월간:知

이재원 Market Analyst
jaewon2.lee@yuantakorea.com

大주식시대, 주식시장 머니무브의 원인과 미래

주식시장 머니무브 원인 ①간접적 상품 경유 ②이익 기반 일드갭 확대

최근 국내 금융시장에서는 주식시장으로의 명확한 머니무브가 진행 중이다. 투자자 예탁금은 사상 최고치를 경신하고 있는 반면 은행 원화 예금 증가율은 둔화 중이다. 요구불예금도 22년의 전고점을 넘어서지 못했다. 이런 머니무브의 특징은 직접 거래보다 상품을 경유한다는 점이다. 펀드 설정원본은 10년 이내 최고치를 경신했고 주식형 액티브 ETF도 AUM 증가세가 가파르다. 머니무브의 본질은 수익률이다. 최근 국고채 금리는 여전히 하방 경직적인 움직임을 보이고 있다. 반면 반도체, 산업재 등 구조적 성장 산업의 이익추정치는 지속 상향되며 주식 수익률을 개선시키고 있다. 이익 기반 일드갭 확대의 원인이다.

과거 주식시장 머니무브 사례 돌아보면 자금 유입 추가 지속 가능

26년 2분기 현재 고객예탁금은 6개 분기 연속 증가하고 있다. 2000년 이후 현재보다 더 오랜기간 주식시장 머니무브가 일어났던 시기는 2010년(1분기~11년 3분기, 7개 분기 연속), 2014년(2분기 ~15년 4분기, 7개 분기 연속), 2020년(19년 4분기 ~ 21년 4분기, 9개 분기 연속)의 세 차례였다. 해당 기간 가계 금융자산 내 전년 대비 증권 자산 증가율은 평균 17.2%다. 2009년 이후 평균이 7.9% 임을 감안했을 때 이는 단순 가계 자산의 증가가 아닌 가계 자산배분에서의 주식 비중 확대임을 알 수 있다. 과거 최소 7분기 연속 자금 유입이 지속됐음을 감안하면 현재(6분기 연속)도 향후 2분기 이상 주식시장 머니무브가 추가 지속될 여력이 있다.

퇴직연금과 정부 정책이 부스터, 대형주·성장주 자금 집중 지속될 전망

다만 이번 머니무브는 다음과 같은 이유로 과거보다 더 장기화될 여지가 있다. 첫째, 500조원 수준의 적립금을 쌓은 대형 기금인 퇴직연금의 존재다. 여전히 원리금보장형 자산 비중이 높지만 매년 비중이 빠르게 감소하고 있다. 둘째, 과거와 차별화되는 정부의 강력한 주식시장 부양 정책이다. 배당소득 분리과세와 자사주 소각 의무화, KOSDAQ 활성화와 같은 정부 정책은 코리아 디스카운트로 신흥국 내에서도 저평가 받던 한국 주식시장의 매력도를 제고할 수 있다.

개인투자자의 상품 경유 간접 투자는 대형주 중심, 지수 기반의 패시브 장세를 야기한다. 대다수의 지수 추종 ETF는 시총 가중 방식을 채택하고 있어 자금이 유입될 때 시가총액이 큰 종목에 더 매수세가 유입된다. TOP10, TOP3와 같은 시가총액 상위, 소수 구성종목의 ETF 설정액과 비중이 증가하고 있어 지수 전반에 분산될 유동성도 특정 대형주로 밀집된다. 또한, 최근 ETF 시장은 패시브보다는 테마형 액티브 상품으로 중심축이 이동하고 있다. 특정 상품, 테마로 자금이 유입되는 수급 기반의 가격 형성이 가속화되고 있다. 구조적 성장 산업인 방산, 로봇, AI 인프라 등 국가 전략 산업을 중심으로 자금 유입이 기대된다.

2021년과 다른 형태의 동학개미운동

주식시장 머니무브 원인 ①간접적 상품 경유 ②이익 기반 일드갭 확대

주식시장 머니무브는 현재 진행형이다. 현재(4월 28일) 투자자예탁금은 127조원, 신용잔고는 35.2조원으로 20~21년 동학개미운동 당시의 고점을 경신하며 사상 최고치에 도달했다. 반면 예금은행의 원화 예금 증가율은 추세적으로 둔화되어 증가률이 정체됐으며 대기성 자금인 요구불예금 또한 22년의 고점을 회복하지 못하고 있다.

가계 자금이 안전자산에서 위험자산으로 빠르게 이동하며 KOSPI 신고가 경신의 주체로 활약하고 있다. 주목할 점은 해당 주체의 이동 방식이 간접적 상품을 경유한다는 점에서 과거와 다르다는 점이다.

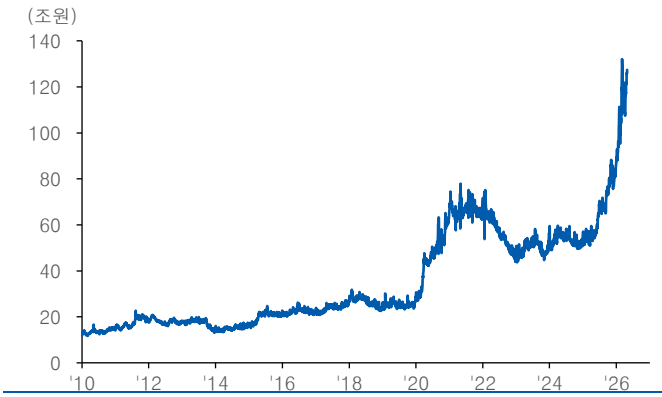
최근 KOSPI 신고가랠리와 동행하는 순매수 주체는 금융투자다. 개인투자자의 ETF 순매수는 LP 및 AP(금융투자)의 기초자산 매수로 이어져 KRX 투자자별 매매동향 통계상 수급에 금융투자 순매수로 집계된다. 25년 이후 금융투자 순매수와 KOSPI 지수는 높은 동행성을 보였다. 3월 KOSPI가 급락하며 개별 종목의 저가매수 기회가 발생, ETF에서 개별 종목으로 개인투자자 수급이 이동했다. 해당 시기를 제외하면 25년 이후의 KOSPI 7천피 도전기 주체는 금융투자 수급 중심으로 이뤄지는 중이고 ETF AUM은 급증하고 있다.

ETF 뿐만 아니라 주식형 공모펀드, 주식형 펀드의 설정원본도 과거와 달리 급증하고 있다. 운용성과(수익률)에 따라 증감하는 순자산총액과 달리 설정원본 증감은 신규 자금 유입을 나타낸다. 과거 동학개미운동 당시 KOSPI 신고가 랠리에도 주식형 펀드 설정원본은 횡보, 공모펀드의 경우 감소했다. 현재는 주식형 공모펀드 설정원본 142조원, 주식형 펀드 설정원본 260조원 규모로 25년초 대비 각각 170%, 98% 급증했다. 과거 직접 투자를 선호하던 개인투자자가 직접 거래보다 상품을 경유하고 있다.

머니무브의 본질은 결국 자산 간 기대수익률 차이에서 비롯된다. 최근 전쟁 이슈로 국고채 금리가 여전히 하방 경직적인 횡보 흐름을 보이고 있음에도 반도체와 산업재 등 구조적 성장 산업의 EPS 추정치는 지속적으로 상향 조정되며 주식 자산의 기대수익률을 끌어올리고 있다. 단순히 금리가 낮아져서가 아니라 기업 이익이 빠르게 늘어서 일드갭이 벌어지고 있다.

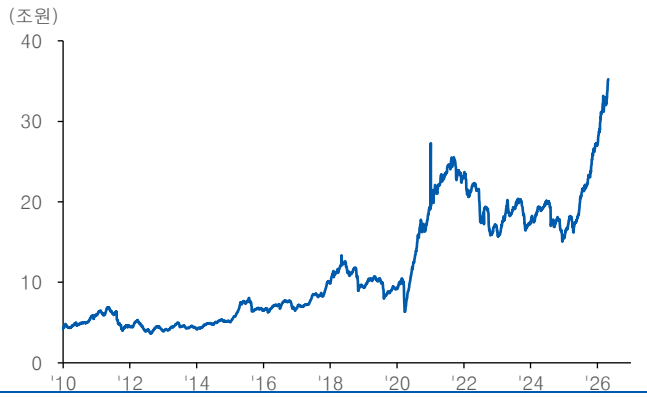
26년 들어 KOSPI 성장 조정 일드갭{실질 기대수익률(EPS Growth+주식수익률-국고채 금리)}은 연초 대비 (+50%P→ +220%p) 급격히 확대되어 2010년 이후 최고 수준에 도달했다. 이는 ① 채권 대비 주식의 상대적 매력도가 사상 최고 수준이며 ② 단순한 유동성 장세가 아닌 펀더멘털에 기반한 자금 유입이 진행되고 있음을 보여준다. 과거 일드갭이 급격히 확대된 시점(2009년 글로벌 금융위기 직후, 2020년 팬데믹 직후 등)은 모두 의미 있는 주식시장 자금 유입과 주식시장 상승의 기점이었다는 점에서 향후 주식시장 머니무브는 지속될 전망이다.

고객예탁금 추이



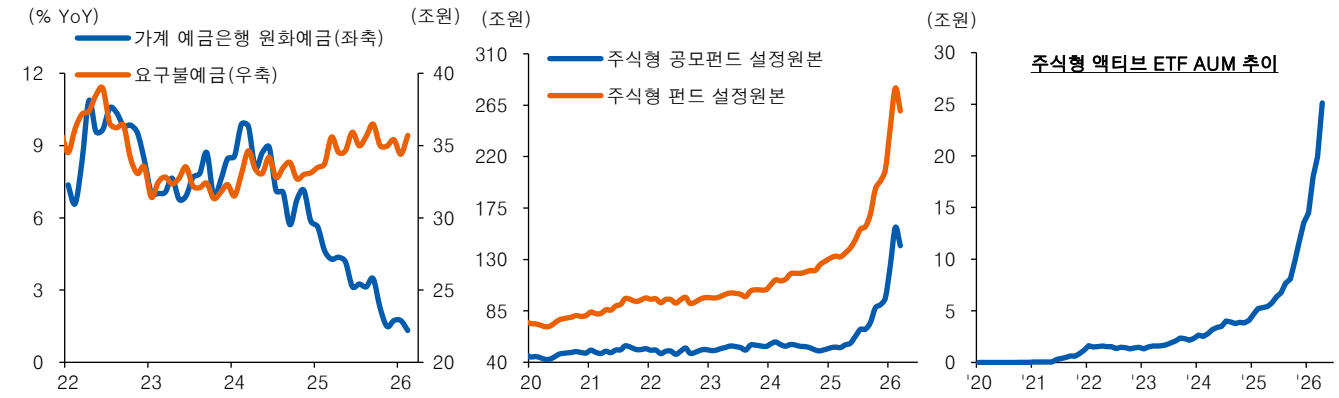
자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

신용융자잔고 추이



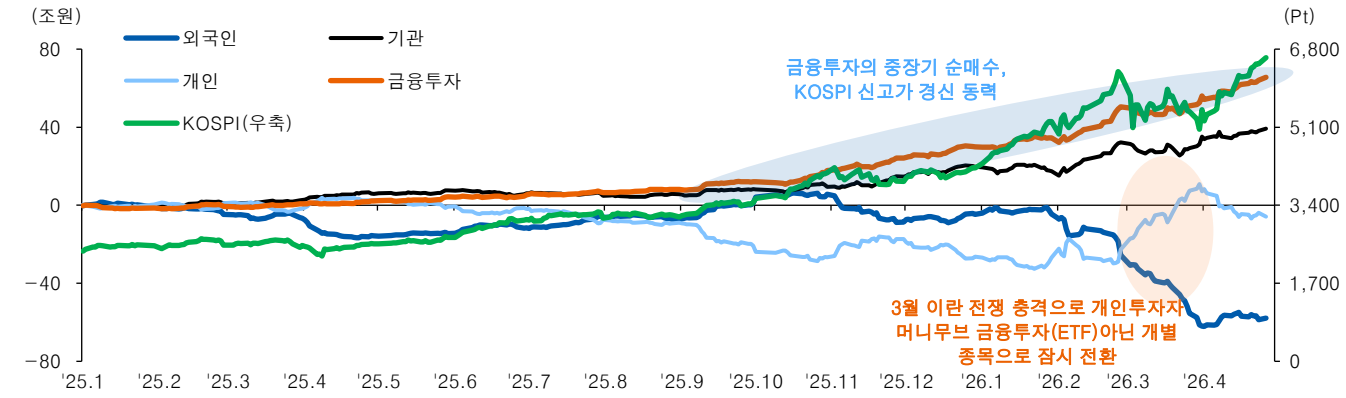
자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

상품 시장 경유하여 주식시장으로 머니무브



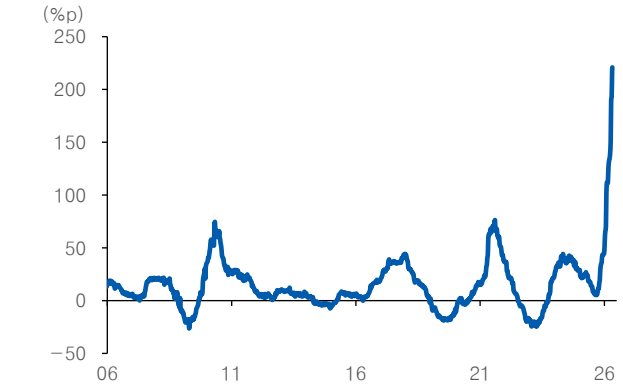
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

KOSPI 신고가 경신 주체는 금융투자



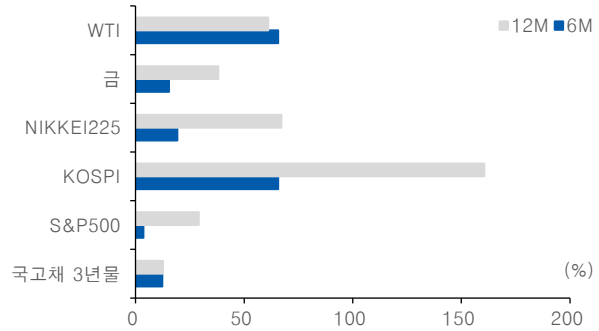
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

상품 KOSPI 성장 조정 일드갭 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

자산별 성과 비교



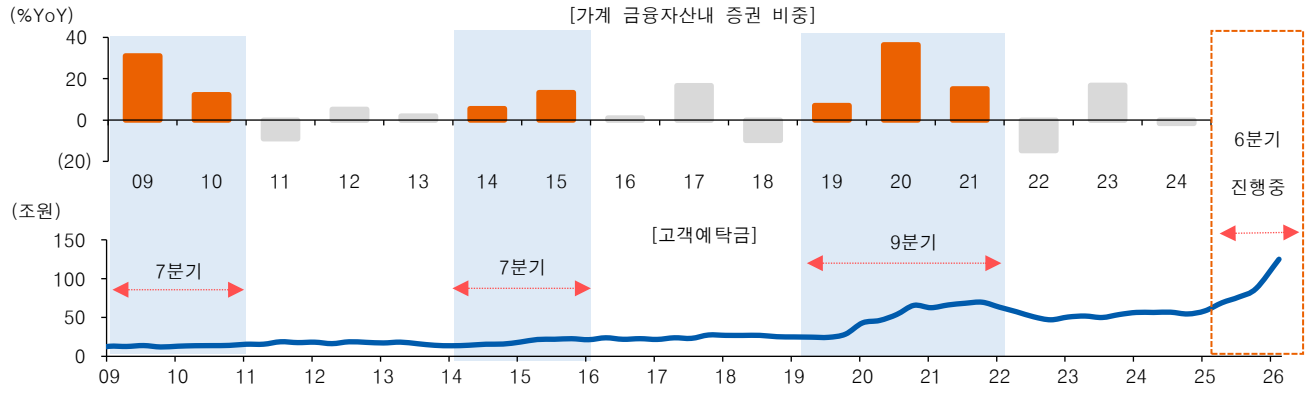
자료: 유안타증권 리서치센터

과거 주식시장 머니무브 사례 돌아보면 자금 유입 추가 지속 가능

26년 2분기 현재 고객예탁금은 25년 1분기 58.5조원에서 현재의 125조원 수준까지, 6개 분기 연속 증가하고 있다. 2000년 이후 현재보다 더 오랜 기간 연속해서 예탁금 증가가 일어났던 시기는 2010년(1분기~11년 3분기, 7개 분기 연속), 2014년(2분기 ~15년 4분기, 7개 분기 연속), 2020년(19년 4분기 ~ 21년 4분기, 9개 분기 연속)의 세 차례였다.

해당 기간 가계 금융자산 내 증권 자산의 전년 대비 증가율은 평균 17.2%였고, 전기간 전년 대비 증가했다. 2009년 이후 연평균 금융자산 대비 증권 비중 증가율이 7.9% 임을 감안했을 때 이는 단순 가계 자산의 증가가 아닌 가계 자산배분에서의 주식 비중 확대임을 알 수 있다. 과거 최소 7개 분기 연속 자금 유입이 지속됐음을 감안하면 현재(6분기 연속)도 향후 4개월 이상 주식시장 머니무브가 추가 지속될 수 있다는 전망이다.

과거 주식시장 머니무브 시기와 비교하면 추가 유입 가능성 크다



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

퇴직연금과 정부 정책이 부스터, 대형주·성장주 자금 집중 지속될 전망

다만 이번 머니무브의 기간은 과거보다 더 장기화될 전망이다. 한국 퇴직연금 적립금 규모는 현재 500조원을 넘어섰다. 특히 운용 성과에 따라 수령액이 변동되는 DC형과 IRP형의 비중이 급속도로 증가하고 있다. 17년 전체 비중의 66%를 차지했던 DB형 비중은 25년 46%로 감소했다. 이는 위험자산 비중을 높혀 적극적으로 알파를 추구하기 위함이다. DB형은 회사가 원금 보장형 위주로 운용하기에 개인이 개입할 여지가 없다.

퇴직연금 시장이 DC형과 IRP형 중심으로 성장하는 가운데 DC형과 IRP형 내 위험자산 비중도 증가하고 있다. 2020년 10.1%에 불과하던 원리금 비보장형 비중은 26년 1분기 현재 28.6%로 5년만에 182.1% 급증했다. 원리금 비보장형으로 분류된 주요 상품군에는 채권형 펀드, 주식형/혼합형 펀드, TDF, 리츠 등 여러 상품이 존재하지만 ETF와 펀드가 앞서 언급했던 금융투자 순매수 증가를 뒷받침한다.

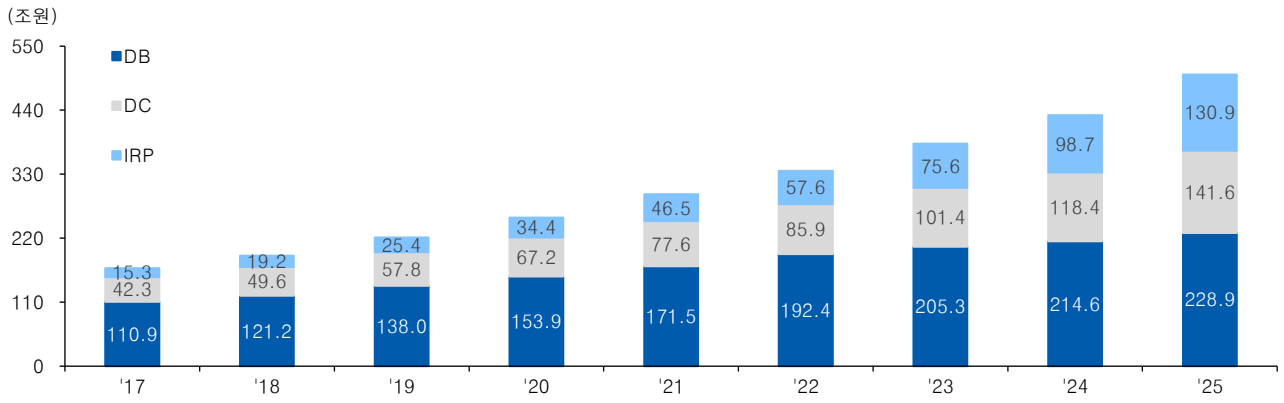
이렇게 투자자의 위험자산에 대한 관심이 커진 원인엔 앞서 언급했던 이익추정치 상향이 주도하는 주식시장 기대수익률 상승이 주요하다. 주식시장 강세에 원리금 보장형의 운용 수익률이 DB, DC, IRP의 종류를 가리지 않고 비보장형 대비 떨어진 것이다. 투자자들이 적극적으로 운용하기 시작한 원인이다. 또한, 과거와 차별화된 정부의 강력한 주식시장 부양 정책도 존재한다. 5천피 달성을 공약으로 했을만큼 현정부의 주식시장 부양 의지는 강력하다. 배당소득 분리과세, 자사주 의무소각, KOSDAQ 활성화를 포함해서 정책이 지속되고 있다.

개인투자자의 상품 경유 간접 투자는 과거와 비교했을 때 뚜렷하다. 연간 개인투자자 누적 순매수 대금 상위 종목을 뽑아봤을 때 최상위 15개 종목 중 ETF 상품은 2010년 0개, 2015년 1개, 2020년 2개에서 2025년 8개, 2026년 9개로 급증했다. 이는 결국 대형주 중심, 지수 기반의 패시브 장세를 야기한다. 대다수의 지수 추종 ETF는 시가총액 가중 방식을 채택하고 있어 자금이 유입될 때 시가총액이 큰 종목에 더 매수세가 유입된다. TOP10, TOP3와 같은 시가총액 상위, 소수 구성종목의 ETF 설정액과 비중이 증가하고 있다. CU(설정단위)당 구성종목 20개 이하의 ETF 비중은 21년 43%에서 26년 현재 46%로, 100개 초과 비중은 동기간 23%에서 18%로 변화했다. 지수 전반에 분산될 유동성도 특정 대형주로 밀집되게 된다.

최근 ETF 시장은 지수형 패시브 보다는 테마형 액티브 상품에 관심도가 집중되고 있다. 26년 연간 개인개인 누적순매수 상위에 TIGER반도체TOP10(7위), KODEX AI전력핵심설비(29위) 등이 포진되었다. 이에 따라 특정 상품, 테마로 자금이 유입되는 수급 기반의 가격 형성이 가속화되고 있다. 수급 주체가 장기성 자금인 퇴직연금임을 고려할 때 구조적 성장 산업인 방산, 로봇, AI 인프라, 신재생 등 국가 전략 산업을 중심으로 자금 유입이 기대되는 이유다.

결론적으로 현재의 주식시장 머니무브는 개인투자자의 간접적 상품 경유에서 비롯되었으며 이익 기반의 일드갭 확대가 그 배경이다. 퇴직연금 시장의 성장에 따라 과거보다 더 장기화될 전망이며 대형주와 국가 전략 산업인 성장주에 머니무브 자금은 집중될 전망이다.

500 조원 넘어선 퇴직연금 적립금, DC, IRP 형 증가 비중 압도적



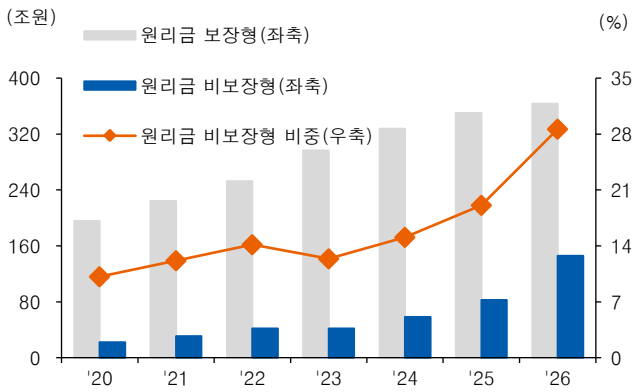
자료: 금융감독원 통합연금포털, 유안타증권 리서치센터

퇴직연금 비교

구분	DB (확정급여형)	DC (확정기여형)	IRP (개인형 퇴직연금)
관리 주체	회사가 운용	본인이 운용	본인이 운용
적립금	회사가 운용	회사가 지급	본인이 직접 납입 + 퇴직금
수령액	퇴직 전 3개월 급여 × 근속연수 (확정됨)	운용 성과에 따라 변동	운용 성과에 따라 변동
특징	임금상승률이 높을 때 유리	투자 수익률이 높을 때 유리	이직/퇴직 시 필수, 연말정산 세액공제

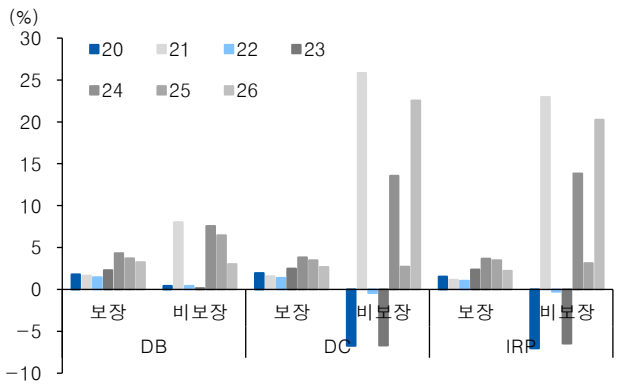
자료: 유안타증권 리서치센터

원리금 비보장형 비중 최근 급증



자료: 금융감독원 통합연금포털, 유안타증권 리서치센터

퇴직연금 운용 수익률



자료: 금융감독원 통합연금포털, 유안타증권 리서치센터

퇴직연금 투자 가능 자산 분류

구분	주요 상품군	세부자산 예시	투자 한도(DC/IRP)
원리금 보장형(안전자산)	예금/저축	시중은행 정기예금, 저축은행 예금, 우체국 예금	100%
	원리금보장형 파생상품	ELB(주가연계파생결합사채), DLB(기초자산 연계 사채)	100%
	기타	RP(환매조건부채권), 보험사 GIC(이율보증형 보험)	100%
원리금 비보장(위험자산)	채권형 펀드	국공채, 회사채 펀드 및 ETF(주식 비중 0%)	100%
	주식형/혼합형 펀드	**인덱스 펀드, 액티브 펀드, 주식형 ETF**	**최대 70%**
	TDF(타겟데이트펀드)	은퇴 시점에 맞춰 자산 배분을 조정하는 펀드	100%
	리츠(REITs)	부동산 투자 신탁(상장 리츠 포함)	최대 70%
	기타 파생상품	채권혼합형 ELS/DLS(조건부 원금 보장)	최대 70%

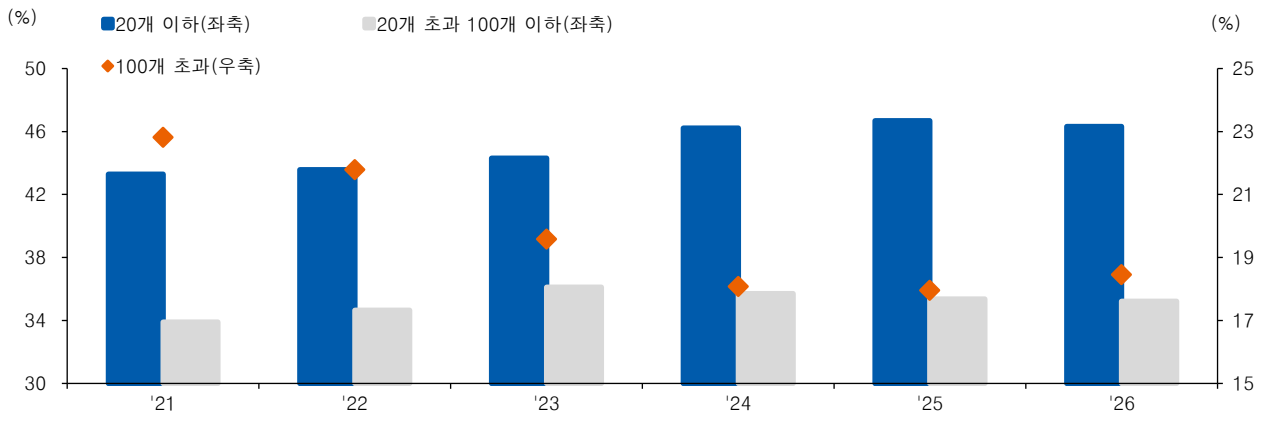
자료: 유안타증권 리서치센터

연도별 누적 개인 순매수대금 순위, 코로나 당시 동학개미운동과 달리 ETF 중심으로 변화중인 개인투자자 수급 (음영 처리는 ETF)

순위	2010년	2015년	2020년	2025년	2026년
1	POSCO 홀딩스	POSCO 홀딩스	삼성전자	TIGER 미국 S&P500	삼성전자
2	SK 하이닉스	SK 하이닉스	KODEX 200선물인버스2X	NAVER	SK 하이닉스
3	삼성전기	현대차	현대차	KODEX 200선물인버스2X	현대차
4	삼성생명	한화오션	NAVER	SK 하이닉스	KODEX 코스닥150
5	한국전력	LG 디스플레이	신한지주	삼성 SDI	KODEX 200
6	대한항공	LG 전자	카카오	KODEX 미국 S&P500	TIGER 미국 S&P500
7	KB 금융	현대건설	SK	KODEX 미국나스닥100	TIGER 반도체 TOP10
8	HL 홀딩스	대한항공	한국전력	KODEX 200	KODEX 코스닥150레버리지
9	태웅	하나금융지주	SK 하이닉스	TIGER 미국나스닥100	KODEX 200타겟위클리커버드콜
10	삼성 SDI	삼성중공업	KT&G	KODEX 200타겟위클리커버드콜	KODEX 200선물인버스2X
11	대한전선	SK 네트웍스	카카오게임즈	한화오션	KODEX 미국 S&P500
12	한화생명	SK 텔레콤	SK 텔레콤	ACE KRX 금현물	KODEX 미국나스닥100
13	KG 모빌리티	KODEX 인버스	KB 금융	두산에너빌리티	한국전력
14	LS ELECTRIC	삼성 E&A	KODEX 인버스	SK 텔레콤	기아
15	고려아연	한미사이언스	현대모비스	삼성에피스홀딩스	NAVER

자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

ETF CU(설정단위)당 구성종목 비중 추이, 소수 정예 ETF 비중 증가. 대형주 수급에 우호적



자료: 금융감독원 통합연금포털, 유안타증권 리서치센터

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이재원)
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할 만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.