 중심의 수급 풀림이 나타나는 것은 비단 우리나라만의 일은 아니라는 점이 본 데이터를 통해서도 확인된다. 이러한 현상에 대해서는 당사 투자전략 이진우 연구위원이 7월 27일 전략공감2.0, "[쏟아짐, 어디까지 진행 됐나?](#)"에서 자세히 다룬 바 있다.

그림13 미국 주식: 1Q03 이후 투자자별 누적 순취득



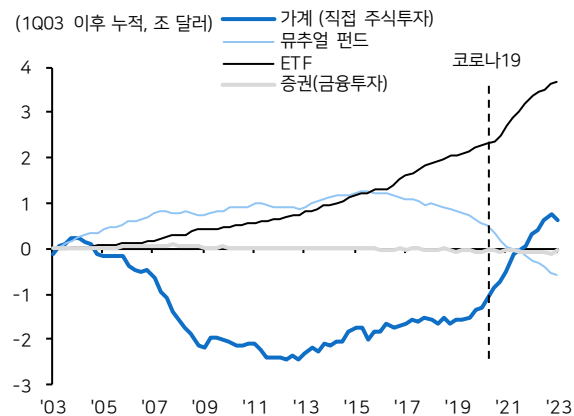
주: \* 뮤추얼 펀드, Closed end, ETF, Broker & Dealers(증권)의 합산임  
 자료: Federal Reserve, "Flow of Funds", 메리츠증권 리서치센터

그림14 미국 주식: 1Q03 이후 투자자별 보유비중 변화



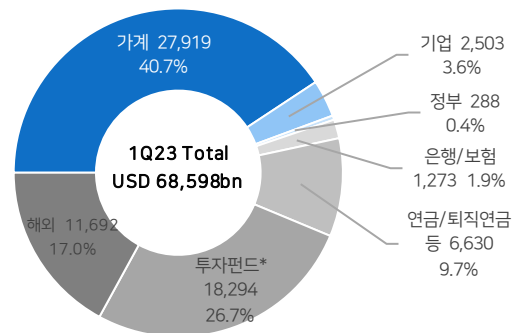
주: \* 뮤추얼 펀드, Closed end, ETF, Broker & Dealers(증권)의 합산임  
 자료: Federal Reserve, "Flow of Funds", 메리츠증권 리서치센터

그림15 미국 주식: 코로나19 이후 개인/ETF 영향 커짐



자료: Federal Reserve, "Flow of Funds", 메리츠증권 리서치센터

그림16 1Q23 이후 미국 주식 투자자별 보유잔액 및 비중



자료: Federal Reserve, "Flow of Funds", 메리츠증권 리서치센터



### 3. 한국

한국의 동향을 짚기에 앞서 자산군 분류 기준을 설명하겠다. 미국의 자금순환 계정이 1951년부터 연속성을 지니는 것과 달리, 한국은 최근으로 오면서 국민계정 및 자금순환 주계 방식의 변경을 반영하여 시계열의 단절이 존재한다.

본고에서는 2003~2008년까지는 SNA93 기준, 2009년 이후로는 SNA08 기준의 자금순환 통계를 이용한다. SNA93에서는 뮤추얼 펀드(ETF 포함)가 수익증권으로 분류되어 채권의 하위 항목에 위치한 반면, SNA08 기준에서는 투자펀드로 "지분증권(주식) 및 투자펀드"의 하위 항목에 있다. 따라서, 2003~08년 통계 중 채권에서는 수익증권을 차감하고, 주식에 수익증권을 가산하여 SNA08 통계와의 통일성을 도모하였다. 한국은행 데이터와 다른 부분이 있을 것이기에 미리 밝힌다.

#### 3-1. 투자자별: 한국 가계와 국외(외국인)

한국 가계도 예금, 보험/연금 중심으로 금융자산 축적해 왔음

지난 20년간 가계 금융자산 내 주식비중은 3.9%포인트 상승

주가 상승이 가계 금융자산 내 주식비중 상승으로 귀결

한국 가계의 예금 비중이 높음: 이것이 미국 가계와의 차이

외국인은 우리나라에서는 사실상 자금조달의 주체

금융자산 내에서 20년간 외국인 주식 누적 순매수는 24조원 vs. 보유잔액은 564조원이나 증가

**가계:** 전통적인 자금잉여의 주체인 한국 가계는 지난 20년간 3,524조원 규모의 금융자산을 순취득해 왔다. 이 중 현금/예금 순취득 규모가 1,753조원으로 가장 크고, 보험/연금(1,282조원) > 주식(374조원) > 채권(88조원) 순이다. 가계 금융자산 포트폴리오 내의 비중은 장기간 연금 불입의 영향으로 보험/연금 비중이 20년간 가장 크게 늘었고(6.1%포인트), 그 다음이 주식/투자펀드(3.9%포인트)이다.

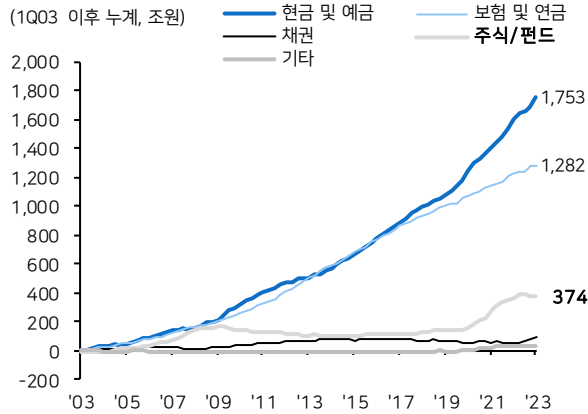
누적 순취득 규모와 포트폴리오 내 자산별 보유비중 차이는 당연히 자산가치의 상승 때문이다. 한국 가계가 20년간 374조원의 주식을 순매입한 반면, 주식 평가액은 898조원 늘었다. 금융자산 전체적으로도 시장 가격의 상승이 순취득분(20년간 3,524조원)을 상회하는 자산가치 증가(3,932조원)로 귀결되었으며 대부분이 주식 가치 상승에서 비롯되었다.

미국만큼 괴리가 크지 않은 것은, 한국 가계 금융자산 내에서 현금/예금 비중이 높고(47%), 주식비중이 상대적으로 낮은(22%) 것도 한 몫하고 있다. 주식에 한정하여 보면 미국 증시 성과가 국내 주식 대비 양호했다는 점도 고려해 볼 수 있겠다(2003년 초~2023년 3월 말 수익률: S&P 500 367% vs. KOSPI 295%).

**국외(외국인):** 미국의 국외부문이 자금잉여의 주체였다면, 한국에서는 지난 20년간 자금조달을 주로 해 왔다고 보는 것이 합리적이다(20년간 자금운용 710조원, 자금조달 1,845조원). 이는 우리나라의 해외직접투자(Outbound) 및 증권투자 확대(즉, 내국인의 해외자산 취득)와도 무관치 않다.

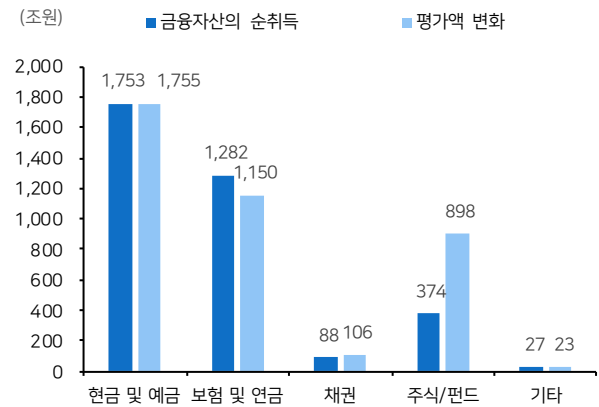
금융자산 순취득 분만을 본다면, 710조원 중 채권(408조원), 국내 직접투자(225조원)이 대부분을 차지하며, 주식/펀드 순취득분은 24조원에 불과하다. 그러나 20년간 외국인의 국내주식 보유잔액은 564조원 증가하였고, 외국인이 보유하고 있는 국내 금융자산 내의 주식 비중도 11%포인트(23% → 34%)로 크게 늘었다. 한마디로 주식을 잘 사고 잘 팔았다는 것이다. 참고로, 2023년 1분기 말 기준 외국인의 국내 금융자산 포트폴리오 내 자산군 비중은 주식/펀드(34%), 채권(25%)이며, 기타(직접투자 등)가 37%를 점하고 있다.

그림17 한국 가계: 1Q03 이후 금융자산 누적 순취득



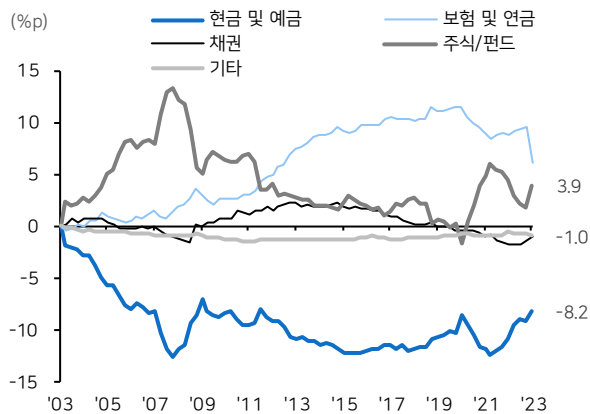
자료: 한국은행 자금순환계정, 메리츠증권 리서치센터

그림18 한국 가계: 금융자산 순취득 vs 가치 변화



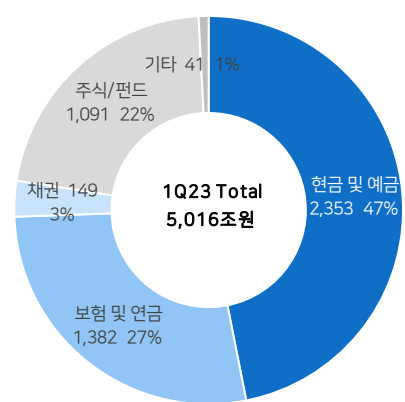
자료: 한국은행 자금순환계정, 메리츠증권 리서치센터

그림19 한국 가계: 금융자산 내 보유비중 변화



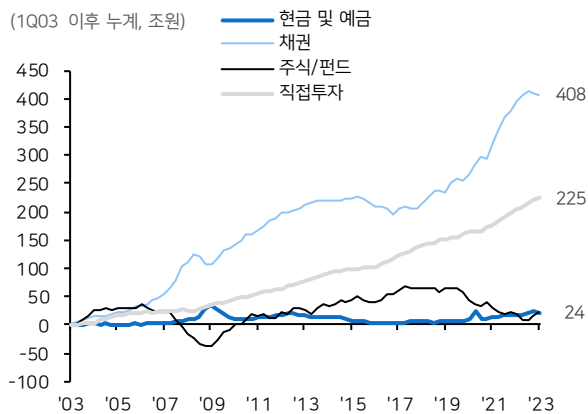
자료: 한국은행 자금순환계정, 메리츠증권 리서치센터

그림20 1Q23 현재 가계 금융자산 보유잔액 및 구성



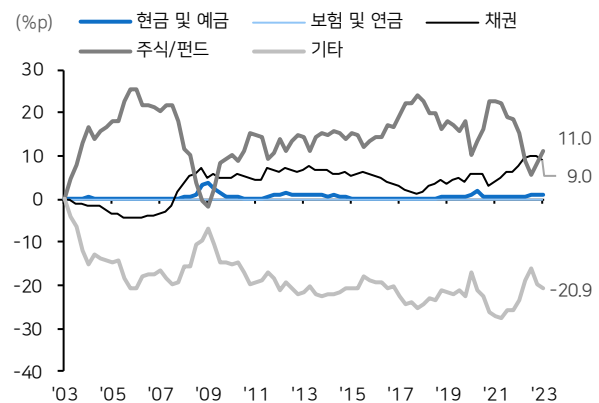
자료: 한국은행 자금순환계정, 메리츠증권 리서치센터

그림21 한국 국외: 1Q03 이후 금융자산 누적 순취득



자료: 한국은행 자금순환계정, 메리츠증권 리서치센터

그림22 한국 국외: 금융자산 내 보유비중 변화

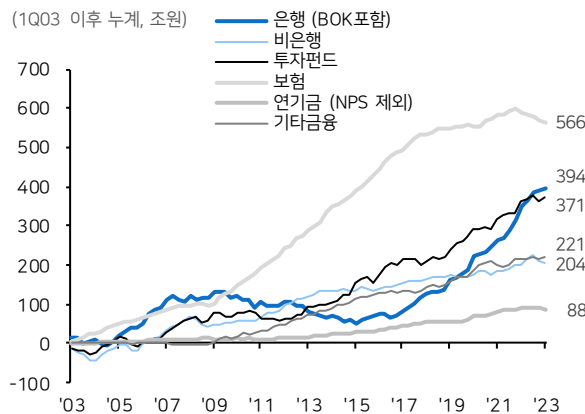


자료: 한국은행 자금순환계정, 메리츠증권 리서치센터

### 3-2. 자산군별: 채권과 주식

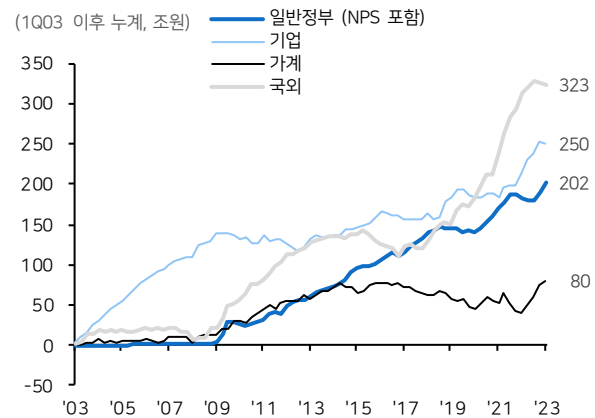
**채권:** 지난 20년간 채권발행이 계속 늘어나면서 국내외 경제주체들의 채권 순취득 누계는 2,909조원에 달한다. 모든 경제주체의 채권 순취득이 늘었던 가운데, 금융 부문 내에서는 보험(566조), 은행(394조원), 투자펀드(371조원) 순으로 규모가 크며, 비금융 부문 내에서는 해외(323조원), 기업(250조원), 일반정부(국민연금 포함 202조원) 순이다.

그림23 한국 채권: 1Q03 이후 투자자별 누적 순취득(금융)



자료: 한국은행 자금순환계정, 메리츠증권 리서치센터

그림24 한국 채권: 1Q03 이후 투자자별 누적 순취득(비금융)



자료: 한국은행 자금순환계정, 메리츠증권 리서치센터

**주식:** 지난 20년간 국내외 경제주체들의 주식 순취득 누계는 2,031조원이다. 주의할 점은, 한국 자금순환 내의 주식 내에는 1) 거주자(국내기업) 발행주식, 2) 비거주자 발행주식, 3) 투자펀드가 모두 포함되어 있다는 것이다.

2017년 이후 뮤추얼 펀드의 주식  
순매수 확대 = 해외주식 붐

뮤추얼 펀드 시장의 쇠퇴에도 불구하고 투자펀드 부문이 지난 20년간 주식을 155조원 순취득 한 점, 특히 2017년 이후 순취득 규모가 크게 증가하는 것은 해외주식 붐과 무관하지 않다는 판단이다. 한편, 비금융 부문 내에서는 국민연금을 포함하는 일반정부 부문이 551조원으로 규모가 가장 크며, 그 다음이 가계(374조원)이다. 특히, 가계가 20년간 순취득한 374조원 중 220조원이 코로나19 이후 유입되었다는 것은, 개인부문의 직접 주식투자가 활성화된 것이 비교적 최근의 일임을 유추할 수 있는 대목이다.

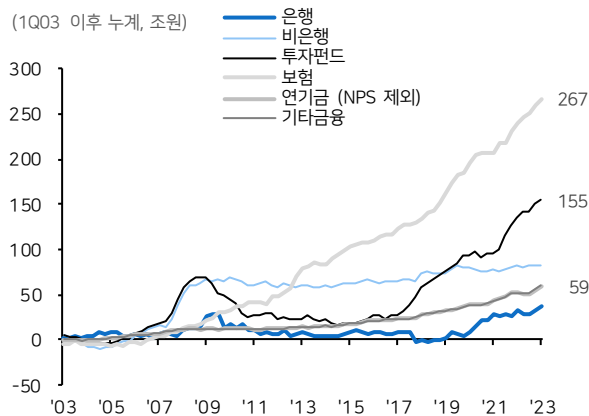
금융기관은 국내에서 주식 holder  
주가 등락은 가계/외국인이 좌우

지난 20년간 각 투자자별 주식 누적 순취득의 형태를 보면, 은행/보험/연기금 등은 자산이 늘어나는 것에 비례하여 꾸준히 순취득이 누적되어 오는 형태를 지닌다. 매매 흐름의 변화가 두드러지는 것은 투자펀드, 가계, 그리고 국외(외국인) 정도이다. 이는 금융부문이나 연금이 주식의 적극적인 매매주체라기 보다는 꾸준한 보유자(holder) 역할에 집중하고 있으며, 주가의 등락은 가계나 외국인 흐름에 좌우되고 있을 가능성이 높음을 시사한다. KOSDAQ은 개인, KOSPI는 외국인 주도 시장이라는 점이 자금순환 계정에서도 간접적으로 확인되고 있는 셈이다.

끝으로, 그림 27~28에 한국 채권과 주식을 어떠한 투자자가 보유하고 있는 지 그 비중을 도해하였다. 채권은 금융부문 중심이고, 주식은 가계의 직접 보유비중이 21%로 가장 큰 것으로 나타나고 있다.

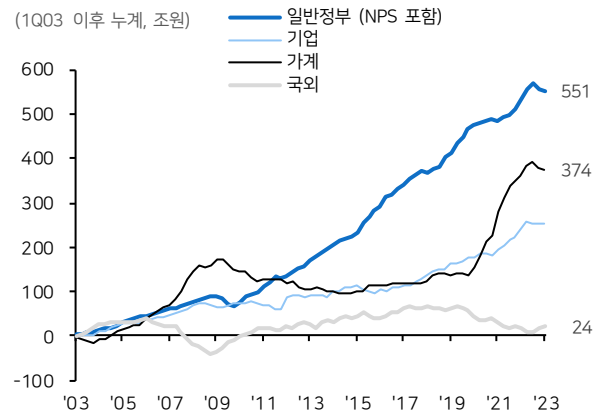
지금까지 거시적인 관점에서 지난 20년간 미국과 한국의 자금순환 특징을 발췌하여 보았다. 이 데이터는 적시성이 떨어지므로 큰 흐름에 집중하여 활용하고, 개별 자산군인 주식과 채권에 대해서는 여기에 특화된 매매동향을 파악하여 매일의 수급 양상을 판별하는 것이 좋은 방법일 것이다.

그림25 한국 주식: 1Q03 이후 투자자별 누적 순취득(금융)



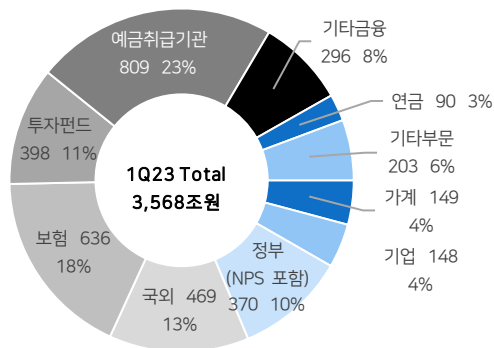
자료: 한국은행 자금순환계정, 메리츠증권 리서치센터

그림26 한국 주식: 1Q03 이후 투자자별 누적 순취득(비금융)



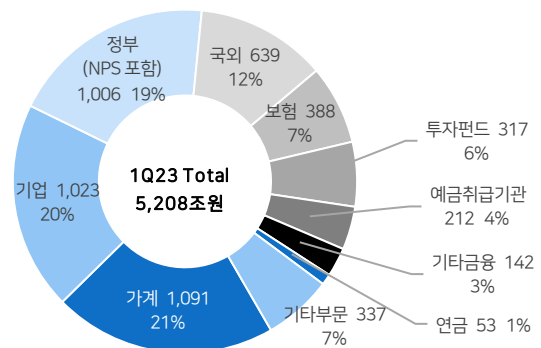
자료: 한국은행 자금순환계정, 메리츠증권 리서치센터

그림27 한국 채권: 투자자별 보유 잔액 및 비중 (1Q23)



자료: 한국은행 자금순환계정, 메리츠증권 리서치센터

그림28 한국 주식: 투자자별 보유 잔액 및 비중 (1Q23)



자료: 한국은행 자금순환계정, 메리츠증권 리서치센터

## 칼럼의 재해석

강하라 연구원

## EU, Digital Markets Act 대상 리스트 발표 (TechCrunch)

유럽의 플랫폼 규제 법안 DSA(Digital Services Act)와 DMA(Digital Markets Act)가 2024년 초부터 도입될 예정이다. DSA는 이용자 보호를 강화하기 위한 법안으로 EU 내 이용자 4,500만명 이상의 대형 온라인 플랫폼을 규제 대상으로 하며 이에는 애플 앱스토어, Bing, 페이스북, 구글 서치, 아마존 스토어 등 19개 플랫폼이 포함된다. DMA는 디지털 시장의 공정한 경쟁을 위한 법안으로 EU 매출 75억 유로 이상 또는 시가 총액 750억 유로 이상을 기록한 기업이 '게이트키퍼'로 지정되며 이 중 MAU 4,500만명 이상의 서비스가 핵심 플랫폼 서비스에 해당될 수 있다. 최근 자진 신고 기업 중 삼성을 제외한 6개 업체가 게이트키퍼로 지정되었다.

대상 기업들은 앱 개편, 규제 대상 리스트 제외 소송을 제기하는 등 큰 파장을 불러오고 있다. 국내 또한 플랫폼 독과점 분야에서는 DMA와 유사한 규제 방안이 논의되고 있는 것으로 알려져 있어 앞으로의 규제 향방과 그 영향에 집중할 필요가 있다.

## 유럽 플랫폼 규제 법안 DSA, DMA

2024년 초부터 도입 예정인 유럽의 플랫폼 규제 법안 DSA(Digital Services Act)와 DMA(Digital Markets Act)에 앞서 대상 기업들은 앱 개편, 규제 대상 리스트 제외 소송을 제기하는 등 큰 파장을 불러오고 있다. 국내 또한 플랫폼 독과점 분야에서는 DMA와 유사한 규제 방안이 논의되고 있는 것으로 알려져 있어 앞으로의 규제 향방과 그 영향에 집중할 필요가 있다.

지난 9월 6일, EU 집행위원회는 DSA에 이어 DMA의 적용 대상을 발표했다. DSA는 EU 내에서 서비스되는 플랫폼들의 이용자 보호를 강화하기 위한 법안으로 지난 4월 대상 플랫폼이 확정되었으며, DMA는 대형 플랫폼의 시장 지배력을 제한하기 위한 법안으로 6개 빅테크 기업(알파벳, 아마존, 애플, 바이트댄스, 메타, 마이크로소프트)을 대상으로 한다. 두 법안은 대상 플랫폼 기업들이 규제 의무사항을 충족시키기 위한 유예기간을 부여 후 각각 2024년 2월, 2024년 3월부터 적용될 예정이다.

표1 DSA 제정 타임라인

날짜	내용
2020.12	EU 집행위원회 제안
2022.04	유럽의회와 이사회가 법안 내용 채택
2022.11	발효
2023.02	플랫폼 이용자 수 데이터 제출
2023.04	대상 플랫폼 확정
2024.02	유예기간 후 규제 시작

자료: EU 집행위원회, 메리츠증권 리서치센터

표2 DMA 제정 타임라인

날짜	내용
2020.12	EU 집행위원회 제안
2022.03	유럽의회와 이사회가 법안 내용 채택
2022.11	발효
2023.07	규제 대상 기업 자진 신고 (알파벳, 아마존, 애플, 바이트댄스, 메타, 마이크로소프트, 삼성)
2023.09	대상 플랫폼 확정(삼성 제외 6개 기업)
2024.03	유예기간 후 규제 시작

자료: EU 집행위원회, 메리츠증권 리서치센터

### DSA(Digital Services Act)

이용자 보호를 강화하기 위한 DSA는 EU 내 이용자 4,500만명 이상의 대형 온라인 플랫폼을 규제 대상으로 하며 이에는 애플 앱스토어, Bing, 페이스북, 구글 서치, 아마존 스토어 등 19개 플랫폼이 포함된다. 주된 내용으로는 광고 콘텐츠를 광고임을 명확히 밝혀야 하고, 추천 콘텐츠에 개인 프로파일링 외에 대체 시스템을 제공해야 하며, 거짓정보나 허위 콘텐츠에 대한 구조적 위험 평가를 정기적으로 수행해야 한다. 이를 위반 시 글로벌 매출의 최대 6%까지 과징금을 부과할 수 있으며 반복적으로 위반 시 유럽 내 서비스 정지까지 이어질 수 있다.

대상 기업들은 유예기간 중 규제 기준을 맞추기 위해 서비스 개편을 준비 중이다. 메타의 페이스북과 인스타그램은 사용자의 인터넷 데이터와 성별, 나이 등 개인 정보에 기반해 추천 콘텐츠를 나열하는 방식을 끄는 기능을 유럽에서 도입 예정이다. 해당 기능을 사용할 경우 사용자는 개인 취향 기반 피드가 아닌 국가/지역별 인기 순 혹은 업로드 순 등으로 콘텐츠를 볼 수 있게 되며 틱톡 또한 마찬가지로 유럽에서 해당 기능 도입 계획을 발표했다.

반면 아마존의 경우에는 DSA 대상 지정 취소 소송을 제기했는데, 아마존은 매출 대부분이 소매 사업에서 발생하기 때문에 온라인 콘텐츠 제공을 주로 하는 대형 온라인 플랫폼에 해당하지 않는다는 주장이다. 독일의 온라인 소매 업체 Zalando 또한 같은 내용으로 소송을 제기한 바 있다.

표3 DSA 주요 내용

<b>목적</b>	온라인 플랫폼에서 허위·불법 콘텐츠 확산을 막고 이용자 보호를 강화
<b>대상</b>	EU 내 이용자 4,500만명 이상의 대형 온라인 플랫폼 애플 앱스토어, Bing, 페이스북, 구글 플레이, 구글 서치, 인스타그램, 아마존 스토어 등 19개 플랫폼
<b>내용</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ DSA는 불법 콘텐츠 삭제에 관한 엄격한 요건을 부과하고, 대형플랫폼에 대해 이용약관을 통해 합법적이지만 유해한 콘텐츠를 제한할 의무를 부담</li> <li>▪ 광고 콘텐츠는 명백하게 광고임을 밝혀야 하며, 정치적 견해 또는 종교적 신념 등 민감한 개인정보나 미성년자 개인정보에 근거한 타깃형 광고는 금지됨</li> <li>▪ 플랫폼사업자는 플랫폼 추천시스템의 개인 최적화 콘텐츠 구성 방식에 대한 설명의무를 부담하며, 개인 프로파일링 이외의 대체 추천시스템을 제공해야 함</li> <li>▪ 대형플랫폼은 거짓 정보, 허위 콘텐츠 등 구조적 위험 평가를 정기적으로 수행해야 하며, 독립적 감사기관이 인정한 적절한 완화조치를 이행해야 함</li> <li>▪ 독립적 감사기관에 의한 감사의무 미이행은 DSA 위반에 해당되며, 집행위는 이에 근거, 위반 업체에 대해 글로벌 매출액의 최대 6%까지 과징금을 부과할 수 있음</li> </ul>

자료: 한국무역협회, 메리츠증권 리서치센터

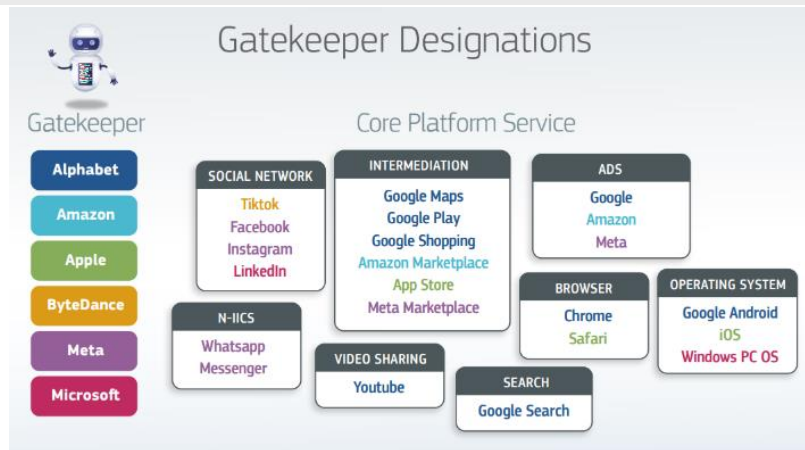


### DMA(Digital Markets Act)

디지털 시장의 공정한 경쟁을 위한 법안인 DMA는 EU 매출 75억 유로 이상 또는 시가 총액 750억 유로 이상을 기록한 기업이 ‘게이트키퍼’로 지정되며 이 중 MAU 4,500만명 이상의 서비스가 핵심 플랫폼 서비스에 해당될 수 있다. 최근 자진 신고 기업 중 삼성을 제외한 6개 업체가 게이트키퍼로 지정되었다. 그 중 마이크로소프트와 애플은 자사의 서비스 중 MS Bing, Edge, Advertising과 iMessage는 점유율이 작아 시장 지배력을 가지지 않기 때문에 핵심 플랫폼 서비스에 해당하지 않는다고 주장한 바 있어 추가 심사가 예정되어 있다.

해당 법안은 자사의 서비스를 경쟁사보다 유리하게 하는 것을 금지한다. 이는 더 이상 애플 앱스토어와 구글 플레이스토어가 자사 서비스를 이용하는 고객에게만 앱을 제공할 수 없으며, 아마존은 이용자가 상품을 검색 시 자사 상품과 타사 상품을 동일한 기준으로 노출시켜야 함을 의미한다. DMA 규정을 위반 시 글로벌 매출의 최대 10% 과징금이 부과될 수 있으며 위반이 반복될 시 최대 20%까지 상향될 수 있다.

그림1 DMA 대상 게이트키퍼



자료: EU 집행위원회

표4 DMA 주요 내용

목적	디지털 시장의 공정 경쟁 환경 조성
대상	월간 유효 이용자 4,500만 명 이상 및 시가총액 750억 유로 이상인 기업
내용	<ul style="list-style-type: none"> <li>자사의 메신저 앱과 경쟁사의 앱이 상호 호환되도록 해야 하며, 사용자가 디바이스에 사전 설치될 앱을 선택할 수 있도록 해야 함</li> <li>자사의 서비스를 경쟁사 서비스보다 유리하게 하는 것, 사전 설치된 앱 또는 소프트웨어를 소비자가 삭제하지 못하도록 하는 것 등도 금지</li> <li>DMA에 따른 의무를 위반할 경우 글로벌 매출의 최대 10%의 과징금이 부과될 수 있음</li> </ul>

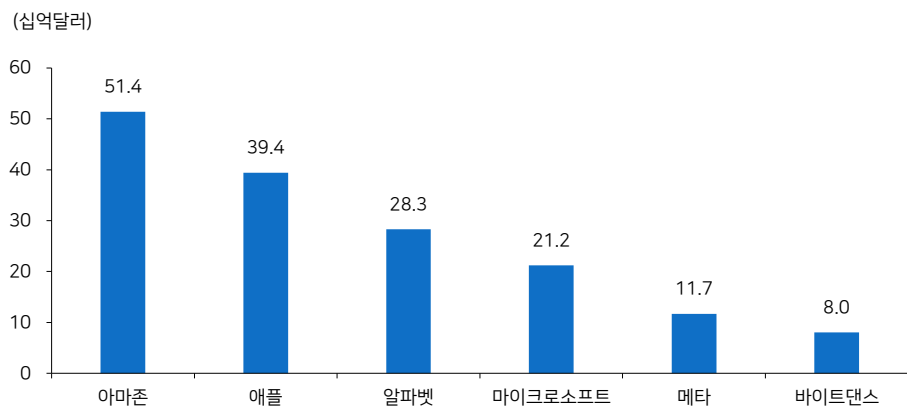
자료: 한국무역협회, 메리츠증권 리서치센터

### 규제 대상 기업들의 소송 등 조치 이어질 것

DSA와 DMA 모두 유럽 내 영업활동에 중대한 영향을 미칠 수 있을 만큼 강력한 규제이며 과징금 또한 상당한 액수로 이에 따른 기업들의 반발이 클 것으로 예상된다. 먼저 규제 대상이 확정된 아마존과 Zalando는 리스트 제외 소송을 제기한 상태이며, DMA 또한 재 심사가 진행 중인 마이크로소프트와 애플의 일부 서비스 외에도 소송 등 추가적인 조치가 이어질 것으로 생각된다.

국내의 경우에는 최근 공정거래위원회 주도의 온라인플랫폼법 제정에서 과학기술 정보통신부 중심의 자율 규제로 기조가 변한 양상이다. 8월 말 개최된 ‘제3차 범부처 플랫폼 정책협의체’에서는 자율 규제 기구의 법적 근거 마련을 위한 내용이 논의된 바 있다. 하지만 이는 플랫폼 시장의 갑을(플랫폼-소비자) 분야에 관한 자율 규제로, 플랫폼 독과점(플랫폼-플랫폼) 문제에 대해서는 공정위가 추진방향에 대해 여전히 논의 중이다. 이에 관해 공정위는 DMA를 참고 중인 것으로 알려져 있는데 DMA와 같은 법적 규제가 도입될 경우 이에 따른 파장이 클 것으로 예상돼 앞으로의 규제 방향과 그 영향을 주의 깊게 관찰할 필요가 있다.

그림2 DMA 게이트키퍼 기업 과징금 10% 부과 시 예상 규모



주: 직전 회계연도 기준, 서비스별 아닌 기업 전체 글로벌 매출 기준

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

원문: EU confirms six (mostly US) tech giants are subject to Digital Markets Act (TechCrunch)