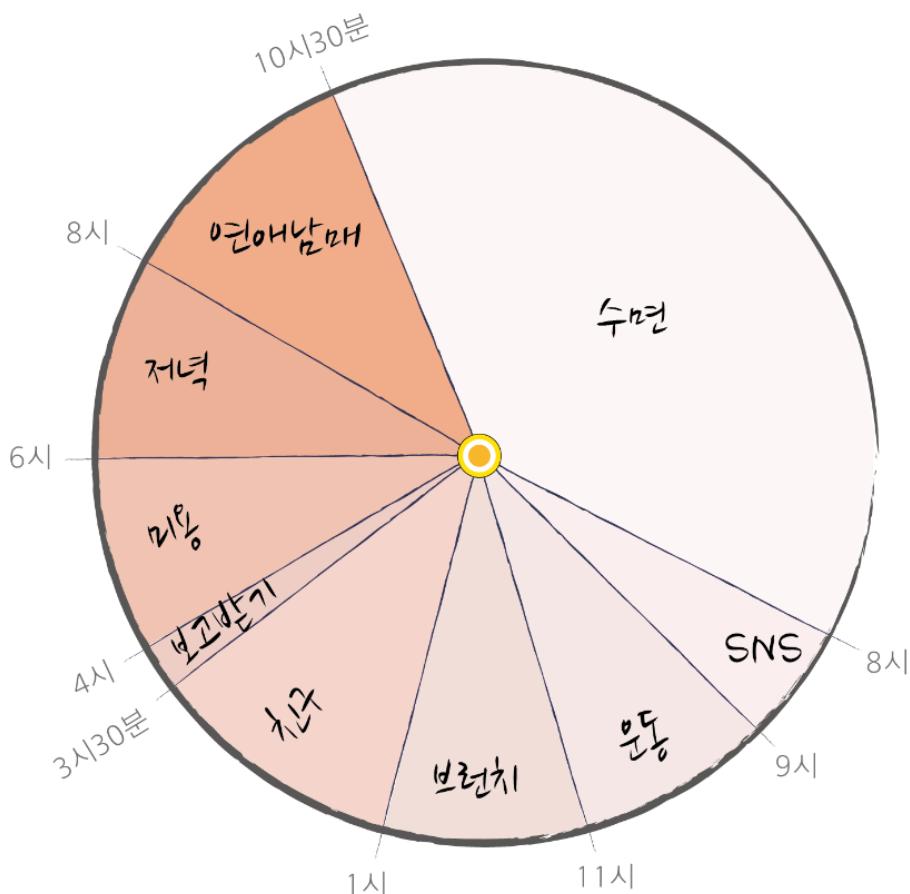


투자전략

X세대 회사 엑싯전략



▶ **투자전략** 박승영 | park.seungyoung@hanwha.com | 3772-7679

은퇴하면
미국은 놀고 먹고
일본은 일하다 죽고
한국은 닦 터긴다

“

”

| C o n t e n t s |

I.	핵심요약	03
II.	X세대 회사 엑시전략	04
	K-직장인의 생애	04
	예사롭지 않은 성공을 향해	06
III.	한국에서 주식중심 자산배분	08
	주식 편향을 가져라	08
	충분히 분산해라, 해외주식을 늘려야 한다	10
	채권으로 위기를 막아라	12
	수익의 원천을 대체해라	13
	세금에 예민해야 한다	15
IV.	포트폴리오 구축	17
	포트폴리오는 개인적이어야 한다	17
	자산배분은 미래의 소득이다	19
	리밸런싱으로 목표에 다가가라	22

I. 핵심 요약

K-직장인의 예사롭지 않은 성공을 위해

한국인은 평균 남자 29.4세, 여자 27.6세에 취업해서 51.5세, 49.3세에 퇴직한다. 일은 하기 싫어도, 하고 싶어도 대략 20년 하면 그만 두게 된다. 지금 우리나라에서 그 시기를 맞고 있거나 그 시기에 가까워지고 있는 사람들의 숫자는 800만명을 넘는다.

개인의 자산배분은 세 가지 요건을 갖춰야 한다. ①장기 관점에서 주식 편향 ②포트폴리오의 충분한 분산 ③세금에 대한 고려다. 투자수익은 자산배분, 마켓타이밍, 종목선별로 결정되는데, 세 요소가 각각 독립적으로 중요하다며 액티브하게 운용할 것이냐, 패시브하게 투자할 것이냐는 자산의 성격에 따라 결정해야 한다. 자산군을 분류할 때엔 가능 적 속성으로 나눠야 한다. 그래야 분산 효과가 어디에서 비롯되는지 파악할 수 있다.

한국에서 주식중심 자산배분

주식은 채권보다 위험하기 때문에 더 높은 수익을 돌려줘야 한다. 리스크프리미엄이 존재할 때 투자자산으로써 가치가 있다. 한국 주식은 리스크프리미엄을 돌려준다고 말할 수 있다. 주가상승률을 배당수익률, 자사주소각률, 주가등락률로 나누보면 확정수익의 비중이 커지고 있다. 벤처업 프로그램은 주주환원을 개선시키는 기폭제가 될 것으로 기대한다.

해외주식에 투자해서 국내주식에 부족한 특징들을 추가할 수 있다. 외국시장과 상관관계는 한국주식의 특성을 드러낸다. 원자재와 달리가 강할 때 상대적으로 부진한 모습이었는데, 중간재 수출 제조업 중심의 특성을 보여준다. 한국주식과 가장 좋은 짝은 미국 주식이다. 한국에 부족한 주주환원과 벤처체인상 업스트림, 다운스트림을 보강해준다.

채권은 실질기대수익률이 낮기 때문에 적게 배분해야 한다. 그럼에도 채권을 보유하는 건 금융위기, 코로나 같은 위기상황에서 주식과 역의 상관관계를 나타내 수익을 보전해 주기 때문이다. 대체자산은 수익의 원천이 달라 주식과 분산효과를 낸다. 헤지펀드는 시장의 비효율이, 벤처투자는 창업기의 아이디어가, 상업용 부동산은 인플레이션이 수익의 원천이다.

자산배분은 미래의 소득이다

한국 가계는 전체 자산에서 부동산 같은 실물자산 비중이 64%다. 일본은 예금비중이 34%로 높고, 미국은 주식비중이 42%로 높다. 한국은 사업소득이, 일본은 근로소득이, 미국은 재산소득이 세 나라 평균대비 높다. 현재의 자산배분이 미래의 소득을 결정한다.

포트폴리오 리밸런싱은 목표로부터 멀어지지 않게, 목표에 더 빨리 다가갈 수 있게 해준다. 적극적 투자전략으로, 핵심은 역발상이다. 리밸런싱은 특수한 상황에 빠지지 않게 해준다. 인기있는 자산을 팔고 인기없는 자산을 사는 건 말이 쉽지 실행하기 어렵다. 평소에 부단한 단련을 통해서만 도달할 수 있다. 실제 수익률이 기대수익률에서 크게 벗어났을 때 남들과 다르게 행동할 용기가 있어야 한다.

II. X 세대 회사 액싯전략

K-직장인의 생애

X-세대의 I/S와 B/S는 한국인은 평균 남자 29.4세, 여자 27.6세에 취업해서 51.5세, 49.3세에 퇴직한다. 일은 하기 싫어도, 하고 싶어도 대략 20년 하면 그만 두게 된다. 지금 우리나라에서 그 시기를 맞고 있거나 그 시기에 가까워지고 있는 사람들의 숫자는 800만명을 넘는다.

마지막 X세대라고 볼 수 있는 가구주의 나이가 평균 45세인 가구는 월 626만원을 벌어서 361만원을 소비하고 118만원을 남긴다. 자산은 5.6억원을 보유하고 있다. 주거 주택을 포함한 현물 자산이 4.1억원, 전월세 보증금, 예금, 보험, 투자자산 같은 금융자산이 1.4억원이다. 부채는 0.9억원이다. 평균 55세 가구는 월 629만원을 벌어 351만원을 소비하고 136만원을 남긴다. 자산은 6.0억원으로 45세 가구에 비해 많다. 부채는 0.7억 원으로 적다.

인플레 활용의 중요성

이들의 10년 전으로 볼 수 있는 2012년 45세 가구의 B/S는 자산 3.2억원, 부채가 0.6억원이었다. 지난 10년 동안 가계 자산이 두 배로 증가하는 동안 부채는 비슷하게 유지됐다. 인플레이션을 잘 활용했다고 할 수 있다. 인플레이션은 양면적이어서 인플레로부터 실질소득을 보존해야 하고, 자산을 늘리는데 인플레를 활용해야 한다. 인플레는 자산을 관리하는데 최우선으로 고려해야 하는 사안이다.

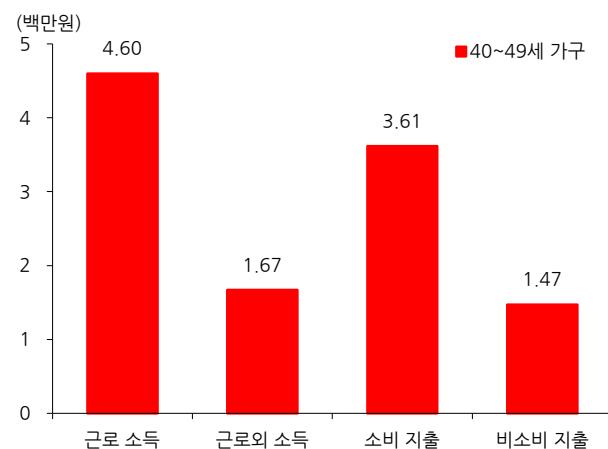
K-직장인의 생애

시계를 넓혀 20대부터 60대까지 한국 직장인의 삶을 조망하면 소득은 20대에 4,000만원으로 시작해 30대에 두 배로 증가한다. 40대엔 증가 속도가 더뎌지고 50대에 정점을 이룬다. 퇴직한 60대엔 절반 가까이 감소한다. 자산은 20~30대엔 전월세 보증금이 주요 자산이다. 40대엔 살 집을 마련하고 50대엔 살 집이 아닌 부동산 자산도 생긴다. 빚은 30~40대에 늘었다가 50대부터 점차 감소하고, 60대엔 20대보다도 적어진다.

50대 전환점

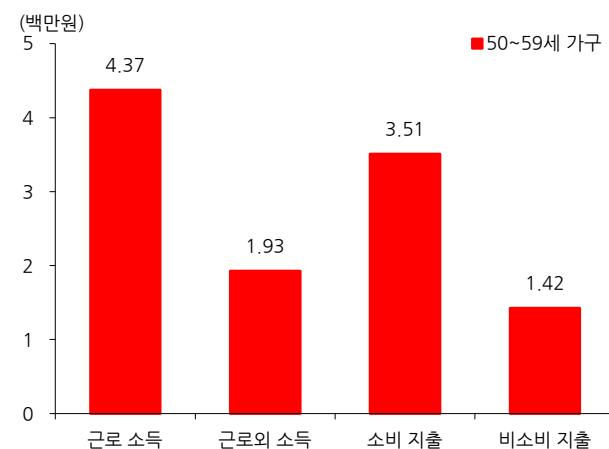
한국인의 소득과 자산은 50대에 전환점을 맞는다. 20대부터 40대까진 소득, 자산, 부채가 같이 증가한다. 50대엔 소득이 여전히 많고 빚도 좀 갚아서 자산을 운용할 여지가 생긴다. 한국의 X세대는 언젠가 끝날 직장생활에 대비해 자산을 운용해야 하는 시기를 맞고 있다. 10년 뒤 누구는 여유 있을 것이고 누구는 빠듯할 것이다. 지금부터 10년을 어떻게 대비하느냐에 달렸다.

[그림1] 40 대 가구의 수입 지출



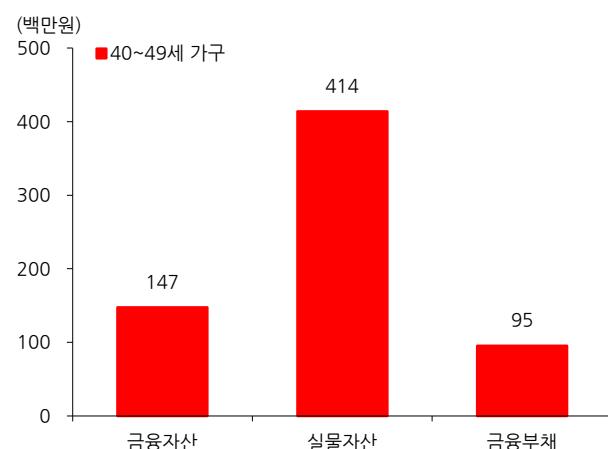
자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 50 대 가구의 수입 지출



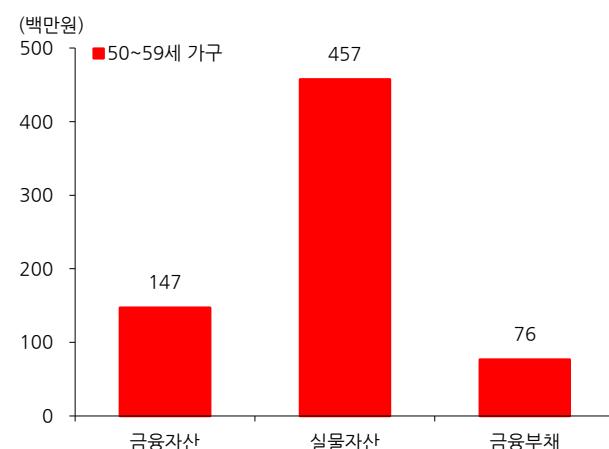
자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 40 대 가구의 자산



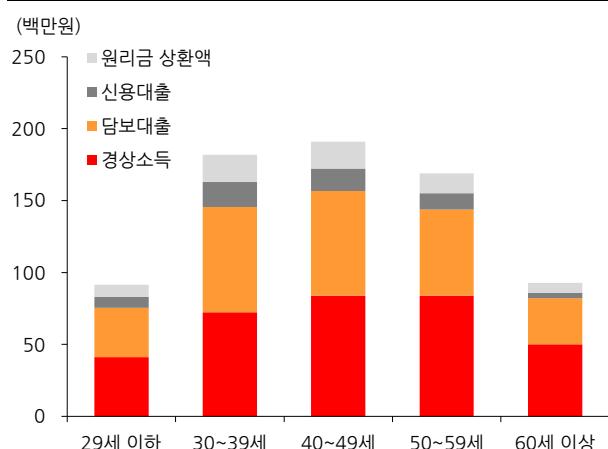
자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 50 대 가구의 자산



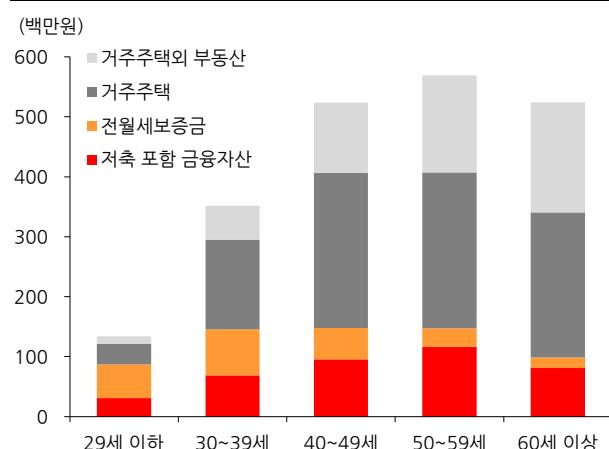
자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 50 대에 소득 유지되고 부채 줄어서



자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 자산운용에 적기 맞게 돼



자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

예사롭지 않은 성공을 향해

주식편향, 분산, 세금

예일대학교 기금 CIO(Chief Investment Officer)를 역임한 데이비드 스웬센은 저서 '예사롭지 않은 성공(Unconventional Success)'에서 개인의 자산배분은 다음의 세 가지 요건을 갖춰야 한다고 주장했다. ①장기 관점에서 주식 편향 ②포트폴리오의 충분한 분산 ③세금에 대한 고려다.

자산배분
마켓타이밍
종목선별
모두 중요

이론적으로 투자수익은 자산배분, 마켓타이밍, 종목선별로 결정되는데, 이중 자산배분이 수익의 대부분을 결정하는 것으로 알려져 있다. 그러나 스웬센은 세 요소가 각각 독립적으로 중요하다고 주장했다. 마켓타이밍과 종목선별의 중요성이 간과되는 이유는 기관투자자들이 일정 수준 이상의 주식비중을 유지하고, 자수구성종목 대부분을 보유하기 때문이라고 설명했다.

스웬센은 자산 포트폴리오를 충분히 분산해야 하는 이유로 투자자들이 포트폴리오를 같아엎는 경향을 지적했다. 집중된 포트폴리오는 성과가 최악일 때 포트폴리오를 바꾸고 싶게 만든다. 분산은 경제적인 이유도 있지만 투자자의 멘탈을 관리하기 위해서도 필요하다.

액티브 vs. 패시브
자산성격으로 결정

액티브하게 운용할 것이냐, 패시브하게 투자할 것이냐는 자산의 성격에 따라 결정해야 한다. 국채처럼 효율적인 자산에선 알파를 내기 어려우므로 패시브 투자가 더 적합하다. 반대로 비상장 주식시장처럼 비효율적인 자산에선 수익률이 넓게 분포하기 때문에 액티브 투자가 더 낫다.

자산군 구성
기능적 속성으로 구분

자산군을 분류할 때엔 기능적 속성으로 나눠야 한다. 예를 들어 주식 대 채권, 국내 대 해외, 인플레이션 대 디플레이션, 공모 대 사모, 유동성 대 비유동성으로 나누면 분산 효과가 어디에서 비롯되는지 파악할 수 있다.

[표1]은 국내주식을 중심에 놓고 각 자산이 어떻게 분산 효과를 내는지 나타낸 표다. 미국주식은 해외, 국채는 디플레이션, 벤처투자는 사모, 부동산은 낮은 유동성이 국내 상장 주식과 대비되는 속성이다.

금융시장 환경이
자산에 미치는 영향

일반적인 금융시장 환경에선 금리가 오르고 내림에 따라 주식과 채권이 같이 움직인다. 인플레이션이 높아지면 주식은 단기적으로 부정적이지만 장기적으로 대체 비용이 상승해 긍정적이다. 디플레이션 국면에선 채권은 오르고 주식은 내려 마이너스 상관관계를 나타낸다.

[표1] 자산 구성

자산군	주식/채권	국내/해외	인플레/디플레	사모/공모	유동성/비유동성
저축성 예금	채권	국내	인플레	공모	유동성
한국 국채	채권	국내	디플레	공모	유동성
한국주식	주식	국내	인플레	공모	유동성
미국주식	주식	해외	인플레	공모	유동성
부동산, REITs	대체	국내	인플레	공모	비유동성
벤처투자조합	대체	국내	인플레	사모	비유동성

자료: 한화투자증권 리서치센터

III. 한국에서 주식중심 자산배분

주식편향을 가져라

주식 중심의 자산배분

위의 세 가지 특징을 반영한 포트폴리오를 만들려면 먼저 투자자산에 대한 속성을 이해해야 한다. 포트폴리오의 토대를 이루는 건 주식에 대한 편향이다. 하지만 한국에서 주식시장이 우상향할 것이라는 믿음은 부족하다. 한국가계는 금융자산의 20% 미만을 주식 등 투자자산에 배분하고 있다.

한국주식은 길게 보면 우상향했다. 2001년부터 2023년까지 한국주식의 연평균 총수익률은 10.1%였다. 채권의 총수익률을 빼서 구한 주식의 리스크프리미엄은 6.1%였다. 같은 기간 미국주식의 수익률은 7.8%, 리스크프리미엄은 4.5%였다.

최근 들어서는 부진하다. 금융위기 이후 2023년까지 한국주식의 누적 수익률은 연 7.9%로 떨어졌지만 미국주식은 13.9%로 올랐고, 2015년 이후로 보면 한국은 5.8%, 미국은 11.5%로 차이가 더 벌어졌다. 2010년대 중반 한국주식의 부진은 중국의 성장률이 하락하면서 국내 기업들이 디레버리지에 나섰기 때문일 것이다.

한국주식의 리스크프리미엄

주식은 채권보다 변동성이 크기 때문에 더 높은 수익을 돌려줘야 한다. 리스크프리미엄이 있을 때 투자자산으로써 가치가 있다.

주식수익률을 배당수익률과 주가 상승률로 나눌 수 있다. 주가 상승률은 다시 주식소각으로 확정된 부분과 시장에 노출돼 있는 부분으로 분해할 수 있다. 한국주식시장은 2015년 이전까진 배당과 주식소각의 비중이 낮았지만 2015~23년엔 주식시장의 평균 수익률 5.84% 가운데 배당수익률 2.15%, 자사주소각률 0.59%, 주가등락률 3.10%로 나눌 수 있어 확정 수익률의 비중이 높아졌다.

같은 기간 미국주식수익률은 11.54%였다. 이를 배당수익률 1.76%, 자사주소각률 2.55%, 주가등락률 7.23%로 나눌 수 있다.

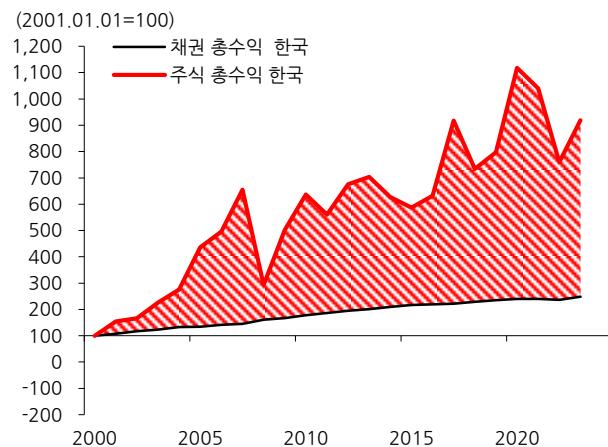
2015~23년 한국의 채권수익률은 1.78%였다. 한국주식의 리스크프리미엄이 4.0%인 셈인데, 이 시기 채권수익률은 저유가, 코로나 기간이 포함돼 있어 금리가 지나치게 낮았다.

한국주식은 리스크프리미엄을 돌려준다고 말할 수 있다. 리스크프리미엄의 원천은 달라졌다. 2001년부터 금융위기 이전까진 중국의 고성장과 재무구조 개선이었다. 2015년 이후로는 주주환원의 비중이 커지고 있다.

밸류업 프로그램

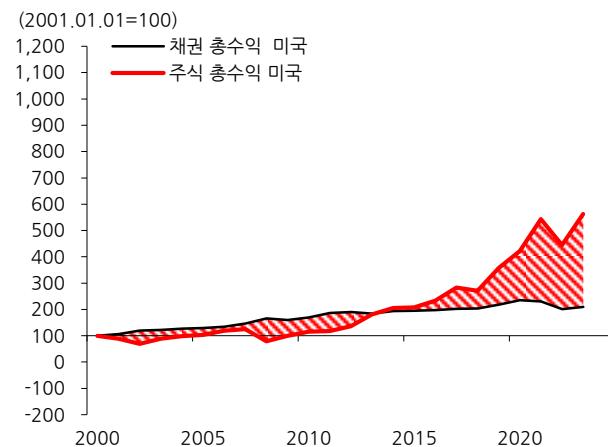
올해부터 가동되는 밸류업 프로그램은 기업이 주주환원을 강화하면 세제 혜택을 주는 내용을 골자로 하고 있다. 주주환원을 더 개선시키는 기폭제가 될 것으로 기대한다.

[그림7] 한국주식의 리스크프리미엄



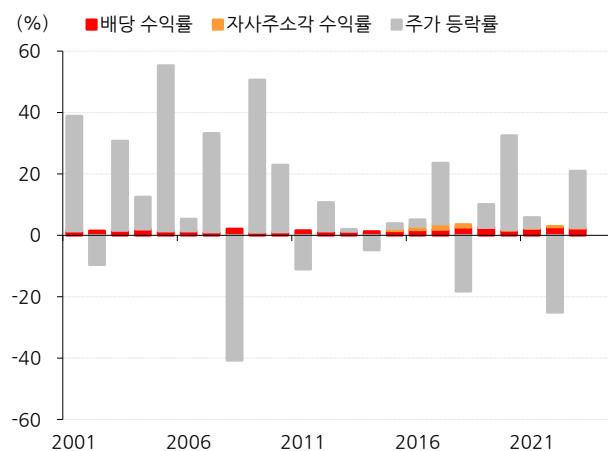
자료: MSCI, Bloomberg, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 미국주식의 리스크프리미엄



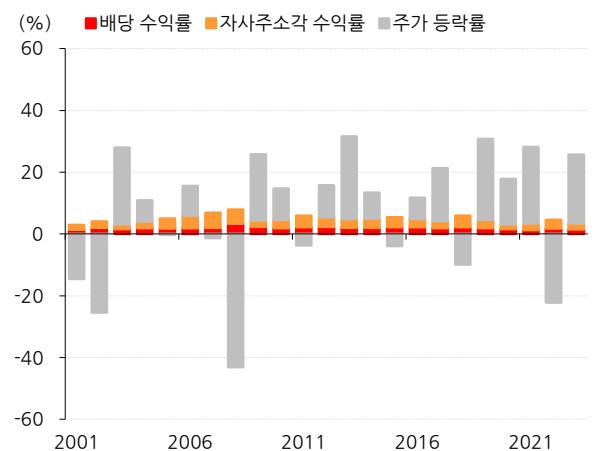
자료: MSCI, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 한국주식수익률 분해



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 미국주식수익률 분해



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

충분히 분산해라, 해외주식을 늘려야 한다

한국 투자자, 해외투자 빠르게 늘려

해외투자에 대한 접근성이 개선되면서 한국 투자자들이 해외주식을 확대하는 속도는 지금도 빠르고 앞으로 늘어날 여력도 충분하다. 예탁결제원에 따르면 거래소, 코스닥, 코넥스, OTC, 비상장을 포함하는 국내주식은 2018년 말 1,633조원에서 2024년 1월 2,618조원으로 60% 증가했다. 같은 기간 해외주식은 98억달러에서 731억달러로 7.4배가 됐다. 그럼에도 원/달러 환율 1,300원을 적용하면 전체주식에서 해외가 차지하는 비중은 3.6%에 불과하다.

해외주식에 대한 선호가 높아지는 이유는 미국주식의 수익률이 한국보다 높았고, 앞으로도 그럴 것으로 기대하기 때문이다. 가능성은 충분하다. 단, 세금과 거래비용이 국내주식 투자보다 비싸기 때문에 기대수익률을 보정할 필요는 있다.

해외주식을 해야하는 이유

해외주식에 투자해서 국내주식에 부족한 특징들을 포트폴리오에 추가할 수 있다. 우리와 다른 경제적 요인이 주식수익률을 결정하는 외국에 투자하면 기대수익률을 훼손하지 않고도 포트폴리오의 위험을 낮출 수 있다.

외국 주식시장과의 상관관계는 한국주식시장의 특징을 드러낸다. 지난 10년 간 우리와 낮은 상관관계를 나타낸 시장은 사우디아라비아, 튀르키예, 아르헨티나였는데, 상관계수가 -0.2에서 0.5였다. 다음으로는 일본, 브라질, 인도네시아, 미국이 0.6 수준이었다. 한국주식시장은 원자재와 달리가 강할 때 상대적으로 부진했다.

한국주식시장의 약점을 헤지하기 위해

한국주식시장의 특징은 중간재, 수출, 제조업의 비중이 높은 것에서 비롯된다. 일본주식에 투자하면 엔화 약세로 한국 수출기업들의 가격 경쟁력이 약해지는 걸 헤지할 수 있다. 브라질과 인도네시아 주식은 원자재 가격 상승으로 중간재 기업의 마진이 훼손되는 걸 보완해준다. 미국주식을 사면 한국의 미약한 주주환원 기능을 더할 수 있다.

환 헤지의 실익은 없어

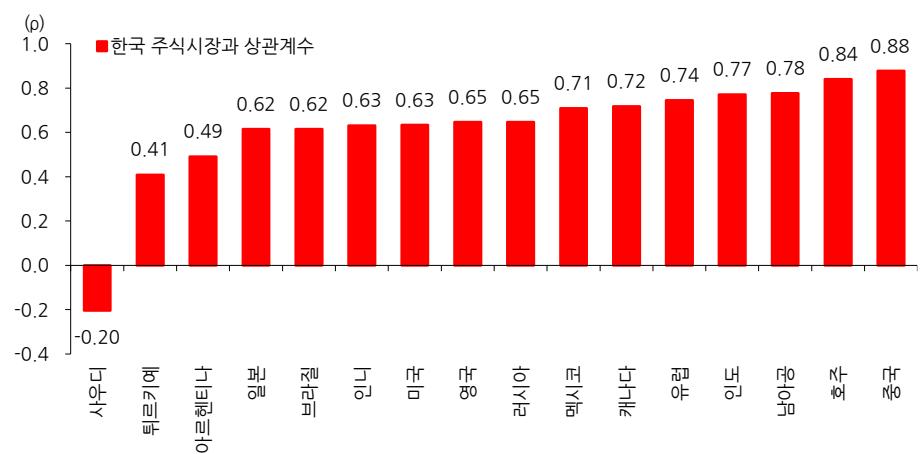
해외주식에 투자할 때 환율을 헤지해서 그 나라 주식의 수익률만 얻을 수도 있고, 환율을 노출시켜 주식에 통화가치 절상/절하율까지 취할 수도 있다. 경험칙상 전자가 더 낫다. 하지만 한국의 개인 투자가 외국 현지통화로 주식시장에 투자하기란 사실상 불가능하다. 간혹 환율을 헤지한 ETF나 상품들이 있지만 헤지비용이 기준가에 반영되기 때문에 실익이 없음을 기억해야 한다.

그래서 ETF로 외국 주식에 투자한다면 ETF의 유동성을 최우선으로 고려해야 한다. 유동성이 좋은 ETF로 투자해야 불필요한 비용을 아낄 수 있다.

최상의 헤지는 미국주식

한국주식시장의 약점을 보완해주는 가장 좋은 짝은 미국주식시장이다. 미국주식에 투자하면 달러 강세를 헤지할 수 있고, 주주환원을 보강할 수 있고, 국내주식시장에 부족한 글로벌 밸류체인의 업스트림과 다운스트림의 비중을 높일 수 있다.

[그림11] 한국주식시장, 원자재가격 달려 강할 때 약해



주: MSCI 국가별 달러지수, 가격 기준

자료: MSCI, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

채권으로 위기를 막아라

채권의 비중은 낮아야 한다

개인 투자가 채권에 자산을 많이 배분하는 건 세 가지 면에서 불리하다. 첫째, 기대수익률이 낮다. 채권은 2001~23년 연평균 총수익률이 4.1%였고 같은 기간 물가 상승률은 2.5%였다. 실질 수익률이 1.6%에 불과하다. 2015년 이후부터는 총수익률이 1.9%였고, 물가 상승률은 2.0%였다.

앞으로 우리나라의 잠재 성장률은 떨어질 가능성이 높다. 채권에서 기대할 수 있는 실질수익률은 더 낮을 것이다.

초과 수익을 내기 어렵다

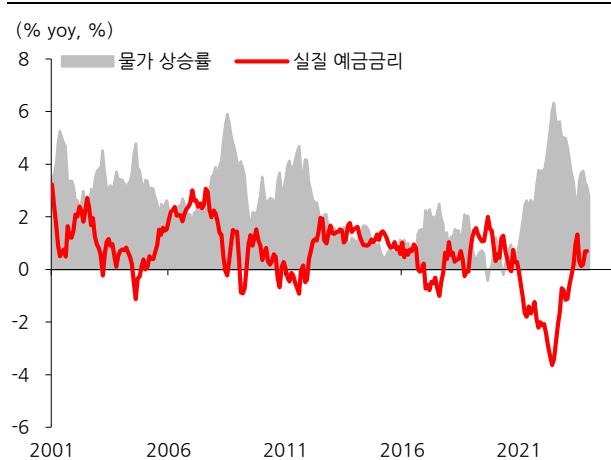
둘째, 채권으로는 초과 수익을 내기 어렵다. 채권은 투자기간과 만기가 일치하지 않을 때에만 수익률이 다르다. 본질적으로 능동적(Active)이지 않고 수익률도 하향 안정세가 뚜렷하다. 채권은 효율적이고 유동성도 풍부해서 비용을 낮추는데 초점을 맞춰야 한다. 패시브 투자가 적합하다.

위기상황에서만 주식보다 낫다

그럼에도 채권을 보유해야 하는 건 인플레이션에 반대로 반응하기 때문이다. 금융위기, 코로나 확산 같은 위기 상황에서 주식과 마이너스 상관관계를 나타내 포트폴리오의 수익을 보전해준다.

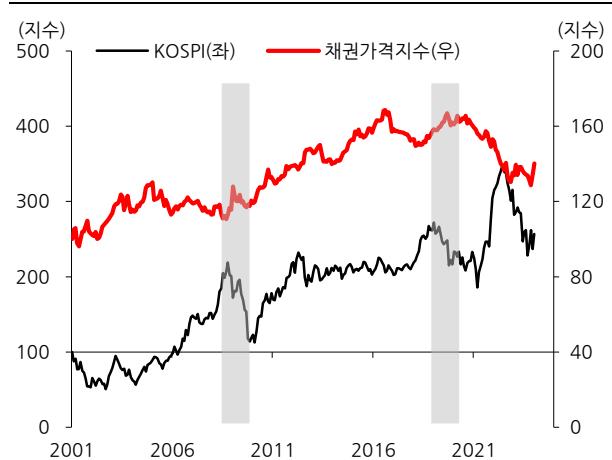
개인자산 운용의 가장 중요한 목표는 인플레이션 이상의 수익을 내서 구매력을 보전하는 것이다. 주식과 채권 가격은 안정적인 인플레 환경에선 같이 오른다. 인플레가 높아지면 채권가격은 하락한다. 드물게 금융위기 같은 극단적인 디플레 환경에서만 주식보다 유리하다.

[그림12] 무위험자산의 실질수익률은 충분치 않다



자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 디플레 기간 주식과 역상관



자료: 연합인포맥스, WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

수익의 원천을 대체해라

대체자산, 수익 원천의 차이

대체자산은 수익의 원천이 전통자산과 다르다. 예를 들어 헤지펀드는 주식을 기초자산으로 하지만 기업재무가 수익의 근원이 아니다. 시장의 비효율성에서 수익을 짜낸다. 시장의 관심에서 소외돼 가치가 너무 낮은 주식을 사거나, 반대로 시장의 관심이 지나쳐 고평가 돼 있는 주식을 매도한다. 이벤트 드리븐 같은 차익거래도 헤지펀드들이 시장의 비효율성을 활용하는 전략이다.

벤처투자, 창업가의 아이디어가 수익 원천

벤처투자 같은 사모주식(Private Equity)은 중소형주와 비슷해 보이지만 가치를 창출하는 방식이 다르다. 창업가의 초기 아이디어에서 수익이 나온다.

벤처투자는 비교적 장기 시계열이 존재한다. 한국벤처캐피탈협회에 따르면 2000년 이후 990개 조합에 총 139.0조원이 투자돼 185.5조원이 분배됐다. 배수는 1.33배였다.

코스닥 버블이 끼었던 2000년대 초반 마이너스 수익률을 기록하기도 했지만 2006년 이후로는 마이너스를 기록한 적은 없었고 2001년 이후 2022년까지 연평균 IRR은 4.8%였다. 같은 기간 코스닥지수의 평균 상승률은 5.7%였다. 벤처투자조합의 IRR이 더 낮고 변동성도 더 작다. 시가평가를 하지 않고 실현수익률을 집계하는데다 코스닥 시장은 개인 투자자들의 거래비중이 90%에 달하지만 벤처투자는 기관 투자자 중심인 것도 시황을 덜 타게 한다.

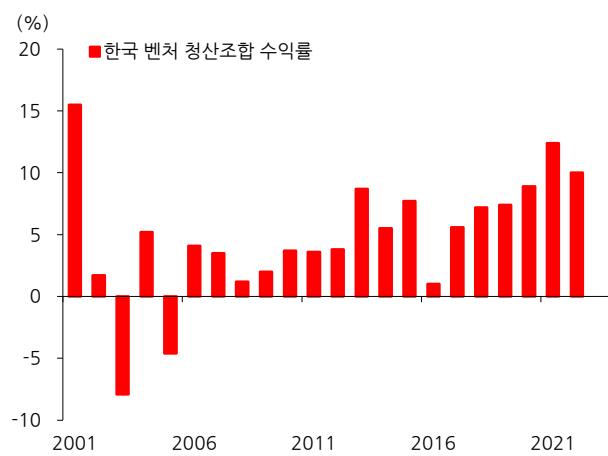
부동산, 인플레 헤지

실물자산의 대표격인 상업용 부동산은 높은 인플레이션 민감도가 분산효과를 낸다. 자체로 수익을 창출하지 못하기 때문에 대체비용이 가격과 높은 상관성을 나타낸다. 대체비용은 다시 노동비, 자재비 같은 원가에 연동된다.

상업용 부동산은 임대구조가 인플레이션에 대한 민감도를 결정한다. 장기간 고정으로 임대하면 인플레이션에 덜 반영된다. 이 경우 임대 기간이 만료될 때에만 누적된 인플레이션에 반영된다. 임대기간이 짧으면 인플레이션에 민감하게 반응한다.

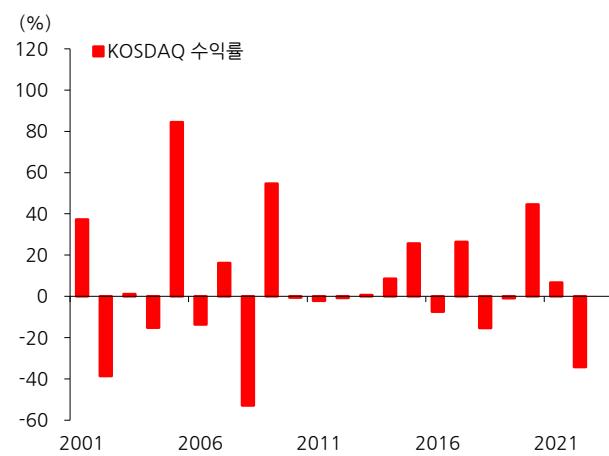
한국부동산원은 2013년 4분기부터 국내 상업용 부동산의 자본수익률(가격등락률)과 소득수익률(임대수익률)을 지역별로 제공한다. 자본수익률은 인플레이션에 동행하고 소득수익률은 인플레이션에 크게 반응하지 않는다.

[그림14] 벤처투자 수익률이



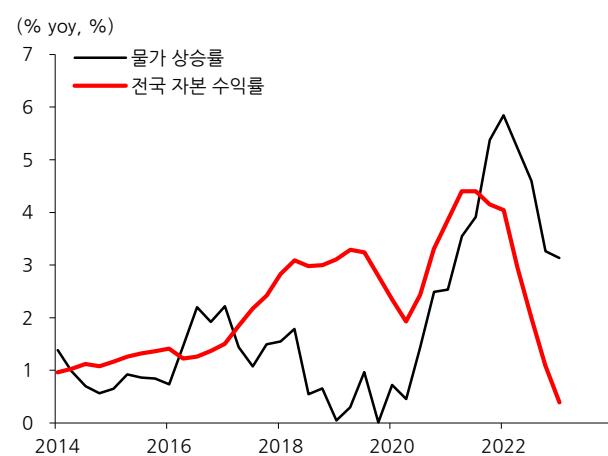
자료: 한국벤처캐피탈협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 코스닥시장보다 변동성 덜해



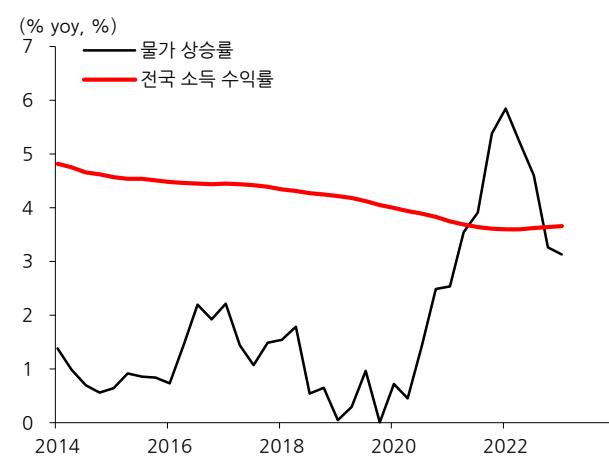
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림16] 부동산 가격은 물가에 연동되고



자료: 한국은행, 한국부동산원, 한화투자증권 리서치센터

[그림17] 수입은 덜 움직여



자료: 한국은행, 한국부동산원, 한화투자증권 리서치센터

세금에 예민해야 한다

세금, 자산배분 종목선택에 지대한 영향

세금은 자산배분과 종목선택에 지대한 영향을 미친다. 과세구간이 달라지느냐, 수익과 손실을 언제 실현할 것인가는 중요한 투자 판단 기준이다.

특히, 국내주식에 투자할지 아니면 해외주식에 투자할지에 중요하다. 해외주식에서 수익이 나면 양도소득세 22%를 낸다. 해외주식 ETF에 투자하면 매매차익 또는 과표증분에 대해 15.4% 세금을 낸다. 퇴직연금에서 해외주식 ETF를 운용하면 운용수익에 대해 연금으로 돌려받을 때 5.5% 세금을 낸다. 세금을 적게 내고 싶을수록 운용과 유동성의 자유도는 낮아진다.

투자금액 클수록 세금에 민감해져야

투자금액이 커질수록 세금에 더 민감해야 한다. 국내주식과 해외주식에 각각 3억원을 투자해서 일년 안에 1억원을 수익실현한 사례를 살펴보자. 투자기간에 배당은 받지 않았다고 가정한다.

국내주식은 증권거래세 0.18%에 해당하는 72만원만 내면 그 이상의 비용은 발생하지 않는다. 해외주식은 기본공제 250만원을 제한 9,750만원에 대해 양도소득세 2,145만원을 내야 한다.

국내에 상장된 ETF로 해외주식에 투자하면 세율은 15.4%로 낮아진다. 하지만 매매차익이 배당소득세로 간주돼 종합과세 대상이 된다. 매매차익 가운데 2,000만원을 넘는 8,000만원에 대해 26.4% 구간까지 과세된다. 1억원에 대한 15.4%인 1,540만원에 추가 납부할 금액 199만 1,000원을 합해 1,739만 1,000원을 내야 한다.

퇴직연금에서 해외 ETF로 투자하면 세금부담이 경감된다. 연금을 받는 나이가 돼 받으면 5.5%에 해당하는 550만원을 세금으로 낸다. 중도에 인출하거나 해지하면 기타소득세 16.5%가 적용돼 1,650만원을 내야 한다.

지금까지 살펴본 세금 관련된 모든 내용들이 복잡하다. 개인투자자들은 금융자산에 대한 지식만큼이나 세금에 대해서도 빠삭해야 한다. 그러지 않으면 한국의 잡주로 선택지가 좁아진다.

[표2] 금융투자자산 세율

자산	수익형태	세금	조건	비고
예금	정기예금	15.4%	원천징수	2,000 만원 넘어가면 종합과세
	가격상승	0.0%		
	이자	15.4%		
보험	퇴직연금	0.0%	세액공제 안받을 시	만 70세까지 5.5%, 70~80세 4.4%, 80세 이상 3.3% 연간 1,500 만원까지만, 넘을시 종합과세 또는 16.5%
		5.5%	세액공제 받은 불입분	
		5.5%	운용수익	
		16.5%	일시금 또는 해지	
		7.0%	연금으로 수령시	
	퇴직금	10.0%	일시금 또는 해지	
주식	배당	15.4%		
	거래세	0.2%		
해외주식	양도	22.0%		250 만원까지 공제
	배당	15.4%		
ETF	국내주식형	0.0%		거래세 0%
	국내주식 제외 나머지	15.4%	보유기간 과세	매매차익과 과표상승분(NAV 증분) 중 작은 것

주: 금투세 - 22.0%/최대 27.5%

250만원 비과세, 5,000만원 비과세(국내주식)

실현수익 3억원 이상은 27.5%

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표3] 3 억원 투자해서 1년 안에 매매차익으로만 33% 수익 난 경우

(단위: 원)

	국내주식	국내 ETF	해외주식	해외 ETF	해외 ETF 퇴직연금
기본세율	0.18%	0.00%	22.00%	15.40%	5.50%
종합소득세율				26.40%	
인출, 해지시 (기타소득세율, 분리과세)					16.50%
세금	720,000	0	21,450,000	15,400,000	5,500,000
종합소득세				1,991,000	
인출, 해지시 (기타소득세, 분리과세)					16,500,000
합계	720,000	0	21,450,000	17,391,000	550만 또는 1,650만

자료: 한화투자증권 리서치센터

IV. 포트폴리오 구축

포트폴리오는 개인적이어야 한다

포트폴리오는 개인적이어야 한다

자산 포트폴리오는 개인적이어야 한다. 개인의 자산과 부채, 자산은 다시 실물자산, 금융자산 상황까지 종합적으로 고려해서 포트폴리오를 짜야 한다. 투자 시계가 길면 위험자산이 많아야 하고 짧아질수록 안전자산 비중을 높여야 한다. 기대 수익이 실현되기까지 위험자산이 더 걸린다.

한국인의 자산

2023년 기준 한국 가계는 평균 5.2조원의 자산을 보유하고 있다. 거주주택과 주거용이 아닌 부동산이 각각 2.3조원, 1.4조원으로 전체 자산의 43.5%, 26.8%를 차지한다. 금융자산은 1.3조원을 보유하고 있는데, 이 중 4,500만원이 현금, 보험이 2,300만원, 주식 등 투자자산이 1,680만원이다. 부동산과 예금이 전체 자산의 78.9%를 차지한다. 부채는 9,200만원이고 주택담보대출이 2,900만원, 주택 외 부동산 대출이 1,500만원이다. 신용대출은 1,000만원, 세입자에게 받은 임대보증금이 2,500만원이다.

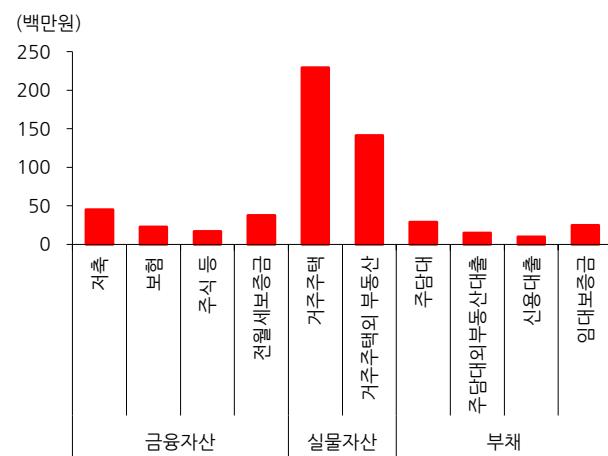
실물자산이 금융자산에 영향을 미치는 경로

보유한 실물자산 현황을 금융자산을 운용하는데 반영시켜야 한다. 살 집이 생기면 전월세 비용을 내지 않아도 된다. 전월세 비용은 인플레이션에 민감하기 때문에 포트폴리오에서 인플레 해지 포지션을 줄여야 한다. 사업자라면 주식 포지션을 줄일 필요가 있다. 부채는 마이너스 자산으로 계산해야 한다. 대출 이자율이 예금 금리나 채권 이자율보다 높으면 빚부터 갚아 없애야 한다.

50대의 중요성

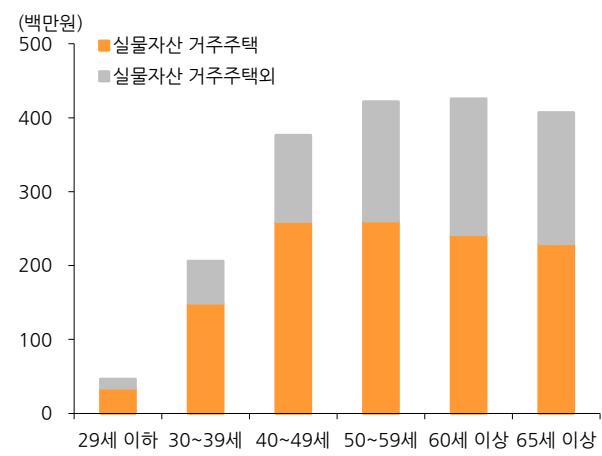
50대가 되면 자산에서 개인의 특징이 묻어난다. 그래서 은퇴 이후의 삶을 결정하는 건 50대다. 이들은 자산 6억원에 금융자산 1.5억원을 보유하고 있다. 이중 저축이 5,300만원, 보험이 3,450만원, 주식 등 투자자산이 2,240만원이다. 예금, 보험, 주식 비중 50%, 30%, 20%는 한국의 평균 자산배분이다.

[그림18] 한국 가계, 부동산 비중 절대적



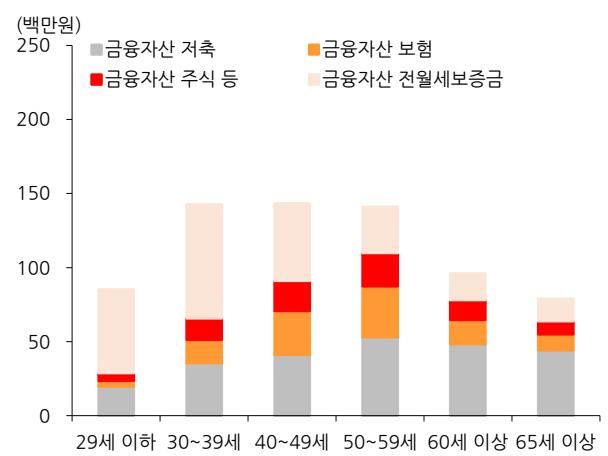
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림19] 50 대에 살집 마련하고 부동산 또 사고



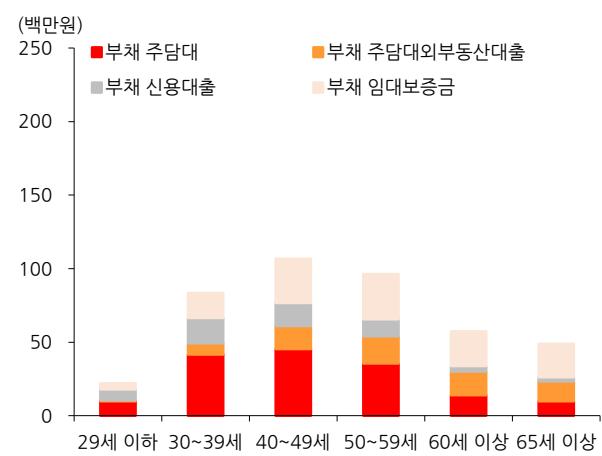
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림20] 주식비중도 가장 높아



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림21] 부채는 감소하기 시작



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

자산배분은 미래의 소득이다

한미일, 너무나 다른 자산배분

현재의 자산배분이 미래의 소득을 결정한다.

한국, 미국, 일본 가계의 자산배분은 서로 달라서 비교하기 좋다. 한국 가계는 전체자산에서 실물자산 비중이 64%다. 일본 가계의 실물자산 비중은 37%로 우리보다 낮다. 하지만 예금 비중이 34%로 15%인 우리보다 배 이상이나 많다. 미국은 금융자산 비중이 71%나 된다. 그 중에서도 주식이 42%로 압도적이고 보험이 20%, 예금이 9%를 각각 차지한다.

한국, 부동산 몰빵 높은 자영업 비중

한국 가계의 소득에서 근로소득이 차지하는 비중은 65%다. 사업소득이 19%, 이전 소득이 15%다. 재산소득 비중은 0.8%에 불과하다. 거주주택 외 부동산은 다주택일 가능성이 높고 자영업자들도 많아서 사업소득 비중이 높다. 은퇴 후 자영업으로 전환되는 비중도 높을 것 같다.

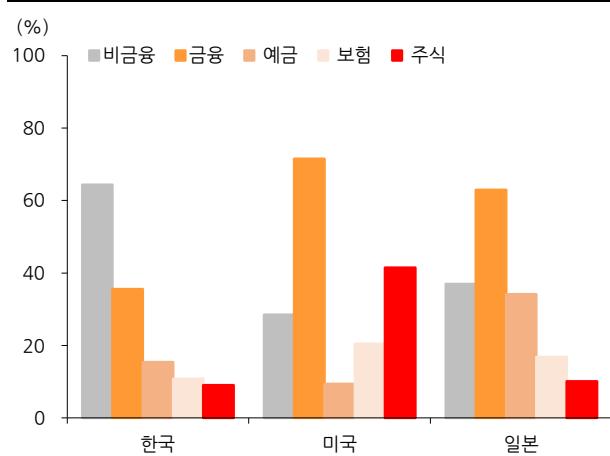
일본, 제로금리에도 예금 근로소득 압도적

일본 가계소득에서 근로소득이 차지하는 비중은 93%나 돼 우리보다 높다. 버블경제를 경험한 일본인들의 위험회피 성향은 극단적이어서 제로금리에도 예금을 끌어안고 있다. 은퇴 후 창업을 하지도 않는 것 같다. 사업소득과 재산소득이 각각 0.7%, 0.2%에 불과하다. 이전소득 비중도 우리보다 낮은 5.8%다.

미국, 주식중심 배분 배당 이자 연금 충분

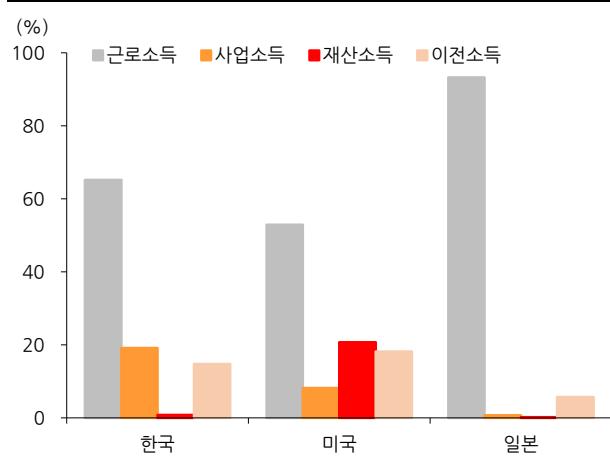
미국은 근로소득 비중이 세 나라들 가운데 가장 낮은 53%다. 사업소득 비중이 우리의 절반에도 미치지 못하는 8%이고, 대신 재산소득과 이전소득이 21%, 18%를 차지한다. 미국은 주식을 중심으로 자산배분한 결과 은퇴 이후에도 배당, 이자, 연금으로 살 수 있는 것으로 보인다.

[그림22] 한국 부동산 비중 높아서



자료: 금융투자협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림23] 재산소득 비중 낮아



자료: 통계청, 총무성, CEIC, 한화투자증권 리서치센터

부자가 더 부유해지는 이유

우리나라 안에서도 자산배분의 특징은 뚜렷하다. 소득이 많을수록 순자산도 많고 순자산이 많을수록 부동산 비중이 높다. 하지만 세금 등 현실적인 제약으로 인해 비중 차이는 좁혀진다. 상위 20%의 비중은 80%, 상위 20~40%의 비중은 77%로 차이가 거의 없다.

반대로 금융자산에서 주식이 차지하는 비중은 순자산이 많을수록 차이가 벌어진다. 순자산 상위 20~40%의 금융자산 내 주식 비중은 15%이지만, 상위 20%의 주식 비중은 26%로 거의 배 가까이 높아진다.

보통 순자산이 많아지면 목표 수익률이 낮아지고, 위험자산의 비중을 낮추는 것으로 알려져 있지만 자산배분이 보수적으로 바뀌는 기준점은 순자산 상위 20%보다 높은 것 같다.

한국 가계 상위 20% ROA

4.61%

순자산 상위 20%와 소득 상위 20%의 구성원은 크게 다르지 않을 것이다. 상위 20%는 2023년 말 기준 자산 15.6억원을 보유하고 있다. 이 가운데 거주주택이 6.4억원, 거주하지 않는 부동산 5.4억원 등 실물자산이 12.6억원으로 전체 자산의 80%를 차지한다.

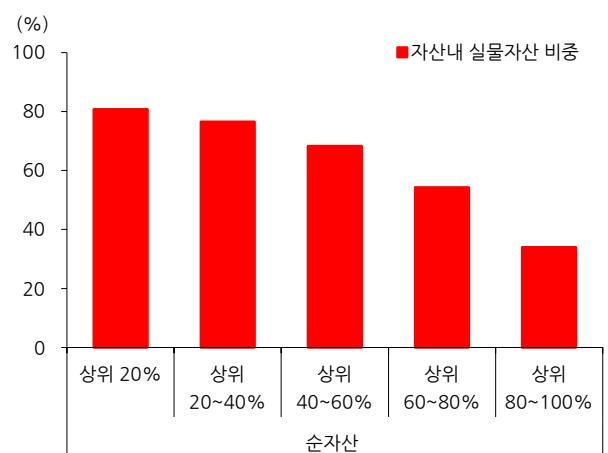
금융자산은 3억원이고, 예금 1.3억원, 보험 0.45억원, 주식 0.59억원 보증금 0.59억원 등으로 구성돼 있다. 부채는 2억원인데, 부동산담보대출과 임대보증금이 각각 0.95억원, 0.88억원이다. 거주하지 않는 부동산은 전월세로 임대하고 있다고 해석할 수 있다.

이들의 일년 소득은 1억 2,900만원이다. 근로소득 9,000만원, 사업소득 2,560만원, 재산소득 120만원, 이전소득 900만원 등이다. 소비지출액은 5,860만원으로 의식주와 교통통신 의료에 각각 1,810만원과 1,540만원을 쓰고 오락 교육 외식에 2,500만원을 쓴다. 삶의 질을 결정하는 소비가 소득의 20%를 차지한다.

아마도 예금, 보험, 주식, 거주주택 외 부동산에서 얻는 수익이 사업소득과 재산소득에 들어 있을 것이다. 여기에 이전소득까지 합쳐 한국 가계 상위 20%의 자산수익률(ROA)을 계산하면 대략 4.61%다. 이전소득을 제외하면 3.45%다. 사업소득과 재산소득을 뒤어서 보는 이유는 법인의 형태로 이자와 배당을 취하는 경우가 있기 때문이다.

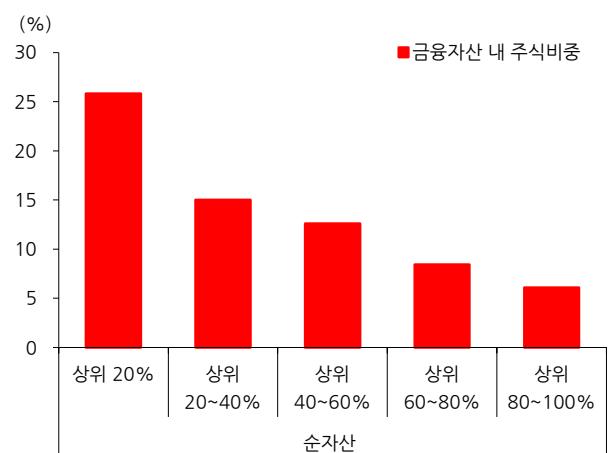
소득을 만들어내는 자산은 예금, 보험, 주식, 거주주택 외 부동산이다. 일년에 지출 8,767만원을 만들려면 ROA가 11.3%여야 한다. 한국의 경제상황을 감안했을 때 어떤 자산을 어떻게 조합해도 11.3%는 어렵다.

[그림24] 순자산 많을수록 부동산 많고



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림25] 주식도 많아



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 한국 순자산 상위 20%의 ROA

(단위: 백만원)

$$a = (\text{사업소득} + \text{재산소득} + \text{이전소득}) / (\text{예금} + \text{보험} + \text{주식} + \text{거주주택 외 부동산}) = 4.61\%$$

$$b = \text{연간 총지출} (\text{소비지출} + \text{비소비지출}) = 8,767 \text{ 만원}$$

$$c = \text{수익창출 자산} (\text{예금} + \text{보험} + \text{주식} + \text{거주주택 외 부동산}) = 7 \text{ 억 } 7,630 \text{ 만원}$$

$$b/c = 11.29\%$$

자산과 부채	
예금	125.5
보험	45.3
주식	59.5
전월세보증금	59.7
기타 금융자산	9.9
거주주택	643.2
거주주택 외 부동산	546.0
자동차	25.8
기타 실물자산	46.0
부채	205.3
부동산담보대출	94.9
신용대출	13.4
임대보증금	88.5
기타부채	8.4

자료: 한화투자증권 리서치센터

소득과 지출	
근로소득	90.3
사업소득	25.6
재산소득	1.2
이전소득	9.0
소비지출	58.6
의식주	18.1
교통통신의료	15.4
오락교육의식	25.0
비소비지출	29.1

리밸런싱으로 목표에 다가가라

리밸런싱, 적극적 투자전략

포트폴리오 리밸런싱은 목표로부터 멀어지지 않게, 목표에 더 빨리 다가갈 수 있게 해준다. 리밸런싱은 적극적 투자전략이며 핵심은 역발상이다.

리밸런싱은 특수한 상황에 빠지지 않게 해준다. 운용상의 문제는 ①유동성이 부족해서 ②포트폴리오가 한쪽으로 쏠려서 ③레버리지 관리가 안돼서 발생하는데, a)예금 같은 단기 유동자산에 자금을 배분해서 b)과도하게 오른 자산의 비중을 줄여서 c)선물 같은 파생상품을 활용해서 관리할 수 있다.

인기있는 자산을 팔고 인기없는 자산을 사는 건 밀이 쉽지 실행하기 어렵다. 평소에 부단한 단련을 통해서만 도달할 수 있다. 특히, 한국 금융시장은 FOMO(Fears Of Missing Out)가 올 때까지 쏠리는 경향이 있다. 실제 수익률이 기대수익률에서 크게 벗어났을 때 남들과 다르게 행동할 용기가 있어야 한다.

현실적이고 실전적인 계획

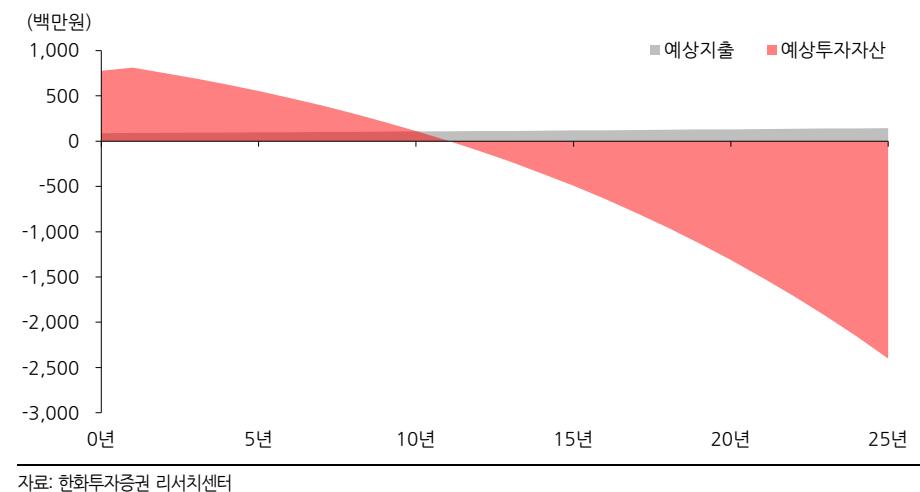
순자산 상위 20% 가계가 근로소득 없이 보유자산 7억 7,630만원으로 현재의 연간지출 8,767만원을 유지하면 12년째에 투자자금이 소진된다. 목표는 이 12년을 최대한 늘리는 것이다.

다음 페이지 [표6]은 포트폴리오의 세후수익률과 투자자금에 따른 고갈시기를 정리한 것이다. 예를 들어 해마다 2%씩 물가가 오르는 환경에서 투자자금 11억원을 가지고, 세후수익률 8%의 포트폴리오를 구축하면 기대수명인 85세까지까지 운용할 수 있다. 투자자금을 3억원 늘리고 주식 중심 포트폴리오의 수익률을 리밸런싱으로 2%p 높이면 도달 가능하다.

도달하기까지 이정표는 다음과 같다. 첫째, 세후기대수익률을 1%p 높이면 투자자금 소진시기를 대략 1년씩 늦출 수 있다. 전체 포트폴리오의 수익률을 10% 이상으로 높일 수 있으면 소진시기는 2년씩 늦춰진다. 둘째, 투자자산이 7.76억원에서 1억씩 늘어날 때마다 대략 1년씩 소진시기가 미뤄지고 11억원을 넘어가면 2년씩 미뤄진다.

근로기간을 늘려서 투자자금을 운용해야 하는 기간이 짧아지고 저축이 쌓일수록 필요한 자금도 적어지고 운용할 때 스트레스도 줄어든다. 앞으로 10년에 달렸다.

[그림26] 투자기간과 투자자금에 운용가능 시점 달려있어



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표5] 한국 순자산 상위 20%의 자산배분

		비중변경 전	비중변경 후	기대수익률			세율	세후수익률
총자산	예금	16.2%	10.0%	2.8%			15.4%	2.4%
	보험	5.8%	5.0%	0.0%				0.0%
	채권		15.0%	1.9%			15.4%	1.6%
	국내주식	7.7%	20.0%	총수익률	배당수익률	가격상승률	15.4%	6.4%
	미국주식		20.0%	7.3%	2.1%	4.5%	22.0%	10.1%
	벤처투자		10.0%	12.8%	1.8%	11.0%	7.5%	-21.6%
	거주외 부동산	70.3%	20.0%	6.5%	4.1%	2.0%	15.4%	5.0%
총수익률		4.4%	5.7%					

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표6] 자산규모와 수익률에 따른 운용가능 기간

(단위: 년)

	투자자금	포트폴리오 세후수익률					
		5%	6%	7%	8%	9%	10%
	8 억원	12	13	14	15	16	18
	9 억원	14	15	16	18	20	23
	10 억원	16	17	19	21	24	
	11 억원	17	19	21	24		
	12 억원	19	22	24			

자료: 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

(공표일: 2024년 3월 19일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (박승영)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돋기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

◎ MSCI

The MSCI sourced information is the exclusive property of MSCI Inc. (MSCI). Without prior written permission of MSCI, this information and any other MSCI intellectual property may not be reproduced, disseminated or used to create any financial products, including any indices. This information is provided on an "as is" basis. The user assumes the entire risk of any use made of this information. MSCI, its affiliates and any third party involved in, or related to, computing or compiling the information hereby expressly disclaim all warranties of originality, accuracy, completeness, merchantability or fitness for a particular purpose with respect to any of this information. Without limiting any of the foregoing, in no event shall MSCI, any of its affiliates or any third party involved in, or related to, computing or compiling the information have any liability for any damages of any kind. MSCI and the MSCI indexes are service marks of MSCI and its affiliates.