



COVID-19와 금융투자산업: 환경 변화와 대응 과제

자본시장연구원 선임연구위원 이효섭

(hslee@kcmi.re.kr)

목 차

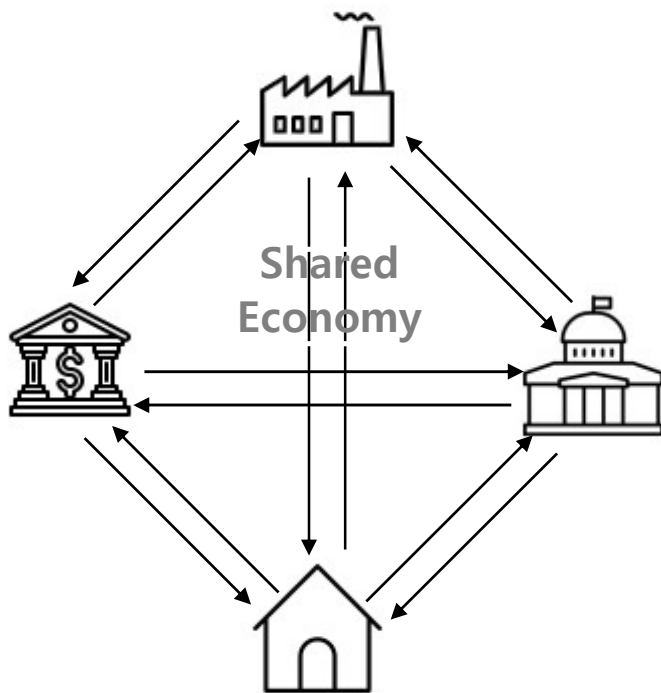
1 자본시장 환경 변화

2 금융투자산업 환경 변화

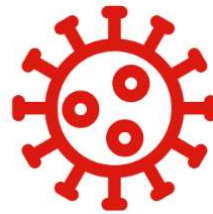
3 금융투자산업 대응 과제

경제 변화: 위험회피 증가, 양극화 확대, 이해관계자 자본주의

Before COVID-19

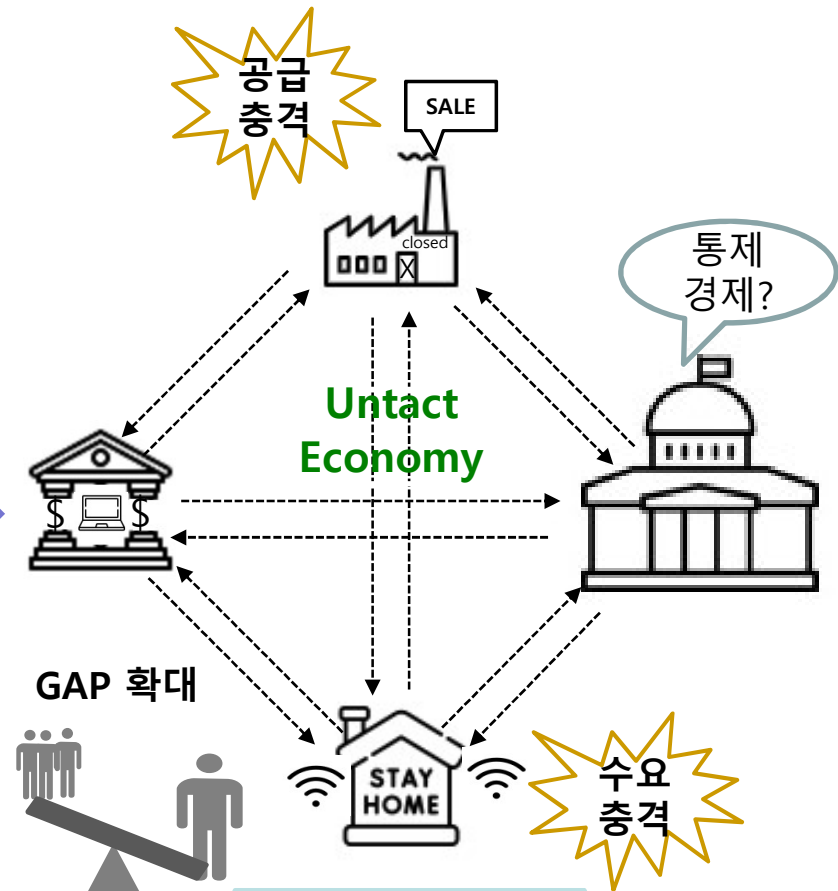


Shareholder Capitalism



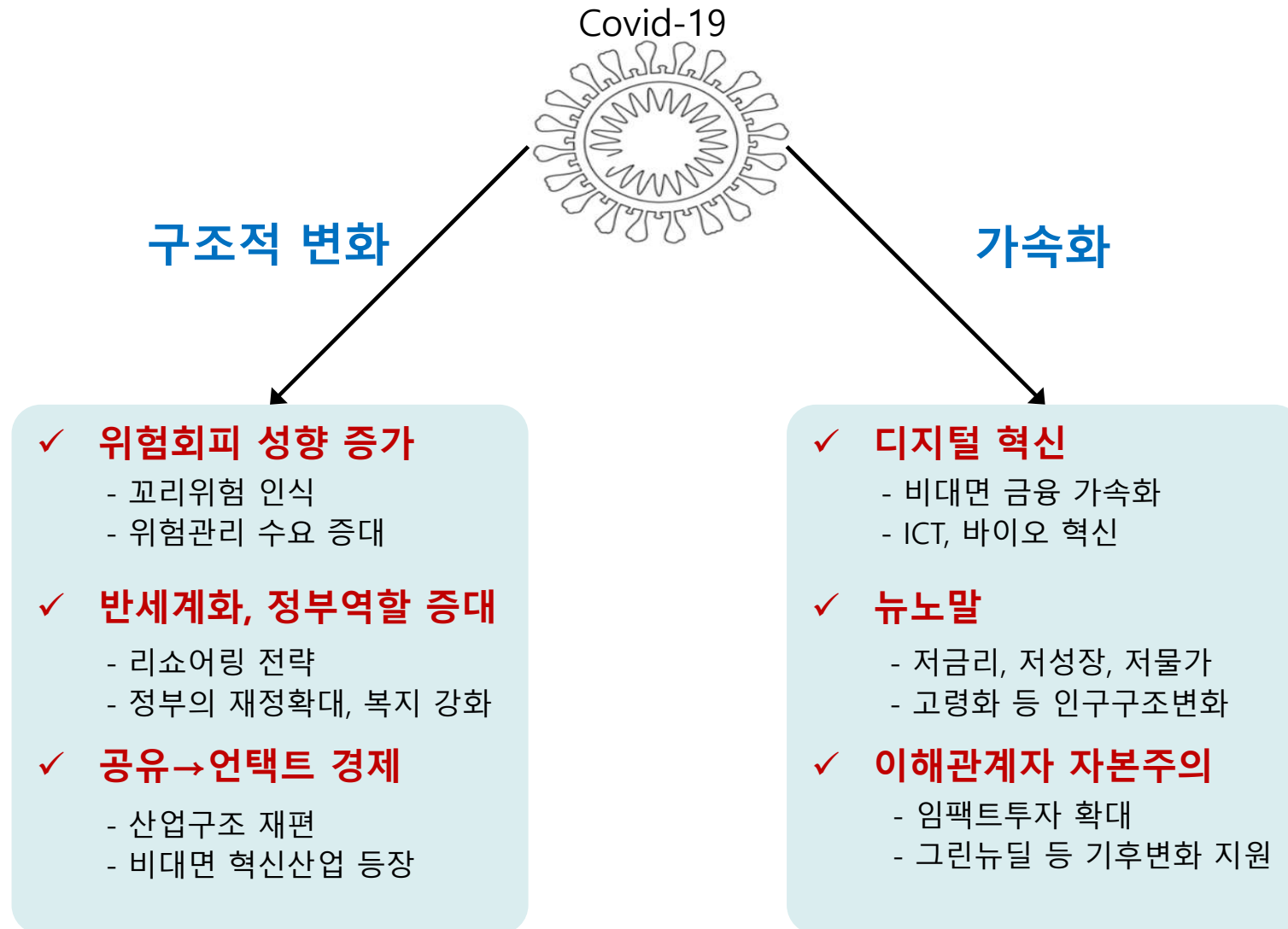
COVID-19

After COVID-19



Stakeholder Capitalism

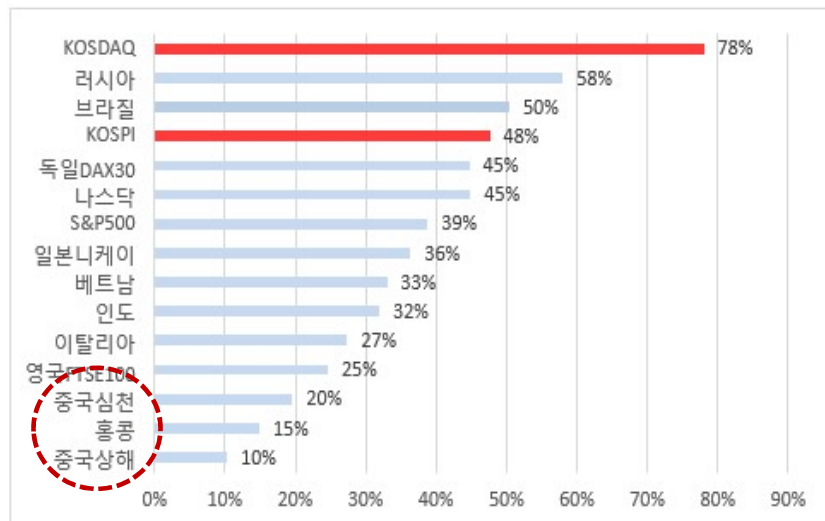
자본시장을 둘러싼 변화: 구조적 변화 V.S 가속화 부문



주가지수: 한국증시 재발견 V.S 금융과 실물의 괴리

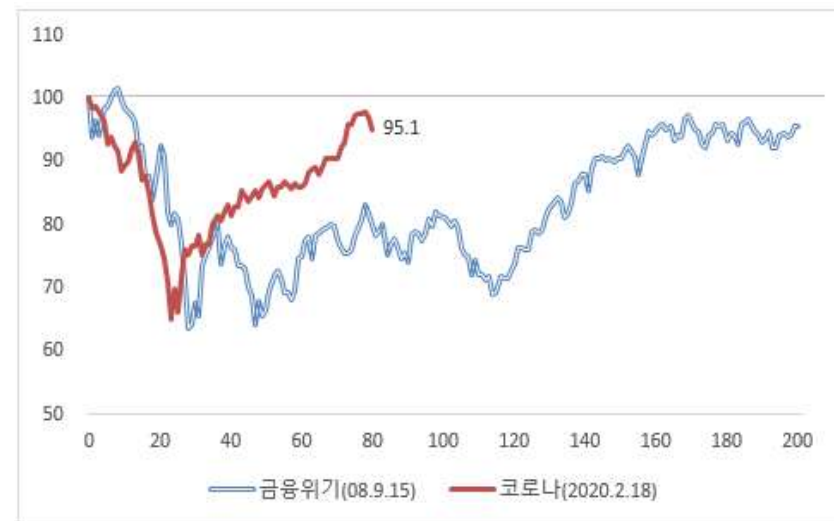
- ❖ **코로나 확산세 진정 및 경기회복 기대로 주요국 주가지수는 큰 폭의 반등을 기록**
 - KOSDAQ(78%), 코스피(48%) 등 한국 주가지수가 주요국 대비 가장 높은 수준의 반등을 기록
 - 중국, 홍콩, 유럽 주가지수는 상대적으로 반등폭이 낮음
- ❖ **경기침체 우려로 KOSPI는 단기간 큰 낙폭을 기록한 이후 빠르게 반등**
 - 리만브라더스 파산시점(2008.9.15)과 COVID19 확산이 급격한 증가시점(2020.2.18)을 비교한 결과 최근 하락 속도가 금융위기 당시보다 빨랐으며 하락폭은 유사
 - 최근 반등 속도와 반등폭은 금융위기 당시보다 훨씬 빠르고 큼

주요국 주가지수의 저점 대비 반등폭



자료: 코스콤(CHECK)
주: 2020년 3월 저점 기준. 종가는 2020년 6월 12일 기준

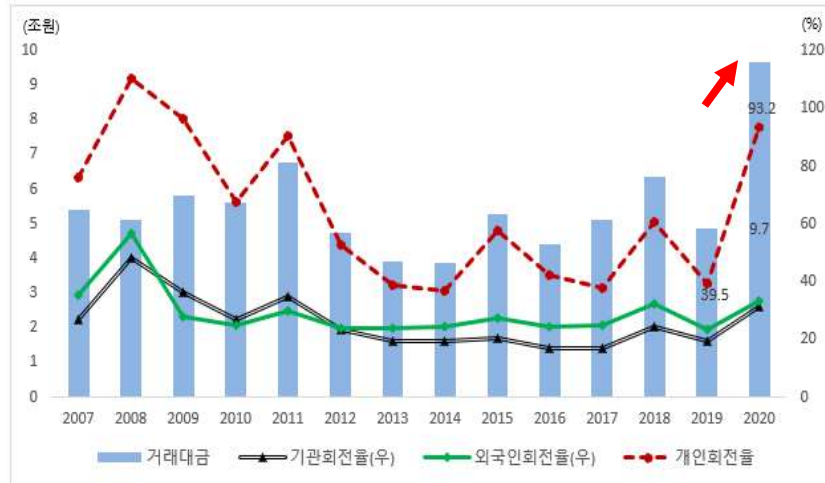
금융위기와 COVID19 이후 KOSPI 변화



자료: 코스콤(CHECK), 2020년 6월 12일 기준

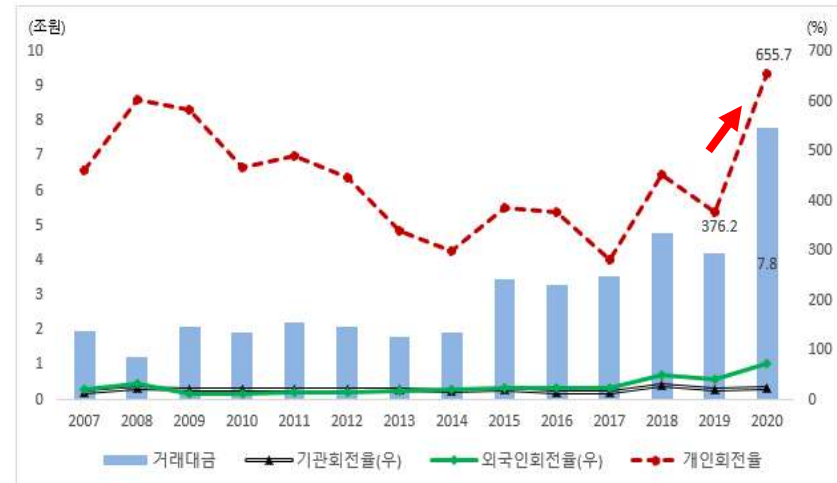
주식시장 참여자 및 변동성: 개인증가, 외국인 매도, 꼬리위험

KOSPI: 거래대금 99% 증가, 개인회전율 증가



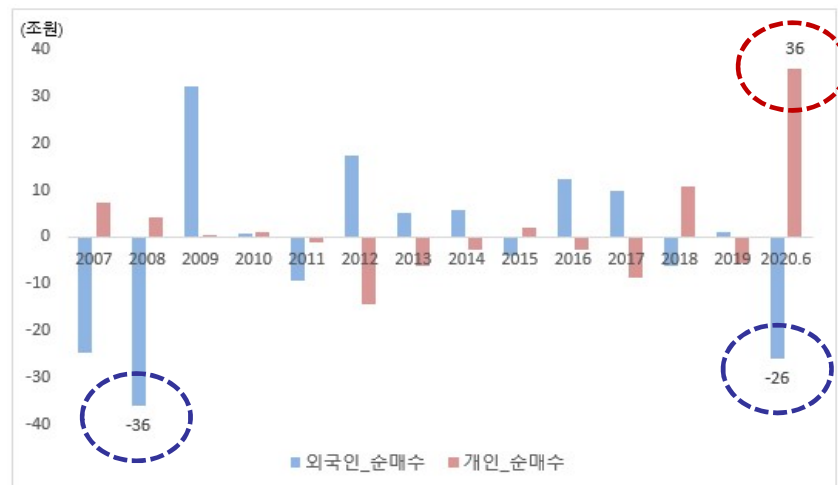
자료: 코스콤(CHECK)

KOSDAQ: 거래대금 87% 증가, 개인참여 증가



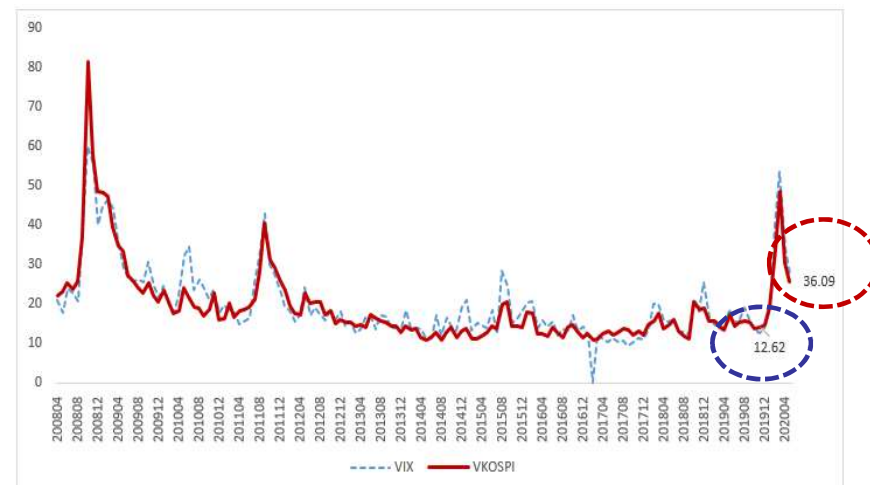
자료: 코스콤(CHECK)

순매수: 외국인 순매도, 개인 순매수



자료: 코스콤(CHECK), 2020년 6월 12일 기준

변동성: 주가 반등에도 내재변동성은 3배 증가



자료: 코스콤(CHECK), 2008년 4월말~2020년 6월12일

상장기업 수익성: 수익성 둔화 및 양극화

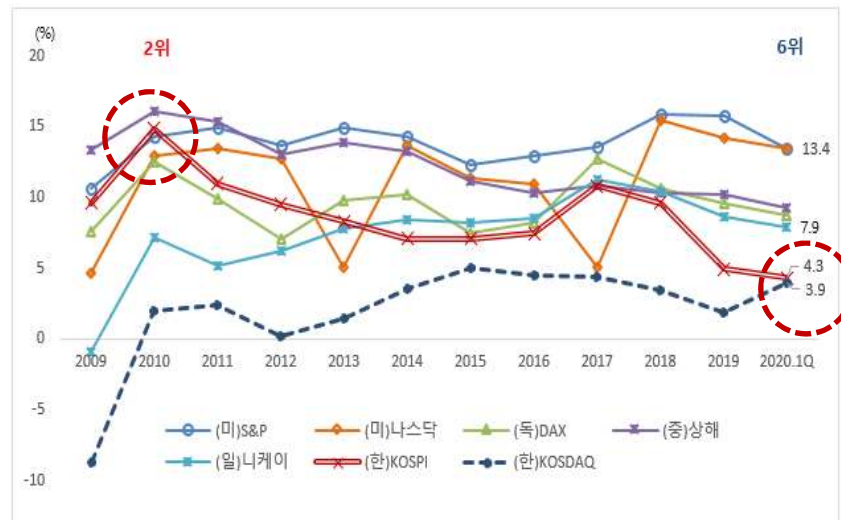
❖ 한국 상장기업 수익성 둔화 추세는 지속될 전망

- 코로나19 확산에 따른 실물경제 충격으로 상장기업 수익성 둔화는 지속될 가능성 존재
- 2020년 1분기 KOSPI 상장기업의 ROE는 4.3%로 주요국 대비 낮은 수준

❖ 금리 하락에 따른 이자비용 감소에도 불구하고 2년연속 적자기업 비중은 빠르게 증가

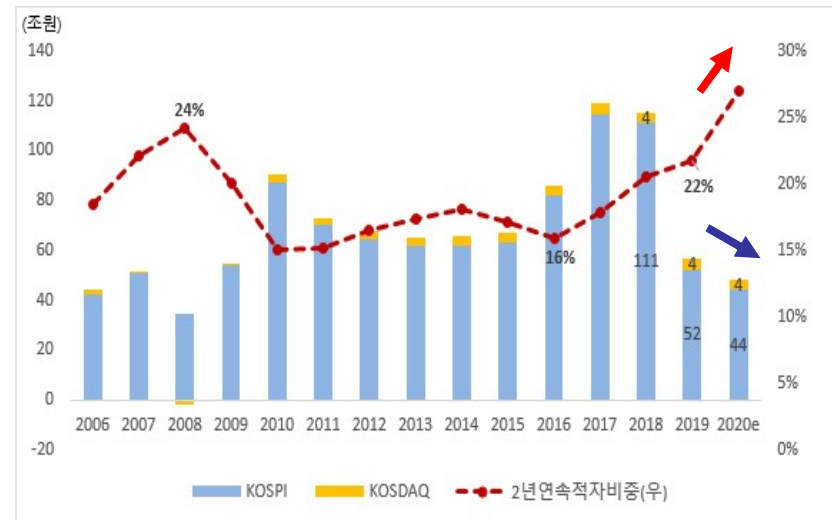
- 경기회복이 더딜 것으로 예상됨에 따라 적자기업 비중은 증가할 것으로 예상
- 2020년 1분기 기준 코스피, 코스닥 상장기업 중 31%, 40%가 적자를 기록했으며 2년연속 적자기업 비중은 사상 최고치를 기록할 것으로 예상

주요국 상장기업 ROE 추이



자료: 블룸버그

상장기업 순이익 및 2년연속 적자기업 비중 추이



자료: 상장협, fnguide

상장기업 재무구조: 부채비율 감소 → 증가

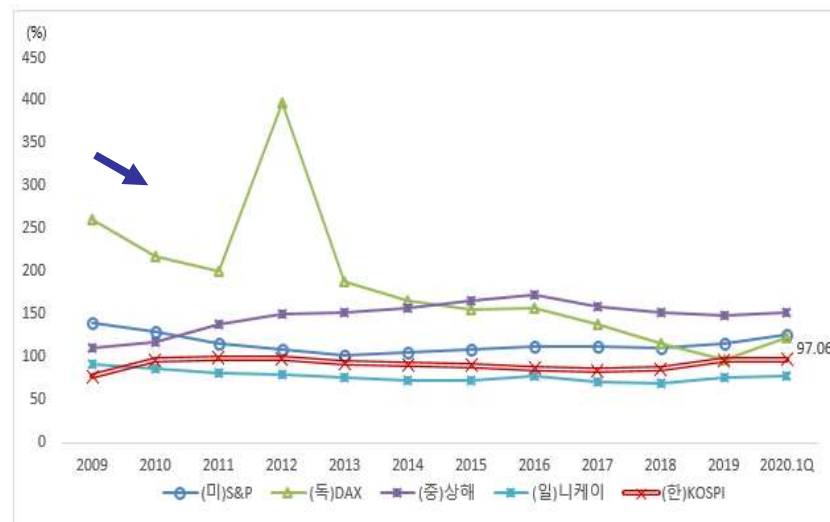
❖ 과거 국내외 상장기업 부채비율은 꾸준히 감소

- 저금리에 따른 이자비용 감소 및 보유현금 증가 영향으로 부채비율은 꾸준히 감소
- 한국은 주요국 대비 상장기업 부채비율이 낮은 수준

❖ COVID19 이후 기업 자금조달이 증가함에 따라 부채비율이 증가할 것으로 예상

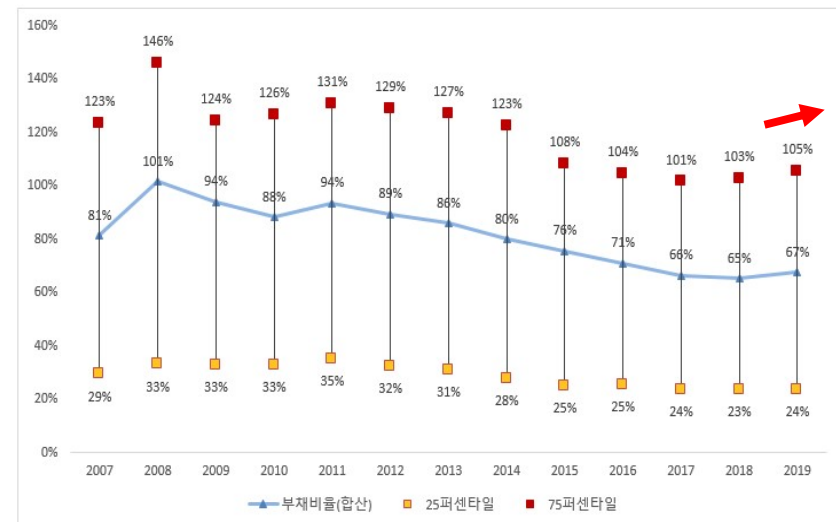
- 10년간 부채비율은 하락하였으나 최근 차입비중이 높은 기업 중심으로 부채비율이 증가
 - (75퍼센타일) 146%('09) → 101%('17) → 103%('18) → 105%('19)

주요국 상장기업 부채비율 추이



자료: 블룸버그

한국 상장기업 부채비율 추이



자료: 한국은행, 금융감독원

주: 코스피, 코스닥 12월 결산법인의 '부채총계/자본총계'로 계산, 개별기준, 금융업 제외 -8-

상장기업 이익 분배: 배당 증가, 주주환원정책 확대

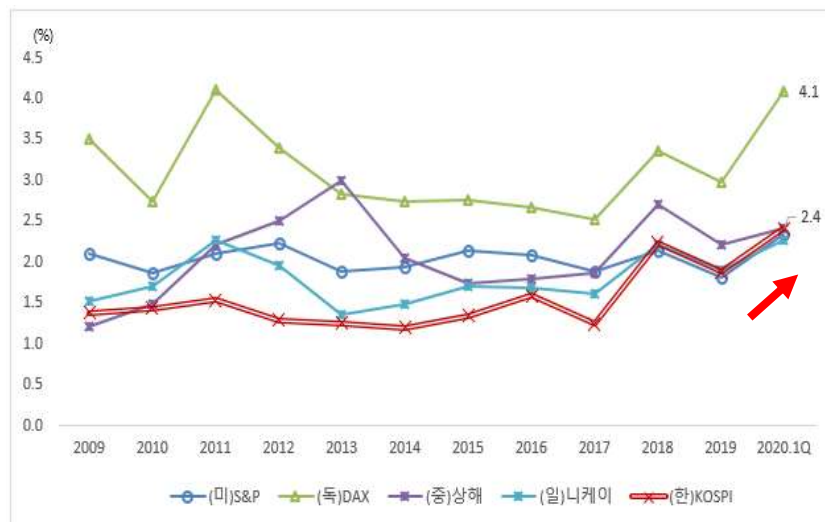
❖ 과거 KOSPI 배당수익률은 낮은 수준이었으나 최근 점차 증가

- 과거 KOSPI 기업의 배당수익률은 1.5~2%로 주요국 대비 낮은 수준을 기록
- 최근 KOSPI 대기업을 중심으로 배당 규모를 늘리고 있음
 - 2020년 1분기 주요국 배당수익률: (한)2.4%, (미)2.3%, (일)2.3%, (중)2.4%, (독)4.1%

❖ KOSPI 배당수익률은 증가할 것으로 예상

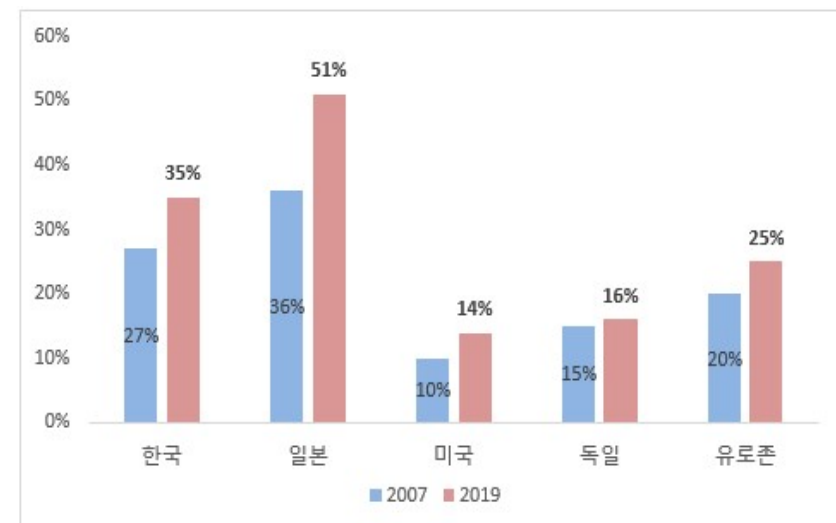
- 기업의 신규투자 감소로 현금성 자산 보유는 꾸준히 증가
 - 2019년 주요국 GDP 대비 현금성 자산 비중: (한)35%, (일)51%, (미)14%, (독)16%, (유)25%
- 주주환원정책 확대로 한국 상장기업은 배당 규모를 늘릴 것으로 예상

주요국 상장기업 배당수익률 추이



자료: 블룸버그

GDP 대비 기업 현금성 자산 보유 비중



자료: 각국 중앙은행

상장기업 가치평가: PER, PBR → PPR(Price Patent Ratio)

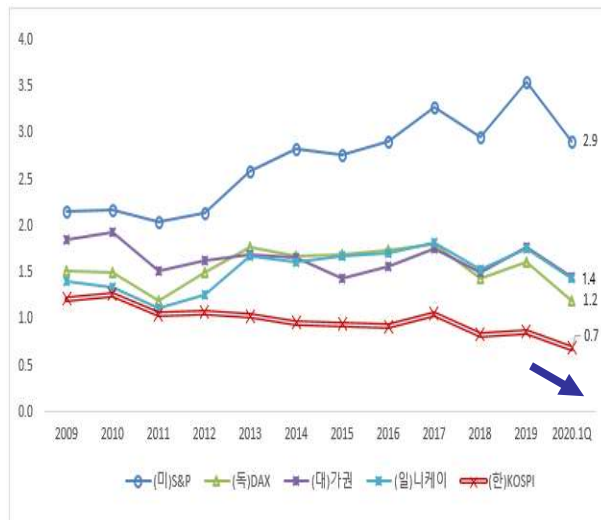
❖ 과거 한국 증시는 PER/PBR 기준으로 저평가 되었다는 인식이 존재

- 2020년 1분기말 KOSPI PBR은 0.7로 주요국 주가지수 대비 가장 낮은 수준이며 역사적으로도 저점
- 과거 KOSPI 저평가 원인으로 잠재성장을 둔화, 북한 리스크, 열악한 기업지배구조 등을 지목

❖ PPR(Price Patent Ratio) 등 무형자산 가치로 평가 받는 시대가 올 것으로 전망

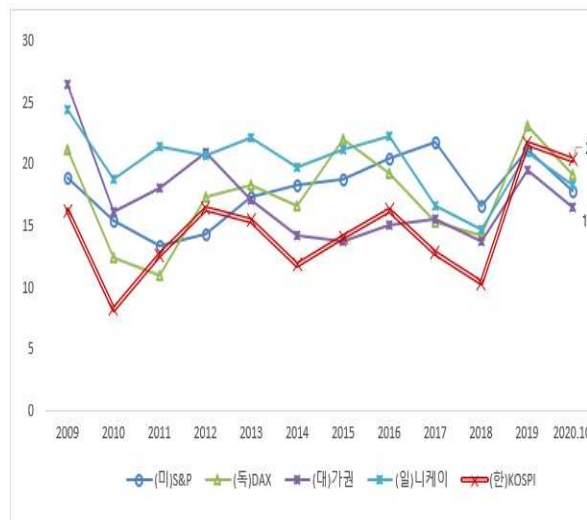
- 향후 무형자산 가치로 기업을 평가하는 시대가 올 것으로 예상
- KOSPI, KOSDAQ 기업은 ICT, 바이오 등 우수한 지적 재산을 보유하고 있어 장기 상승여력이 높음

주요국 PBR 추이



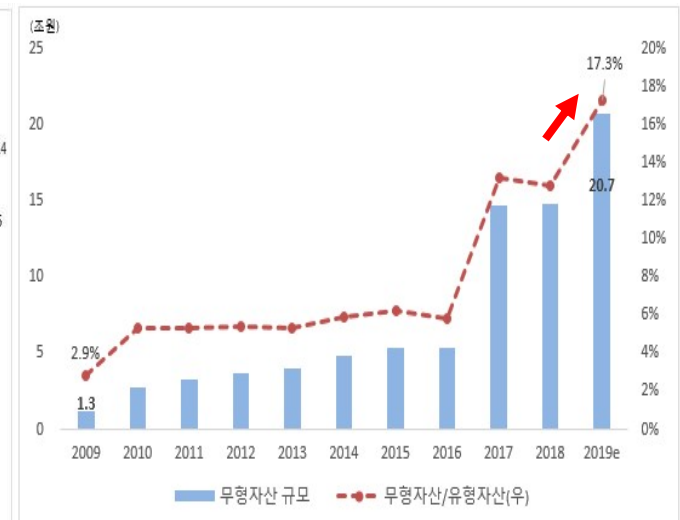
자료: 블룸버그

주요국 PER 추이



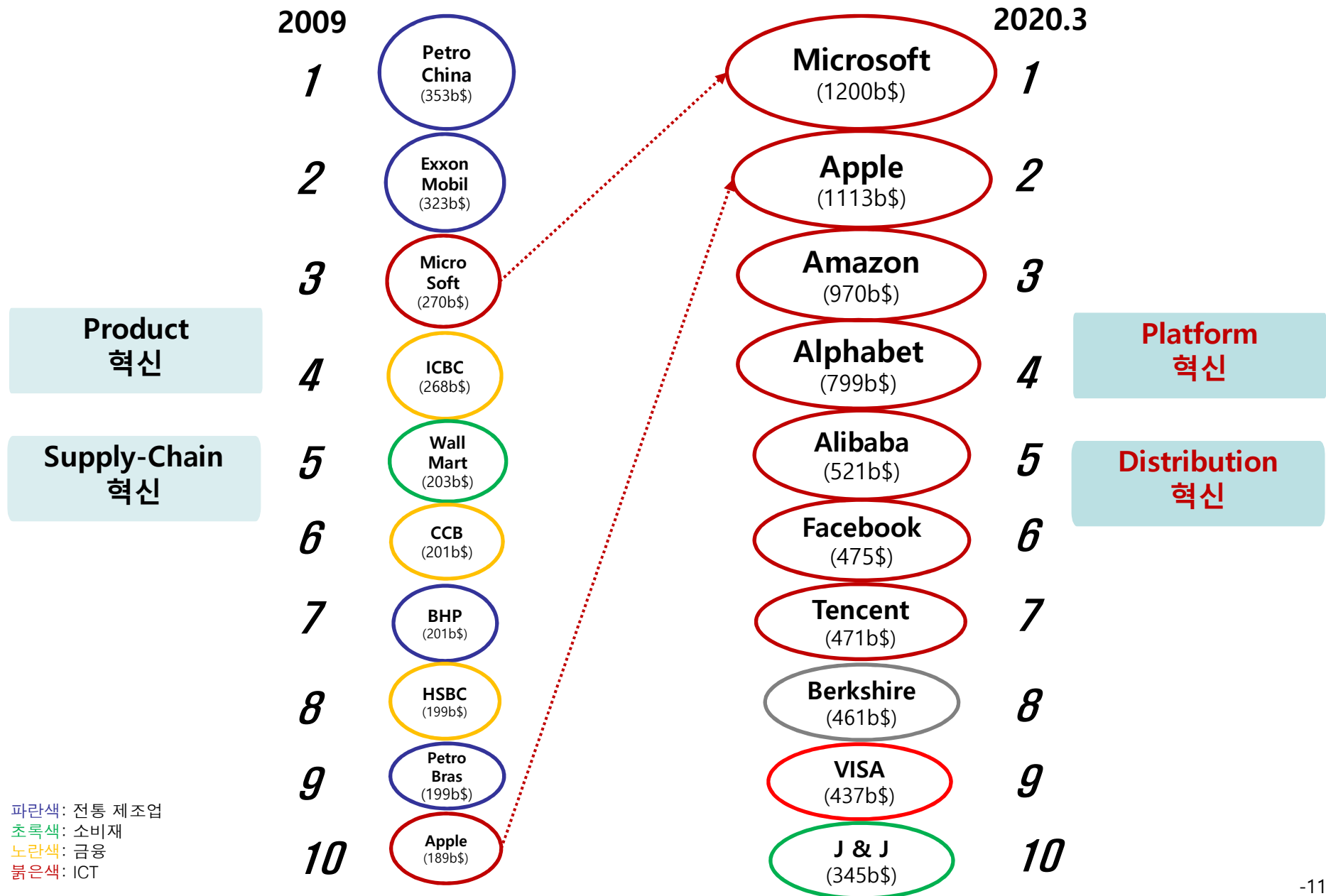
자료: 블룸버그

삼성전자 무형자산 규모 및 비중 추이

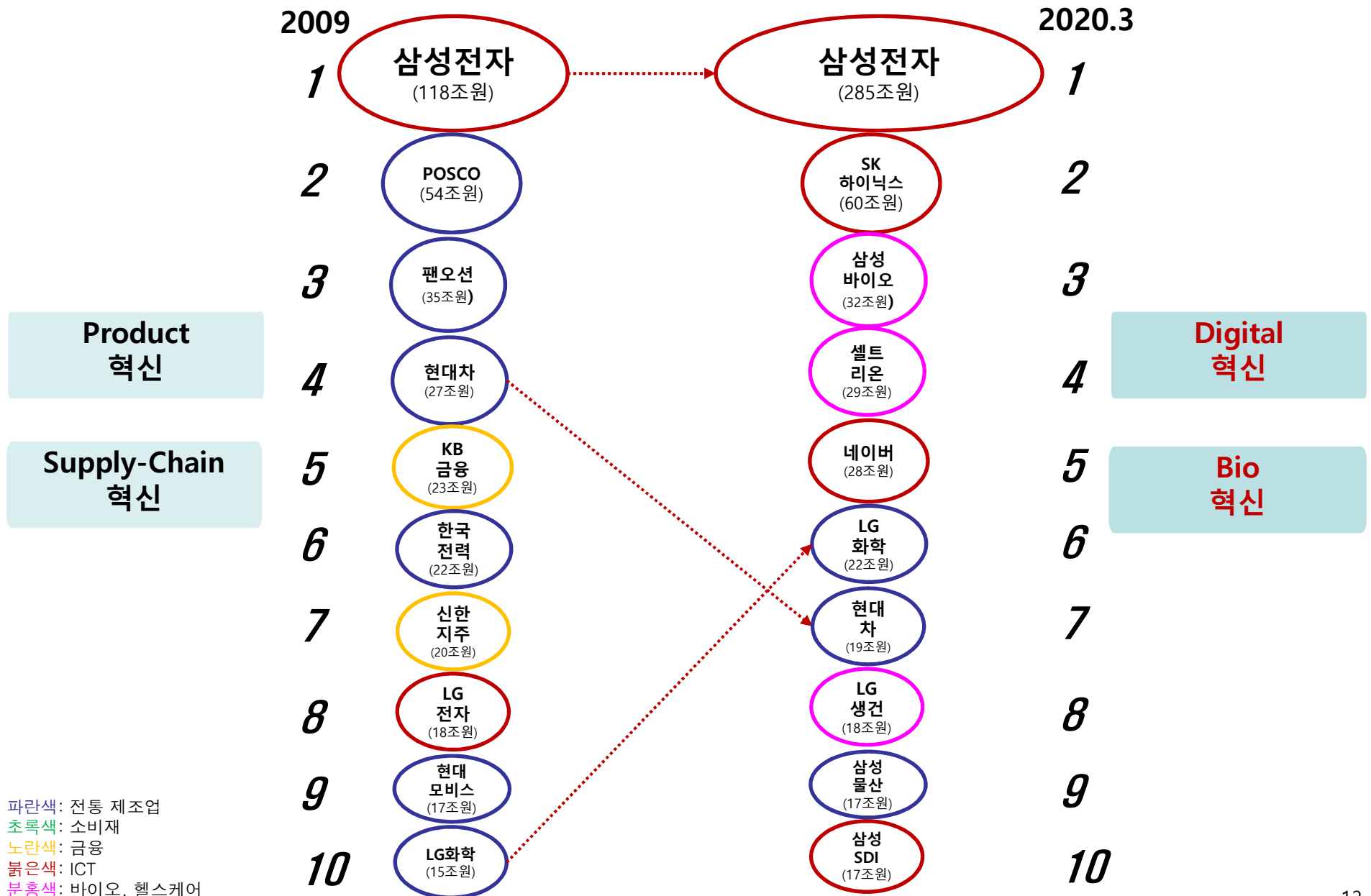


자료: 금융감독원 전자공시시스템

글로벌 산업구조: 상품제조, 공급망 혁신 → 플랫폼, 판매 혁신



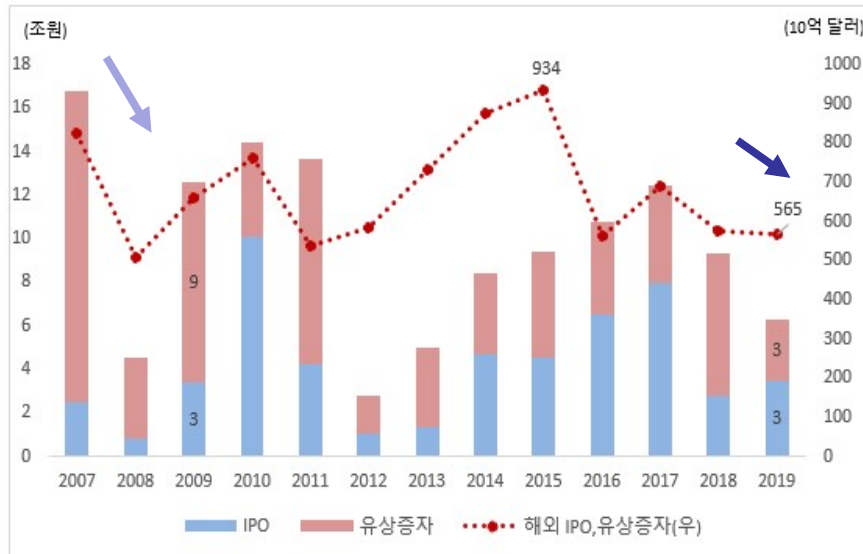
국내 산업구조: 제조업 → 서비스업(ICT, 바이오)



발행시장 변화: 주식발행 위축, 회사채발행 소폭 둔화 예상

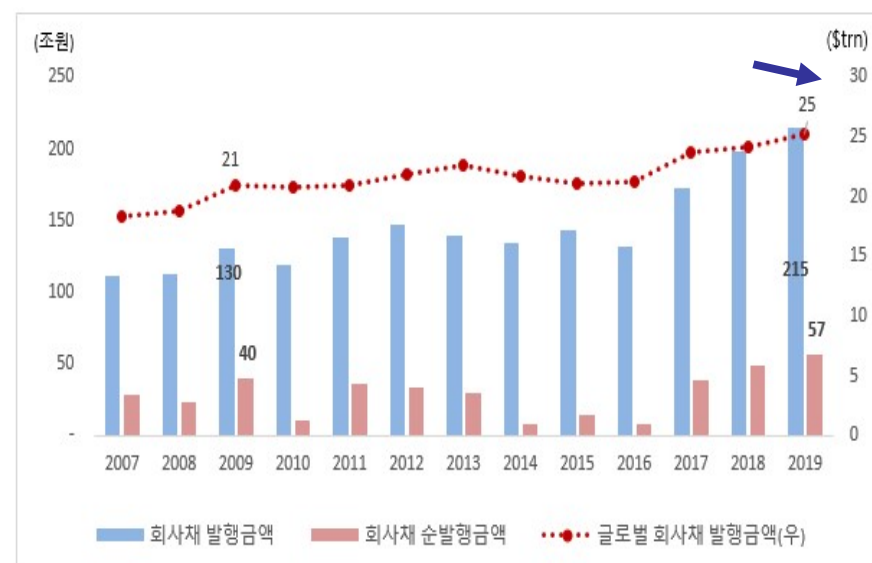
- ❖ 투자수요 감소 및 Valuation갭 확대로 주식발행 시장은 크게 위축될 전망
 - 2008년 글로벌 금융위기 당시 국내외 IPO 및 유상증자 시장은 크게 위축
 - 기업실적이 둔화될 가능성이 높고 신규 투자수요도 줄고 있어 IPO 및 유상증자는 위축될 전망
- ❖ 발행 수요는 증가할 것이나 신규투자 수요 감소로 회사채발행 규모 증가세는 둔화될 전망
 - 기업 자금조달 수요는 증가하고 있으나 신용위험 증가로 회사채 신규투자 수요는 줄 것으로 예상

국내외 IPO 및 유상증자 규모 추이



자료: KRX, 금융감독원, Bloomberg

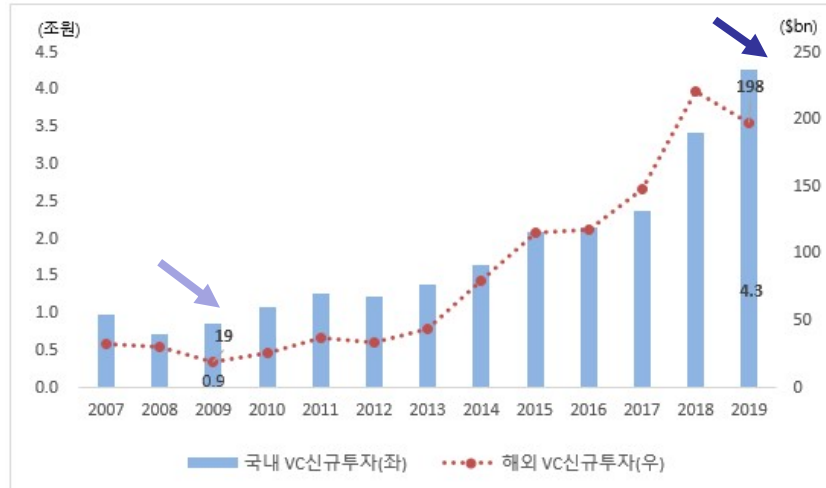
국내외 회사채 발행금액 추이



자료: 코스콤(CHECK), BIS

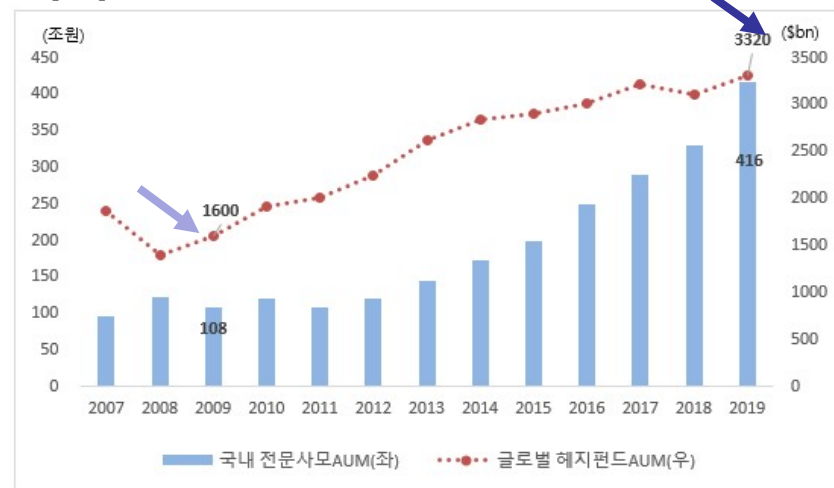
사모시장 변화: VC, 헤지펀드 둔화 / PEF, M&A 성장 가능

VC: 자금공급 위축 및 밸류갭 확대로 둔화



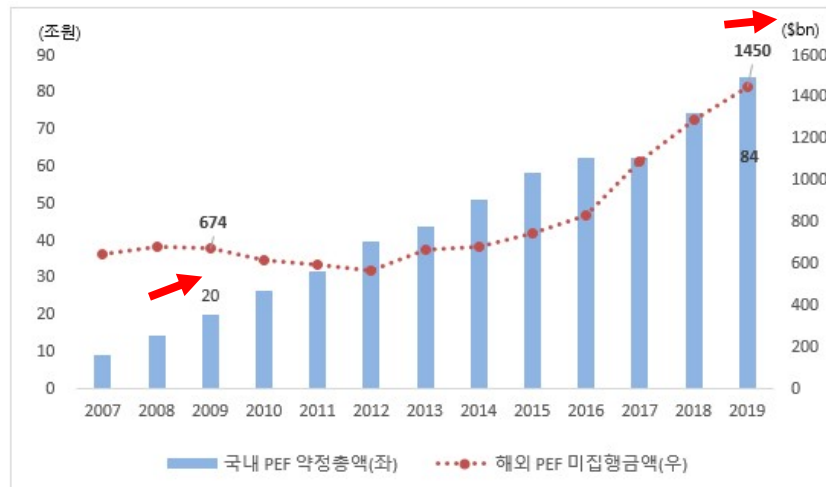
자료: 한국벤처캐피탈협회, crunchbase

헤지펀드: 평판위험 및 위험기피 증가로 둔화



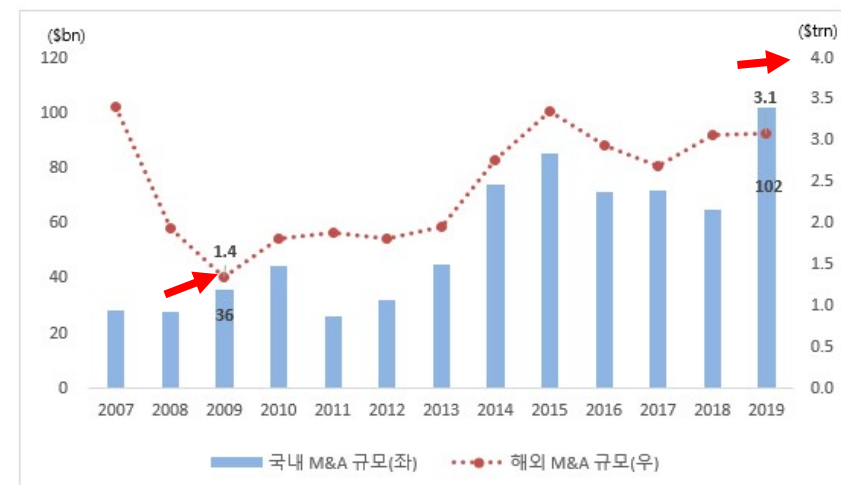
자료: 금융투자협회, HFR

PEF: 구조조정 수요 증가, 규제 효과 상존



자료: 금융감독원, Bloomberg

M&A: 구조조정 수요 증가, 밸류갭 확대 효과 상존



자료: Bloomberg

시장금리 및 채권시장 수급: 초저금리 지속, 외국인 매수 지속

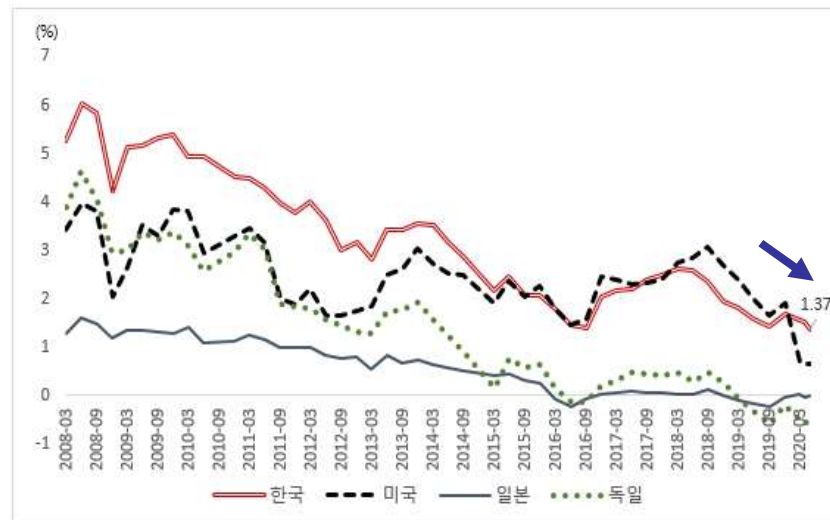
❖ 경기회복 지체로 주요국 국채금리는 낮은 수준을 유지할 전망

- 주요국은 COVID19 확산에 따른 경제충격을 극복하기 위해 기준금리를 큰 폭으로 인하
- 선진국을 중심으로 양적 완화 정책을 추진함에 따라 장기 국채 금리도 지속적으로 하락

❖ 한국 국채의 투자 매력 증대 및 장기투자자 참여 증가로 외국인 매수는 지속될 전망

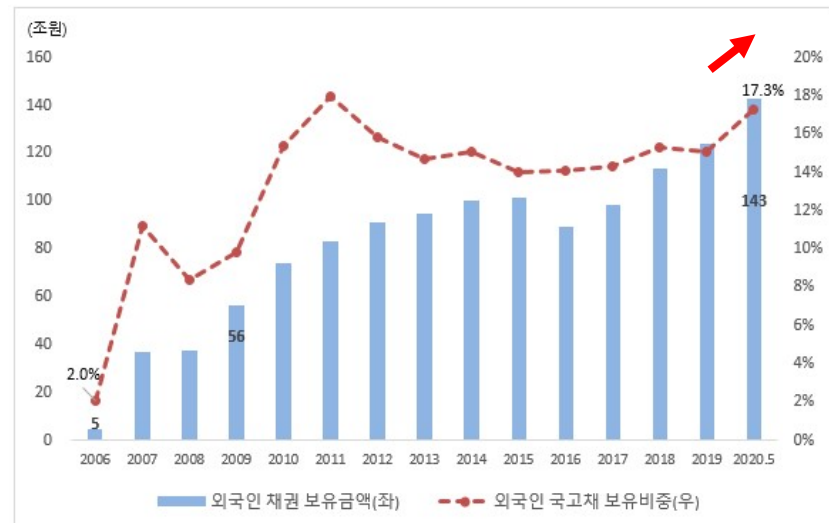
- 한국 국채는 신용등급이 우수하고, 선진국 대비 금리 수준이 높아 외국인에게 매력적
- 글로벌 중앙은행, 국부펀드 등 장기투자자의 한국 국채 매수가 늘고 있으며 주요국 대비 외국인의 국채 보유 비중(15% 내외)이 매우 낮은 수준으로 외국인의 추가 매수 여력이 높음

주요국 10년 국채금리 추이



자료: 코스콤(CHECK)

외국인 채권 보유금액 및 국고채 보유비중 추이

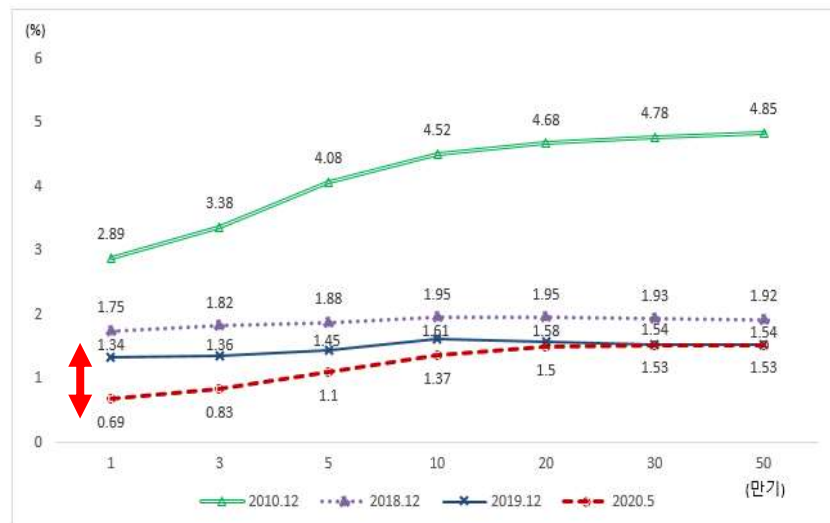


자료: 코스콤(CHECK)

장단기 금리차, 신용 스프레드: 중개기능 회복, 위험 양극화

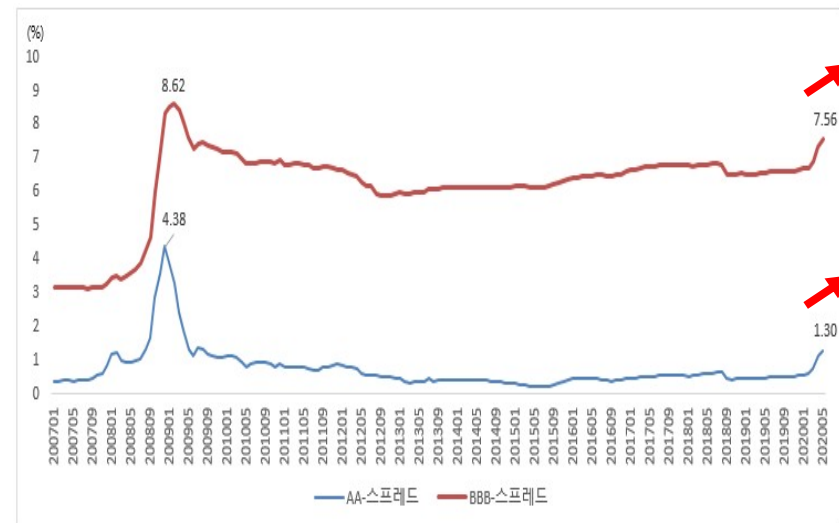
- ❖ 기준금리 하락에 따른 장단기 금리차 확대로 금융중개기능 회복을 기대
 - 금융위기 이후 장기금리를 중심으로 하락함에 따라 이자율 기간구조는 평탄화(Flattening)
 - 최근 기준금리의 큰 폭 인하로 단기금리 하락폭이 커지고 재정 건전성 우려로 장기금리 혼조세가 관찰되면서 장단기 금리차는 다소 확대(Steepening)
- ❖ 증시의 빠른 회복세와 달리 회사채 신용위험은 꾸준히 증가
 - 낮은 신용등급 회사채를 중심으로 회사채 금리가 빠르게 상승
 - 3y BBB- 스프레드: 6.67%('19.12) → 7.56%('20.5)
 - 3y AA- 스프레드: 0.56%('19.12) → 1.30%('20.5)

만기별 국채금리 곡선 추이



자료: 코스콤(CHECK)

회사채 3년 스프레드 추이

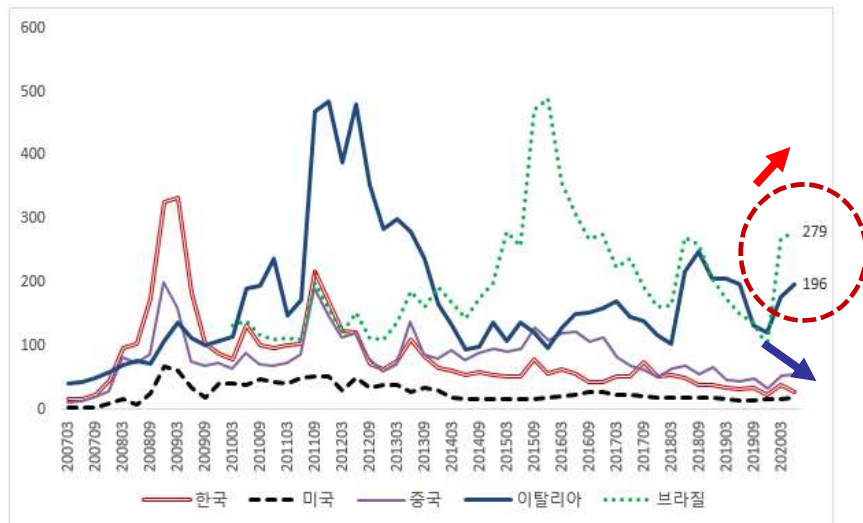


자료: 코스콤(CHECK)

국가 위험 양극화: 신흥국 위험의 큰 폭 증가

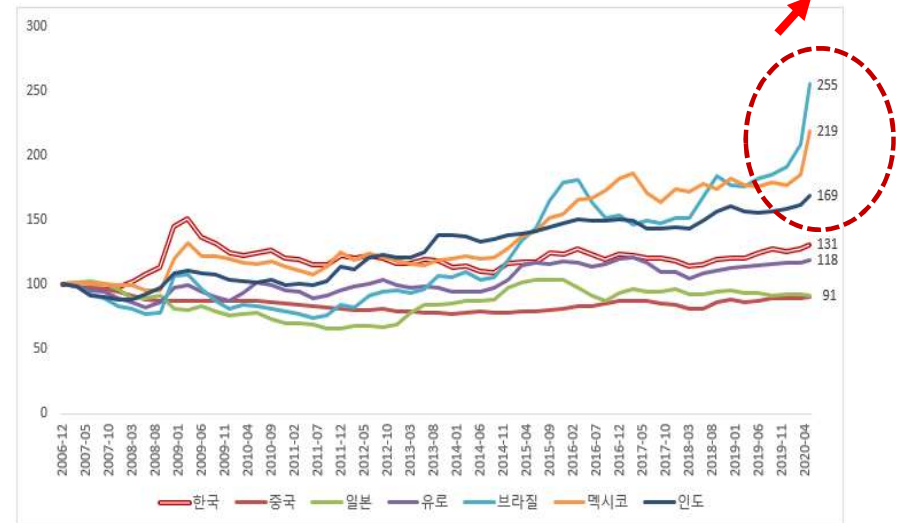
- ❖ 선진국 신용위험은 빠르게 안정세를 찾았으나 신흥국 신용위험은 큰 폭으로 증가
 - 한국, 미국, 중국 등 COVID19 대응에 성공한 국가들은 CDS 프리미엄이 안정세를 기록
 - 이탈리아, 브라질 등 COVID19 대응에 실패한 국가들은 CDS 프리미엄이 큰 폭으로 상승
- ❖ 신흥국을 중심으로 통화가치가 급격히 하락하는 등 국가 재정위험이 증가
 - 브라질, 멕시코, 인도 등 COVID19 확산이 지속되는 국가들은 통화가치가 급격히 하락
 - 재정적자 확대 및 외국인 투자자금의 대규모 이탈로 신용등급 추가 강등 가능성이 제기
 - 2020년 신용등급 강등 국가: 이탈리아, 홍콩, 인도, 멕시코, 아르헨티나 등 35개국
 - 동기간 신용등급 하향 전망 국가: 브라질, 태국, 베트남, 인도네시아 등 37개국

주요국 5y 국채 CDS 프리미엄 추이



자료: 코스콤(CHECK)

주요국 통화가치 추이



자료: ST. LOUIS FED, 2006년말 대미달러 환율을 100으로 가정

단기자금시장: (원화) 안정, (달러) 위험인식

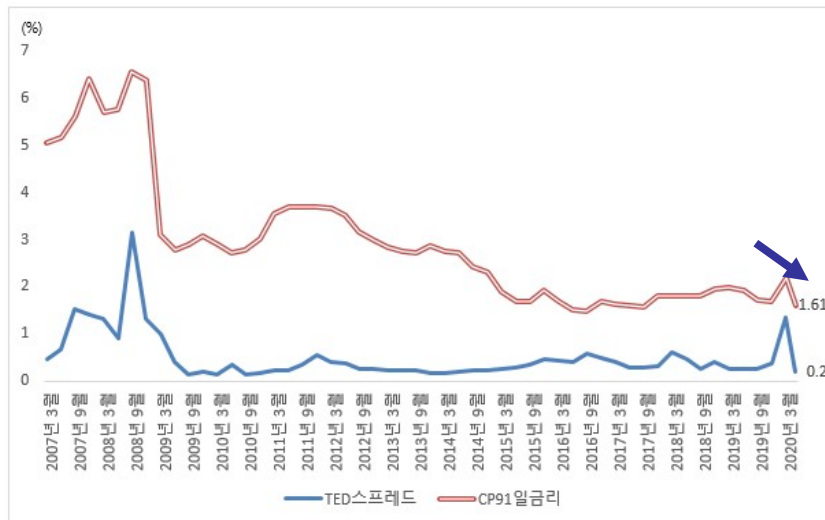
❖ 국내외 단기자금시장은 빠르게 안정세를 찾음

- TED 스프레드는 올해 3월 1.34%까지 상승한 이후 5월말 0.2%까지 하락하는 등 빠르게 안정
- 국내 91일물 CP금리는 금융회사의 유동성 위험 부각으로 큰 폭 상승한 이후 최근 빠르게 안정
 - 91일물 CP금리 추이: 1.68%('19.12) → 2.12%('20.3) → 1.61%('20.5)

❖ 달러 자금시장의 조달 비용은 큰 폭으로 상승

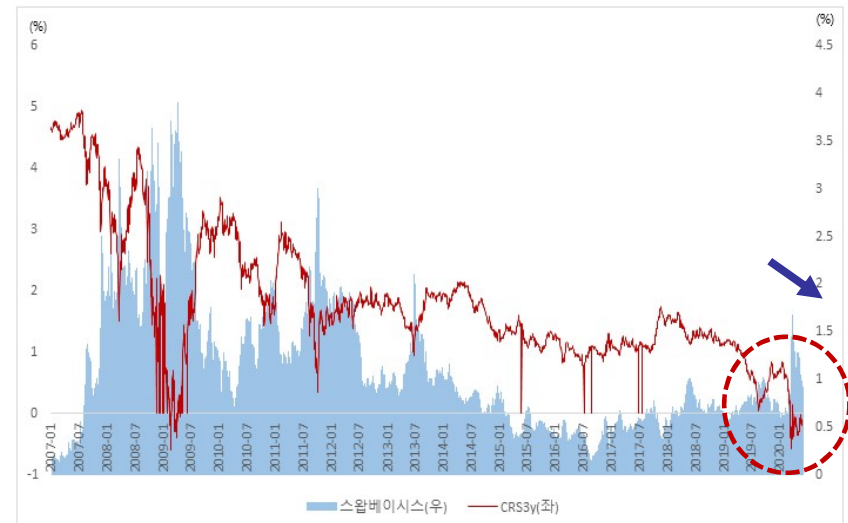
- CRS(3y) 금리는 금융위기 당시와 비슷한 수준인 -0.4~0.1%를 기록
 - CRS 금리가 마이너스인 것은 원화를 빌려주면서 이자를 받기는 커녕 이자를 주는 것을 뜻함

TED 스프레드 및 CP91일물 추이



자료: 코스콤(CHECK)

CRS 금리 및 스왑베이시스 추이



자료: 코스콤(CHECK)

소결) 자본시장 환경 변화: 뉴노말 지속, 꼬리위험 증가, 양극화

뉴노말 지속

- ✓ 초저금리 지속
- ✓ 잠재성장률 둔화 지속
- ✓ 저물가 지속, 스태그플레이션 우려

꼬리위험 증가

- ✓ 경제주체의 위험회피 성향 증가
- ✓ 주식시장 외국인 매도 지속
- ✓ 외화 유동성 위험 증가

양극화

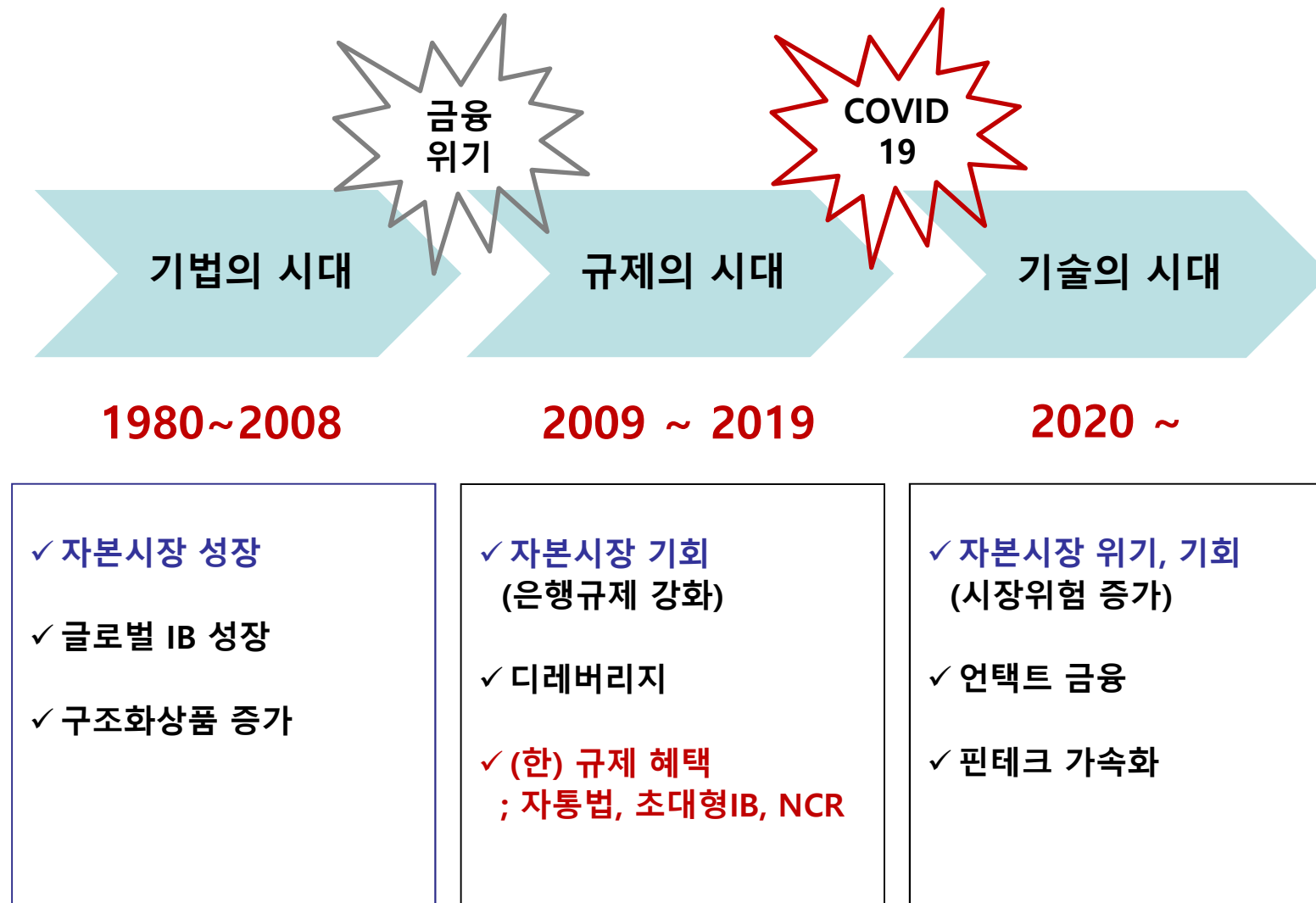
- ✓ 상장기업 실적 양극화
- ✓ 비우량 회사채 스프레드 확대
- ✓ 신흥국 및 일부 유럽국가 신용위험 증가

1 자본시장 환경 변화

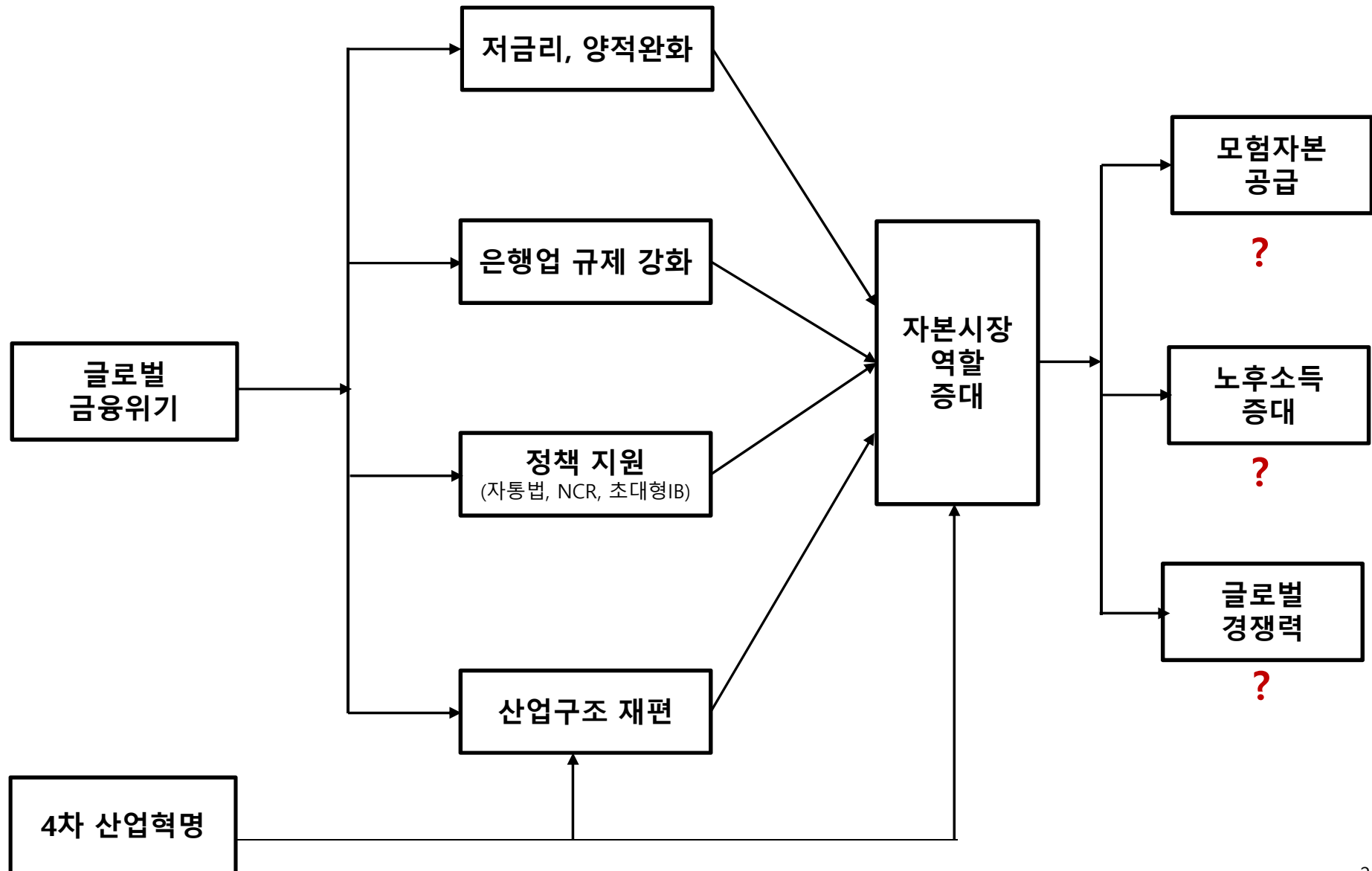
2 금융투자산업 환경 변화

3 금융투자산업 대응 과제

글로벌 금융투자산업의 변화



2008년 금융위기 이후 한국 금융투자산업의 변화



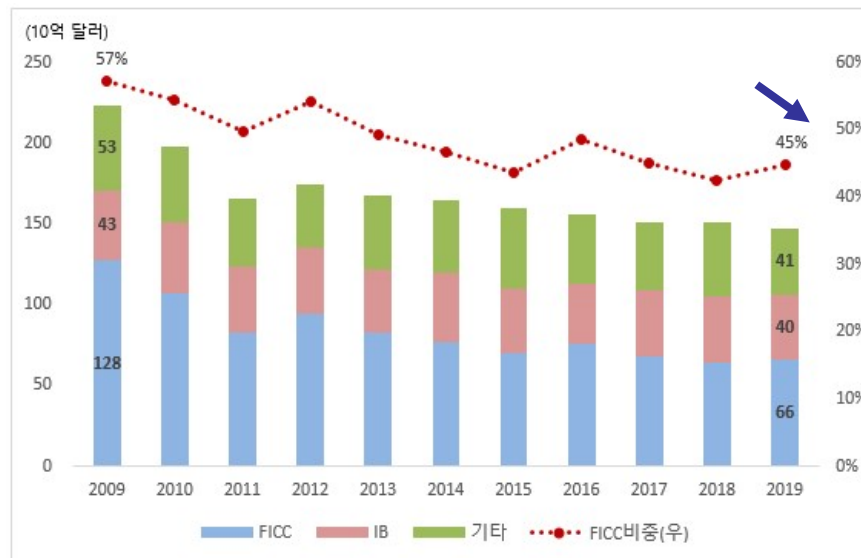
자산운용전략의 변화: 채권·대체 → 무형자산



글로벌 IB 사업 전략: Wholesale → Retail, 자산관리, 핀테크

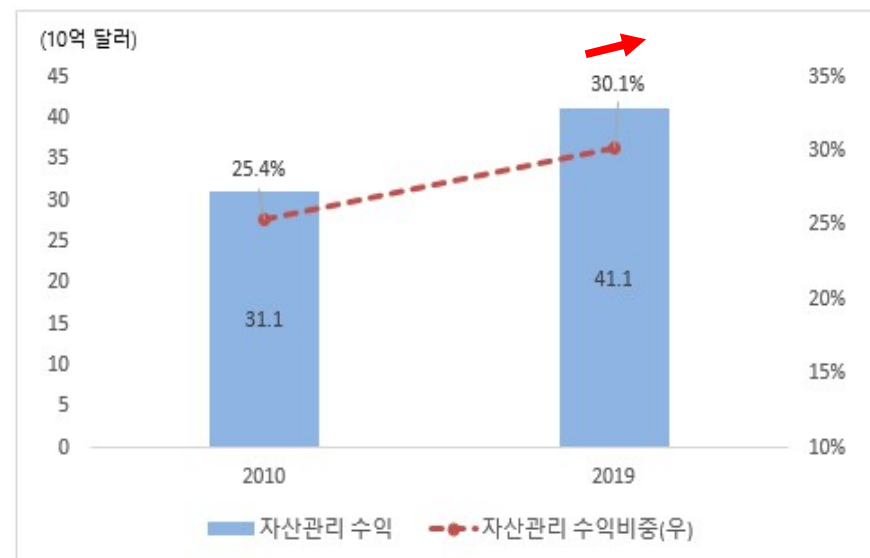
- ❖ 수익성이 둔화되는 가운데, Wholesale에서 Retail로 사업전략 변화 시도
 - FICC 및 IB 등 과거 핵심사업부문 수익성이 약화
 - 최근 모건스탠리가 E·TRADE 증권을 인수하는 등 주요 IB들이 Retail 확대 전략을 추진
- ❖ 저금리 기조 속에서 비대면 자산관리 수요가 꾸준히 증가
 - 저금리 환경이 지속되는 가운데 비대면 자산관리 서비스를 공격적으로 확대
 - 실제 주요 IB들은 자산관리부문에서 높은 수익성을 실현

글로벌 IB의 사업부분별 수익 추이



자료: Coalition, S&P 글로벌

미국 주요 IB의 자산관리 수익 추이



자료: 각사 홈페이지

COVID19 이후 글로벌IB 수익성: ROE 둔화, S&T·IB·WM 견조

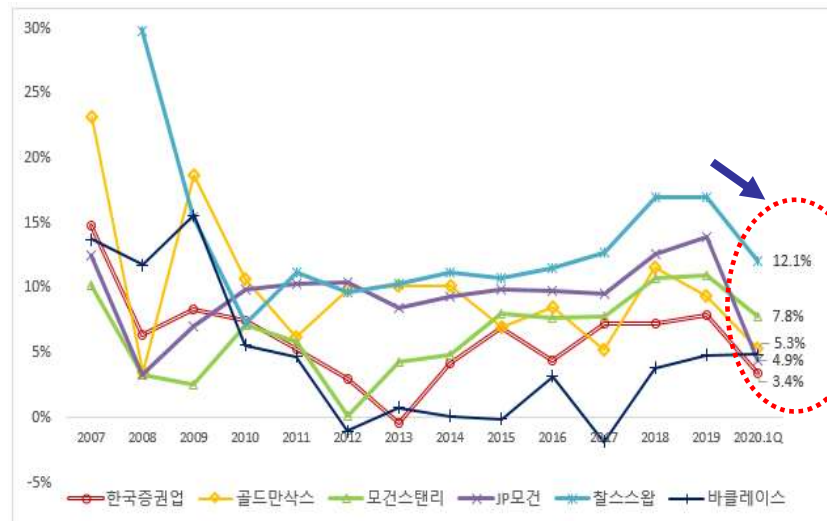
❖ 기업여신 총당금 확대, PI 부분 손실 등으로 ROE가 둔화

- 기업금융 비중이 높은 IB들은 총당금 확대 영향으로 ROE가 둔화
 - 19.1Q V.S 20.1Q: JP모건(14.1% → 4.3%), BOA(10.9% → 6.1%), HSBC(9.3% → 4.5%)
- PI 투자를 적극 수행했던 골드만삭스, 모건스탠리 등도 투자부문 평가손실로 ROE가 둔화
 - 19.1Q V.S 20.1Q: 골드만삭스(9.8% → 5.3%), 모건스탠리(11.9% → 7.7%)

❖ S&T 수익이 크게 증가했으며 IB, WM 부문은 안정적인 수익을 기록

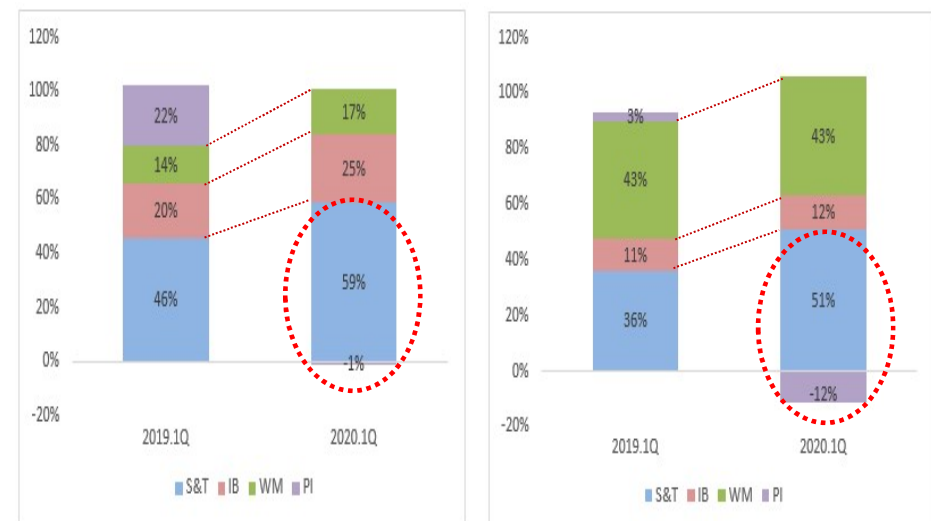
- 변동성 확대에 따른 자기매매, 마켓메이킹 수익 증가로 S&T 부분 수익이 크게 증가
- 변동성 확대에도 불구하고 IB, WM 부문은 안정적인 수익을 기록

글로벌 IB와 국내 증권업의 ROE 추이



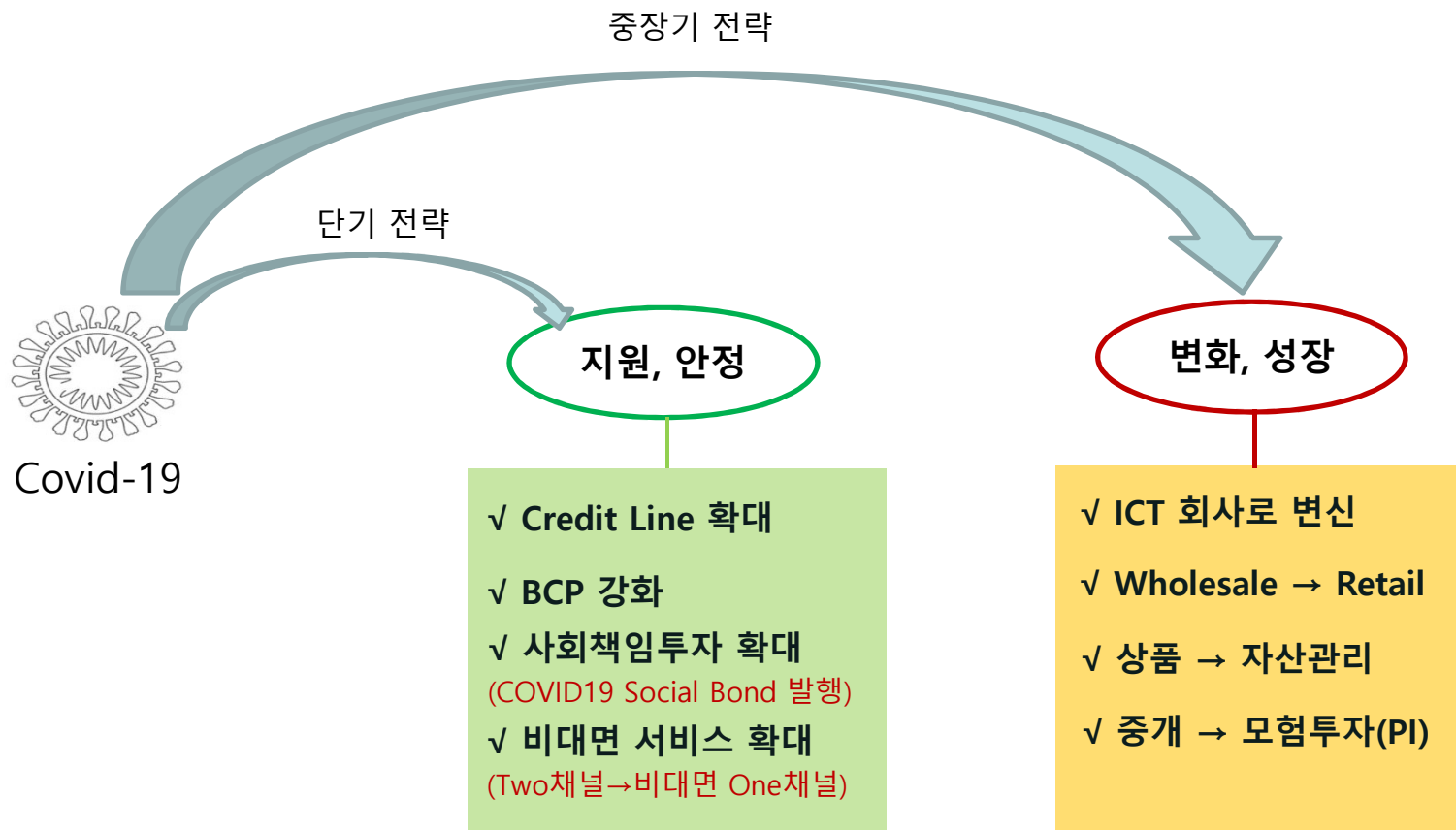
자료:각사 홈페이지, 금융투자협회

골드만삭스, 모건스탠리의 사업부분별 수익 변화



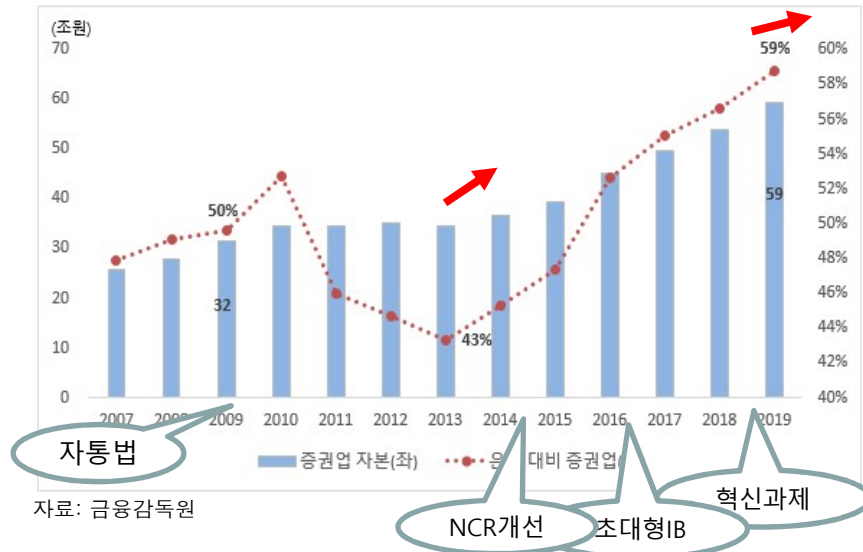
자료:각사 홈페이지

COVID19 이후 글로벌 IB 전략: BCP, 사회책임투자, 비대면

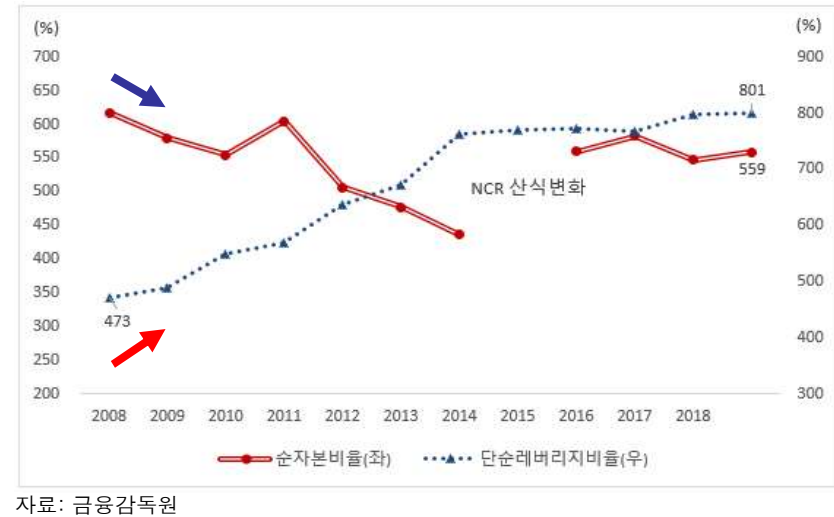


과거 국내 IB 사업 전략: 양적 성장, 브로커리지 → 자기매·매IB

자기자본: 초대형IB 추구 및 수익 개선으로 증가



건전성: 레버리지 확대, 순자본비율 하락



차입부채: 만기가 짧은 ELS/DLS, RP 중심 성장

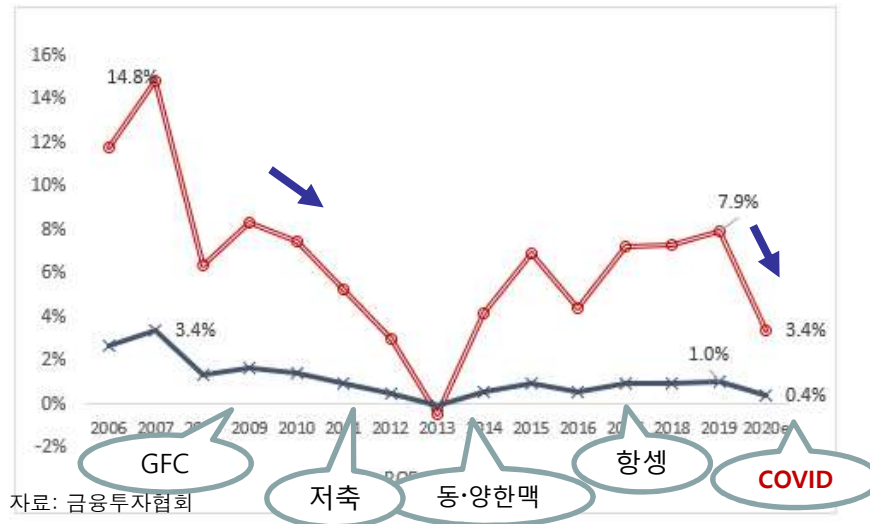


자산: 금융채·회사채, 펀드 보유 증가

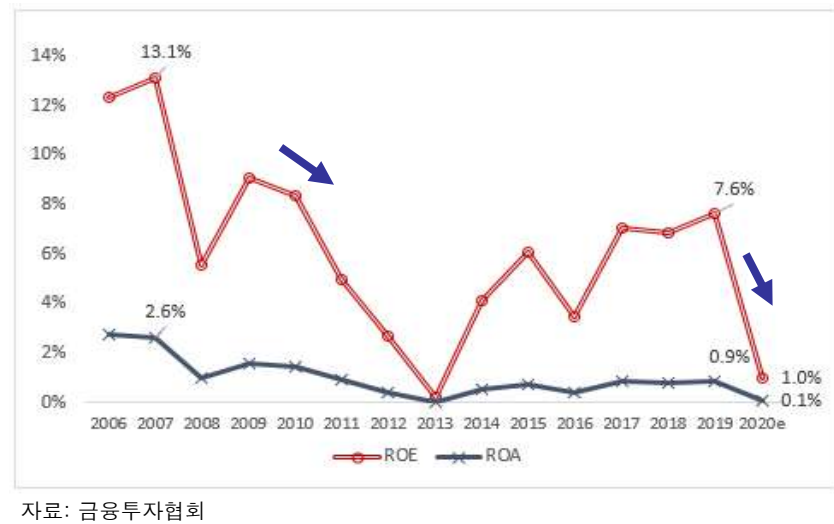


국내 증권업 수익성: ROE 하락 추세 전환 가능성

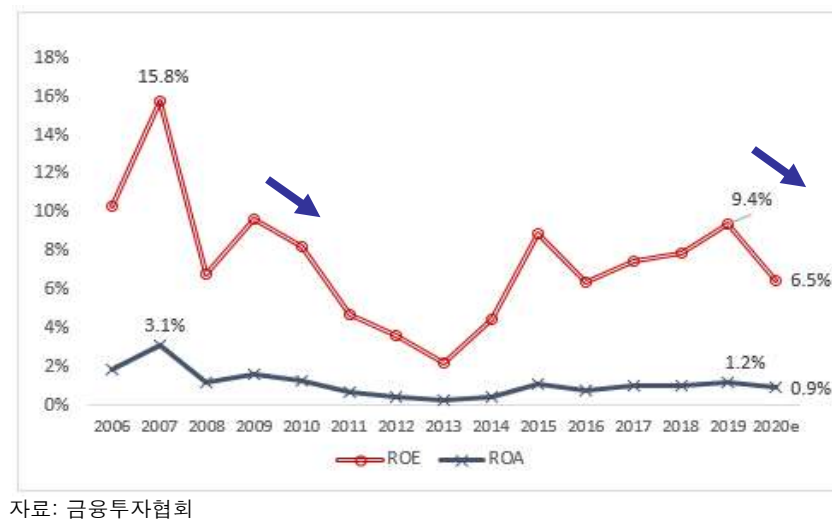
전체: 자기매매, IB 위축에 따른 수익성 악화



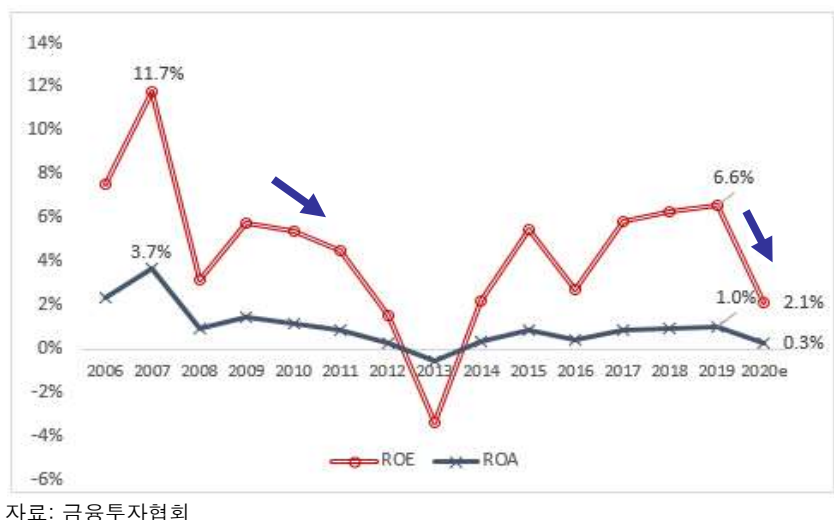
대형사: 자기매매 손실에 따른 수익성 악화



중형사: 수익성 악화, 브로커리지 회복 기대

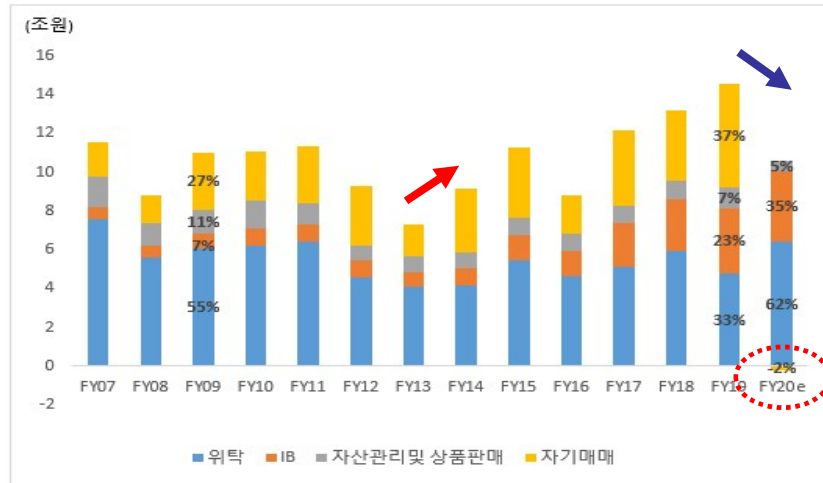


소형사: 수익성 악화, 사업차별화 필요



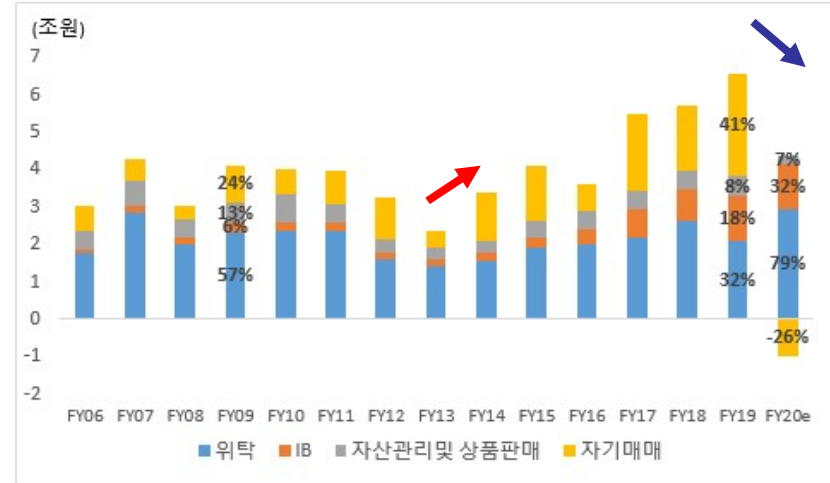
사업부문별 수익성 변화: 자기매매·IB → 브로커리지·IB

전체: ELS,DLS 등 자기매매 부문의 위기



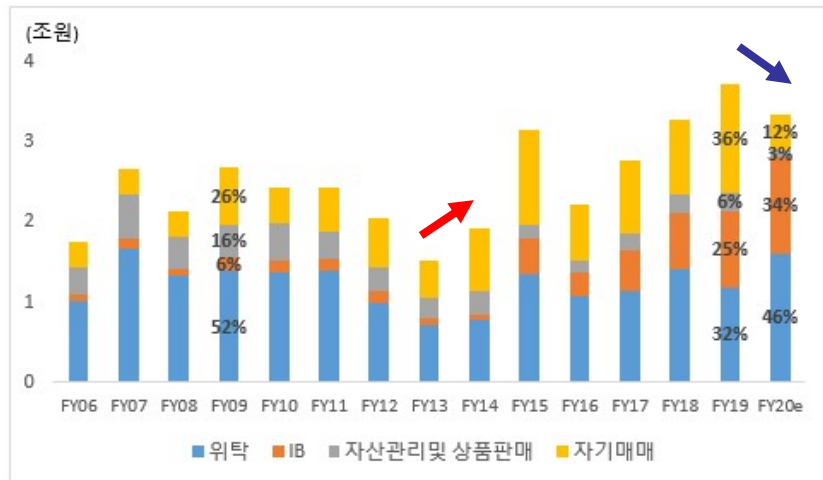
자료: 금융투자협회

대형사: 자기매매 위축, 브로커리지·지IB 기대



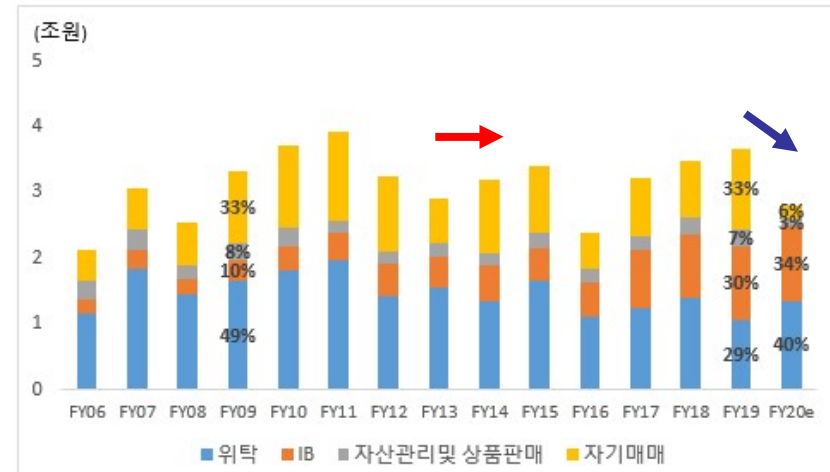
자료: 금융투자협회, 자본규모 1~5위

중형사: 자기매매 위축, 브로커리지·지IB 기대



자료: 금융투자협회, 자본규모 6~10위

소형사: 자기매매 위축 둔화, 차별화 기대



자료: 금융투자협회, 자본규모 11위 이하

증권업 해외사업 수익: 수익성 개선 → 미래 캐쉬카우

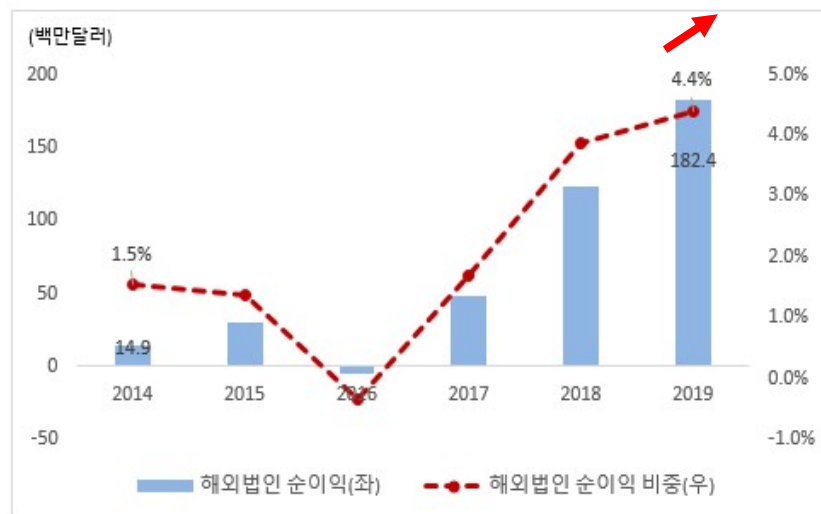
❖ 증권업 해외법인 순이익은 빠르게 증가

- 국내 증권회사는 베트남, 인도네시아, 말레이시아 등 신남방국가에서 높은 수익을 창출
 - 브로커리지, 신용대출, 자기매매 부문 등에서 높은 수익을 실현
- 2019년 증권업 해외법인의 순이익은 약 2,200억원으로 증권업 전체 순이익의 4.4%를 차지

❖ COVID19 이후 중국에서 신남방국가로 기업가치사슬이 이동함에 따라 투자기회는 확대

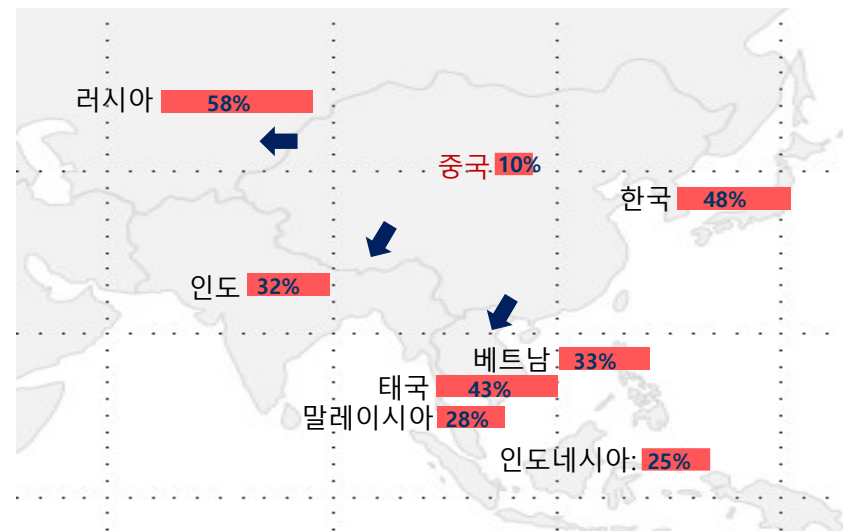
- 반세계화 및 미중 무역 갈등으로 중국에 생산기지를 둔 상당수 기업이 주변 신남방국가로 이동
- 중국은 최근 주가 저점 대비 반등폭이 10%에 불과하나 러시아, 한국, 태국, 인도 등 신남방국가는 큰 폭의 반등을 실현

증권업 해외법인 순이익 규모 추이



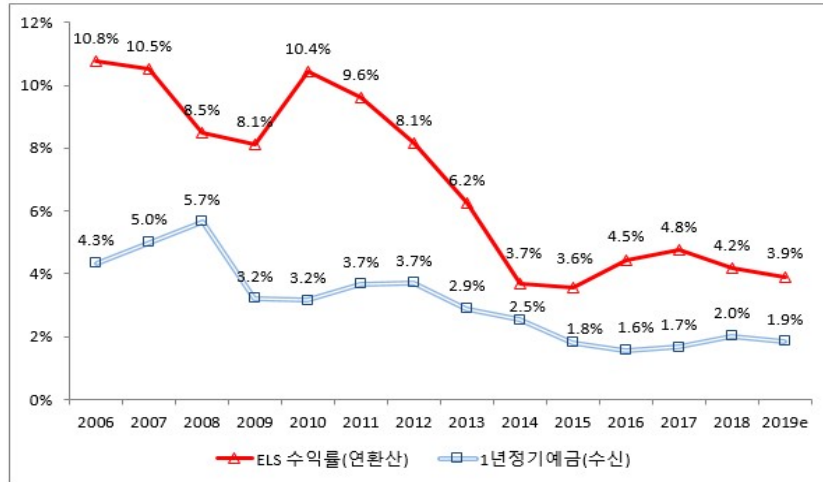
자료: 금융감독원

신남방국가의 주가 반등 현황



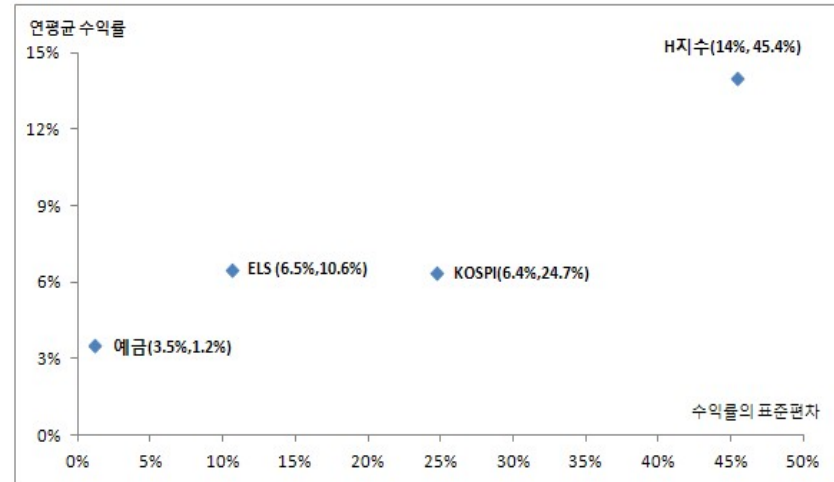
ELS의 기대수익과 위험: 단기투자, 위험선호자 적합한 상품

실현수익률: 예금금리보다 높은 수익률



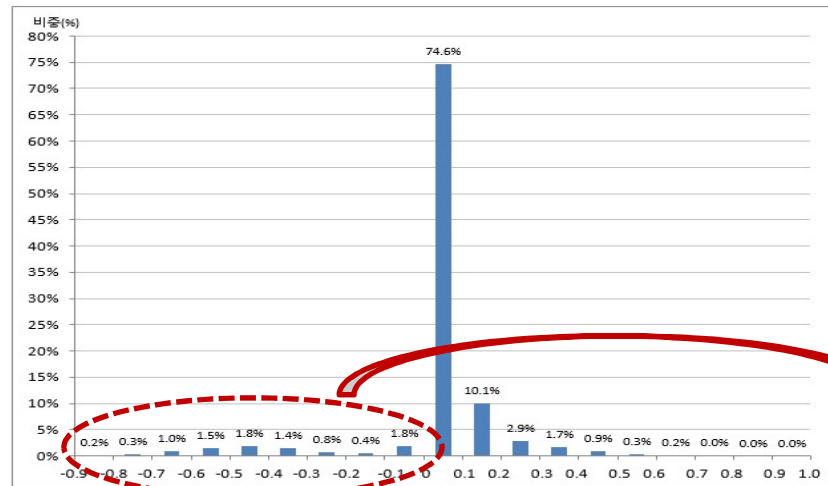
자료: 자본시장연구원, 금융감독원, 코스콤, 예탁결제원

위험-기대수익: ELS 위험조정성과는 우수



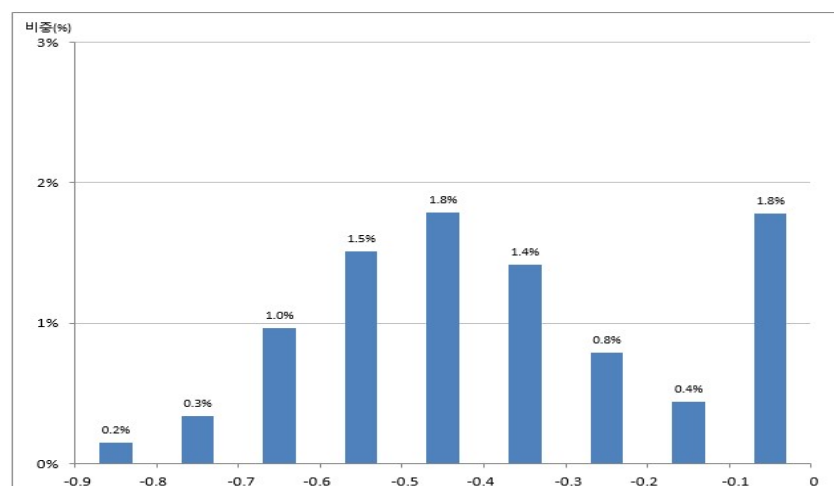
자료: 이효섭(2017)

수익률 분포: 90% 이상 수익, 7% 평균수익률



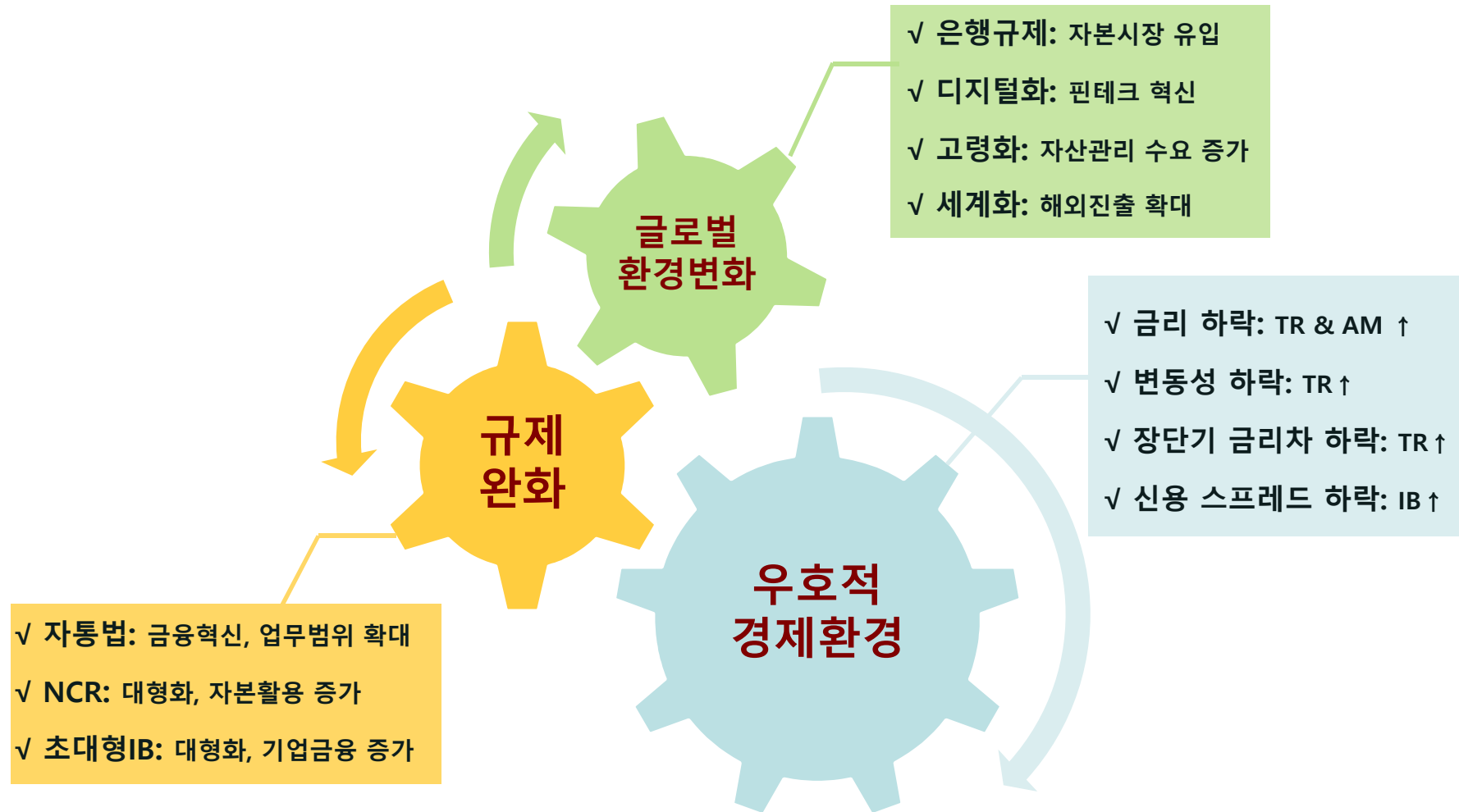
자료: 자본시장연구원, 금융감독원, 코스콤, 예탁결제원

손실 상환 분포: -45%의 저조한 성과

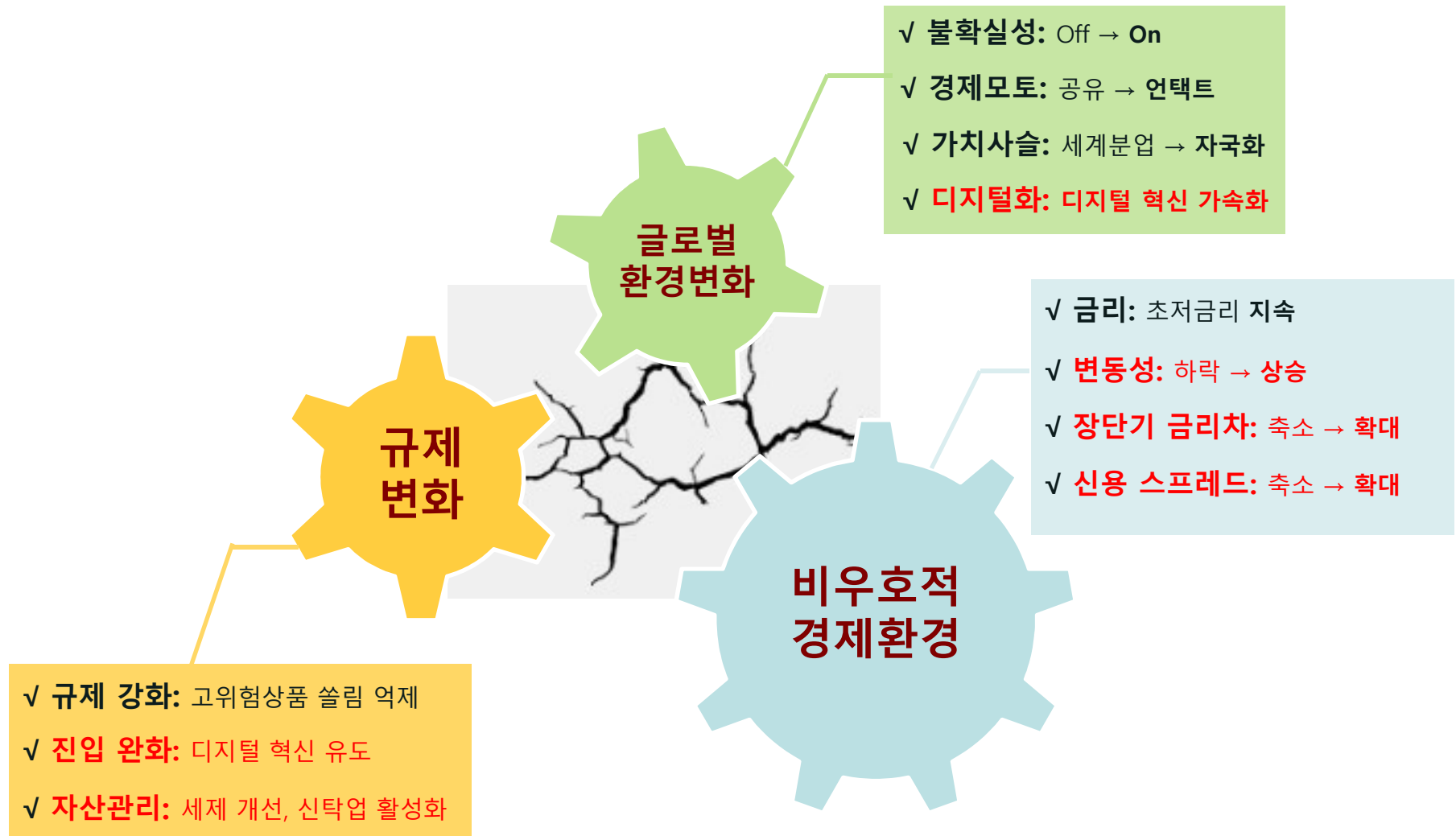


자료: 자본시장연구원, 금융감독원, 코스콤, 예탁결제원

한국 금융투자산업의 과거 성장 동인



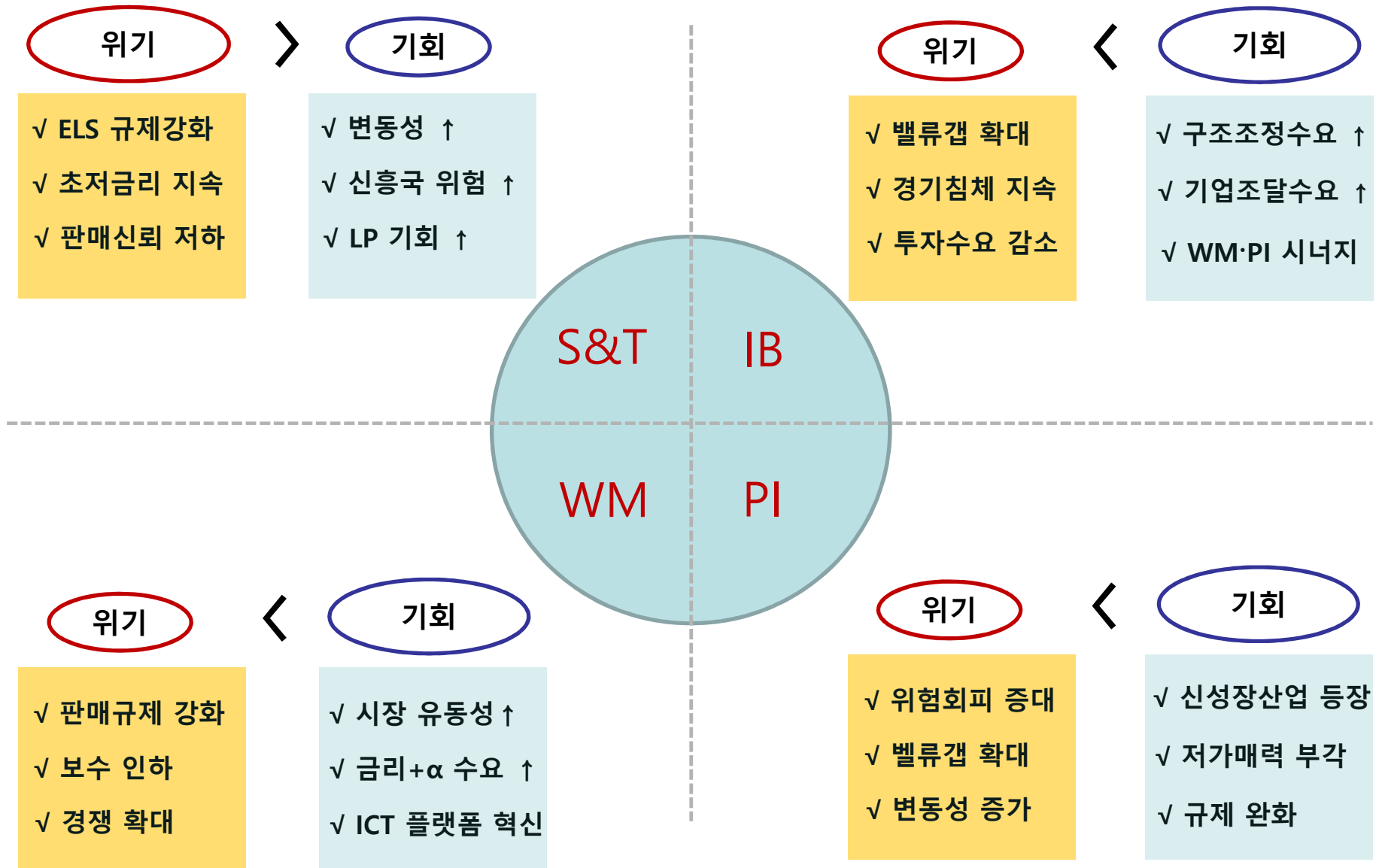
한국 금융투자산업의 미래: 위험과 기회



금융투자산업의 변화 및 대응방향 - 2020년 이후

성장 동인 변화		중개	자기매매 (ELS 등)	IB	자산관리
거시경제 지표	금리 →			++	++
	변동성 ↗	++	-	-	
	장단기금리차 ↗	+	+/-	+	
	신용스프레드 ↗		+/-	++	
규제	상품 규제		-	-	
	진입 완화	+			
	맞춤형 자산관리	++		+	++
국내 외 환경	언택트 이코노미	++		++	++
	디지털 혁신	++			++
	자국화	+/-			

소결) 국내 증권업 사업 부문별 위기와 기회

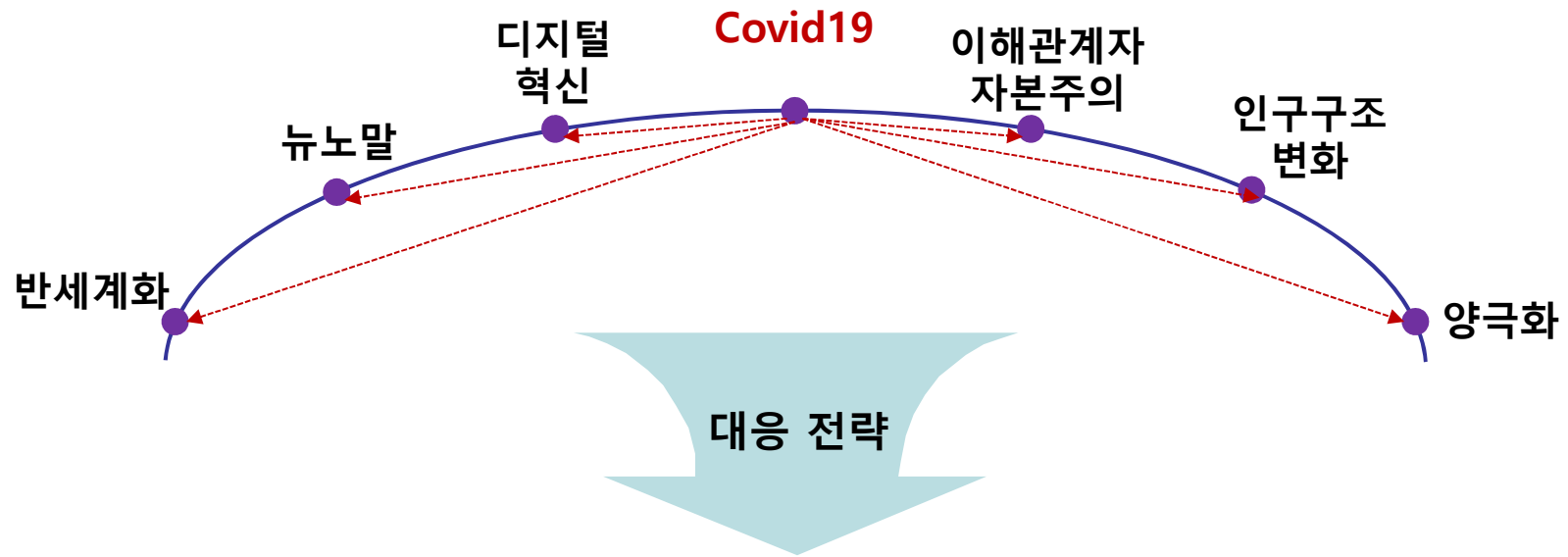


1 자본시장 환경 변화

2 금융투자산업 환경 변화

3 금융투자산업 대응 과제

금융투자산업의 환경 변화 및 대응 전략



✓ 지속가능한 사업 전략

✓ 새로운 투자기회

✓ 전사적 자원배분

COVID 19 이후 금융투자회사의 사업 전략

지속가능 전략

- ✓ 상품 판매 → 자산배분 서비스
- ✓ 주주 자본주의 → 이해관계자 자본주의
- ✓ 고위험 자기매매 → 모험자본 중·개투자

신규 투자기회

- ✓ 재무적 투자 → 임팩트 투자
- ✓ 부동산 자산 → 자본시장 유입
- ✓ 국내 전통 자산 → 무형자산(Pre-IPO), 신흥국

전사적 자원배분

- ✓ 대면 → 비대면
- ✓ 금융증개 → ICT 플랫폼
- ✓ 사내 분업 → 업무위탁, 아웃소싱 확대

금융투자산업의 재도약

위기를 기회로

지속가능 전략 추구

- ✓ 생애주기 맞춤형 자산배분
- ✓ 모험자본 중·개투자 확대
- ✓ 이해관계자 자본주의 대응

신규 투자기회 발굴

- ✓ 임팩트투자 확대
- ✓ 부동산 혁신금융 발굴
- ✓ 장외시·장신흥국 투자 확대

ICT 기반 자원배분

- ✓ 비대면 금융 서비스 확대
- ✓ 업무위탁, 아웃소싱 확대
- ✓ ICT 플랫폼 기반 중·개투자

정부의 정책 지원

지속가능 전략: 생애주기 맞춤형 자산배분 서비스

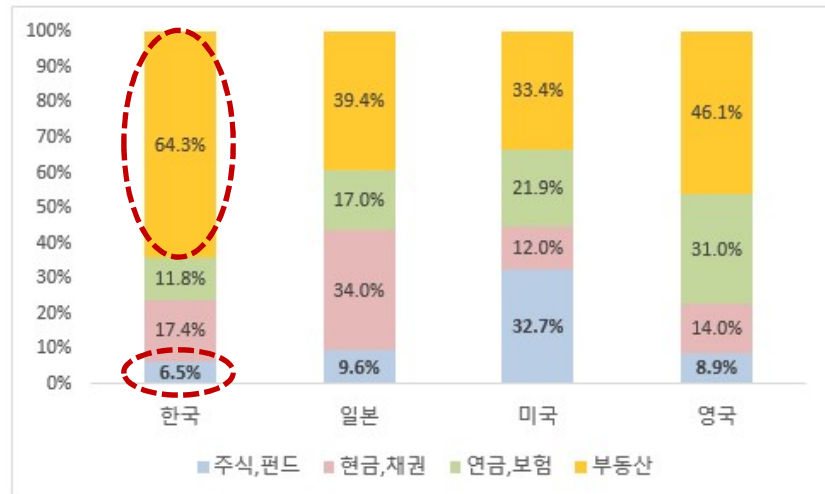
❖ 한국 가계는 효율적 자산배분을 수행하지 못하고 있음

- 한국 가계의 위험자산(주식, 펀드 등) 보유 비중은 6.5%로 주요국 대비 제일 낮음
- 특히 부동산 보유 비중이 매우 높은 가운데 효율적 자산배분을 수행하지 못하는 것으로 판단

❖ 금융투자회사가 한국 가계에 생애주기 맞춤형 자산배분 서비스를 제공해 줄 필요

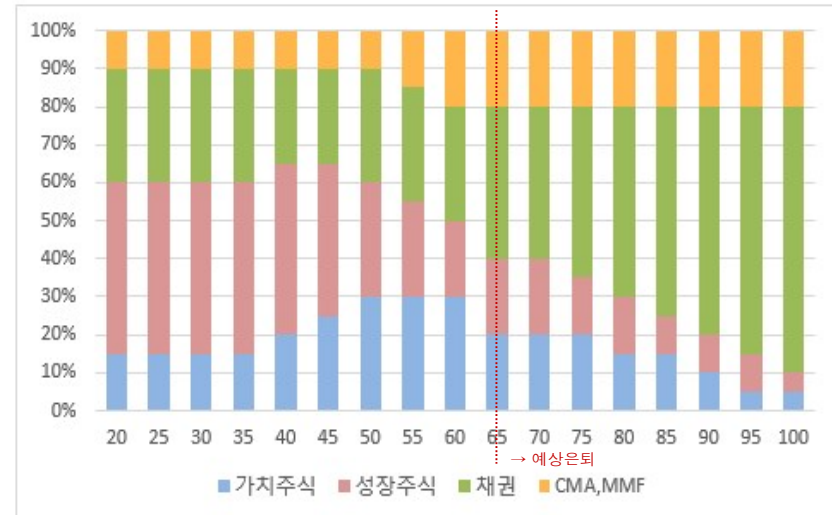
- 고객 데이터를 적극 활용하여 생애주기 맞춤형 자산배분 서비스를 제공
 - 가계의 위험회피 성향, 투자목적, 기간, 은퇴시기 등을 종합적으로 고려
- 비대면 플랫폼을 통해 저렴한 비용으로 자산배분 서비스를 제공할 필요

주요국 가계의 유형별 보유자산 비중

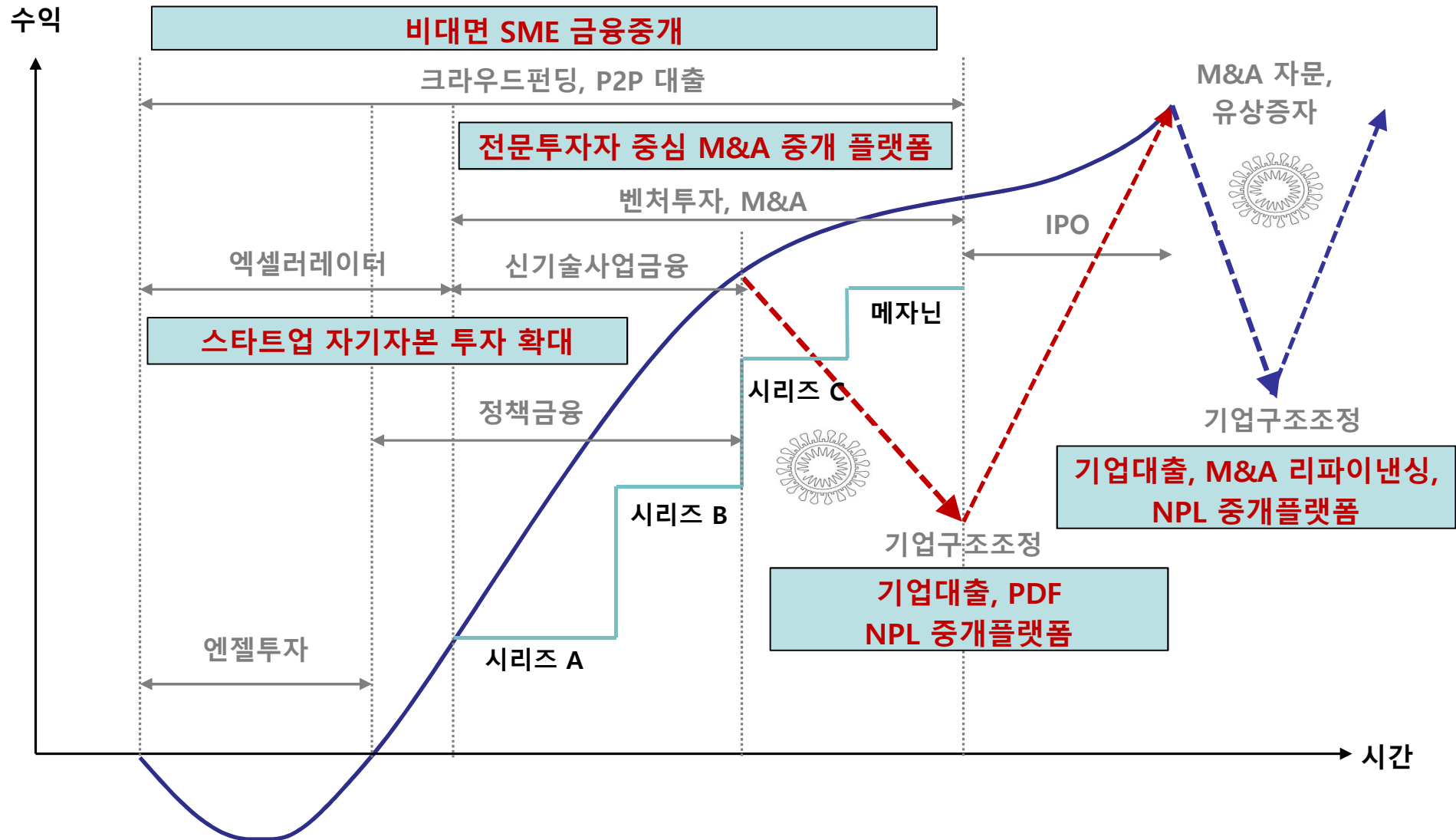


자료: 각국 중앙은행 자금순환동향(2019년 기준, 일본은 2018년 기준)

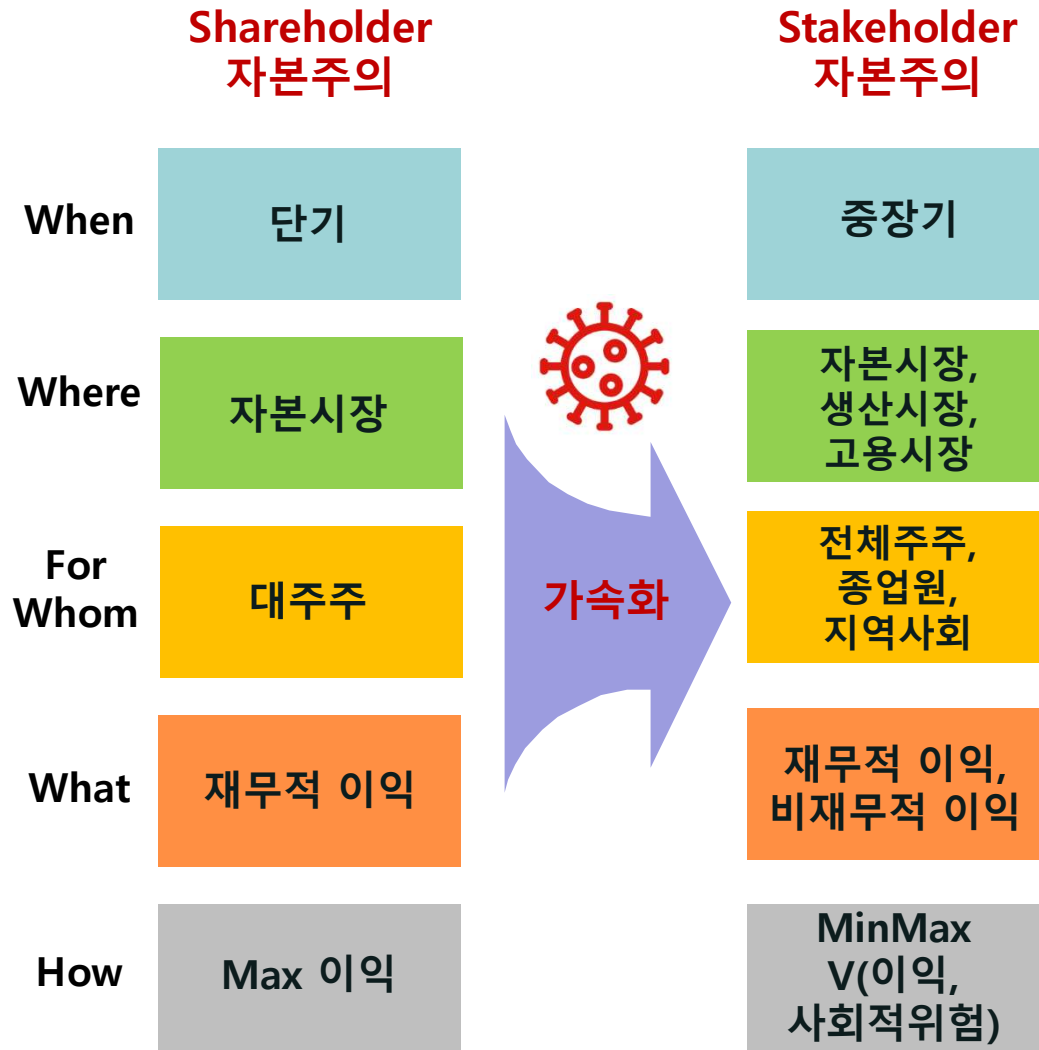
생애주기 맞춤형 자산배분 서비스 사례



지속가능 전략: 모험자본 중·개투자 확대



지속가능 전략: 이해관계자 자본주의의 적극적 대응



금융투자산업 대응 과제



지배구조개선 지원

- 금융지원
- 리서치보고서
- 지수개발



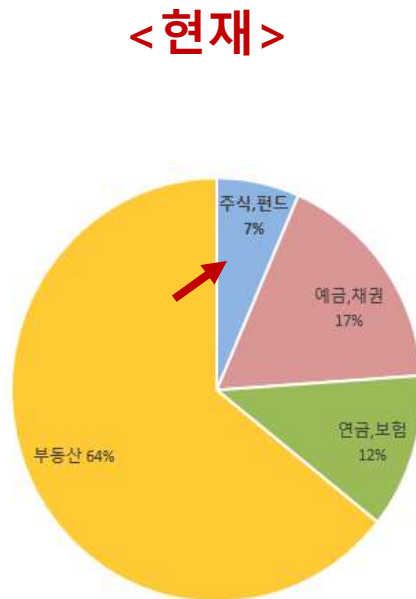
사회책임투자 확대 수탁자책임 강화



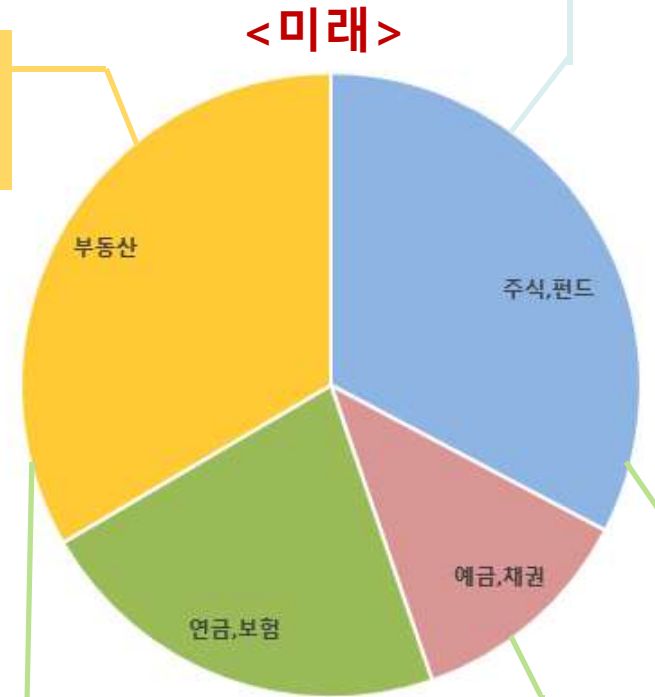
금융플랫폼 확대

- 온라인 경영참여
- 기업 빅데이터
- 투자중개 플랫폼

신규 투자기회 적극적 발굴



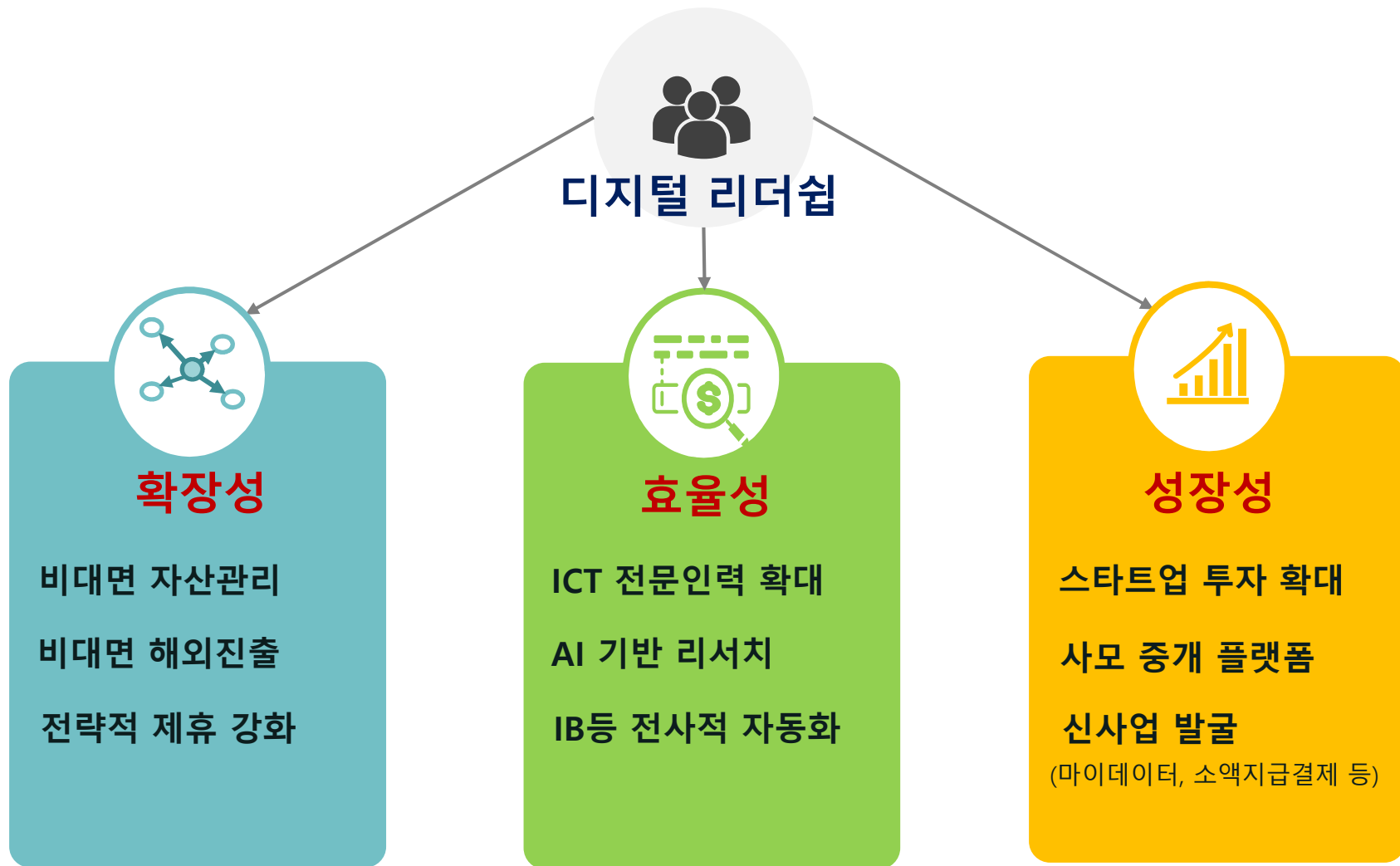
- ✓ 연금결합 역모기지
- ✓ 수익증권발행신탁



- ✓ Pre-IPO 주식 확대
- ✓ 고수익 회사채 확대
- ✓ 신흥국 시장 확대

- ✓ 기후, 사회문제 해결
(예: Social Impact Bond)
- ✓ 민간 임대주택사업 확대
- ✓ 사회책임투자 확대 → 일자리

ICT 혁신을 통한 전사적 자원배분



금융투자산업 재도약을 위한 정책 방향



감사합니다