제14권 14호
2024. 7. 8~2024. 7. 21

하나로 연결된 모두의 금융.

하나금융 포커스

Bi-Weekly Hana Financial Focus

논단	테슬라의 플랫폼 비즈니스 모델은 성공할까?
이슈분석	2024년 하반기 경제 전망: 쏠림의 점진적 완화
금융경영브리프	美 뮤추얼펀드에서 ETF로 패러다임 변화 가속 일본 토큰증권(ST) 시장 성장 가속화
금융지표	국내 금융시장 해외 금융시장

하나은행
하나금융연구소

인간

연구자는 사람,+ 고객은 사람++

세상을 바꾸기 전에 먼저 사람을 바꿔야 합니다.

현실에 기초한 진지한 연구를 통해
사회적 신뢰를 창조하는 것

하나금융연구소의 사명입니다.

집필진

편집

선임연구위원	장보형(jangbo)
연구위원	김영준(kimekono)
연구원	송형은(hesong)

논단

가천대학교 경영학과 교수 이승훈

이슈분석

연구위원	오현희(hyunheeoh)

금융경영브리프

연구원	주윤신(ysju)
수석연구원	방승연(sybang)

금융지표

연구원	이예린(yerin.lee)

하나은행
하나금융연구소

내용에 대한 문의나 건의사항은 담당연구원에게 연락해 주시기 바랍니다. (ID@hanafn.com)

제14권 14호
2024. 7. 8~2024. 7. 21

하나로 연결된 모두의 금융.

하나금융 포커스

Bi-Weekly Hana Financial Focus

01 논단 테슬라의 플랫폼 비즈니스 모델은 성공할까?

06 이슈분석 2024년 하반기 경제 전망: 쏠림의 점진적 완화

10 금융경영브리프 美 뮤추얼펀드에서 ETF로 패러다임 변화 가속
일본 토큰증권(ST) 시장 성장 가속화

14 금융지표 국내 금융시장
해외 금융시장

테슬라의 플랫폼 비즈니스 모델은 성공할까?*

이 승 훈 가천대학교 경영학과 교수

테슬라의 로보택시 전략은 기존 자동차 제조업에서 이동 플랫폼이라는 비즈니스 모델로의 변경을 의미한다. 자율주행이라는 기술을 바탕으로 우버가 지배하고 있는 이동 플랫폼 영역에 도전을 선언한 것이다. 테슬라는 아직 아무런 플랫폼 자산을 갖고 있지 못하기에 공급자와 수요자 시장 모두를 키우기 위한 노력을 해야 할 것이다. 비즈니스 모델 변경과 더불어 플랫폼 성립이라는 어려운 과제를 앞에 둔 테슬라의 선택에 주목해보자.

테슬라는 2024년 8월8일에 로보택시를 공개하겠다고 발표했다. 로보택시란 운전자 없는 완전 자율주행 택시이므로 기술적으로 테슬라의 자율주행 시스템(Full Self Driving: FSD)이 완성 단계에 이르렀다는 의미다. 로보택시는 쉽게 설명하면 운전대와 가속/감속 페달이 없다는 뜻이다. 자동차 제조기업이 새로운 차량 출시를 발표한 것으로 보이지만, 본질은 그렇지 않다. 이 순간 테슬라의 CEO 일론 머스크는 테슬라라는 기업의 비즈니스 모델의 변경을 선언한 것이다. 바로 '사이버캡'(CyberCab)이라는 브랜드의 로보택시를 "에어비앤비와 우버의 결합 형태로, 테슬라가 직접 운영할 것"이라고 밝혔기 때문이다. 이는 자동차 제조라는 기존의 가치사슬 비즈니스 모델에서 이동 공유플랫폼 기반 비즈모델로의 변경을 의미한다. 우버가 지배하고 있는 '이동'이라는 영역에서 새로운 공유 플랫폼이 등장하는 것이다.

테슬라 비즈모델 변경의 배경

테슬라는 왜 이런 선택을 했을까? 피상적으로 보면 소비자들의 전기차 수용속도가 충분히 빠르지 않다는 현실 시장의 문제가 가장 커 보인다. 하지만 조금 더 들어가 보면 테슬라가 자신의 비즈니스 모델에 대해 보다 근본적인 고민을 시작했다고 보는 것이 맞을 것이다. 바로 자동차 제조업이 갖고 있는 성장의 한계를 느낀 것이 아닐까 한다. 테슬라는 2023년 전세계에 180만대의 자동차를 판매했다. 자동차 제조와 판매를 통해 968억 달러의 수익을 얻었지만 이 실적이 내년의 실적을 보장하지는 못한다. 테슬라의 주가는 그래서 실적이 아닌 일론 머스크의 로봇과 우주에 대한 비전으로

자동차 제조업의 성장 한계 절감 속 비즈니스 모델 재편

* 본고의 내용은 집필자 개인의견으로 하나금융연구소의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

움직인다고 한다. 반면에 이동이라는 영역에서 우버는 압도적인 지배력을 갖고 있다. 이 우버의 입장에서 테슬라는 플랫폼의 한 축을 담당하는 자동차 메이커일 따름이다. 이 플랫폼을 통해 우버는 2023년 94.5억 회의 이동 서비스를 제공했으니 이동이라는 영역에서 테슬라는 우버의 지위가 탐이 났을 것이다. 비록 현재 우버의 기업가치는 1,332억 달러, 테슬라는 5,622억 달러로 4배가 넘는 차이를 보이고 있지만 성장 잠재력 면에서 보면 우버의 잠재력이 더 커 보이기 때문이다.

자율주행 완성 이후 이동 서비스 시장의 경쟁환경 급변 예상

필자의 예측이기는 하지만, 테슬라 역시 언젠가 자율주행이 완성되는 순간 이동을 둘러싼 게임은 완전히 다른 양상이 될 것이라 판단했을 것이다. 미래 자율주행이 완성되면 우리의 이동생활은 어떻게 될지 상상해 보고 그 장면에서 어떤 비즈니스 모델이 작동하는지를 그려보면 된다. 만약 테슬라가 현재의 자동차 제조업에 한정하여 제조기술을 발전시키고 2만 달러대의 자율주행 테슬라를 만들어 낸다 하더라도 그 장면에서의 승자는 우버가 될 가능성이 높다. 테슬라는 우버에게 자동차를 공급하고 고객을 장악하고 있는 우버가 모든 이동 서비스를 제공할 가능성이 높다. 전세계 거의 모든 도시에서 이동 플랫폼을 운영하는 우버가 자신의 플랫폼에 테슬라의 자율주행 차량을 구입하여 투입하는 것은 아주 쉬운 서비스 진화이기 때문이다. 그래서 일론 머스크는 사명을 테슬라 모터스에서 테슬라로 변경했던 2017년의 선택에서 한걸음 더 나아가 플랫폼 사업을 직접 수행하겠다는 의지를 밝힌 것이다. 그렇다면 테슬라는 어떻게 플랫폼을 만들어 낼 수 있을까?

에어비앤비 & 우버의 결합 형태로 테슬라가 직접 운영

"에어비앤비와 우버의 결합 형태로, 테슬라가 직접 운영할 것"이라는 엘론 머스크의 포부는 정확히 플랫폼 비즈니스 모델을 의미한다. 이미 잘 알듯이 에어비엔비는 숙박 공유플랫폼, 우버는 승차 공유플랫폼이다. 서비스 제공 면에서 보면 이동을 편리하게 할 목적으로 앱을 통한 차량의 호출, 최적경로의 이동, 비대면 결제, 탑승 평가 등이 제공된다. 하지만 여기에 공유라는 단어가 추가되는 순간 플랫폼으로 진화한다. 플랫폼의 공급자 영역이 운영자가 아닌 자발적 참여자에 의해 이뤄지는 순간 플랫폼의 효율은 극대화된다. 에어비엔비의 호스트나 우버의 우버기사의 등장으로 플랫폼의 공급이 늘어났기에 공유 경제 플랫폼은 성공할 수 있었다. 그래서 테슬라는 차주들이 자신의 차량을 로보택시 플랫폼에 넣을 수 있도록 하겠다는 계획을 이야기한 것이다. 평소라면 주차장에 있을 나의 테슬라가 로보택시가 되어 나에게 수익을 가져다 주는 미래를 제시한 것이다. 테슬라는 자동차 딜러와

같은 중개인 없이 고객과 직접 상대한다. 또한 모든 테슬라는 인터넷을 통해 연결되어 있기에 테슬라 앱을 통한 고객과의 직접 접촉도 가능하다. 따라서 현재 테슬라 차주들은 테슬라 플랫폼의 참여자가 될 가능성이 높다. 하지만 자동차 제조기업으로 테슬라가 갖고 있는 플랫폼 자산은 그다지 많지 않다. 아직은 자율주행을 경험해보지 못한 소비자와 자신의 차량을 로보택시로 제공할지 알 수 없는 공급자 간에 이른바 '양면시장'을 어떻게 만들어 갈 것인가가 테슬라 플랫폼의 숙제이다.

테슬라의 소비자 전략

양면시장 가운데 먼저 소비자 시장을 살펴보자. 우버는 이미 2023년 94.5억 회의 이동 서비스를 제공했으니 이동을 원하는 소비자 시장은 이미 충분한 규모를 갖고 있다. 문제는 소비자들이 언제쯤 운전자가 없는 로보택시를 받아들일 것인가가 관건이다. GM의 자율주행 자회사 크루즈는 2022년부터 미국 샌프란시스코 등에서 무인 로보택시 서비스를 시작했지만 2023년 10월 사고가 나면서 운행을 중단한 상태이다. 한 보행자가 다른 차량에 치인 뒤 옆 차선의 크루즈 차량으로 튕겨 나갔는데, 크루즈의 무인 자율주행 차량이 상황을 부정확하게 인식해서 정차하는 대신 이동하면서 보행자를 약 6미터 끌고 가는 사고가 발생했다. 불행히도 보행자가 사망하면서 사건의 여파는 커졌고 GM의 자율주행 테스트는 멈췄다.

이동 서비스의 소비자 시장은 이미 충분한 규모

이러한 사고는 소비자들의 로보택시 선택을 주저하게 만들 것이고 GM의 경우처럼 사고의 주체가 꼭 테슬라가 아닐 수도 있기에 테슬라 자율주행의 문제가 아닌 자율주행 산업 전체의 문제로 보아야 한다. 이런 이유로 테슬라는 자율주행 소프트웨어의 기술적 완성도를 높이는 동시에 보다 많은 사람들이 자율주행을 경험해보고 향후 쉽게 자율주행 택시를 받아들일 수 있도록 애쓰고 있다. 테슬라는 1만 2천 달러에 판매하던 자율주행 시스템 FSD를 2021년부터 월 199달러의 구독형 모델로 판매하기 시작했고, 2024년 4월에는 판매 8천 달러, 구독 99달러로 인하했다. 또 테슬라 모든 고객을 대상으로 한달 간 FSD 무료 체험을 실시하기도 했다. 체험 이벤트 실시 후에 FSD 사용을 결정한 소비자의 숫자가 만족스러운 수준은 아니지만, 테슬라는 지속적으로 소비자의 경험을 유도할 것으로 보인다.

자율주행 시스템 FDI의 구독형 모델 도입 및 무료 체험

자율주행 로보택시가 갖는 가장 큰 강점은 이동 비용이 저렴하다는데 있다. 기사의 노동비가 필요 없기 때문이다. 우버의 CEO 다라 코스로우샤히

저가의 고품질 서비스 기반으로 소비자 공략

는 현재 우버의 마일당 요금이 2.5달러라면 로보택시의 요금은 마일 당 1달러 남짓이 될 것이라 추정했다. 현실적으로 이동 비용이 60%나 하락한다면 소비자의 수용도는 분명 달라질 것이다. 기사와의 접촉이 없고 거의 모든 차량 내 서비스가 개인화된 로보택시의 서비스는 현재 기사를 중심으로 제공되는 일관되지 않은 서비스와 비교해 고품질일 가능성이 높다. 따라서 로보택시의 저가의 고품질 서비스는 분명 이동 시장의 대안이 될 것이다. 단지 소비자의 수용에 시간이 얼마나 걸릴 것인지가 문제다. 그래서 일론 머스크는 로보택시 발표의 마지막을 다음과 같이 맺는다: "제가 내일 외계인에게 납치된다 하더라도 테슬라는 자율주행 문제를 해결할 것입니다. 조금 더 시간이 걸릴 수는 있지만, 적어도 차량 자율주행 문제는 해결될 것입니다."

테슬라의 공급자 전략

테슬라의 직접 공급 넘어서 자동차 소유자들의 참여가 관건

공급자 시장은 어떨까? 테슬라는 로보택시 사업을 직접 소유하면서 운용할 것이라고 했는데 초기 시장을 형성하는 단계에서 일정 수준의 공급을 직접 책임지겠다는 계획이다. 하지만 플랫폼으로 성장하기 위해서는 수많은 테슬라 소유주들이 자신의 테슬라를 로보택시 플랫폼에 제공하는 결정을 해야만 한다. 테슬라 소유의 로보택시만으로는 대형 법인택시 사업자에 불과하고 플랫폼이 갖는 네트워크 효과를 누릴 수 없기 때문이다. 여기서 공급측면의 문제가 시작된다. 우리의 인식으로는 고가의 자가용을 택시로 보내는 결정이 쉽지 않아 보이기 때문이다. 물론 미국에서 테슬라의 가격은 4만 달러 수준이고 자신의 차를 다른 사람이 사용하게 한다는 것에 대해 한국보다는 너그러운 인식이 있는 것도 사실이다. 테슬라가 소유자들이 좀더 편한 마음으로 로보택시의 공급자로 나설 수 있도록, 내 차량을 내가 지정한 사람들에게만 공유하거나, 평가 등급이 높은 고객에게만 공유하도록 설정할 수 있게 하겠다는 것은 이런 점을 고려한 서비스 설계다.

로보택시 확산 위해 저가 모델 생산 박차

더불어 테슬라는 2025년 2분기까지 2만 5천 달러 수준의 저가형 모델, 모델 2를 출시하기 위해 새로운 생산기술 개발에 매진해왔다. 전기차에 대한 수요가 한계에 이르면서 더 낮은 가격의 제품이 필요했기 때문이다. 하지만 테슬라는 2024년 4월 새로운 공장에서 저가형 전기차를 생산하겠다는 계획을 철회하고, 기존 생산라인에서 수정된 저가형 모델을 생산하기로 결정한다. 원가를 획기적으로 낮출 수 있는 새로운 생산방식을 로보택시에 집중하기로 한 것이지만 저가형 테슬라의 출시를 앞당기겠다는 의지이기도

하다. 아직 새로운 저가 전기차의 가격을 공개하지 않았지만 분명 경쟁력 있는 숫자가 제시되어야 할 것이다. 왜냐하면 테슬라는 보급형 모델3와 Y를 향후 로보택시 플랫폼의 주요 공급원으로 활용해야 하기 때문이다. 예를 들어 차량 가격에 판매가 1만 달러인 FSD를 무료로 제공하고 한 달에 일정 시간 이상을 플랫폼에 편입시키는 데 동의한다는 계약이 가능해야 할 것이다. 한달 사용료가 99달러인 FSD를 무료로 사용하는 대가로 일정 시간을 로보택시 플랫폼에 포함시킨다는 선택은 상대적으로 쉬운 의사결정일 것이기 때문이다. 물론 추가적인 공급을 통해 추가 수익을 얻을 수도 있다는 유인을 만들어 줄 수도 있을 것이다.

로보택시 기대수익 기반으로 다양한 유인 프로그램 가능

테슬라의 계산으로는 로보택시가 회사와 테슬라 소유주에게 벌어줄 수 있는 연간 수익이 3만 달러라고 하니 이 수익 일부를 차량 구입가격에 반영한다면 다양한 프로그램이 만들어질 것이다. 물론 2023년 기준 1.5억 명이라는 월간 사용자와 미국에서만 150만 명, 전세계에서 650만 명을 넘어서는 운전자를 확보하고 있는 우버와 경쟁하기 위해서는 더 강력한 유인이 필요할 것이다. 테슬라 오너들이 자신의 차량을 플랫폼에 제공하는 속도를 높이기 위해 테슬라는 명확한 소득 보장, 혹은 보조금 지급을 고려할 수도 있을 것이다. 가령 로보택시로 1년간 벌어들일 수익 3만 달러 중 1만 달러 정도를 오너에게 배분하고, FSD를 포함하여 4만 달러에 테슬라를 공급하는 방식으로 아주 매력적인 프로그램도 만들어질 수 있을 것이다.

테슬라의 변화는 성공할 것인가?

비즈니스 모델의 변경을 위한 테슬라의 큰 선택

이처럼 테슬라가 로보택시 플랫폼으로서 성공하기 위해서는 테슬라 소유주에게 충분한 소득 보장 프로그램을 제공할 수 있어야 한다는 것과 우버라는 인간이 운전하는 품질 높은 대안과 경쟁해야 한다는 것, 소비자가 안전을 이유로 자율주행 로보택시를 받아들이는 데 시간이 걸릴 것이라는 점과 같은 높은 허들들이 존재한다. 때문에 테슬라는 한동안 꽤 많은 투자를 해야 할 것이다. 많은 플랫폼 기업들이 양면시장을 성장시키기 위해 꽤 오랜 기간 적자를 감수하고 엄청난 투자를 해온 것을 고려해볼 때, 이미 자율주행 기술 개발에 엄청난 투자를 해온 테슬라가 감당할 수 있을지는 미지수다. 하지만 테슬라는 단순한 신차발표가 아닌 비즈니스 모델의 변경이라는 큰 선택을 한 것이기에 당분간 플랫폼 성립을 위한 양면시장의 성장을 위한 투자를 지속할 것으로 보인다.

2024년 하반기 경제 전망: 쏠림의 점진적 완화

오 현 희 연구위원

국내 경제는 하반기 중 글로벌 경기의 완만한 성장과 주요 수출대상국의 수입수요 증가, IT 수요 확대 등으로 수출을 중심으로 한 회복세가 이어지면서 전년동기대비 2.3%, 연간으로는 2.6% 성장할 전망이다. 수출의 경우 상반기 중 반도체와 IT 중심 회복세에서 비 IT부문으로 온기가 확산되며 개선세를 이어갈 것으로 예상된다. 반면, 내수는 고금리와 고물가의 그늘아래 회복이 지연되고 있으나, 점진적으로 수출 개선이 내수로 파급되면서 수출 쏠림 성장세는 점차 완화될 것으로 기대된다.

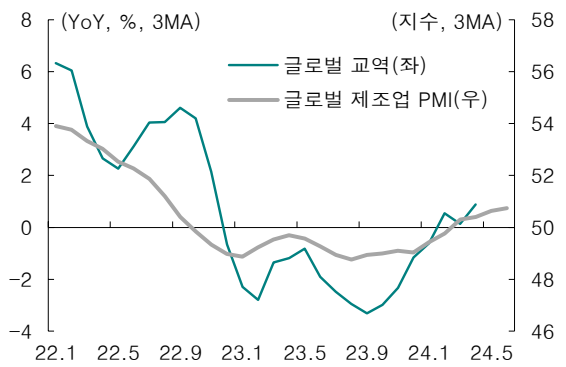
■ 상반기 대내외 경제는 고금리, 지정학적 갈등에도 교역과 제조업 회복 등으로 부진 완화

- 상반기 세계경제는 고금리 기조 속 중동發 지정학적 리스크가 고조되었음에도 불구 주요국의 내수 회복과 제조업 개선 등으로 예상보다 양호한 성장 시현
  - 특히, 미국 경제는 고물가·고금리 지속에도 불구 견조한 고용 및 자산효과로 인한 소비 호조, 정책 유인에 다른 투자 확대 등에 기인하여 양호한 성장세를 지속

- 상반기 국내경제는 글로벌 교역 부진이 완화된 가운데 반도체 및 IT 업황 개선 등으로 수출이 회복('23.下 -2.4%→'24.上 9.7%)되면서 완만한 성장세 시현
  - 민간소비와 건설투자도 예상보다 양호한 모습을 보이며 1분기 성장률이 예상을 상회하였으나, 기상호조와 휴대폰 출시 등으로 일시적 요인에 기인한 것으로 판단

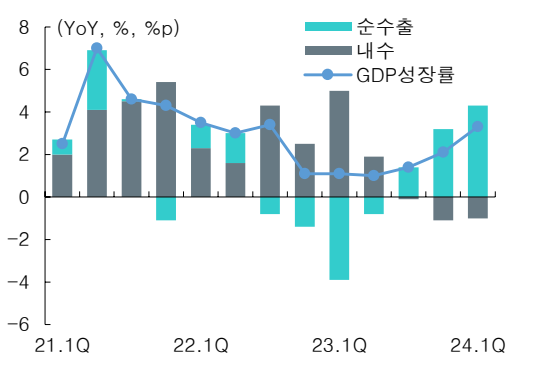
- 금융시장은 미국의 견고한 성장세가 이어지는 가운데 수요측면의 물가상승 압력 확대로 연준의 금리인하 시점이 이연되면서 금리와 환율이 불안한 흐름을 지속

■ 글로벌 교역과 제조업 PMI



주 : 글로벌 교역은 재화 기준
자료 : Bloomberg, CPB

■ 국내 GDP 성장률과 순수출과 내수 기여도 추이



자료 : 한국은행

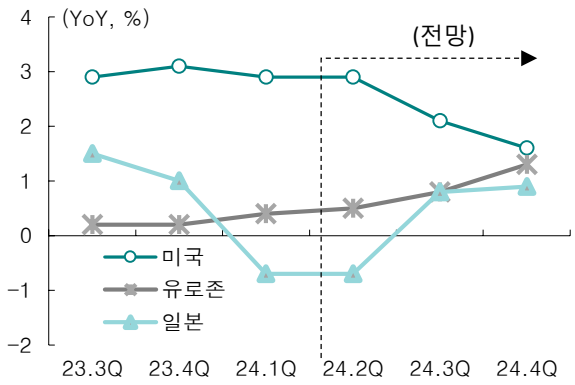
■ 선진국은 금융긴축 완화 속 양호한 고용과 제조업 회복 등에 힘입어 완만한 성장 예상

- (미국) 양호한 고용과 산업정책에 따른 투자개선은 우호적이나, 초과저축 소진 및 대출건전성 악화 등으로 소비를 중심으로 성장 모멘텀은 점차 둔화될 전망
- (유로존) 물가 둔화 및 금리인하(스웨덴, 스위스, ECB 상반기 인하) 속 글로벌 교역회복에 따른 수출개선과 관광업 회복 등의 영향으로 완만한 회복세가 예상
  - 그러나 구조적 요인에 따른 獨 회복력 제한, 佛 조기총선 관련 불확실성 등에 유의
- (일본) 자동차 스캔들(품질인증 부정)에 따른 생산차질에도 임금상승('24년 춘투 5.2%), 그린·디지털 투자 확대 등을 감안할 때 부진에서 점진적으로 벗어날 전망

■ 신흥국은 글로벌 수입수요 증가 및 제조업 회복 등 감안시 亞 중심 양호한 성장세 지속

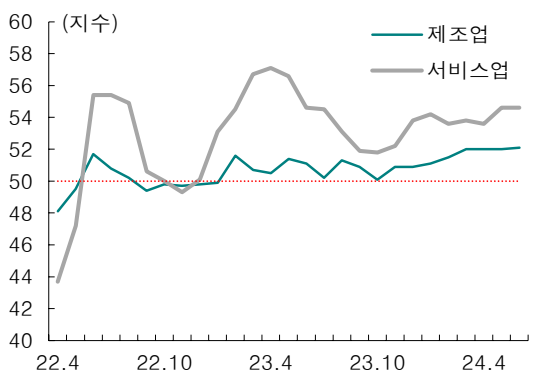
- (중국) 부동산 시장 부진과 대중 무역제재 등에도 내수확대를 위한 정부의 적극적 부양 의지 속 선진국 수요 회복에 따른 수출 개선 등이 경기회복을 견인할 전망
- (인도) 제조업 육성 및 인프라 구축을 위한 정부의 투자 지속과 견조한 소비 등에 힘입어 높은 성장세 예상('24년 아시아 중 가장 높은 성장률(6.6%) 전망, WB)
- (아세안) 인플레이션 완화에 따른 국내 소비 증가, 대내외 수요 개선에 따른 산업생산 호조, 관광회복에 따른 서비스업 경기 개선 등으로 양호한 성장세 예상
- (중남미) 관광 회복 및 광물 수요 증가에도 불구하고 대규모 재정적자 등의 영향으로 정책여력이 축소되고 내수 부진이 이어지면서 성장 동력이 약화될 전망

■ 주요 선진국 성장률 전망



주 : 24.2Q부터 전망치, 해외IB들의 중간 값(7.3일 기준)
자료 : Bloomberg

■ 신흥국 제조업과 서비스업 PMI 추이



자료 : Bloomberg

■ 국내경제는 반도체 경기 호조가 이어지면서 수출과 설비투자를 중심으로 개선될 전망

- (민간소비) 임금 및 고용 증가세 둔화로 소득 여건 개선이 제한적인 가운데 예상보다 길어진 고금리의 영향 등으로 뚜렷한 회복세를 보이지는 못할 전망
  - 다만, 해외여행 수요 확대에 따른 국외 소비 증가세가 지속되며 민간소비 견인
- (건설투자) 부동산 경기 둔화와 부동산 PF 구조조정 진행 속에 건설투자 선행지표 부진과 높은 건설비용(건설자재와 인건비)을 감안할 때 위축이 불가피할 전망
- (설비투자) 수출호조로 IT와 신성장(디지털·AI·친환경)분야 생산설비 확충 수요가 지속되는 가운데 여행 재개에 따른 선박과 항공기 투자 확대 등으로 회복 전망
- (대외거래) 세계교역 회복 속 IT 경기 반등과 글로벌 투자 회복으로 개선세 지속
  - 상반기 중에는 반도체를 중심으로 한 IT 부문의 수출 회복이 두드러진 모습을 보였으나, 하반기 중에는 비IT 부문도 회복세를 보이며 수출 증가세가 이어질 전망
  - 경상수지는 내국인의 해외여행 증가에 따른 서비스 수지 적자 확대에도 불구하고 수출 회복으로 상품수지 흑자폭이 늘면서 지난해보다 확대될 전망
- (소비자물가) 고금리·고물가 여파 속 소비심리 부진 등으로 내수 회복이 제한적인 가운데 임금 상승 압력 약화 등으로 기조적 물가둔화 흐름은 이어질 전망
  - 다만, 하반기 공공요금 인상 가능성, 통화정책 불확실성에 따른 원화 약세, 기상여건 악화에 따른 농산물 가격 상방압력 등은 물가 둔화 흐름을 제한할 가능성

■ 주요 거시·금융지표 전망표

	2023년	2024년			2025년
	(연간)	(상반기)	(하반기)	(연간)	(연간)
GDP(YoY, %)	1.4	2.9	2.3	2.6	2.1
민간소비(YoY. %)	1.8	1.3	2.3	1.8	2.2
건설투자(YoY. %)	1.5	-0.6	-2.2	-1.5	-0.9
설비투자(YoY. %)	1.1	1.1	6.1	3.6	3.7
경상수지(억달러)	355	300	310	610	670
통관수출(YoY. %)	-7.5	9.7	8.3	9.0	5.8
통관수입(YoY. %)	-12.1	-4.6	9.0	2.0	5.3
소비자물가(YoY, %)	3.6	2.9	2.5	2.7	2.1
국고3년 금리(%)	3.57	3.35	3.23	3.28	3.00
원/달러 환율(원)	1,306	1,350	1,370	1,360	1,320

주: 2023년 연간은 실제치, 2024년 상반기는 추정치, 2024년 하반기·연간·2025년 연간은 전망치
자료 : 하나금융연구소

■ 금융시장은 자국 환경에 맞춘 통화정책 다원화 흐름이 전개되면서 불확실성 확대 예상

- 최근 대내외 디스인플레이션 추세 등을 감안했을 때 연준과 한국은행은 4분기 중 각 1회 기준금리를 인하할 것으로 예상
  - 미국外 지역의 통화정책은 美 정책기조 전환 이후 국가별 물가 및 경기 여건 차이에 따른 차별화 흐름 예상(하반기 ECB 추가 인하, BOE 인하, BOJ 추가 인상 전망 등)

- 시장금리는 기준금리 인하 시점에 선행하여 점진적으로 상단을 낮춰갈 전망
  - 한국과 미국 모두 지표 의존적인 의사결정을 강조하고 있는 만큼 통화정책 전환 결정 이전에라도 물가 둔화 흐름에 맞춰 선제적으로 시장금리가 낮아질 가능성

- 원/달러 환율은 미국에 우선한 주요국의 금리인하 등으로 달러화 강세가 지속되고 亞 통화 약세, 내국인 해외투자 증가 등의 영향으로 상승세가 이어질 전망
  - 다만, 연말경 연준의 금리인하가 가시화되고 미국과 주요국간 경기격차가 축소되면서 방향 전환이 예상되나, 美 대선 리스크 등으로 환율의 하락속도는 더딜 듯

■ 하반기에는 글로벌 경제에서 美 경제의 독주가 완화되고, 국내경제에서 수출과 IT 산업이 주도하던 회복의 온기가 내수와 비IT로 파급되면서 쏠림이 점진적으로 완화될 전망

- (글로벌 경제) 상반기 견조한 성장세를 보이며 독주하던 美 경제가 점차 고금리의 영향 등으로 둔화되고 미국外 국가의 성장모멘텀은 회복되면서 경기격차 축소 예상
  - 고금리 장기화 속 신용위험 증대, 주요국 선거에 따른 정치적 리스크 등에 유의

- (국내 경제) 수출과 반도체를 중심으로 회복세를 보이던 국내 경제는 수출개선이 내수와 비 IT로 파급되면서 수출과 IT 쏠림 성장은 점차 완화될 것으로 기대
  - 수출 증가는 기업의 이익 확대를 통해 가계의 소득 개선과 기업 투자 수요 증대로 이어지기 때문에 수출이 내수로 파급되는 시점과 영향을 유의해 살펴볼 필요

■ 2024년 상·하반기 경제의 포커스 변화 및 하반기 Watching Point

자료 : 하나금융연구소

美 뮤추얼펀드에서 ETF로 패러다임 변화 가속

주 윤 신 연구위원

과거 10년간 美 ETF 시장이 뮤추얼펀드를 대체하며 빠른 성장세를 지속하고 있는 가운데 ETF 편입 모델포트폴리오 활용 증가 등에 힘입어 향후 10년 내 ETF가 뮤추얼펀드 시장 규모를 추월할 것으로 전망된다. ETF를 포함한 투자안 다양화와 젊은 세대의 ETF 선호 현상 등에 힘입어 은퇴계좌 내 ETF 편입도 확대될 것으로 예상된다. 국내 자산운용시장에서도 ETF가 일반 공모펀드 시장을 빠르게 대체하고 있는 가운데 시장 패러다임 변화에 대한 금융회사들의 적극적인 대응이 필요하다.

■ 과거 10년간 美 ETF(상장지수펀드) 시장이 뮤추얼펀드 시장을 대체하며 빠른 성장세를 지속

- 美 자산운용시장에서 지난 10년간 저비용, 고유동성, 세금 효율성 등의 장점을 가진 ETF로의 자금유입이 지속되며, 과거 시장을 주도하던 뮤추얼펀드를 대체
  - 뮤추얼펀드(MMF 제외)와 ETF를 포함한 전체 펀드 수탁고 중 ETF 비중은 '13년 13.6%에서 '23년 41.3% 수준으로 큰 폭 확대

- 뮤추얼펀드에서 ETF로의 패러다임 변화는 최근 들어 보다 가속화되는 추세
  - '21년말 이후 ETF 수탁고가 23% 증가한 가운데 동기간 뮤추얼펀드 수탁고는 기관 1% 증가를 제외하고는 개인과 변액연금 모두에서 10% 이상 감소

- 다만, ETF 시장의 가파른 성장에도 불구하고, '23년 기준 ETF 수탁고 규모는 8.1조달러로, 여전히 뮤추얼펀드 수탁고(19.6조달러)에 크게 못 미치는 수준

■ Citi Research에 따르면 향후 10년 내 ETF가 뮤추얼펀드 시장 규모를 추월할 것으로 전망[1]

- Citi Research는 ETF로 구성되는 모델포트폴리오의 활용 증가 등에 힘입어 뮤추얼펀드 중 6~10조달러 규모의 자금이 ETF로 이동, 향후 10년 내로 ETF가 일반 뮤추얼펀드 시장 규모를 추월할 것으로 전망

- 뮤추얼펀드 대비 ETF의 경쟁우위가 없는 비과세 은퇴계좌보다 자본소득세 이연 효과가 있는 일반 뮤추얼펀드 계좌의 ETF로의 이동 규모가 더 클 것으로 추정
  - 비은퇴계좌 뮤추얼펀드 개인 자금 2.4조달러 중 절반 이상, 기관 자금 4.1조달러 중 25% 이상, 비과세 변액연금 1.3조달러 중 20% 이상이 ETF로 대체될 것으로 추정

|1| "Sizing the ETF Opportunity", Citi Research, 2024.6

■ 투자안 다양화 및 인구구조 변화 등에 힘입어 은퇴계좌 내 ETF 편입도 확대될 전망

- 개방형 상품 구조로 DC형 퇴직연금인 401k 대비 ETF 투자가 용이한 IRA(개인은퇴계좌)가 美 은퇴계좌에서 차지하는 비중이 '95년 20%에서 '23년 35%로 증가

- 401k 내에서도 가입자에게 보다 다양한 투자안을 제공하는 자기주도 브로커리지 옵션을 제공하는 사업자가 확대되고, 글라이드패스(glide-path)[2] 관리를 위해 ETF를 활용하는 타겟데이트(target-date) 펀드 투자 비중도 증가
  - 자기주도 자산 중 ETF 비중이 10년 전 12%에서 현재 23% 수준으로 확대

- 젊은 세대가 뮤추얼펀드 대비 ETF 투자를 선호한다는 점 또한 향후 은퇴계좌 내 ETF 편입을 확대시키는 요인으로 작용할 전망
  - 은퇴계좌 내 개인이 보유한 7.4조달러의 뮤추얼펀드 자금 중 50~60%, 기관 및 변액연금이 보유한 4.5조달러 중 극히 일부가 ETF로 대체될 것으로 추정

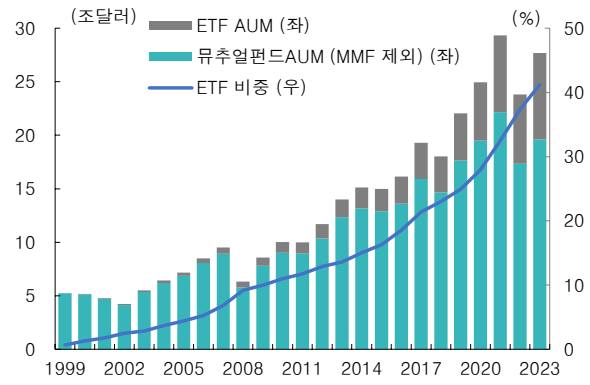
■ 국내 자산운용시장에서도 ETF가 일반 공모펀드 시장을 대체하고 있는 가운데 시장 패러다임 변화에 대한 금융회사들의 적극적인 대응 필요

- 국내 자산운용시장에서도 공모펀드 시장 정체가 지속되는 가운데 ETF 수탁고가 빠르게 증가하며 일반 공모펀드 시장을 대체
  - 공모펀드 대비 ETF 비중(%) : 18.9('20) → 27.7('22) → 34.4('24.5)

- 운용사의 경우 ETF 시장 내 경쟁심화와 맞물려 점유율 확대를 위해 고객 니즈와 시장 트렌드에 맞는 다양한 테마형 상품 개발 및 관련 마케팅 강화 등이 요구

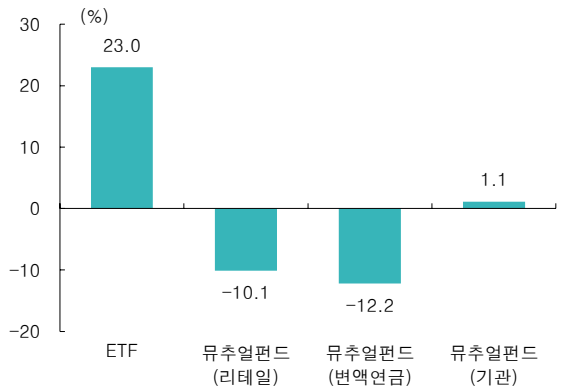
- 은행, 증권 등 판매사의 경우 신탁 등의 vehicle과 세제혜택 계좌인 연금, ISA 내 투자 가능한 ETF 상품 라인업 확대 필요

■ 美 뮤추얼펀드 및 ETF AUM 추이



주 : 순자산가치 기준
자료 : ICI

■ '21년말 이후 美 펀드 AUM 변화



주 : 순자산가치 기준
자료 : Citi Research

|2| 생애주기에 따라 사전에 정한 자산배분 곡선

일본 토큰증권(ST) 시장 성장 가속화

방 승 연 연구원

일본 금융상품거래법 개정 이후 토큰증권을 주식, 회사채와 같은 금융 상품과 같이 취급할 수 있게 되었다. 현재 일본 토큰증권 시장은 부동산 담보 토큰증권이 견인하고 있으며, 2023년 토큰증권 합계 발행액은 천억엔 이상으로 추정된다. 일본 정부와 투자 업계는 토큰증권 투자자 확대를 위해 벤처캐피탈 펀드 등 다양한 자산에 연계를 검토하고 있는 것으로 알려졌다. 현재 국내에서는 토큰증권 관련 법안이 21대 국회 종료로 폐기된 상황이다. 국내 토큰증권 시장의 활성화를 위해 신속한 법제화가 필요하다.

■ **'20.5월 일본 금융상품거래법(改正金融商品取引法) 개정으로 금융기관의 토큰증권(ST) 취급이 허용된 이후 일본 토큰증권 시장이 빠르게 성장**[1]

- 금융상품거래법상 '전자기록이전유가증권표시권리등'으로 정의되는 토큰증권을 기존 '제2항 유가증권'에서 '제1항 유가증권'으로 개정
  - '제1항 유가증권'으로 분류됨에 따라 토큰증권도 주식·사채 등과 같은 규제를 적용, 금융상품거래업자나 등록금융기관[2]에서 발행과 유통이 가능해짐
- 일본은 '21년부터 본격적으로 토큰증권을 발행해 왔으며, '23년 말 토큰증권 합계 발행액은 976억엔으로 전년(166억엔) 대비 6배 증가[3]
  - 미공개 사모로 발행된 토큰증권을 포함한 시장 규모는 1,000억엔 이상으로 추정

■ **현재 일본 토큰증권 시장의 성장은 부동산 담보 토큰증권이 견인하고 있으며, 블록체인의 효율성, 소액 투자 및 다양한 자산의 증권화가 가능한 점 등을 긍정적으로 평가**

- '23년 말 발행된 부동산 토큰증권은 825억엔으로 日 토큰증권 시장의 85%를 차지
  - 부동산 토큰증권은 단일 부동산에 대한 투자로 물건에 대한 이해가 용이하고, 주주 우대 특전이 부여된 상품을 제공하여 투자자들의 관심 증가
- 블록체인을 활용한 토큰증권은 자산 유동성 증가 및 거래 투명성과 효율성을 개선할 수 있고, 부동산·예술작품·채권 등 다양한 자산과 연동한 토큰증권에 소액으로도 투자가 가능하다는 장점

|1| "金融商品取引法上の有価証券の類型と規制の適用関係", JSRI, 2022.09

|2| 증권회사 외에도 유가증권 관련 업무가 일부 가능한 금융기관

|3| "世界的に急成長が期待されるST市場の現状と今後の課題", Kinzai, 2024.03.29

■ 日 정부와 투자 업계는 토큰증권 시장 발전과 투자자 확대를 위해 토큰증권 연계 자산 다양화 방안 모색

- ’22.12월 일본 정부는 2027년까지 스타트업 투자를 10조엔까지 늘리겠다는 내용의 ‘스타트업 육성 5개년 계획’을 발표[4]
  - 개인투자자의 확대를 목표로 소액의 토큰증권을 이용해 벤처캐피탈(VC)에 투자할 수 있도록 하는 내용도 포함

- 일본 주요 토큰증권 발행 플랫폼 프로그마(Progmat)는 워킹그룹 출범을 통해 다양한 자산에 연계된 토큰 증권 발행을 검토중인 것으로 알려짐
  - 올 1월 프로그마가 주최하는 ‘디지털 자산 공동 창작 컨소시엄’에서 VC, 은행, 증권사 등 민간기업 30개 사가 참여한 '스타트업 투자 촉진 워킹그룹'을 출범
  - 워킹그룹에서는 기존 토큰증권에 연계된 부동산, 사채 외 벤처캐피탈 펀드, 재생가능 에너지 발전설비와 항공기, 선박 등 다양한 자산 연계를 검토 중

■ 토큰증권의 안정적인 발행 및 유통을 통한 산업 성장을 위해 국내에서도 신속한 법제화 필요

- 지난 ’23.2월 금융위원회의 가이드라인 발표 이후 신속한 입법화 및 토큰증권 시장 조성을 기대하였으나, 현재는 21대 국회 종료와 동시에 자동 폐기된 상황

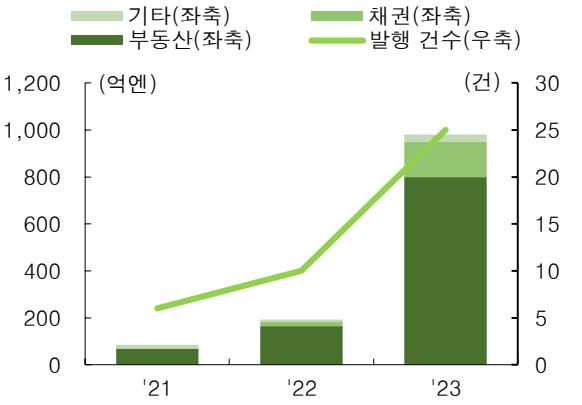
- 현재 국내 토큰증권 거래에는 규제 특례가 적용되어 있으며, 합법적인 토큰증권 발행 및 유통은 어려운 상황
  - 2030년 글로벌 토큰시장은 16.1조달러까지[5] 확대될 것으로 예측되는 가운데, 국내에서도 금융투자업계의 새로운 먹거리로 떠오르는 토큰증권 사업을 적극적으로 전개할 수 있도록 정부의 제도적 정비 필요

■ 최근 발행된 日 주요 토큰증권

구분	발행년월	상품명	발행 액 (억 엔)
대형 발행	’23.8월	KDX/타워 맨션	134
	’23.12월	히타치제작소 ST사채	100
	’24.2월	MDM/나스아울렛몰	114
거래소 취급	’23.12월	KDX/코베호텔	33
	’23.12월	이치고/주거시설	29
다양한 상품	’23.7월	토세이/도심 복합 빌딩	18
	’23.8월	투자용 맨션 대출	1
	’23.9월	마루이그룹 ST 사채	2

자료 : 노무라 증권

■ 토큰증권 발행액 및 발행건수 현황



자료: Kinzai

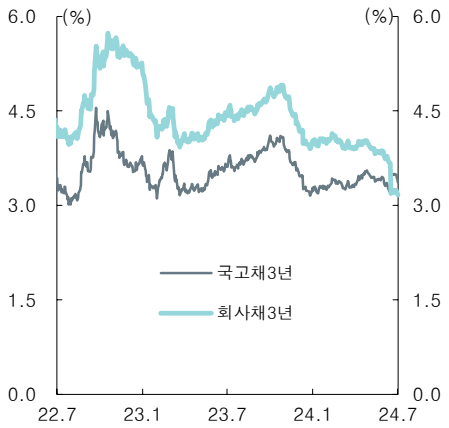
[4] スタートアップ育成5か年計画（案），日 내각부

[5] Boston Consulting Group(BCG)

국내 금융시장

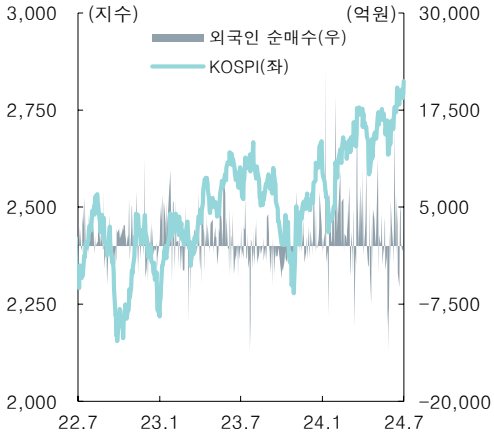
금리

단위: %	콜 (1일)	CD (91일)	산금채 (1년)	회사채 (AA-,3년)	국고채 (3년)	국고채 (5년)
'22년말	3.38	3.98	4.17	5.23	3.72	3.74
'23년말	3.91	3.83	3.69	3.90	3.15	3.16
6월말	3.59	3.60	3.18	3.20	3.48	3.66
6월 28일	3.59	3.60	3.18	3.20	3.48	3.66
7월 1일	3.51	3.60	3.21	3.24	3.49	3.68
7월 2일	3.48	3.60	3.17	3.20	3.43	3.63
7월 3일	3.50	3.58	3.16	3.19	3.41	3.62
7월 4일	3.51	3.58	3.13	3.16	3.37	3.59



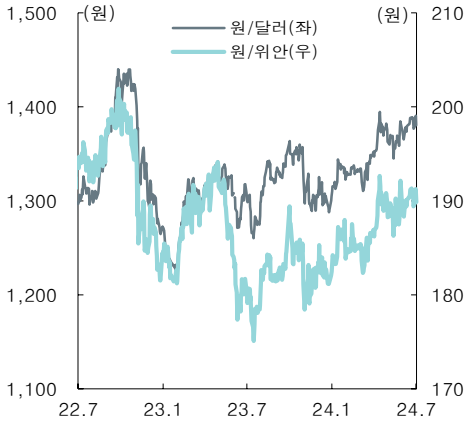
주가

	KOSPI (지수)	거래대금 (억원)	거래량 (백만주)	외인순매수 (억원)
'22년말	2,236.4	60,365	361	-1,437
'23년말	2,655.3	94,189	460	7,017
6월말	2,797.8	110,201	611	322
6월 28일	2,797.8	110,201	611	322
7월 1일	2,804.3	99,453	459	-633
7월 2일	2,780.9	116,485	539	-333
7월 3일	2,794.0	102,440	340	1,014
7월 4일	2,824.9	130,671	394	3,218



환율

단위: 원	원/달러	원/100엔	원/위안	원/유로
'22년말	1,264.5	950.3	181.5	1,349.0
'23년말	1,288.0	911.0	181.2	1,425.1
6월말	1,384.5	879.9	192.2	1,501.8
6월 28일	1,376.7	855.5	189.4	1,474.8
7월 1일	1,379.3	854.0	189.7	1,481.3
7월 2일	1,388.2	859.7	190.9	1,491.5
7월 3일	1,390.6	859.9	191.3	1,499.8
7월 4일	1,380.4	855.8	189.9	1,492.4

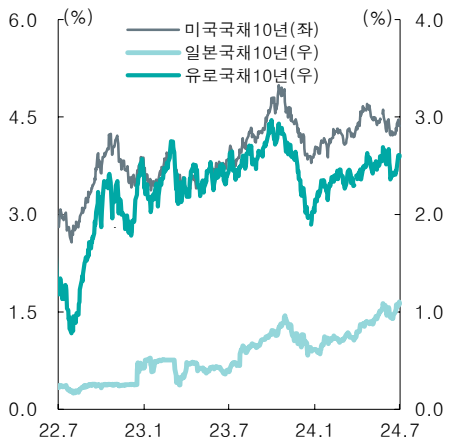


자료 : Bloomberg, 연합인포맥스

해외 금융시장

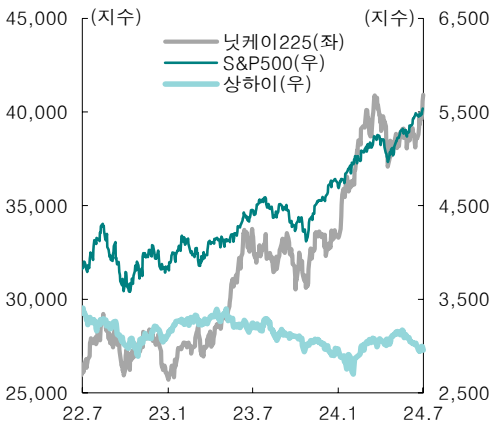
금리

단위: %	미국				일본	유로
	실효FFR	SOFR3월	국채2년	국채10년	국채10년	국채10년
'22년말	4.33	4.59	4.43	3.87	0.42	2.57
'23년말	5.33	5.33	4.25	3.88	0.61	2.02
6월말	5.33	5.32	4.75	4.40	1.06	2.50
6월 28일	5.33	5.32	4.75	4.40	1.06	2.50
7월 1일	5.33	5.32	4.76	4.46	1.06	2.61
7월 2일	5.33	5.32	4.74	4.43	1.09	2.60
7월 3일	-	5.31	4.71	4.36	1.10	2.59
7월 4일	-	-	4.71	4.36	1.08	2.61



주가

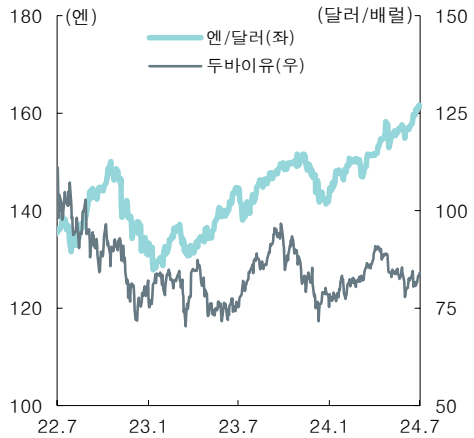
단위: 지수	S&P500	닛케이225	상하이종합	Euro Stoxx
'22년말	3,839.5	26,094.5	3,089.3	3,793.6
'23년말	4,769.8	33,464.2	2,974.9	4,521.4
6월말	5,460.5	39,583.1	2,967.4	4,894.0
6월 28일	5,460.5	39,583.1	2,967.4	4,894.0
7월 1일	5,475.1	39,631.1	2,994.7	4,930.0
7월 2일	5,509.0	40,074.7	2,997.0	4,906.3
7월 3일	5,537.0	40,580.8	2,982.4	4,965.8
7월 4일	-	40,913.7	2,957.6	4,987.5



환율/상품

	환율		상품(유가 현물, 금 선물)	
	엔/달러(엔)	달러/유로($)	Dubai($/배럴)	Gold($/온스)
'22년말	131.27	1.071	78.8	1,826.2
'23년말	141.36	1.106	79.1	2,083.5
6월말	160.85	1.071	81.4	2,339.6
6월 28일	160.85	1.071	81.4	2,339.6
7월 1일	161.42	1.074	83.4	2,338.9
7월 2일	161.40	1.074	83.1	2,333.4
7월 3일	161.68	1.078	83.6	2,369.4
7월 4일	161.27	1.081	84.0	-

자료 : Bloomberg, 연합인포맥스



메 모

하나금융포커스

제14권 14호

등록번호 서울중, 다00037

등록일자 2011년 3월 21일

2024년 7월 5일 인쇄

2024년 7월 8일 발행

발행인 이승열

편집인 장보형

발행처 하나은행 하나금융연구소

서울특별시 중구 을지로 66 하나금융그룹 명동사옥

대표전화 2002-2200

홈페이지 www.hanaif.re.kr

인쇄 (주)광문당

본 지에 게재된 내용은 집필자 개인의견으로
하나금융경영연구소의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

홈페이지

카카오톡 채널

하나은행 하나금융연구소
하나금융포커스 제14권 14호

04538 서울특별시 중구 을지로 66 하나금융그룹 명동사옥
Tel 2002-2200 E-mail hanaif@hanafn.com