

## OPINION

선임연구위원  
강현주

## 미 국채 장기금리 상승의 구조적 배경과 시사점\*

6월 말 이후 미 국채 장기금리 상승은 통화정책 기대나 인플레이션 우려보다 기간프리미엄과 실질금리 상승이 주도하고 있다. 추정 방법에 따른 불확실성은 있으나, 시장에서 주로 거론되는 AI 관련 채권 발행 확대, 미 국채의 안전자산 프리미엄 약화, 미 연준의 통화정책 불확실성만으로 최근의 가파른 금리 상승을 충분히 설명하기는 어렵다. 본고는 특정한 단일 요인보다 금리 충격을 증폭시키는 국채시장의 수요 구조 변화에 주목한다. 중앙은행과 같은 가격에 둔감한 공적 보유 주체의 비중이 축소되고 가격에 민감한 민간 부문이 듀레이션 위험을 더 많이 부담하면서, 장기물에 대한 우려가 금리 상승으로 빠르게 전이되는 구조가 형성되었다. 이 과정에서 공적 수요를 대체한 민간 자금이 레버리지와 환매 위험에 노출되어 있다는 점에서 금리 변동의 꼬리 위험도 함께 커졌다. 이러한 현상은 미국에 국한된 것이 아니라 유로지역과 일본 등 주요 선진국 국채시장이 공통적으로 직면한 구조적 변화로 볼 필요가 있다. 한국에서도 미 국채 기간프리미엄의 추가 상승이 국내 장기금리뿐 아니라 환율과 주식시장에도 영향을 미칠 수 있는 만큼, 글로벌 국채시장의 수급 여건과 국내 금융시장으로의 파급 가능성을 함께 점검할 필요가 있다.

미국 10년 만기 국채금리는 2026년 8월 4.7% 근방까지 상승하며 연중 최고 수준에서 등락하고 있고, 30년 금리는 한때 5.31%로 2007년 이후 최고치를 기록하였다. 금년 상반기에는 기준금리 인상 기대감으로 장기금리가 상승하였으나, 6월 말 이후에는 기대 단기금리가 하락하는 가운데 장기금리가 추가로 상승하는 이례적인 흐름이 나타났다. 시장에서는 이러한 움직임의 원인으로 대형 AI 기업들의 채권 발행 확대, 미 국채의 안전자산 지위 약화, 연준의 커뮤니케이션 축소 등이 거론되고 있다. 본고는 최근 장기금리 상승의 성격과 시장에서 거론되는 주요 요인들의 설명력을 점검한 뒤, 국채 수요 기반의 재편이 시장의 금리 충격 민감도를 어떻게 높였는지 살펴보고 향후 지속 가능성과 한국 금융시장에 대한 시사점을 논의한다.

### 미 국채 장기금리 상승 요인 분해

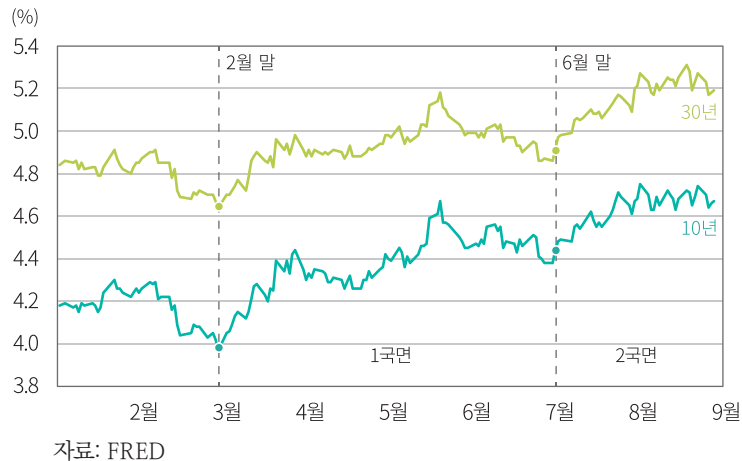
장기 명목금리는 두 가지 방식으로 분해할 수 있다. 하나는 향후 단기금리의 기대 경로와 기간프리미엄(term premium)<sup>1)</sup>으로 나누는 방식이고, 다른 하나는 실질금리와 기대인플레이션으로 구분하는

\* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

1) 기간프리미엄 추정치는 Adrian, T., Crump, R., Moench, E., 2013, Pricing the term structure with linear regressions, Journal of Financial Economics 110(1), 110-138.

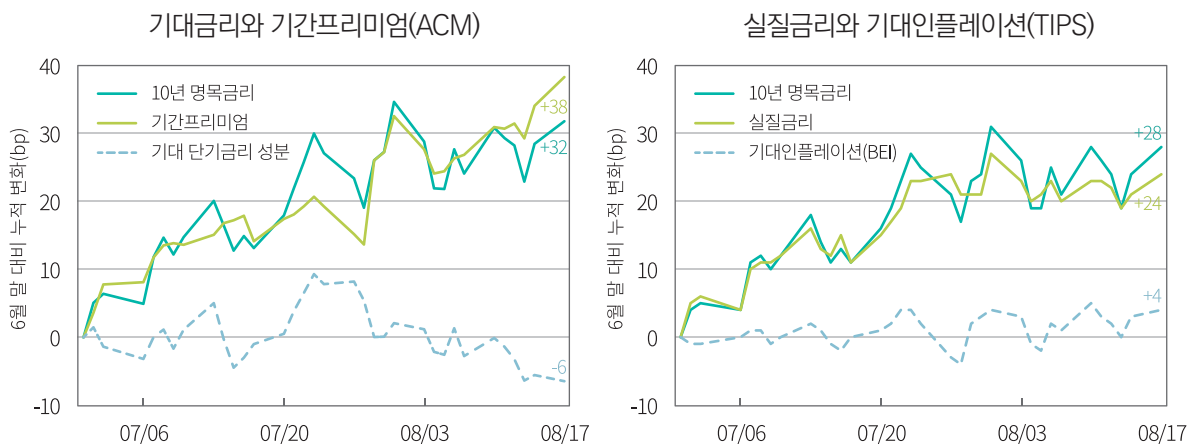
방식이다. <그림 1>과 같이 금년 들어 장기금리는 두 차례 상승했으며, 두 국면의 성분 구성은 정반대였다. 2월 말 저점 이후 6월 말까지의 상승(10년 47bp)은 이란과의 전쟁에 따른 통화긴축 예상으로 기대 단기금리가 56bp 오른 반면 기간프리미엄은 오히려 9bp 하락하였으며, 30년 금리의 상승폭(27bp)이 10년보다 작아 수익률곡선이 평탄해졌다.

〈그림 1〉 금년중 미 국채 장기금리 추이와 두 국면



그러나 6월 말 이후에는 <그림 2>와 같이 기간프리미엄과 실질금리의 상승이 금리 상승을 주도한 것으로 나타난다. 기대 단기금리가 오히려 하락(-6bp)한 가운데 기간프리미엄이 금리 상승을 사실상 전부 설명(38bp)하였고, 물가 측면에서도 기대인플레이션(4bp)보다 실질금리(24bp)의 상승이 대부분을 설명하였다. 이 국면에는 30년 금리가 40bp 올라 10년(28bp)을 앞서면서 수익률곡선이 다시 가팔라졌는데, 듀레이션이 길수록 큰 위험보상이 요구된다는 점에서 기간프리미엄 주도의 상승과 정합적이다. 요컨대 최근의 금리 급등은 실질금리 영역에서 요구되는 위험보상이 확대된 결과로 볼 수 있다.

〈그림 2〉 최근 급등 국면의 미 국채 10년 금리 분해



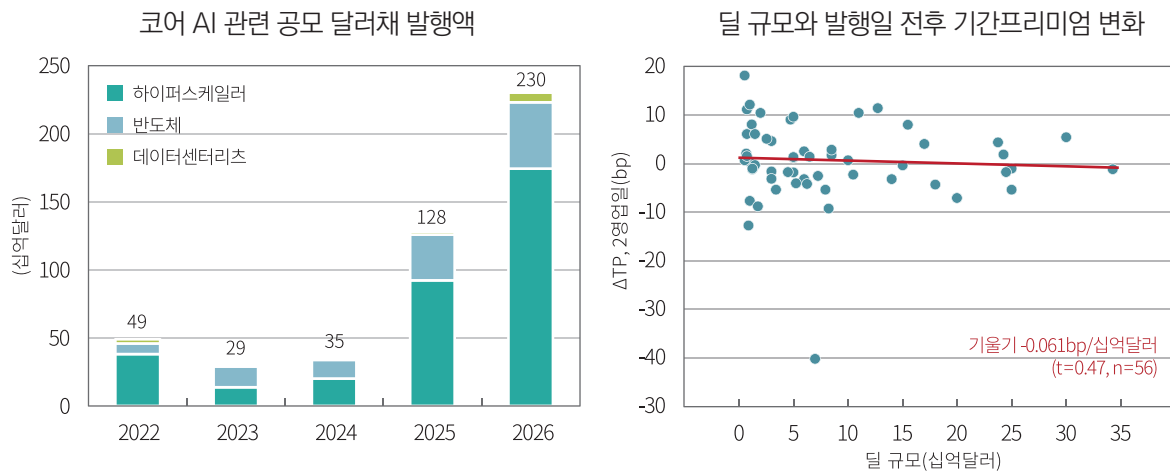
주 : 2026년 6월 30일 대비 누적 변화(일별), 숫자는 8월 17일 기준

자료: NY Fed, FRB, 자체 계산

## 시장에서 거론되는 요인들의 제한적 설명력

시장에서 가장 많이 거론되는 금리 상승 요인은 AI 관련 채권 발행 확대이다. 실제로 <그림 3>의 좌측과 같이 하이퍼스케일러와 반도체, 데이터센터 리츠를 포함한 AI 관련 기업들의 공모 달러채 발행은 2023년 290억 달러에서 2026년에는 8월까지 2,300억 달러로 급증하였다. 그러나 이러한 채권 발행 확대가 최근 장기 국채금리 상승을 크게 설명한다고 보기는 어렵다. <그림 3>의 우측은 2022~2026년 8월까지 발행된 56건에 대해 공시일 직전일부터 2영업일 후까지의 기간프리미엄 변화를 발행 규모에 대해 그린 것인데, 규모가 큰 발행일수록 금리가 더 올랐다는 관계는 확인되지 않으며, 발행 전후 기간프리미엄의 평균 변화도 +0.4bp에 그쳐 사실상 0에 가깝다. 다만 이 검정은 공시 시점의 즉각적 반응을 보는 것이므로, 사전에 예상된 공급이 서서히 반영되는 경로까지 배제하지는 못한다. 그러나 발행 물량 전체를 듀레이션 기준으로 환산해 평가해도 기간프리미엄 상승효과는 6bp 내외에 그치는 것으로 추정된다.<sup>2)</sup> 최근 골드만삭스 또한 지난 1년간 AI 관련 채권 발행이 여타 기업의 차입비용을 높이는 효과를 약 5bp로 추정해, 구축효과가 제한적이라고 평가한 바 있다.<sup>3)</sup>

**<그림 3> 코어 AI 관련 공모 달러채 발행과 발행일 기간프리미엄 반응**



주 : 2022년 4월~2026년 8월중 SEC에 공시된 56건 기준. 우측 산점도의 세로축은 발행일 직전일부터 2영업일 후까지의 기간프리미엄 변화

자료: SEC EDGAR, NY Fed, 자체 집계

AI 관련 기업들의 채권 발행 확대에 따른 가격조정은 국채보다는 발행 기업의 신용시장에 뚜렷하게 나타나고 있다. 주요 AI 기업의 가산금리와 CDS가 투자등급 평균을 웃돌며 확대되고 있으며, 신규

2) 2026년중 AI 관련 공모 달러채 발행 2,300억 달러를 만기 구성을 반영해 10년 만기 등가로 환산하면 약 2,240억 달러로 GDP의 0.7%에 해당하는데, 후술하는<그림 5>의 기울기(GDP 대비 민간 보유 1%p당 8.7bp)를 적용하면 기간프리미엄 상승효과는 약 6bp로 계산된다. 표본 56건의 규모가중 평균 듀레이션은 10.3년으로 10년 국채와 유사한 구간에 해당하여, 발행일 반응 검정에서도 10년 기간프리미엄을 종속변수로 사용하였다.

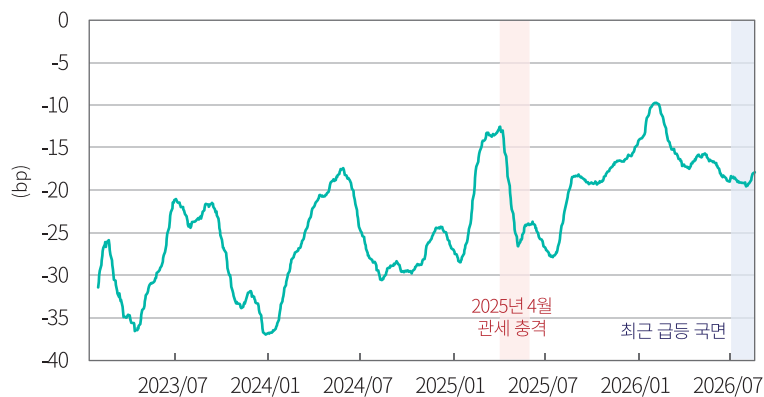
3) Goldman Sachs, 2026. 8. 10, What Is AI Investment Crowding Out?, US Economics Analyst.

발행의 청약배수도 하락하고 있다.<sup>4)</sup> 반면 투자등급 전체와 하이일드의 스프레드는 1년 전과 큰 차이가 없다. 요컨대 AI 채권 발행에 따른 가격조정은 국채가 아니라 발행 주체의 신용스프레드에 국지적으로 나타나고 있어, 최근 국채금리 급등의 원인을 AI 채권 발행 확대만으로 설명하기는 어렵다.

한편, 미 국채의 편의수익(convenience yield)이 잠식되어 금리가 오른다는 또 다른 가설도 검증하였다. 편의수익이란 미 국채의 안전성과 유동성을 얻는 대가로 투자자들이 기꺼이 포기하는 수익률, 즉 미 국채가 독일·일본 국채 같은 대체자산 대비 비싸게 거래되는 정도를 말한다. 재정 악화와 달러 신뢰 저하로 이러한 프리미엄이 소멸하고 있다면 공급 압력 없이도 금리가 상승할 수 있어, 최근 금리 급등을 미 국채의 안전자산 지위 약화로 해석하는 근거가 될 수 있다. 다만 편의수익의 절대 수준에는 통화베이스스 등 각국 금융시장의 고유한 수급·헤지 여건이 함께 반영되어 국가 간 단순 비교가 어려우므로, 이하에서는 특정 시점의 수준이 아니라 최근 급등 국면에서의 변화분을 다른 국면과 대조하는 방식으로 검증한다. 이 가설을 검증하기 위해, 편의수익을 측정<sup>5)</sup>한 결과 <그림 4>와 같이 최근 금리 급등 국면에서 편의수익이 추가로 크게 축소되었다는 증거는 확인되지 않았다. 이는 안전자산 지위에 대한 우려가 실제로 제기되면서 편의수익이 크게 축소되었던 2025년 4월 관세 충격기와 대조적이다.<sup>6)</sup> 따라서 최근 금리 상승의 원인을 미국 고유의 안전자산 지위 약화에서 찾을 근거는 뚜렷하지 않다.

〈그림 4〉 미 국채 편의수익 측정

헤지후 해외국채금리 - 미 국채금리(10년, 유로·엔 가중)



주 : 21영업일 이동평균. 환헤지 후 해외국채 금리에서 미 국채 금리를 차감한 값으로, 유로화 및 엔화에 대해(미국 국채-스왑 스프레드 - 해당국 국채-스왑 스프레드) - 10년 통화베이스스로 계산. 달러지수(DXY) 내 유로화 및 엔화 비중을 재정규화한 가중치(각 80.9%, 19.1%)로 가중평균하였으며, 클수록 미 국채가 비싸게 거래됨을 의미.

자료: LSEG Datastream, 자체 추정

- 4) 국제금융센터(2026. 8. 14, 미 AI 기업 채권의 가산금리·CDS 동향 및 시사점)에 따르면, 주요 AI 기업 10개사의 평균 가산금리는 1년 새 59bp에서 94bp로 확대되고 5년 CDS도 투자등급 평균을 크게 상회하였으며 신규 AI 채권의 청약배수도 2025년 3분기 4.4배에서 2026년 7월 말 1.7배로 하락하였다.
- 5) 미국과 독일 및 미국과 일본 양국의 10년 만기 국채-스왑 스프레드 차이에서 환헤지 비용인 통화베이스스를 차감하여 측정하였으며, 이러한 방법은 다음의 논문을 참조하였다. Du, W., Im, J., Schreger, J., 2018, The U.S. Treasury premium, Journal of International Economics 112, 167-181.
- 6) 달러 약세와 미 금리 상승이 동반된 2025년 4월 국면을 미 국채의 안전자산 프리미엄 축소로 해석한 연구로는 Jiang, Z., Krishnamurthy, A., Lustig, H., Richmond, R., Xu, C., 2025, Dollar Upheaval: This Time is Different, Working Paper 참조.

또 다른 후보는 통화정책 커뮤니케이션의 축소이다. 케빈 워시 연준 의장은 취임 이후 향후 정책경로에 대한 안내를 사실상 제공하지 않는 방향으로 소통 방식을 바꾸면서, 정책경로의 불확실성이 커지고 투자자가 듀레이션 보유에 더 높은 보상을 요구하게 된다는 지적이 제기된다. 실제로 취임 이후 두 번째 FOMC가 열린 7월 29일에는 기대 단기금리가 5.4bp 하락하는 가운데 기간프리미엄이 12.4bp 상승하였다. 다만 같은 날 이란 전쟁 여파로 유가가 6% 넘게 급등했고, 명목금리 상승분의 대부분이 기대인플레이션 상승으로 나타났다는 점에서 이날의 움직임에는 유가 충격도 상당 부분 반영된 것으로 볼 수 있다. 더욱이 국면 전체 기간프리미엄 상승분 38bp 가운데 이날을 제외한 26bp는 특정 사건 일에 귀속되지 않은 채 누적되었으며, 커뮤니케이션 체제의 변화가 지속적인 동인이었다면 높아졌어야 할 채권시장의 내재변동성도 확대되지 않았다. 따라서 커뮤니케이션 요인만으로 두 달에 걸친 기간프리미엄 상승을 설명하기는 어렵다. 오히려 주목할 점은 고빈도 식별 기준으로 완화된 정책 서프라이즈(-6.3bp)가 나타났음에도 10년 금리가 오히려 2.2bp 상승했다는 사실이다.<sup>7)</sup> 완화된 서프라이즈에도 장기금리가 오른 것은 기대 단기금리의 하락을 상쇄하고도 남을 만큼 듀레이션 위험에 대한 요구보상이 확대되었음을 뜻한다. 이러한 움직임은 시장이 듀레이션 위험에 대한 정보 변화에 과거보다 민감하게 반응하고 있음을 보여주며, 높아진 민감도가 이하에서 살펴볼 국채 수요 기반의 구조적 변화와 연결될 가능성을 시사한다.

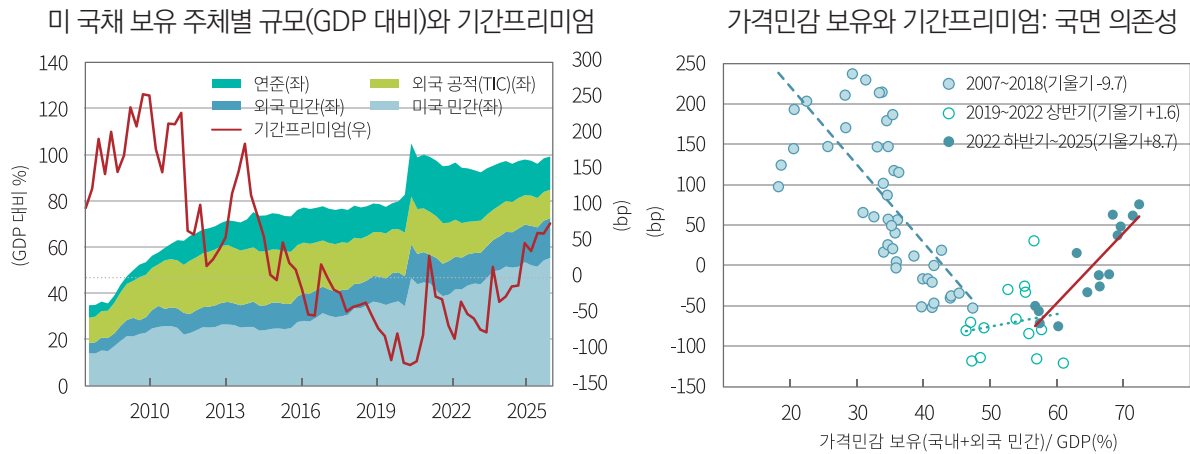
### 금리 충격을 증폭시키는 국채 수요 기반의 재편

앞의 분석들은 방법론적 제약으로 인해 개별 요인의 기여를 완전히 배제하지는 못하지만, 어느 한 요인만으로 최근의 금리 상승을 설명하기 어렵다는 점은 분명하다. 본고가 주목하는 것은 급등을 촉발한 직접적인 요인보다는, 장기물에 대한 우려가 형성될 때 이를 큰 폭의 금리 변동으로 증폭시키는 국채시장의 구조적 여건이다.

핵심은 늘어난 국채를 누가 흡수하느냐에 있다. 미 연방정부 부채는 GDP 대비 2003년 59%에서 2021년 125%로 두 배 이상 늘어났으나, 같은 기간 기간프리미엄은 234bp에서 -67bp로 오히려 약 300bp 하락하였다. 공급이 크게 늘어났음에도 기간프리미엄이 하락한 것은 당시 증가한 국채를 가격에 민감하지 않은 투자자들이 상당 부분 흡수했기 때문이다. <그림 5>의 좌측과 같이 2010년대에는 연준과 외국 중앙은행 등 공적부문이 국채 수요의 중요한 축을 담당하였다. 이들은 통화정책이나 외환보유액 운용상 가격 변화에 상대적으로 비탄력적인 반면, 민간 투자자는 듀레이션 위험에 따라 요구수익률을 조정한다. 따라서 같은 규모의 국채가 공급되더라도 민간이 흡수하는 비중이 높을수록 시장의 수급을 맞추기 위해 더 높은 기간프리미엄이 요구될 수 있다.

7) 고빈도 통화정책 서프라이즈는 FOMC 성명 발표와 기자회견 전후의 좁은 시간창에서 나타난 금리선물 가격 변화로 측정된 것이다. 자료는 샌프란시스코 연준의 U.S. Monetary Policy Event-Study Database를 이용하였다.

〈그림 5〉 미 국채 보유 주체의 재편과 기간프리미엄



이러한 보유구조는 2022년 이후 뚜렷하게 달라졌다. 연준은 2022~2025년중 양적긴축으로 보유 국채를 1.7조 달러 줄였고, 외국 공적부분의 보유도 절대 규모가 감소세로 돌아섰다. 그 결과 2016년 까지 절반 수준(46%)이던 공적부분의 미 국채 보유 비중은 2025년 말 27%로 낮아졌고, 그 자리를 메운 가격민감 민간 부분의 보유는 2021년 말 GDP의 53.9%에서 2025년 말 72.4%로 높아졌다. 보유 주체의 이러한 이동이 기간프리미엄과 어떻게 연결되는지는 〈그림 5〉의 우측에 나타나 있다. 양적완화가 지배한 2007~2018년에는 GDP 대비 가격민감 보유와 기간프리미엄 사이에 음(-)의 관계가 나타났다고, 2019년부터 2022년 상반기까지도 뚜렷한 관계가 없었다. 그러나 연준이 양적긴축을 통해 듀레이션을 시장으로 이전하기 시작한 2022년 하반기 이후에는 가격민감 주체의 보유가 GDP 대비 1%p 높아질 때 기간프리미엄이 약 8.7bp 상승하는 강한 양(+)의 관계가 나타났다. 이는 국채의 공급 규모뿐 아니라 이를 흡수하는 투자자의 성격이 기간프리미엄과 밀접하게 연관되어 있음을 보여준다.<sup>8)</sup>

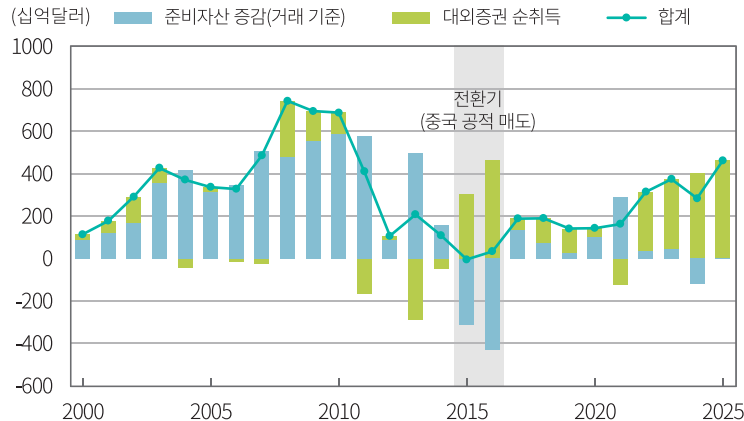
이러한 보유구조 재편의 배경에는 연준의 양적긴축과 더불어 글로벌 경상수지 흑자국의 대미 자본 수출 주체가 공적부문에서 민간부문으로 이동한 변화가 자리하고 있다. 글로벌 금융위기 이전에는 경상수지 흑자국이 자국 통화의 절상 압력을 외환보유액 축적으로 상쇄하면서 흑자 자금의 상당 부분이 공적부문을 통해 미 국채로 유입되었다.<sup>9)</sup> 그러나 최근에는 〈그림 6〉에 나타난 바와 같이 흑자국의 연기금과 보험, 개인 등 민간 투자자가 미국 위험자산에 대한 투자를 확대하면서, 절상 압력이 외환보유액

8) 보유 주체의 가격민감도에 따라 동일한 공급이라도 기간프리미엄에 미치는 영향이 달라진다는 논의는 Vayanos, D., Vila, J.-L., 2021, A preferred-habitat model of the term structure of interest rates, *Econometrica* 89(1), 77-112 참조.

9) 글로벌 금융위기 이전 동아시아 흑자국의 외환시장 개입에 따른 준비자산 축적이 미국의 경상수지 적자를 지탱하는 이러한 구조는 '부활한 브레튼우즈 체제(revived Bretton Woods system)'로 불릴 바 있다. Dooley, M. P., Folkerts-Landau, D., Garber, P., 2003, An essay on the revived Bretton Woods system, NBER Working Paper No. 9971 참조.

축적이 아니라 민간의 해외 자본유출을 통해 상쇄되는 경향이 커지고 있다. 중앙은행의 정책 전환과 달리 이러한 자본수출 주체의 변화는 단기간에 되돌리기 어려운 구조적 변화로, 시장과 정책 당국에서도 미 국채 수요 기반 재편의 주요 배경으로 지적되고 있다.<sup>10)</sup>

〈그림 6〉 동아시아 4개국의 준비자산 증감 및 대외증권투자



주 : 한국·일본·대만·중국 합계. 준비자산은 통화당국 보유분, 대외증권 순취득은 통화당국 이외 연기금·보험사 등 거주자의 대외증권 순매입을 의미

자료: IMF Balance of Payments, 대만중앙은행

한편, 이러한 수요 기반의 재편은 미국만의 현상이 아니다. 연준의 양적긴축과 같은 시기에 일본은행이 수익률곡선관리를 종료하고 유럽중앙은행이 채권 재투자를 중단하면서, 주요국에서 공통적으로 중앙은행이 내려놓은 듀레이션 위험을 민간 투자자가 부담하게 되었다. 공급 측면에서도 압력이 완화된 조짐은 보이지 않는다. 국내 정치적 대립과 대중융합적 요구로 주요국의 재정개혁 추진 여력이 약해진 가운데, 인구 고령화에 따른 연금·의료 지출은 경직적 지출이어서 단기간에 되돌리기 어려우며 러시아-우크라이나 전쟁 이후의 국방비 증액은 새로운 부담이 되고 있다.<sup>11)</sup> 앞서 보았듯 부채의 규모 자체가 금리를 결정하는 것은 아니지만, 얹어진 흡수 여력 위에 이러한 공급압력이 가중된다는 점에서 국채시장의 위험보상과 금리 변동성은 높은 수준을 유지할 가능성이 있다.

국채 수요가 민간으로 재편되었다는 사실 못지않게 중요한 것은, 그 수요의 일부를 레버리지에 의존하는 차익거래자가 떠받치면서 금리 변동의 꼬리위험이 커지고 있다는 점이다. 실제로 헤지펀드의 미 국채 매수포지션은 2022년 말 0.9조 달러에서 2025년 말 2.5조 달러로, 이를 뒷받침하는 환매조건부채권(repo) 차입은 같은 기간 1.2조 달러에서 3.4조 달러로 확대되었다. 이들 차익거래자는 조달 여건이 양호할 때는 딜러가 감당하지 못하는 물량을 흡수해 기간프리미엄을 낮추지만, 증거금 인상이나

10) Financial Times, 2026. 8. 21, "Treasury demand has become materially more valuation-sensitive"; Wall Street Journal, 2026. 8. 18, "High Anxiety in the Bond Market".

11) IMF는 2026년 4월 세계경제전망에서 미국의 재정적자가 2031년까지 GDP대비 7%에서 고착되고 일본은 2025년 1% 수준에서 4%로 확대될 것으로 예상하고 있으며 유로지역은 3% 수준이 지속될 것으로 전망한다.

레포시장 경색 시에는 포지션 축소를 강제받아 오히려 시장의 흡수 여력을 급격히 약화시킬 수 있다.<sup>12)</sup> 2019년 9월 레포시장 발작과 2020년 3월 현금확보 수요(dash for cash) 국면이 대표적인 사례다. 결국 충격에 대한 금리 반응이 비선형적으로 확대될 가능성에도 유의할 필요가 있다.

### 미 재무부의 대응과 그 한계

주목할 점은 미국의 대응 방식이다. 미 재무부는 8월 중순 10~30년 구간 바이백(buyback) 한도를 회당 20억 달러에서 40억 달러로 배증하였다. 장기물을 사들이고 단기물 발행으로 대체하는 이러한 조치는 민간 보유 듀레이션을 줄인다는 점에서 양적완화와 유사한 포트폴리오 재조정 효과를 갖는다. 실제로 국채 발행 공시를 둘러싼 고빈도 식별 연구는 만기 구성의 변화가 통화정책 충격과 동등한 거시경제 효과를 갖는다는 결과를 보고하고 있다.<sup>13)</sup> 이와 같은 듀레이션 부담 완화 조치는 바이백에 그치지 않는다. 미 재무부는 공동개입을 통해 일본 엔화 방어를 지원하는 가운데, 일본이 보유한 미 국채를 시장에 매각하지 않고도 이를 담보로 달러를 조달할 수 있도록 연준의 FIMA Repo Facility를 활용하는 방안을 추진하고 있는 것으로 알려졌다. 이 역시 일본의 미 국채 매각을 통한 시장 내 공급 증가를 억제한다는 점에서 바이백과 유사한 목적을 갖는다.

문제는 지속가능성이다. 발권력으로 자산매입에 필요한 자금을 조달하는 중앙은행과 달리 재무부의 매입은 단기채 발행으로 조달되므로, 매입이 늘수록 차환 위험과 금리 민감도가 재정당국에 누적된다. 또한 재정증권의 매수 자금이 지급준비금에서 나오는 만큼, 단기채 발행 확대는 지준 감소를 통해 단기 자금시장의 경색으로 이어질 수 있다.<sup>14)</sup> 나아가 국채금리는 재정의 지속가능성에 대한 시장의 평가를 반영하는 중요한 가격 신호인데, 매도 물량을 정책적으로 흡수할 경우 이러한 신호가 약화되어 재정조정의 유인이 떨어질 수 있다는 지적도 제기된다.<sup>15)</sup> 실질적인 재정개혁 없이 문제를 뒤로 미루는데 그친다면, 재정한계(fiscal limit)에 근접한 국면에서 중앙은행의 자산매입이 불가피해지고 결국 물가 상승을 통해 실질 부채 부담이 조정되는 경로로 이어질 수 있다. 이코노미스트지 또한 선진국의 부채 문제에 대해 지출 삭감·고성장·증세·디폴트가 모두 쉽지 않다는 점을 들어 인플레이션을 가장 가능성 높은 조정 경로로 지목한다.<sup>16)</sup> 이러한 관점에서 보면 바이백 발표 당일 달러인덱스가 0.7% 하락한 것은 시장이 바이백의 단기적인 금리 안정 효과와 함께 그 지속가능성의 한계에도 주목했을 가능성을 시사한다.

12) Schrimpf, A., Shin, H. S., Sushko, V., 2020, Leverage and margin spirals in fixed income markets during the Covid-19 crisis, BIS Bulletin No. 2.

13) Endo, H., Pallara, K., Sfregola, M., Zanotti, L., 2026, The Treasury Does Monetary Policy, Working Paper.

14) 2019년 9월 대규모 국채 입찰 결제로 지급준비금이 급감하면서 9월 17일 SOFR가 5%를 넘어서자 연준은 10월부터 재정증권을 매입한 바 있다.

15) Lustig, H., 2026, America's Risky Debt: What Markets See That Policymakers Don't, in The American Economy in a New Era, Aspen Institute.

16) The Economist, 2025. 10. 18, The case against holding bonds.

## 한국에 대한 시사점

첫째, 환율이다. 과거 미 금리 상승 충격은 달러 강세와 원화 약세를 동반하는 것이 통례였으나, 이번 국면에는 미 국채 기간프리미엄 상승과 달러 약세라는 새로운 조합이 나타나고 있다. 실제로 한때 1,550원 수준까지 상승했던 원달러 환율이 최근 1,340원대까지 하락한 데는 미 재정 불안에 따른 달러화 약세가 일부 반영된 것으로 볼 수 있다. 미국의 재정 불안은 원화에 상반된 두 가지 경로로 작용한다. 하나는 달러 약세를 통해 원화를 절상시키는 경로이고, 다른 하나는 미 금리 급등이 국제금융시장의 위험회피로 확산되면서 원화를 절하시키는 경로이다. 지금까지는 전자의 영향이 우세했으나, 미 국채시장의 조정이 급격한 시장 불안으로 확산될 경우 후자의 영향이 커지면서 환율 흐름이 반전될 가능성에 유의할 필요가 있다.

둘째, 주식시장이다. 기간프리미엄과 실질금리가 주도하는 금리 상승 국면에서는 미래의 현금흐름에 의존하는 성장주일수록 할인율 상승의 영향을 크게 받는다. 실제로 8월 19일에는 미 장기 국채금리 급등의 여파로 KOSPI가 5.8% 급락했으며, 매도 사이드카가 발동되는 등 국내 증시로의 전염이 뚜렷하게 나타났다. 지난 5년간 미 국채금리와 주가의 상관관계가 크게 낮아져 채권이 주식 조정을 완충하는 힘도 약해진 만큼, 미 장기금리의 추가 상승이 미국 증시 조정으로 이어질 경우 위험선호 위축과 외국인 자본유출을 통해 국내 증시로 전염될 가능성에 유의할 필요가 있다.

셋째, 국고채 시장이다. 최근 국고채 장기금리는 초장기물 공급 확대와 보험사 매수 기반 약화 등 국내 요인의 영향을 크게 받고 있다. 한국 장기금리가 역사적으로 미 국채 기간프리미엄 변화에 민감하게 반응해 왔다는 점을 감안하면, 글로벌 국채 수요 기반의 재편이 지속되어 미 기간프리미엄이 추가로 상승할 경우 국내 요인으로 이미 높아진 국고채 금리에 대외 요인까지 가세할 수 있다. 그 영향은 국고채 시장에 그치지 않는다. 국고채 금리가 은행채와 회사채의 준거금리 역할을 하는 만큼 장기금리 상승은 민간의 조달비용 증가로 이어지며, 위험회피 심화로 신용스프레드까지 확대될 경우 부담은 더욱 커진다. 특히 현재는 7월 이후 기준금리 인상이 재개되면서 단기금리에는 통화긴축이, 장기금리에는 기간프리미엄 상승이 작용해 수익률곡선 전반에 상승 압력이 형성되고 있다. 변동금리 비중이 높은 가계대출의 경우 이러한 금리 상승이 이자 부담으로 빠르게 전가될 수 있으며, 한계기업과 자영업자 등 취약차주에서는 상환능력 저하와 연체율 상승으로 이어질 가능성에도 유의할 필요가 있다.

## OPINION

선임연구위원

이승호

## 고환율과 경제양극화 우려에 대한 소고\*

최근 원화환율 하락에도 불구하고 수년간 진행되어 온 고환율 기조의 지속은 우리 경제주체들의 불안감을 확산시켜왔다. 이는 환율상승이 경제 전체에 미치는 긍정적 영향에도 불구하고 국내 물가의 상승 압력 증가와 경제 각 부문 간에 미치는 차별적 영향 등으로 경제양극화를 심화시킬 수 있다는 우려가 크기 때문으로 판단된다. 특히 대기업과 중소·내수기업간, 수출과 내수부문 간 그리고 소득계층 간의 차별적 환율 영향은 고용안정과 성장잠재력을 저해시킬 수 있다는 점에 유념할 필요가 있다. 고환율 재현시 중소 및 내수기업에 대한 실질적인 지원책을 마련하고 중소기업들도 소재·부품·장비의 국산화를 강화하여 글로벌 공급망 불안에 대비할 필요가 있다. 또한 환율상승에 따른 서민층의 체감물가 상승이 가계의 소득불평등을 악화시키지 않도록 세심한 정책적 배려가 필요할 것으로 생각된다.

최근 원화환율이 하락하며 다소 안정세를 회복하였으나 미달러화 강세의 재현 가능성과 국내 경제주체들의 해외증권투자 증가세 지속 등 구조적인 환율상승(원화가치 하락) 요인들도 여전한 상황이다. 현재의 원화환율 수준은 코로나19 발생 이전 1,000~1,200원 범위에서 오랜 기간 등락하던 것과 비교하면 여전히 높은 수준이며 경제주체들의 인식 또한 고환율 수준에서 고착화되고 있는 것으로 보인다.

환율상승에도 불구하고 우리나라에서 외화유동성위기 가능성은 희박하고 수출가격경쟁력 강화와 해외투자수익률 증가 등 긍정적 측면도 적지 않다. 그럼에도 불구하고 고환율에 대한 경제주체들의 불안감이 적지 않은 것은 물가상승 압력의 증가 차원을 넘어 경제 각 부문간에 차별적인 영향을 미쳐 경제양극화를 심화시킬 수 있다는 우려가 광범위하게 깔려있기 때문으로 판단된다. 본고에서는 원화환율 상승이 경제 부문간에 미치는 차별적 영향을 대기업-중소내수기업, 수출과 내수부문, 가계의 소득불평등 가능성 등의 측면에서 살펴보고 시사점을 언급하였다.

## 수출대기업과 내수중소기업 간 차별화

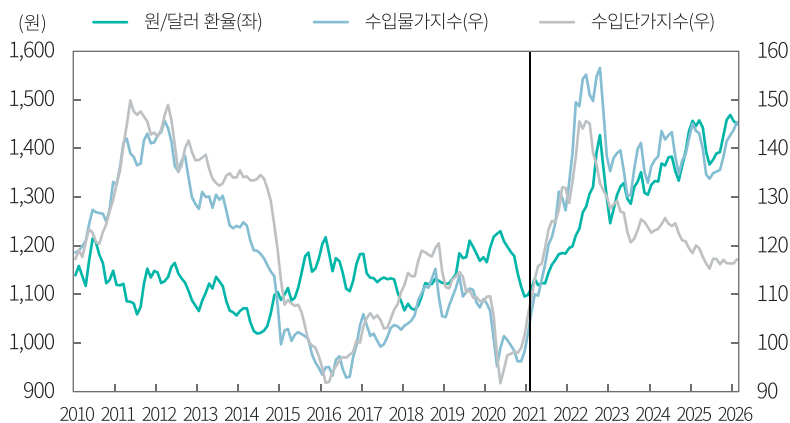
환율상승은 수출주도형 우리 경제에서 수출 증가와 경제성장률 개선에 긍정적인 영향을 미친다. 수출을 주도하고 있는 대기업은 환율상승시 달러화표시 수출단가를 낮추어 수출물량 증가를 도모하기

\* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

용이하고 수출금액의 원화환산액도 증가한다. 그 결과 대기업의 수익성이 개선되고 거시경제 전체적으로도 긍정적 요인이 된다.

그러나 환율상승에 따른 수출호조의 이면에는 수입 또는 내수 기업의 어려움이 상존한다. 환율상승으로 전체 수출이 늘어나더라도 이의 과실은 수출을 주도하는 대기업이 대부분 향유하며 중소 수입기업 또는 내수기업은 수익성 악화에 직면한다. 대기업-중소기업간 하청구조 하에서 환율상승은 원자재나 중간재를 수입가공하여 대기업에 납품하는 이들 기업에게는 수입원가 및 생산비용의 상승요인이 되기 때문이다. 특히 중소기업은 수입단가에 대한 글로벌 가격협상 여력이 미약하여 환율상승에 따른 영향을 수입원가 상승으로 그대로 떠안게 될 뿐만 아니라 대기업과의 납품단가 협상에서도 불리한 하청관계에 놓여 있으므로 현실적으로 환율상승시 수익성 악화를 감수할 수밖에 없는 상황이라 할 수 있다.

〈그림 1〉 환율과 수입물가 및 수입단가



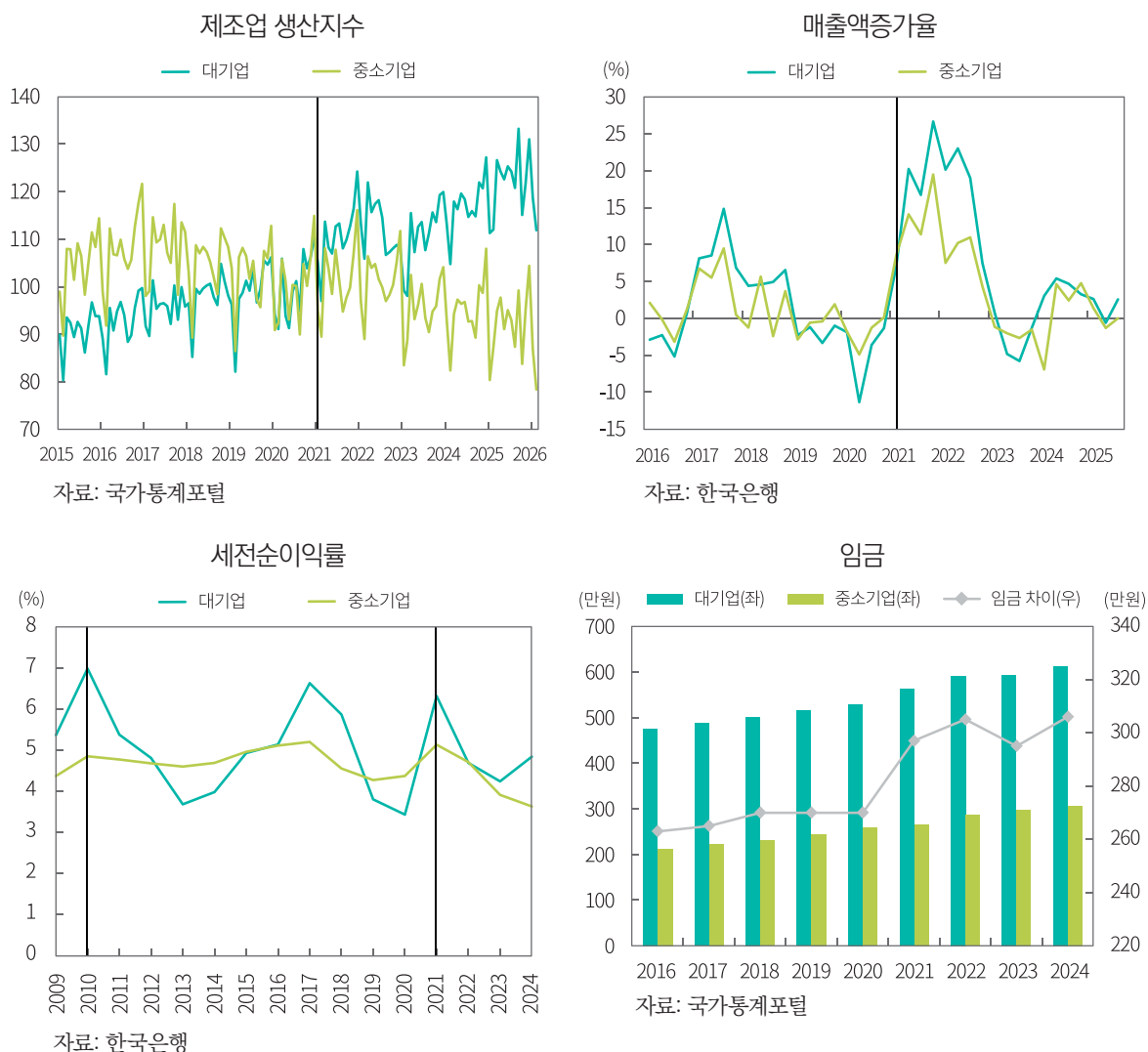
자료: 한국은행

기업경영분석통계 등을 활용하여 원화환율의 안정기(2016~2020년)와 상승기(2021~2025년)에 대해 대기업과 중소기업의 경영활동과 수익성, 임금 측면을 비교해 보면 대체로 대기업과 중소기업간 차별적 영향이 관찰된다. 두 기간중 매출액증가율에 있어 대기업은 1.16%(연평균 기준)에서 7.90%로 6.8배 증가한 반면 중소기업은 같은 기간중 0.90%에서 4.43%로 4.9배 증가하는 데 그친 것으로 나타났다. 특히 수익성 지표인 세전순이익률을 보면 두 기간중 대기업은 5.18%(기간평균 기준)에서 5.83%로 증가한 데 반해 중소기업은 4.73%에서 4.35%로 오히려 감소하였다.<sup>1)</sup> 대기업과 중소기업의 영업활동과 수익성 차이는 2021년경부터 근로자의 월평균 소득에서 그 격차가 확대되어 2024년 기준 대기업 근로자(월 613만원)의 소득은 중소기업 근로자(월 307만원)의 2배 수준에 달하고 있다.

1) 그 밖에도 매출액영업이익률의 경우 대기업은 항상 중소기업을 상회하고 있으며 이자보상배율의 경우에는 같은 기간중 대기업의 경우 금리상승의 영향으로 455.2%에서 446.8%로 소폭 하락한 데 반해 중소기업의 경우에는 234.9%에서 187.1%로 큰 폭 하락하였다.

이는 원화환율이 추세적으로 상승한 지난 수년간 대기업에 비해 중소기업의 경영성과 및 수익성이 상대적으로 악화되었음을 의미하며 중소기업은 제조 및 판매 축소, 경직적 임금인상 등 긴축경영의 행태를 보이고 있는 것으로 해석할 수 있다.

〈그림 2〉 대기업 및 중소기업의 경영활동 및 성과 비교



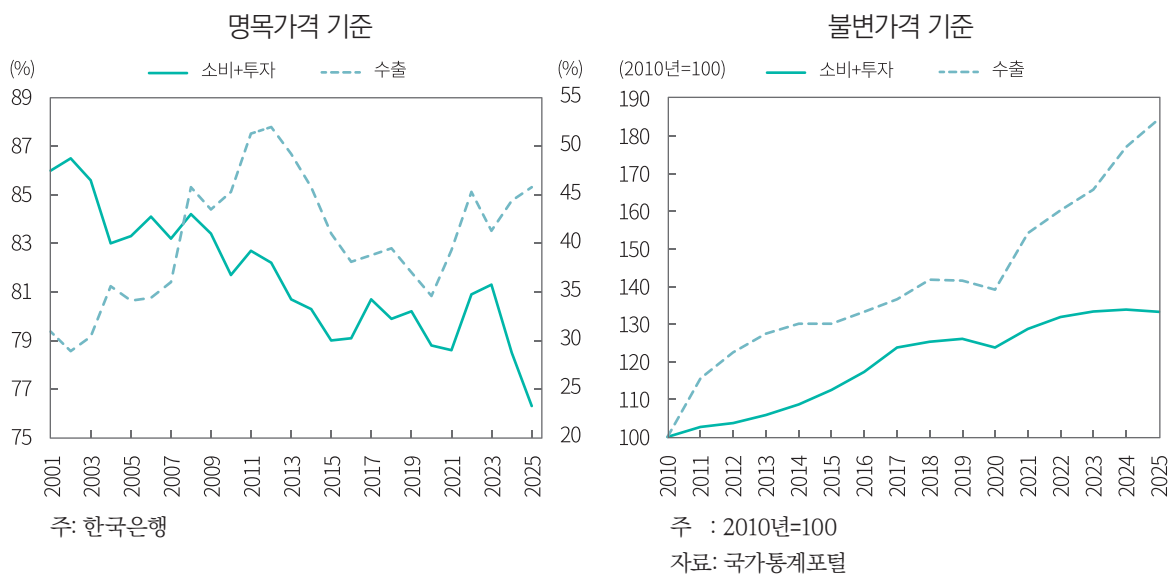
### 수출과 내수부문 간 불균형

환율상승에 따른 수출 호조에도 불구하고 국내 소비나 투자 등 내수부문의 상대적 위축은 우리 경제의 수출-내수부문 간 불균형을 심화시키고 고용 둔화와 성장잠재력의 약화 요인이 될 수 있다. 이는 수출 증대의 효과가 하청기업이나 소상공인, 가계 등 내수부문으로 확장되는 이른바 낙수효과 (trickle-down effect)가 과거에 비해 약화되고 있는데 기인한다. 이러한 낙수효과의 둔화는 순수출

(수출-수입) 증가에 따른 총수요 증가보다 수입원가 등 생산비용 상승으로 총공급이 더 크게 위축되면서 내수 및 중소기업의 경영 악화, 명목임금 인상 제약 등으로 경제전체의 실질구매력과 실질소득이 감소하면서 발생한다. 더욱이 최근에는 기술진보가 급속히 이루어지면서 과거의 노동집약적 산업에서 반도체나 AI, 자동화 공정과 같은 기술·자본집약적 첨단산업 중심으로 탈바꿈하고 있고 글로벌 공급망(GVC)의 활용도도 커지면서 낙수효과는 더욱 위축되고 있다. 결과적으로 수출 증대가 대기업과 고소득층의 부(wealth) 축적에는 기여하는 바가 크겠으나, 중소기업이나 저소득층에게는 상대적 어려움을 더함으로써 경제 전체적으로 자산 및 소득 양극화와 내수 소비기반 약화, 나아가 수출과 내수부문 간 불균형 심화라는 구조적 문제로 심화되고 있는 것은 아닌지 우려스럽다.

실제 우리나라의 GDP통계를 보면 소비와 투자 등 내수부문이 명목기준 국내총생산에서 차지하는 비중이 추세적으로 하락하고 있다. 2000년대 초반까지 명목가격 기준으로 민간소비와 투자가 국내총생산에서 차지하는 비중은 85%를 상회하였으나 2025년에는 76%로 하락하였다.<sup>2)</sup> 이를 불변가격 기준(2010년=100)으로 살펴보면 내수부문은 2025년의 경우 2010년 대비 32% 증가에 그친 반면 수출은 같은 기간중 85% 증가한 것으로 나타나 수출 대비 내수부문의 위축이 더욱 뚜렷이 나타난다. 특히 이러한 격차는 원화환율이 구조적으로 가파른 상승세로 전환된 2020년 이후 더욱 강화되고 있는 것으로 보인다.

〈그림 3〉 수출 및 내수 추이



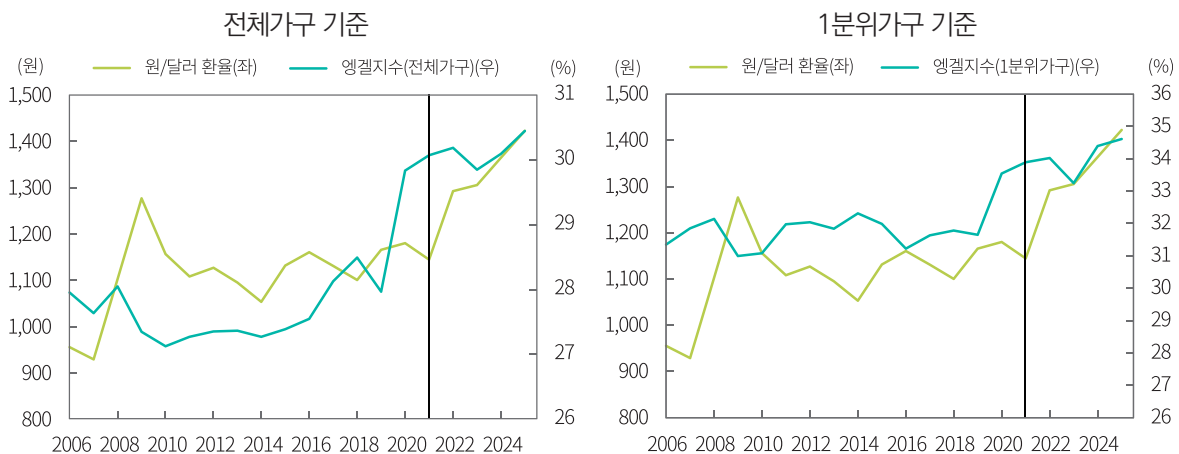
2) 이중 민간소비와 투자는 2025년 기준 각각 48.0%와 28.3%를 차지하여 2010년과 비교하여 3.2%p와 2.2%p 하락한 반면 수출 비중은 환율변동 등에 따른 등락에도 불구하고 최근에도 50%에 근접한 수준을 유지하고 있다.

### 가계의 소득불평등 심화 가능성

고환율은 가계부문의 소득불평등(income inequality) 심화 요인으로도 작용할 수 있다. 소득불평등이란 가계의 소득이나 자산에서 상위 계층과 하위 계층 간의 격차가 커지는 현상을 의미한다.<sup>3)</sup> 환율 상승이 가계의 소득불평등을 가져오는 것은 무엇보다 수입물가 상승이 전반적인 국내 물가의 상승을 초래하는 데 있다. 물가상승이 가계에 미치는 체감 정도는 소득수준에 따라 다른데 저소득층의 경우 소득의 상당 부분을 식비<sup>4)</sup>, 난방비, 교통비 등 필수재에 지출하는 데 반해 고소득층은 필수재 지출비중이 작고 소비여력도 크므로 물가상승 영향이 상대적으로 작다고 할 수 있다.

최근 우리나라의 엥겔지수(Engel's Coefficient)를 보면 전체가구 및 1분위가계 기준에서 모두 상승세를 보이고 있다. 즉, 2025년 기준 엥겔지수가 전체가구의 경우에는 30.4%를, 1분위가계 기준으로는 34.6%를 기록하여 저소득층의 음식료품 지출이 전체가구의 엥겔지수 상승을 견인하고 있는 모습이다. 특히 엥겔지수는 원화환율이 가파르게 상승한 2021년 이후 크게 상승한 것으로 나타나 환율 상승에 따른 수입물가 상승이 음식료품의 소비자가격 상승으로 이어지고 있는 점과 관련이 큰 것으로 보인다.<sup>5)</sup>

〈그림 4〉 엥겔지수 및 환율 추이



자료: 가계동향조사

- 3) 통상 가계의 소득불평등은 한 나라의 경제성장이나 기술진보, 거시경제정책 변화, 사회복지지출, 인구구조 및 노동시장제도 변화 등 다양한 사회·경제적 요인에 의해 복합적인 영향을 받는다. 최근 우리나라에서 소득불평등 지표인 지니계수, 5분위배율 및 상대적빈곤율은 2015년부터 완만하게 개선되다가 2024년 이후에는 다시 소폭 악화되는 모습이 나타나고 있다.
- 4) 가계의 총지출 중에서 식료품비(식비)가 차지하는 비율을 엥겔지수라 하며 저소득 계층일수록 엥겔지수가 높은 경향을 나타낸다.
- 5) 음식료품 가격은 세계곡물가격지수와도 밀접한 관련이 있는데, 동 지수는 2020년 1월~2022년 5월중 상승세를 보이다가 이후부터 최근까지 하락세를 지속하고 있다.

뿐만 아니라 저소득층의 경우 음식료품 이외에도 수도, 난방 등 주거비와 교통비 지출 규모가 가장 큰 것으로 나타났는데<sup>6)</sup>, 원화환율 상승이 유가 등 에너지가격 상승을 통해 주거난방비 및 교통비 등에 서도 서민층에 큰 부담을 주면서 가계의 소득불평등을 심화시키는 요인으로 작용하고 있는 것으로 생각된다. 이러한 물가상승에 부합하는 중소기업 및 영세업체의 임금상승이 이루어지지 못할 경우 가계의 실질 구매력이 감소하게 되고, 만약 중앙은행이 물가상승 억제를 위해 긴축적인 통화정책을 운용하거나 정책금리를 인상할 경우 금융부채가 상대적으로 큰 취약계층이나 소상공인의 이자상환부담이 커지므로 소득분배는 더욱 악화될 것으로 보인다.

## 시사점

소규모 개방경제 하의 우리나라에서 원화환율이 시장수급에 따라 원활히 등락하는 것은 거시경제의 안정화 기능을 수행하는 데 중요하며 특히 환율상승시 우리나라의 수출경쟁력 강화, 경제성장률 개선 등에 유리한 영향을 미친다. 그러나 시장의 예상을 뛰어넘는 고환율 수준이 장기간 지속될 경우에는 물가상승 압력의 증가 못지않게 대기업-중소내수기업, 수출과 내수부문, 가계의 소득불평등 등 경제 각 부문 간에 차별적인 영향이 커지면서 경제양극화를 심화시킬 가능성에도 유념할 필요가 있다. 향후 대내외 여건 변화로 원화환율이 다시 상승세를 보일 가능성도 없지 않은 만큼 다각적인 정책적 노력이 요구된다.

고환율이 재현되면서 중소·내수기업의 경영상 어려움이 커질 경우 이들 기업에 대한 실질적인 지원책을 강구할 필요가 있다. 환율상승에 따른 수입원가 부담이나 대기업 납품단가 등에서 이들 기업에 불이익이 집중되지 않도록 원자재 수입가격 상승분을 대기업에 대한 납품가격에 일정 부분 반영할 수 있는 납품단가연동제의 실효성을 강화할 필요가 있다. 또한 중소기업이 환위험에 대응할 수 있도록 정부 주도의 환변동보험 등 환위험관리 지원책을 강화하는 것도 필요하다. 중소·중견기업들도 품질 경쟁력을 높이고 수출 상품 및 시장의 다변화를 통해 환율상승 충격을 완화해 나갈 필요가 있다. 특히 소재·부품·장비의 국산화를 강화하여 수입의존도를 낮추고 글로벌 공급망 불안에 대비하는 것이 바람직하다. 아울러 환율상승으로 인한 취약계층의 식비 등 필수재 부담과 금리상승에 따른 이자상환부담 증가에 대해 보다 정교한 사회복지 지원책을 지속적으로 강구해 나가는 것이 중요할 것으로 보인다. 경제양극화의 완화는 고용 안정과 지속가능한 경제성장을 위한 필수조건이기 때문이다.

6) 가계동향조사에 따르면 1분위 가구의 경우 이들의 지출비중은 50% 내외에 달하여 5분위 가구의 35% 정도와 큰 차이를 보였다.

## OPINION

선임연구위원  
황세운

## 사모펀드 진입규제 비교 및 국내 정책적 시사점\*

최근 사모주식, 사모대출, 인프라 등 사모투자자산의 시장규모가 확대되고, 기관투자자의 중요한 자산배분 수단으로 자리 잡으면서 일반투자자에게도 이에 대한 투자기회를 확대할 필요가 있다는 논의가 주요국에서 확산되고 있다. 사모투자자산은 낮은 유동성, 높은 정보비대칭, 가치평가의 어려움 등으로 일반투자자의 직접투자에 상당한 위험이 수반되는 만큼, 주요국은 단순한 진입규제 완화보다는 투자자 자격과 상품규제를 결합하여 접근성을 확대하는 방향을 취하고 있다.

미국은 accredited investor 제도를 중심으로 사모시장 접근을 허용하면서 투자자 자격을 정교화하고 있다. 사모펀드 접근에 있어서 소득·순자산 기준에 더해 금융전문자격 보유자와 전문지식을 갖춘 금융관련 임직원을 포함함으로써 투자자의 금융전문성을 별도의 판단기준으로 인정하였다. 동시에 BDC, interval fund, 등록 폐쇄형 펀드 등 규제된 투자기구를 통한 일반투자자의 간접적인 사모자산 접근도 확대하고 있다. EU는 이러한 투자자 자격 확대보다는 규제된 상품을 활용하는 방식에 상대적으로 중점을 둔다. ELTIF 2.0은 일반투자자에게 적용되던 최소 1만유로 투자요건과 금융포트폴리오의 10% 투자한도를 폐지하는 대신 MiFID II에 따른 적합성 평가, 분산투자 및 유동성 관리 등을 통해 투자자를 보호하는 구조로 개편되었다. 싱가포르 역시 기존 기관투자자 및 accredited investor 중심의 체계를 유지하면서 2025년 일반투자자를 위한 Long-term Investment Fund(LIF) 도입을 제안하였다. LIF는 Direct Fund와 재간접형 LIFF를 통해 사모자산에 투자하도록 하면서 운용사 전문성, 분산투자, 독립적 가치평가, 유동성 관리 및 위험공시 등의 보호장치를 적용하는 것이 특징이다.

해외 사례를 고려할 때 국내에서도 정책의 초점을 ‘사모펀드 진입규제의 단순한 완화’보다는 ‘일반투자자의 사모자산 접근경로 다양화’에 둘 필요가 있다. 라임·옵티머스 사태 이후 강화된 투자자 보호 체계를 감안하여 직접투자는 금융전문자격, 투자경험 및 전문성 등을 갖춘 투자자를 중심으로 점진적으로 확대하는 한편, 일반투자자에게는 사모자산에 분산투자하는 규제된 재간접 방식의 투자기구를 제공하는 이원적 접근이 바람직하다. 이와 함께 독립적인 가치평가, 분산투자, 레버리지 관리, 위험공시 및 기초자산의 유동성과 일치하는 환매구조 등을 마련함으로써 투자자보호를 훼손하지 않으면서 사모시장의 장기 성장성과 투자기회를 일반투자자와 공유할 수 있는 제도적 기반을 구축할 필요가 있다.

국내 사모펀드 제도는 지난 10여 년간 모험자본 공급 확대를 위한 규제 완화와 대규모 환매중단 사태 이후의 투자자보호 강화가 교차하면서 변화해 왔다. 2015년 사모펀드 제도개편 이후 전문투자형

\* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

사모펀드의 진입 및 운용규제가 완화<sup>1)</sup>되면서 국내 사모펀드 시장은 빠르게 성장하였다. 이러한 정책은 공모펀드에 비해 상대적으로 자유로운 운용을 허용함으로써 기업의 성장자금과 구조조정 자금을 공급하고 자산운용산업의 경쟁력을 높이려는 목적을 가지고 있었다. 그러나 시장의 양적 성장 과정에서 운용사에 대한 내부통제, 판매사의 상품검증, 수탁기관의 감시 및 일반투자자에 대한 정보제공 등이 충분하지 못하다는 문제가 노출되었다.

사모펀드의 문제를 본격적으로 드러낸 사건은 2019년 이후 발생한 라임자산운용 사태와 2020년 옵티머스자산운용 사태이다. 라임 사태에서는 펀드 간 복층·순환투자, 비유동성 자산 투자와 개방형 펀드 간의 유동성 불일치, 총수익스왑(TRS)을 활용한 레버리지 등이 복합적으로 문제가 되었는데, 대규모 환매중단으로 이어지면서 일반투자자의 대규모 손실이 발생했다. 옵티머스 사태에서는 투자제안서에서 제시된 투자대상과 실제 펀드자산 사이의 괴리와 운용·판매·수탁 과정에서의 부실통제가 부각되었다. 이들 사건은 사모펀드의 운용 자율성 확대에 비해 운용사·판매사·수탁기관 사이의 상호 감시체계와 일반투자자 보호장치가 충분히 구축되지 못했다는 문제를 드러냈다. 이후 정부의 사모펀드 정책은 시장 활성화에서 투자자보호와 시장규율을 강조하는 방향으로 전환되었다.

첫 번째 전환점은 2020년 4월 발표된 「사모펀드 현황평가 및 제도개선 방안 최종안」이다.<sup>2)</sup> 정부는 사모펀드의 모험자본 공급이라는 순기능을 고려하여 운용의 자율성은 최대한 보장하되, 투자자보호와 시스템리스크 방지를 위해 필요한 규제를 선별적으로 강화하는 원칙을 제시하였다. 운용사의 내부통제 및 펀드재산 평가를 강화하고, 판매사와 수탁기관·PBS의 운용 감시기능을 명확하게 하였으며, 투자자에 대한 정보제공을 확대했다. 또한 비유동성 자산을 보유한 개방형 펀드의 유동성 위험, 복층·순환투자구조 및 TRS를 이용한 레버리지 등에 대한 관리를 강화했다.

2021년 3월 사모펀드 개선 방향이 반영된 자본시장법 개정안이 국회를 통과하면서<sup>3)</sup> 국내 사모펀드 규제체계는 크게 변경되었다. 기존의 전문투자형 사모펀드와 경영참여형 사모펀드라는 운용목적 중심의 구분을 폐지하고 투자자를 기준으로 ‘일반 사모펀드’와 ‘기관전용 사모펀드’로 체계를 재편했다. 일반투자자는 일정 금액 이상을 투자하는 경우 일반 사모펀드에는 참여할 수 있지만 기관전용 사모펀드에는 참여할 수 없도록 하고, 일반투자자가 참여하는 일반 사모펀드에는 판매사와 수탁기관의 감시·견제 기능을 포함한 강화된 투자자보호 장치를 적용했다. 1억원 이상이던 일반투자자의 최소투자금액을 3억원 이상으로 설정하고, 이들이 투자하는 일반 사모펀드에 강화된 보호체계를 적용했다. 2015년 이후의 국내 사모펀드 규제 변화는 ‘사모펀드 활성화를 위한 진입·운용규제 완화 → 라임·옵티머스 사태 → 일반투자자 보호 강화 → 투자자 유형을 기준으로 한 규제체계 재설계’라는 흐름

1) 금융위원회, 2015. 10. 23, 사모펀드 활성화를 위한 자본시장법 및 하위법령 개정안 일괄 시행에 따른 주요 변경 사항 안내, 보도자료

2) 금융위원회·금융감독원, 2020. 4. 27, 사모펀드 현황평가 및 제도개선 방안 최종안 발표, 보도자료.

3) 금융위원회, 2021. 3. 24, 사모펀드 투자자보호 강화 및 체계개편을 위한 자본시장법 개정안 국회 본회의 통과, 보도참고자료.

름으로 정리할 수 있다. 주목할 만한 점은 사모펀드 규제 개편이 일반투자자의 사모자산 접근을 전면적으로 금지하는 방식이 아니라, 일반투자자가 참여하는 사모펀드에 대해 보다 강한 보호장치를 적용하는 방식으로 이루어졌다는 것이다.

최근에는 투자자보호 흐름을 유지하면서 사모투자자산에 대한 일반투자자의 접근기회를 어느 수준까지 허용할 것인가라는 방향성에 시장의 관심이 모이고 있다. 비상장주식, 사모대출(private credit), 인프라 등 사모자산시장이 확대되고, 기업이 비상장 상태에서 성장하는 기간도 길어지면서 사모시장에서 발생하는 투자수익 기회가 기관투자자와 고액자산가에게 집중될 가능성이 있기 때문이다. 국내 제도개선에서는 라임·옵티머스 사태를 통해 구축한 투자자보호 장치를 단순히 완화하기보다는, 투자자 보호수준을 훼손하지 않으면서 일반투자자가 규제된 방식으로 우량 사모투자자산에 접근할 수 있는 경로를 마련하는 것이 중요한 과제가 될 것으로 예상된다. 이에 본고는 미국, EU 및 싱가포르의 사모펀드 진입규제와 최근의 접근성 확대 움직임을 분석하고, 국내 제도에 대한 시사점을 도출해 보고자 한다.

### 미국의 사모펀드 규제 동향

미국의 사모펀드 규제체계는 일반투자자의 직접적인 사모시장 참여를 제한하면서도, 일정한 재산·소득 또는 전문성을 갖춘 투자자에게는 폭넓은 투자기회를 허용하는 방식으로 발전해 왔다. 최근에는 사모자산시장의 성장과 비상장기업의 자본조달 확대를 배경으로 이러한 이분법적 규제체계를 완화하여 일반투자자가 규제된 집합투자기구나 퇴직연금 등을 통해 사모자산에 간접적으로 접근할 수 있도록 투자기회를 확대하는 정책적 방향성이 관찰되고 있다.

미국 사모펀드의 투자자 진입규제를 이해하기 위해서는 Securities Act of 1933과 Investment Company Act of 1940을 함께 살펴볼 필요가 있다. 사모펀드는 원칙적으로 증권을 발행하여 투자자를 모집하기 때문에 등록의무가 발생하지만, 실제로는 Regulation D에 따른 사모발행 면제를 광범위하게 이용한다. Regulation D의 Rule 506은 조달금액에 상한을 두지 않는 대표적인 사모발행 경로이다. 벤처캐피탈 및 사모펀드가 등록에 수반되는 비용과 공시·계속규제 부담을 피하기 위해 사모발행 면제를 활용하며, Regulation D는 가장 일반적인 등록면제 수단이다.<sup>4)</sup>

미국에서 개인투자자가 accredited investor가 되기 위한 대표적인 재산기준은 주거용 주택을 제외한 순자산 100만달러 초과이며, 소득기준은 최근 2년 각각 개인소득 20만달러 또는 배우자·파트너와 합산소득 30만달러를 초과하고 당해 연도에도 동일한 소득수준이 예상되는 경우이다.<sup>5)</sup>

4) Morgan, Lewis & Bockius, 2015, U.S. Securities Laws Overview: Making Sense of “Accredited Investors,” “Qualified Purchasers,” and “Qualified Clients”

5) U.S. Securities and Exchange Commission(<https://www.sec.gov>)

Investment Company Act는 사모펀드에 대해 원칙적으로 실질소유자 수를 100명 이하로 제한(3(c)(1))하거나 모든 투자자가 qualified purchaser일 것을 요구(3(c)(7))한다. 개인투자자의 경우 일반적으로 500만달러 이상의 투자를 보유해야 qualified purchaser에 해당하므로 3(c)(7) 펀드는 3(c)(1) 펀드보다 훨씬 높은 투자자 자격을 요구한다. 이처럼 미국의 전통적인 규제체제는 사모시장의 낮은 공시수준과 높은 정보비대칭성을 고려하여 일정한 경제적 손실감내능력 또는 전문성을 보유한 투자자를 중심으로 사모시장 접근을 허용하는 구조라고 할 수 있다.

미국에서 사모펀드 진입규제가 전문성과 투자판단능력을 함께 고려하는 방향으로 변화해 왔다. 대표적인 변화가 SEC의 2020년 accredited investor 정의 개정이다. 개정 이전에는 개인투자자의 경우 사실상 소득과 순자산이 가장 중요한 판단기준이었지만, SEC는 2020년 개정을 통해 일정한 전문자격과 금융전문성을 갖춘 개인에게도 자격을 인정하였다. 이에 따라 Series 7<sup>6)</sup>, Series 65<sup>7)</sup>, Series 82<sup>8)</sup> 자격 보유자 등이 재산·소득요건과 관계없이 accredited investor가 될 수 있게 되었으며, 사모펀드의 전문성을 갖춘 금융회사 임직원(knowledgeable employee) 등도 포함되었다.<sup>9)</sup> 미국의 진입규제는 전통적인 자산검증(wealth test) 중심에서 자산과 금융전문성을 병행하는 체계로 점차 변화하고 있다고 평가할 수 있다.

미국에서 주목할 변화는 직접투자 자격을 완화하는 것과 별개로 규제된 투자기구를 통한 일반투자자의 사모자산 접근을 확대하려는 움직임이다. 대표적인 사례는 폐쇄형 투자회사인 BDC(Business Development Company)이다. 상당수 BDC가 증권을 등록하고 일반 대중에게 판매한 후 거래소에 상장되기 때문에 일반투자자는 BDC를 통해 비상장 중소기업 및 사모대출 등에 간접적으로 접근할 수 있다.<sup>10)</sup> interval fund와 tender offer fund 역시 투자회사법에 따라 등록된 폐쇄형 펀드이면서 환매를 일정 주기로 제한함으로써 비유동성 자산에 투자할 수 있는 구조를 가진다. 사모펀드 운용사들은 일반투자자 기반을 확대하기 위한 수단으로 이러한 펀드를 활용하고 있다.<sup>11)</sup> 2025년 8월 SEC는 사모펀드에 자산의 15% 이상을 투자하는 등록 폐쇄형 fund-of-private-funds에 대해 그동안 실무적으로 요구해온 accredited investor 및 최소 2만5천달러 투자요건을 더 이상 등록심사 과정에서 요구하지 않겠다는 입장을 발표했다.<sup>12)</sup> 이는 규제된 펀드를 통한 일반투자자의 사모자산 접근을 확대하는 정책

6) 주식, 채권, 뮤추얼펀드, 옵션 등 광범위한 증권상품의 매매·권유 업무와 관련된 전문성을 검증하는 자격기준

7) 투자자문업무와 관련된 자격으로 투자이론, 포트폴리오 관리, 투자상품, 윤리 및 관련 법규 등에 대한 지식을 검증

8) 사모증권 모집과 관련된 자격으로 사모증권(private securities offerings)의 모집·판매 업무를 수행하는 인력을 대상으로 하는 검증

9) SEC, 2020. 8. 26, SEC modernizes the accredited investor definition.

10) Pinedo, A.T., Hirshberg, B., Milani, S., 2022, *Business Development Company Guide for Capital Markets*, Mayer Brown LLP.

11) Audette, J., Draney, W., Koff, J., Warren, M., 2019, *Interval and tender offer closed-end funds: investment company alternatives to traditional funds*, *Journal of Investment Compliance* 20(4), 21-34.

12) SEC, 2025, ADI 2025-16 - Registered Closed-End Funds of Private Funds.

방향을 잘 보여주고 있다.

미국 사모펀드 규제에서 관찰되는 변화는 401(k) 등 퇴직연금시장으로도 확대되고 있다. 2025년 8월 트럼프 행정부는 「Democratizing Access to Alternative Assets for 401(k) Investors」 행정명령을 통해 9천만명 이상의 확정기여형(DC형) 퇴직연금 가입자가 사모주식·사모대출 등 대체자산에 투자할 기회를 확대한다는 정책방향을 제시하였다.<sup>13)</sup> 이어 노동부는 2026년 3월 401(k) 운용자가 사모주식, 사모대출 등 대체자산을 포함하는 투자옵션을 선택할 때 적용할 절차 중심의 안전조항을 제시하는 규정안을 발표했다.<sup>14)</sup> 이는 퇴직연금에 의한 사모자산 투자를 전면적으로 허용하는 방식이라기보다 수탁자가 수익성, 비용, 유동성, 가치평가, 벤치마크 및 상품 복잡성 등을 검토하는 적절한 절차를 거친 경우 일반 근로자의 퇴직연금에도 대체자산을 편입할 수 있도록 법적 불확실성을 낮추려는 접근 방식이다.

미국의 최근 사모펀드 규제 동향은 ‘일반투자자의 직접투자 제한을 단순히 폐지하는 규제완화’보다는 투자자의 전문성을 반영하여 직접투자 자격을 확대하는 한편, 등록된 폐쇄형 펀드와 BDC, 퇴직연금 등 전문적인 운용·감독체계를 갖춘 중개기구를 통해 일반투자자의 사모자산 접근경로를 확대하는 투트랙 접근방식으로 평가할 수 있다. 이는 사모자산의 정보비대칭성과 비유동성으로부터 일반투자자를 보호해야 한다는 기존 규제목적을 유지하면서도 사모시장의 성장에 따른 투자기회를 소수 고액자산가와 기관투자자에게만 한정하지 않으려는 정책적 변화라는 점에서 주목할 필요가 있다.

## EU의 사모펀드 규제 동향

EU의 사모펀드 규제는 미국과 달리 개인투자자의 자산이나 소득을 기준으로 사모펀드 투자자격을 일률적으로 정하기보다는, 전문투자자와 일반투자자를 구분하고 일반투자자의 직접적인 사모펀드 접근은 제한하는 대신 규제된 집합투자기구를 통해 사모자산에 대한 접근기회를 확대하는 방향으로 발전해 왔다. 사모주식, 사모대출, 인프라 등 장기·비유동성 자산이 기관투자자의 주요 투자 대상으로 성장함에 따라 일반투자자에게도 이러한 자산에 대한 투자기회를 제공해야 한다는 정책적 요구가 커지고 있다. 이에 EU는 투자자 보호를 유지하면서 장기투자펀드인 ELTIF(European Long-Term Investment Fund)의 규제를 완화하는 방식으로 일반투자자의 사모자산 접근성을 확대하고 있다.

EU 사모펀드 규제의 기본적인 법적 틀은 2011년 도입된 AIFMD(Alternative Investment Fund Managers Directive)이다. AIFMD는 UCITS 이외의 대체투자펀드(AIF)를 운용하는 운용사를 규율하며, 사모주식·헤지펀드·부동산펀드 등이 그 대상에 포함된다. AIFMD에 따라 인가받은 EU 운용사

13) The White House, 2025. 8. 7, Democratizing Access to Alternative Assets for 401(K) investors.

14) U.S. Department of Labor, 2026. 3. 30, US department of labor proposes landmark rule to democratize access to alternative investments in 401(k) plans.

는 EU 회원국 간 패스포트 제도를 이용하여 AIF를 전문투자자에게 판매할 수 있다. 일반투자자에 대한 판매는 EU 차원에서 일률적으로 허용되는 것이 아니라 AIFMD 제43조에 따라 각 회원국이 허용 여부와 추가적인 투자자보호 요건을 결정할 수 있도록 하고 있다. EU 사모펀드의 기본적인 국경간 판매체계는 여전히 전문투자자를 중심으로 설계되어 있고 일반투자자의 접근에는 보다 강한 보호장치를 적용하는 구조이다.<sup>15)</sup>

EU 차원에서 보다 중요한 변화는 ELTIF 제도의 도입과 ELTIF 2.0으로의 개편이다. ELTIF는 2015년 Regulation (EU) 2015/760에 의해 도입된 EU 차원의 장기투자펀드로, 비상장기업 · 사모자산 · 인프라 등 장기자산에 자금을 공급하는 동시에 일반투자자에게도 장기투자 기회를 제공하는 것을 목적으로 한다. 그런데, 최초의 ELTIF 제도는 투자대상과 포트폴리오 구성, 일반투자자 판매 등에 상당히 엄격한 제한을 두었기 때문에 실제 설정된 ELTIF의 수는 시장의 기대에 미치지 못하였다. 이에 EU는 2023년 Regulation (EU) 2023/606을 통해 ELTIF 2.0을 도입하고 2024년 1월부터 새로운 제도를 적용하였다. 가장 주목할 변화는 일반투자자의 진입장벽을 대폭 낮춘 것이다. 기존 제도에서는 금융상품 포트폴리오가 50만유로 이하인 일반투자자가 ELTIF에 투자하려면 최소 1만유로를 투자해야 하면서도 전체 금융상품 포트폴리오의 10%를 초과하여 투자할 수 없었다. EU는 이 두 요건이 결합될 경우 일반투자자의 ELTIF 투자를 유의적으로 제약한다고 판단하여 ELTIF 2.0에서 1만유로 최소투자금액과 10% 포트폴리오 한도를 모두 폐지하였다.<sup>16)</sup> EU 입법문 역시 이러한 요건이 일반투자자를 위한 대체투자펀드 상품을 만들려는 ELTIF의 목적에 반하는 상당한 투자장벽이었다고 명시하고 있다.<sup>17)</sup>

EU가 사모펀드 규제에서 진입금액과 포트폴리오 한도를 폐지한 것이 투자자 보호의 완화를 의미하는 것은 아니다. ELTIF 2.0은 금액에 의한 진입규제 대신 MiFID II에 기초한 적합성 평가(suitability assessment)와 적합성 확인서를 요구하고, 필요한 경우 일반투자자에게 명확한 서면 경고를 제공하도록 하고 있다. 동시에 ELTIF의 비유동성 위험을 관리하기 위해 최소보유기간을 설정할 수 있도록 하고, 일정한 조건에서 환매를 허용하는 한편 기존 투자자의 매도요청과 신규 투자자의 매수요청을 매칭하는 유동성 관리장치도 도입했다. 투자자의 자산규모나 최소투자금액을 이용하여 시장진입 자체를 제한하는 방식에서 적합성 심사와 상품설계 · 유동성 관리 등을 통해 투자자를 보호하는 방식으로 규제의 중심이 이동하고 있다고 볼 수 있다.

15) Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2003/41/EC and 2009/65/EC and Regulations (EC) No 1060/2009 and (EU) No 1095/2010

16) Nezeritis, A., Julien, A., Hirtz, M., Guelaoui, A.-N., 2023, European long term investment funds (ELTIF) 2.0: A new era for Private Funds Sponsors? Ashurst.

17) REGULATION (EU) 2023/606 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 15 March 2023 amending Regulation (EU) 2015/760 as regards the requirements pertaining to the investment policies and operating conditions of European long-term investment funds and the scope of eligible investment assets, the portfolio composition and diversification requirements and the borrowing of cash and other fund rules.

EU의 사모펀드 규제 방향은 일반투자자의 사모펀드 직접투자 제한을 철폐하는 방식이 아니며, 전문적인 운용·감독체계를 갖춘 펀드를 통해 사모자산에 대한 간접적인 접근을 확대하는 방향으로 평가할 수 있다. EU 차원의 ELTIF 2.0은 최소투자금액과 투자비중 제한을 폐지하는 대신 적합성 평가와 유동성 관리 등 상품·판매단계의 보호장치를 강화하였다. 이는 미국이 accredited investor의 범위를 금융전문성 등을 통해 확대하는 방식의 접근법을 활용하는 것과는 차이가 있지만, 규제된 투자기구를 통한 일반투자자의 사모자산 접근을 확대하려는 움직임과는 일관성을 가진다고 평가할 수 있다.

### 싱가포르의 사모펀드 규제 동향

싱가포르의 사모펀드 규제체계는 전통적으로 기관투자자와 적격투자자를 중심으로 사모펀드에 대한 접근을 허용하고, 일반투자자의 직접 접근은 제한하는 구조를 가졌다. 사모주식, 사모대출, 인프라 등의 투자자산은 장기간의 투자기간, 낮은 유동성, 가치평가의 어려움과 높은 정보비대칭성으로 인해 일반투자자에게 적합하지 않을 수 있다는 판단에서다. 싱가포르 규제에서 사모펀드 접근 여부를 결정하는 중요한 기준은 accredited investor(AI) 해당 여부이다. Securities and Futures Act(SFA)상 개인은 일정한 소득 또는 자산요건 등을 충족하는 경우 AI에 해당할 수 있으며, AI를 대상으로 하는 펀드 모집에는 일반투자자를 대상으로 하는 공모에 비해 완화된 규제가 적용된다. 싱가포르 사모펀드 제도는 경제적 요건을 충족한다고 해서 투자자를 자동적으로 AI로 취급하지 않는다. 2019년부터 도입된 opt-in 체계에 따라 금융회사는 투자자가 AI 요건을 충족한다는 사실과 AI로 취급될 경우 적용받지 못하게 되는 투자자보호 조치를 고지하고, 투자자가 명시적으로 동의한 경우에만 AI로 취급하는 것을 원칙으로 한다. 이는 고액자산가에게 사모상품에 대한 폭넓은 투자기회를 제공하면서도, 투자자가 일반투자자로서 누릴 수 있는 보호를 포기한다는 사실을 충분히 인식하도록 하는 장치라는 점에서 미국의 제도와 차이가 있다.

싱가포르 통화청(MAS)은 2025년 3월 일반투자자가 사모자산에 투자할 수 있도록 허용하는 Long-term Investment Fund(LIF) 제도를 제안하였다.<sup>18)</sup> MAS는 현재 규제체계에서는 일반투자자가 사모주식·사모대출·인프라 등의 투자자산에 접근하는 데에 있어 상당한 제약이 있는 반면, 일반투자자의 포트폴리오 다변화 수요와 금융회사의 상품공급 의향이 증가하고 있다는 점을 제도개편의 배경으로 제시하였다.<sup>19)</sup> 특히 MAS는 영국의 LTAF와 EU의 ELTIF 개편 등 해외의 일반투자자 사모시장 접근 확대 추세를 명시적으로 참고하고 있다.

LIF 제도의 핵심은 일반투자자에게 사모펀드 자체를 자유롭게 판매하도록 허용하는 것이 아니라,

18) MAS, 2025, *Consultation Paper on Providing Retail Access to Private Market Investment Funds*.

19) MAS, 2026. 3. 27, MAS proposes a regulatory framework for retail private market investment funds, Media release.

MAS의 인가를 받은 장기투자펀드라는 별도의 규제된 투자기구를 통해 사모자산에 접근하도록 하는 것이다. 제안된 LIF에는 두 가지 구조가 있다. 첫째, Direct Fund는 사모주식·사모대출·인프라 등의 사모자산에 직접 투자하는 구조로서 투자자가 기초자산과 운용사를 비교적 명확하게 파악할 수 있다는 장점이 있다. 둘째, LIFF(Long-term Investment Fund-of-Funds)는 여러 사모시장 투자펀드에 투자하는 재간접펀드로, 일반투자자가 전문 운용사의 펀드 선정·모니터링 능력을 활용하면서 운용사·투자전략·산업·지역 등에 걸쳐 분산된 포트폴리오를 구성할 수 있도록 설계된다. MAS는 상장형과 비상장형 LIF를 모두 허용하는 방안을 제시하고 있는데, 비상장 LIF는 환매기회가 제한될 수 있고 상장 폐쇄형 LIF 역시 시장가격이 기초자산 가치와 괴리될 수 있다는 점을 명확하게 밝히고 있다.

LIF제도에서 주목할 만한 부분은 접근성 확대와 투자자보호를 결합한 규제설계이다. Direct Fund의 경우 MAS는 일정한 사모시장 운용경험과 운용자산 규모를 갖춘 인가받은 소매 자산운용사가 운용하도록 하는 방안을 검토하고 있으며, 운용사는 투자대상의 선정 및 지속적인 모니터링에 대해 적절한 실사를 수행하고 이를 문서화하도록 하는 방안을 제시했다. 투자대상 자체도 초기에는 상대적으로 위험이 낮은 사모자산으로 제한하는 방안이 검토되고 있다.

MAS는 단일 사모자산에 대한 과도한 익스포저를 제한하고 펀드 전체에서 적절한 위험분산이 이루어지도록 하는 한편, 사모자산에 대해 정기적인 독립적 가치평가를 실시하는 방안을 제시하였다. 비상장 Direct Fund는 원칙적으로 적어도 연 1회 환매기회를 제공하고, 환매가 받아들여진 경우 90일 이내에 투자대금을 지급하도록 하는 방안도 검토하고 있다. 반면 상장 LIF는 폐쇄형으로 설계하여 환매의무를 두지 않을 수 있도록 하였다. 아울러 판매과정에서는 LIF가 장기간 매각하기 어려운 자산에 투자하고 투자자가 원하는 시점에 원하는 가격으로 회수하지 못할 수 있다는 점을 명시하는 별도의 위험 경고를 요구하는 방안도 제시되었다.

싱가포르의 사모펀드 규제 방향은 'AI 자격을 갖춘 투자자에게 사모펀드 접근을 허용하는 기존의 투자자 자격 중심 체계'에서 한 걸음 더 나아가, 일반투자자도 MAS가 인가하고 별도의 투자자보호 장치를 갖춘 LIF를 통해 사모자산에 접근할 수 있도록 하는 투트랙 체계로 전환하려는 움직임으로 평가할 수 있다. LIF는 최소투자금액을 낮추는 방식이 아니라 운용사 전문성, 투자대상 제한, 분산투자, 독립적 가치평가, 유동성 관리 및 위험공시를 하나의 패키지로 결합하고 있다는 점이 중요하다. MAS는 LIF의 정책목적을 일반투자자가 분산된 포트폴리오의 일부로서 사모자산에 위험을 고려하여 조정된 방식으로 접근할 수 있도록 하는 데 두고 있다.

## 해외 동향 비교 및 국내 정책적 시사점

미국, EU, 싱가포르의 사모펀드 제도개편 방향을 비교하면, 사모시장의 성장에 따라 일반투자자의 투자기회를 확대하려는 공통적인 방향을 보이지만 접근성을 확대하는 규제수단에는 차이가 있음이 관

찰된다. 미국은 전통적으로 accredited investor를 중심으로 사모시장에 대한 직접투자를 허용해 왔으며, 2020년 이후 재산·소득뿐 아니라 금융전문성을 투자자격 판단에 반영하는 방향으로 제도를 확대하였다. 최근에는 등록 폐쇄형 펀드 등을 활용하여 일반투자자의 간접적인 사모자산 접근도 확대하고 있다. EU는 투자자 자격 자체를 확대하기보다는 ELTIF이라는 규제된 장기투자기구를 통한 접근성 확대에 보다 중점을 두고 있다. 싱가포르의 기존 AI 중심 체계를 유지하면서 EU와 유사하게 일반투자자의 접근이 가능한 사모자산 투자경로를 추가하는 방향으로 전환하고 있다. 해외 사모펀드 규제방향에서 관찰되는 공통적인 특징은 일반투자자의 사모시장 접근을 자유화하기보다 투자자의 전문성을 인정하거나 규제된 집합투자기구를 활용하여 접근경로를 확대하고, 그에 상응하는 투자자보호 장치를 결합하고 있다는 점이다. 미국, EU, 싱가포르의 사모펀드 규제 방향을 비교해서 정리하면 아래의 표와 같다.

〈표〉 미국·EU·싱가포르 사모펀드 접근규제 비교

|             | 미국                              | EU                                  | 싱가포르                                        |
|-------------|---------------------------------|-------------------------------------|---------------------------------------------|
| 규제 기본구조     | 일정자격을 갖춘 투자자에게 접근 허용            | AIFMD상 전문투자자를 중심으로 접근허용             | 기관 및 AI 중심으로 접근 허용                          |
| 전통적 진입기준    | 소득·순자산 등 경제적 능력을 중심으로 투자자 자격 판단 | Professional Investor 여부 및 상품별 판매규제 | 자산·소득 등 일정 요건을 충족한 AI                       |
| 규제변화 방향     | 투자자 자격 확대 + 규제된 펀드를 통한 간접접근 확대  | ELTIF 2.0을 통한 일반투자자 접근 확대           | 일반투자자용 LIF 도입 추진                            |
| 일반투자자 접근방식  | 직접접근 자격 확대와 등록펀드를 통한 간접접근을 병행   | 규제된 장기투자펀드를 통한 간접접근 중심              | MAS 인가 LIF를 통한 접근                           |
| 주요 투자자보호 장치 | 투자자 자격, 전문운용, 공시, 등록펀드 규제 등     | 적합성 평가, 분산투자, 포트폴리오·유동성 규제 등        | 운용사 요건, 실사, 분산투자, 독립적 가치평가, 환매·유동성 관리, 위험공시 |

규제철학의 차원에서 해외사례를 살펴보면 미국은 ‘누가 투자할 수 있는가’, EU는 ‘어떤 상품을 통해 투자하도록 할 것인가’, 싱가포르는 두 방식을 결합하여 ‘어떤 투자자는 직접 접근시키고 일반투자자는 어떤 보호장치를 갖춘 상품을 통해 접근시킬 것인가’에 상대적으로 무게를 두고 있다고 평가할 수 있다. 다만 미국도 등록펀드를 통한 일반투자자의 사모자산 접근을 확대하고 있어 국가 간 제도 차이는 점차 축소되는 모습이다.

미국, EU 및 싱가포르의 사례는 국내에서도 일반투자자의 사모투자자산 접근성을 확대할 필요가 있으나, 이를 사모펀드의 투자자 진입규제를 단순히 완화하는 방식으로 추진하는 것은 바람직하지 않음을 시사한다. 라임·옵티머스 사태 이후 국내 사모펀드 제도가 투자자 보호를 강화하는 방향으로 개편되었다는 점을 고려하면, 일반투자자의 직접적인 사모펀드 투자를 광범위하게 허용하기보다는 투자자의 전문성과 규제된 간접투자수단을 함께 활용하는 단계적인 접근이 합리적일 것이다.

우선 미국의 사례를 참고하여 전문투자자 판단기준을 보다 정교화할 필요가 있다. 현재와 같이 투자자의 자산이나 투자금액을 손실감내능력의 대리변수로 활용하는 방식에서 나아가, 금융투자 관련 전문자격, 투자경험 및 직업적 전문성 등 투자위험을 실질적으로 이해할 수 있는 능력을 전문투자자 판단에 보다 적극적으로 반영하는 방안을 검토할 수 있다. 이는 자산규모는 상대적으로 작지만 충분한 금융전문성을 가진 투자자의 사모시장 접근을 허용한다는 측면에서 합리적인 방향성이 될 것으로 판단된다.

일반투자자의 접근성 개선은 EU의 ELTIF와 싱가포르의 LIF처럼 규제된 집합투자기구를 통한 간접 투자를 중심으로 확대하는 방안을 고려해 볼 수 있다. 사모주식·사모대출·인프라 등에 투자하는 장기펀드 또는 사모재간접 공모펀드를 활성화하되, 운용사의 전문성, 분산투자, 독립적인 가치평가, 레버리지 제한, 충분한 위험공시와 함께 기초자산의 유동성에 부합하는 환매주기를 설정하는 방안을 검토할 필요가 있다.

사모펀드 정책의 핵심은 ‘사모펀드에 대한 규제완화’가 아니라 ‘사모자산에 대한 접근경로의 합리적인 다양화’에 두어야 한다. 전문성과 위험감수능력을 모두 갖춘 투자자에게는 직접투자의 문호를 점진적으로 확대하는 한편, 일반투자자에게는 충분히 분산되고 전문적으로 관리되는 재간접펀드 방식의 접근경로를 제공하는 이원화된 접근이 적절할 수 있다. 이를 통해 라임·옵티머스 사태 이후 구축된 투자자보호 체계를 훼손하지 않으면서도 일반투자자가 비상장기업과 장기 성장자산의 성과를 공유할 수 있는 기반을 마련할 필요가 있을 것이다.

ZOOM  
-IN

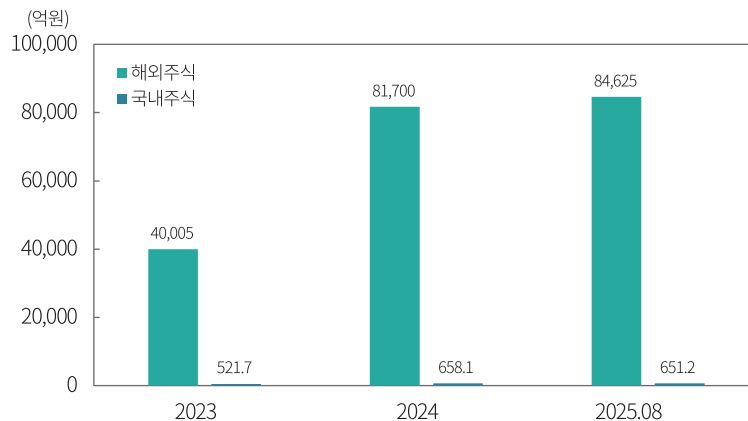
## 소수단위 거래의 현황 및 향후 과제

고액 주식 수가 늘어감에 따라 소수단위 거래의 활용 증가가 예상되는 가운데 국내주식과 해외주식의 소수단위 거래는 제도화, 거래 편의성 등에서 다른 양상을 보이고 있다. 국내주식 소수단위 거래는 정식 제도화되었으나 여전히 실시간 체결 제약과 거래 비용 등의 거래 편의성이 부족하고 해외주식 소수단위 거래는 거래 편의성이 높으나 혁신금융서비스에 기반하고 있어 제도화가 필요하다. 한편, 최근 미국은 소수단위 거래에 대해 거래 편의성을 넘어서 거래보고·최선집행 등 시장투명성을 고려하는 방향으로 나아가고 있다. 우리나라도 국내주식과 해외주식 소수단위 거래를 구분하여 개선 논의에 접근할 필요가 있다.

- 고가 주식에 대한 투자 접근성을 높이는 차원에서 시작된 소수단위 거래는 2019년 해외주식을 대상으로 시작되었으며 2025년 9월에는 국내주식 소수단위 거래가 정식 제도화
  - 해외주식 소수단위 거래는 2019년 혁신금융서비스 지정으로 두 개 증권사를 통해 최초 시행되었으며 현재 21개 증권사에게 허용
  - 국내주식 소수단위 거래는 2022년 혁신금융서비스에 지정되었으며 2026년 8월 기준으로 9개 증권사가 서비스를 제공
  - 주가가 50만 원(100만 원) 이상인 종목 수는 2024년말 4(1)개, 2025년말 11(4)개, 2026년 8월말 20(10)개로 꾸준히 상승
- 국내주식이 해외주식보다 먼저 제도권에 들어왔으나 이용자수나 거래금액 등에서는 해외주식이 국내주식에 비해 큰 차이로 앞서가고 있음
  - 국내주식 소수단위 거래는 혁신금융서비스 지정 약 3년 만에 제도권에 들어왔으나 해외주식 소수단위는 시행 기간이 이보다 오래되었음에도 불구하고 자본시장법 개정이 필요하여 아직 논의 중
  - 국내주식 소수단위 거래 이용자수는 2025년 3월 기준으로 누적 17.1만 명을 기록하였으나 해외주식의 경우 두 개의 증권사만 제공하던 2021년 6월 기준으로도 이미 65만 명이 이용
    - 실시간 해외주식 소수단위 거래 서비스를 제공하는 토스증권의 경우 2022년 4월부터 2024년 11월까지 202만 명이 서비스를 이용했다고 밝힘
  - 10개 증권사를 대상으로 하였을 때 2025년 1월부터 8월까지 기준 거래대금은 국내주식 651억 원, 해외주식 8조 4625억 원을 기록하면서 약 130배 차이

- 해외주식 소수점 거래액은 토스증권이 41억 630만 달러로 가장 컸으며 그 뒤를 한국투자증권(5억 3,790만 달러), 카카오페이증권(5억 1,920만 달러), KB증권(2억 8,180만 달러), 미래에셋증권(2억 1,990만 달러)이 이음
- 국내주식 소수점 거래액은 미래에셋증권이 261억 3,000만원으로 가장 컸으며 그 뒤를 신한투자증권(44억 1,000만원), 키움증권(36억 2,000만원)이 이음

〈그림 1〉 소수단위 거래 대금 추이



주 : KB증권, NH투자증권, 미래에셋증권, 삼성증권, 신한투자증권, 키움증권, 대신증권, 카카오페이증권, 토스증권, 한국투자증권 등 10곳을 대상으로 조사

자료: 금융감독원, 한국경제<sup>1)</sup>

#### □ 해외주식 소수단위 거래는 소수지분을 계좌부에 직접 기재하는 방식이며 온주 단위로 관리<sup>2)</sup>

- 해외주식 소수단위 거래는 증권사가 소수단위 주문을 취합하여 온주로 만들어 매매주문 실행
- 증권사는 자기 및 투자자 보유 소수단위 내역을 투자자계좌부에 기재하며 예탁결제원은 예탁자계좌부에 '소수단위 전용계좌'를 신설하여 온주 단위로 총량 관리
- 예탁결제원의 결제·보관·권리행사도 온주 단위로 처리되며 배당금 등의 경제적 권리는 예탁결제원이 수령 후 비례적으로 투자자에게 지급
- 원칙적으로 소수단위 투자자는 의결권이 없으며, 의결권 행사여부·방법 등은 투자자와 증권사 간 계약에 따라 결정됨

#### □ 국내주식 소수단위 거래는 신탁제도를 활용한 수익증권 분할발행 방식

- 증권사는 신탁계약에 따라 온주를 예탁결제원에 신탁재산으로 이전하고 예탁결제원은 수익증권을 발행하여 소수단위 투자자들이 수익증권을 부여받는 방식

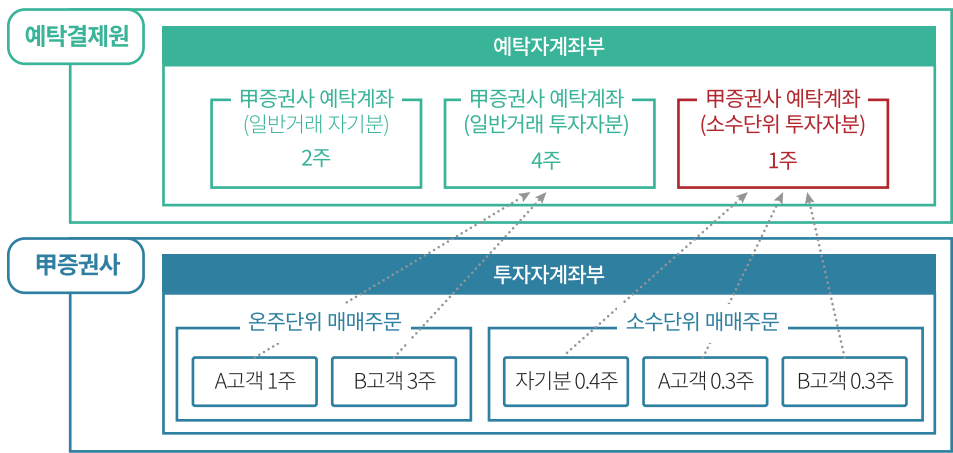
1) 한국경제, 2025. 10. 14, '해외는 8조원, 국내는 651억...주식 소수점 거래 '기울어진 운동장'.

2) 금융위원회, 2021. 9. 13, 국내의 소수단위 주식거래 허용방안.

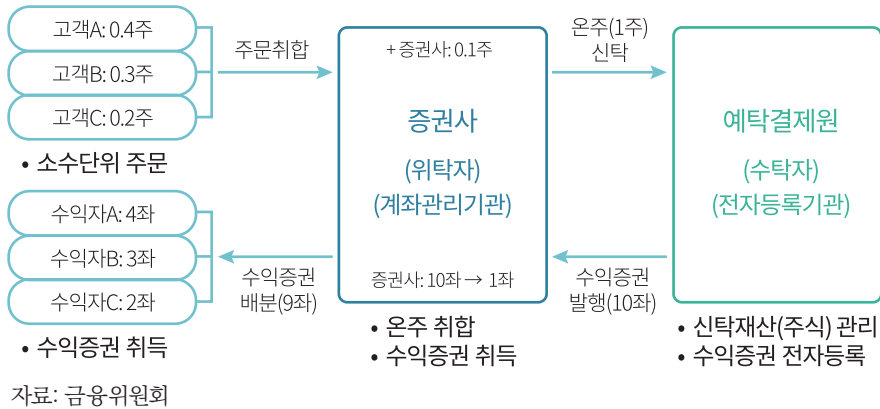
- 소수단위 투자자는 주식의 권리를 직접 보유하지 않고, 신탁재산에 대한 권리인 수익권을 보유
  - 투자자는 매매시점(T일)이 아닌 결제시점(T+2)일에 수익증권을 취득
- 배당금, 주식배당 등의 경제적 권리는 수익증권 보유비율에 따라 비례적으로 배분
- 투자자는 주주가 아니므로 원칙적으로 의결권이 없으며 예탁결제원이 의결권 행사

〈그림 2〉 해외 및 국내주식 소수단위 거래 구조

해외주식 소수단위 거래에 따른 계좌구조



신탁제도를 이용한 소수단위 주식거래 업무구조



□ 거래 방식의 차이로 인해 실제 투자자들이 마주하는 수수료, 체결 시간 등에도 차이가 존재

- 상대적으로 수수료 경쟁이 활발한 온주 거래보다 소수단위 거래의 수수료가 비싸며, 신탁 방식을 이용하는 국내주식 소수단위 거래의 경우 증권사에 따라 신탁 수수료가 부과되기도 함
- 해외주식 소수단위 거래의 경우 증권사에 따라 실시간 시장가 체결을 지원하기도 하지만 국내주식 소수단위 거래는 지원하지 않음

□ 한편, 미국에서는 소수단위 거래의 편의성 확대를 넘어서 거래량의 파악과 체결품질·최선집행 등 시장투명성을 높이는 방향으로의 논의가 확대되고 있음

- FINRA는 2026년 2월부터 NYSE·Nasdaq 등 미국 거래소 상장주식의 소수단위 거래수량을 별도로 보고하도록 거래보고 체계를 개편<sup>3)</sup>
- 또한, SEC는 2026년 4월 고객의 금액단위 중 소수단위 부분을 증권사가 직접 체결하는 경우<sup>4)</sup> 해당 증권사가 market maker에 해당할 수 있으며 이에 따라 체결품질 보고 대상이 될 수 있음을 명확히 함
- 이는 미국의 소수단위 거래 관련 논의가 투자 접근성 확대를 넘어서 시장구조 및 투자자보호 문제로 확대되고 있음을 보여줌

□ 우리나라의 소수단위 거래 개선을 논의하기 위해서는 국내주식과 해외주식의 경우를 구분해서 접근할 필요가 있음

- 국내주식의 경우 제도권으로 들어오면서 안정적 서비스를 위한 법적 기반이 마련되었으나 수수료나 실시간 체결 등 투자자들의 투자 접근성 향상 부분은 아직 미흡한 것으로 판단
- 해외주식은 실시간 체결 지원 등 투자 접근성 향상 부분은 향상되었으나 아직 정식 제도권에 편입되지 않는 등 투자자 보호나 체결품질 등의 문제는 남아있음

〈표 1〉 국내 및 해외 주식의 소수단위 거래 비교

|        | 국내                                            | 해외                                       |
|--------|-----------------------------------------------|------------------------------------------|
| 제도 현황  | 2025년 9월 정식 제도로 안정적 서비스 제공을 위한 법적 기반 마련       | 혁신금융서비스를 통해 운영 중이며 정식 제도를 위한 자본시장법 개정 필요 |
| 거래 편의성 | 주문 취합 후 신탁방식을 이용하여 실시간 체결이 어려움                | 증권사에 따라 실시간 가격으로 체결 지원                   |
| 거래 비용  | 일반 온주보다 높은 수수료가 적용될 수 있으며 일부 증권사는 신탁 관련 비용 부과 | 일반 온주보다 높은 수수료가 적용될 수 있으며 환전 비용 발생       |
| 투자자 권리 | 의결권 제한                                        | 의결권 제한                                   |
| 향후 과제  | 실시간 체결 제고, 거래비용 부담 완화 등 거래 편의성 강화             | 정식 제도와 함께 체결품질·최선집행 등 투자자 보호체계 정비        |

자료: 금융위원회, 저자 정리

연구원 최지운

3) FINRA, 2026. 1. 14, Upcoming Trade Reporting Enhancements for Fractional Share Transactions.

4) 예를 들어 고객이 100달러(3.5주) 어치를 주문할 때 증권사가 3주는 거래소에 보내 주문을 체결하고 0.5는 증권사 자기 재고에서 고객에게 직접 매도하는 경우

ZOOM  
-IN주요국 토큰증권 인프라 구축 동향과 국내 시사점:  
기존 예탁결제체계와 DLT 원장의 단계적 결합을  
중심으로

토큰증권 논의는 글로벌 토큰화 금융자산 활용 확대와 함께 발행 허용 문제를 넘어, 기존 자본 시장 인프라와 DLT 원장의 결합 방식을 구체화하는 단계로 이동하고 있다. 주요국 사례를 보면 미국·스위스는 기존 CSD가 DLT 기록·권리관리 기능을 흡수하는 방식, EU·영국은 제한된 제도 안에서 DLT 기반 거래·결제 인프라를 실험하는 방식, 일본은 특정 자산군 중심의 발행시장이 먼저 형성되는 방식, ECB·싱가포르·홍콩은 토큰화 자산의 현금 leg 및 결제자산 연계를 검토하는 접근으로 전개되고 있다. 국내에서도 2026년 전자증권법·자본시장법 개정으로 토큰증권 방식의 증권 발행과 투자계약증권 유통의 법적 근거가 마련된 만큼, 분산원장 계좌부와 기존 전자증권·예탁결제 체계의 정합성 확보가 우선 과제로 부상하고 있다. 향후 국내 토큰증권 인프라는 비정형 증권의 발행·유통시장 정비를 거쳐 중장기적으로 현금 leg 연계와 결제완결성 확보까지 확대될 전망이다.

□ 토큰증권 논의는 글로벌 토큰화 금융자산 활용 확대와 함께 발행 허용 문제를 넘어 기존 자본시장 인프라와 분산원장기술(Distributed Ledger Technology: DLT) 기반 원장의 결합 방식 구체화 단계로 이동

- 토큰화 금융자산은 아직 시장 형성 초기이나, 일부 제도권 금융자산을 중심으로 상업적 채택과 성장 기대가 형성
  - IOSCO는 금융자산 토큰화 생태계가 아직 초기 단계이나, 고정수익상품과 머니마켓펀드 등 일부 자산군에서 상업적 채택이 나타나고 있다고 평가<sup>1)</sup>
  - McKinsey는 토큰화 금융자산 시장규모가 2030년 기본 시나리오 기준 약 2조달러, 낙관 시나리오 기준 약 4조달러까지 확대될 수 있다고 전망<sup>2)</sup>
- 토큰증권은 새로운 권리유형이 아니라 기존 증권의 발행·관리 형식 변화이므로, 증권 권리의 기록·이전·행사 체계와 기존 인프라의 연결 방식이 주요 쟁점
  - 토큰증권은 분산원장을 활용하더라도 투자자가 보유하는 권리가 자본시장법상 증권에 해당하므로, 권리의 기록·이전·행사 체계와 기존 인프라의 연결 방식이 중요
  - DLT 활용 범위가 장부기록에 머무르는지, 거래·결제·권리관리 기능까지 확장되는지에 따라 기존 CSD, 거래플랫폼, 지급결제망 등 금융시장 인프라와의 연결 방식이 상이

1) IOSCO, 2025. 11, Tokenization of financial assets: Final report.

2) McKinsey & Company, 2024. 6. 20, From ripples to waves: The transformational power of tokenizing assets.

- 주요국의 토큰증권 인프라 접근은 기존 시장구조, 중앙예탁기관의 역할, 규제 실험 방식, 발행 시장 성숙도, 결제자산 정책에 따라 복수 경로로 분화

□ 미국과 스위스는 증권 토큰화 인프라를 기존 중앙예탁기관(Central Securities Depository: CSD) 밖에 별도로 구축하기보다, 기존 예탁·보관·권리관리·후선서비스 체계 안으로 DLT 기능을 흡수하는 방식으로 전개

- 미국은 DTC<sup>3)</sup>가 일부 DTC 보관증권에 대한 참가자의 증권권리를 토큰화하는 방식으로, 기존 CSD 중심의 토큰화 서비스를 추진
  - SEC 거래·시장국(Division of Trading and Markets)의 비조치의견서(No-Action Letter) 발급으로, DTC가 개발 중인 DTCC 토큰화 서비스(DTCC Tokenization Services) 예비 버전이 기존 CSD 체계 안에서 시험될 수 있는 기반이 마련<sup>4)</sup>
  - 동 비조치의견서는 DTC 토큰화 서비스 예비 버전의 제한적 운영을 전제로, 관련 증권거래법 조항에 대한 집행조치를 권고하지 않겠다는 감독상 입장을 표명
- DTC 토큰화 서비스는 기존 DTC 중앙원장을 대체하지 않고 디지털 통합계정(Digital Omnibus Account)과 DLT 기록을 병행해 토큰화된 증권권리의 기록·이전 기능을 제한적으로 시험하는 구조<sup>5)</sup>
  - DTC 참가자의 증권권리는 디지털 통합계정과 DLT 기록을 통해 관리되며, 해당 토큰이 소각되기 전까지 기존 DTC 중앙원장을 통한 이전이 제한되어 이중이전을 방지
  - 발행회사 주식의 등록소유자는 기존과 같이 DTC 명의상 소유자 체계에 남아 있어, 주식 자체의 온체인 발행보다 DTC 보관증권에 대한 참가자 증권권리의 토큰화에 초점
  - 초기 대상은 Russell 1000 구성종목, 주요 지수 추종 ETF, 미국 단기·중장기 국채 등 유동성이 높은 DTC 보관자산으로 설정
  - 토큰화 서비스는 동일한 법적·경제적 권리와 투자자 보호를 전제로 전통적 장부기재 증권(book-entry securities)과 디지털 토큰화 형태 간 전환을 제공
- 스위스는 디지털 CSD 기능을 기존 CSD에 통합하는 방식으로 전통 금융 인프라와 디지털자산 인프라의 결합을 추진
  - SIX는 2026년 5월 금융시장감독청(FINMA)의 승인을 받아 디지털 중앙예탁기관(SIX Digital Exchange AG)을 기존 중앙예탁기관(SIX SIS AG)에 통합한다고 발표<sup>6)</sup>
  - 해당 통합을 통해 디지털자산과 전통자산에 대한 거래후처리 서비스를 단일 법인 내에서 제공하고, 인가된 중앙예탁기관을 통한 가상자산 수탁 서비스 제공 기반도 확보

3) DTC는 미 SEC 등록 청산기관, 뉴욕주 제한목적 신탁회사(limited purpose trust company), 연방준비제도 가입 주법은행(state member bank)이며, 2012년 금융안정감시위원회(FSOC)에 의해 시스템적으로 중요한 금융시장 유틸리티(SIFMU)로 지정

4) SEC Division of Trading and Markets, 2025. 12. 11, No-action letter request related to The Depository Trust Company's development of the DTCC tokenization services.

5) SEC(2025)

6) SIX, 2026. 5. 5, SIX receives FINMA approval to merge digital CSD into SIX SIS AG and to provide crypto custody through the consolidated CSD.

□ EU와 영국은 미국·스위스의 기존 CSD 흡수형 접근과 달리 DLT 기반 거래·결제 인프라를 별도 제도 또는 샌드박스 안에서 제한적으로 실험

- EU는 DLT 시범제도(DLT Pilot Regime)를 통해 DLT 기반 거래·결제 인프라를 별도 제도 안에서 제한된 범위로 실험<sup>7)</sup>
  - DLT 시범제도는 2023년 3월 23일부터 적용되었으며 MiFID II상 금융상품에 해당하는 암호자산의 거래와 결제를 위한 법적 프레임워크
  - DLT 시장인프라는 DLT 다자간매매체결시설(DLT MTF), DLT 결제시스템(DLT SS), DLT 거래·결제시스템(DLT TSS)의 세 유형으로 구분되며, DLT MTF는 인가 투자회사·시장운영자, DLT SS는 인가 CSD, DLT TSS는 양자가 신청 가능한 구조
- 승인 현황상 EU DLT 시범제도는 개별 거래·결제 기능보다 통합형 시장인프라 검증에 무게
  - ESMA 승인목록에 따르면 2026년 1월 기준 EU DLT 시범제도상 승인된 DLT 시장인프라는 6개이며, 유형별로는 DLT SS 1개, DLT MTF 1개, DLT TSS 4개로 구성<sup>8)</sup>
- 영국은 디지털증권 샌드박스(Digital Securities Sandbox: DSS)를 통해 DLT 기반 증권 발행·거래·결제를 제한된 실거래 환경에서 실험<sup>9)</sup>
  - DSS 참여자는 금융증권에 대한 증권등록(notary), 원장관리, 결제 기능을 단독으로 수행하거나 거래장 운영 기능과 결합하여 수행할 수 있는 구조
  - DSS 대상 자산은 주식, 회사채·국채, 기업어음(CP)·양도성예금증서(CD) 등 단기금융상품, 집합투자기구 지분, 배출권 등이며 파생상품 거래·결제와 비담보 암호자산은 제외
- DSS는 BoE와 FCA의 단계별 진입 구조와 결제자산 심사를 통해 실험 범위와 위험이 관리되는 가운데 2026년 7월 기준 제한적 실거래 단계로 진입
  - DSS는 관문(Gate) 방식의 단계적 진입 구조를 채택하여, 제한적 실거래에서 사업 확장 및 영구 제도 전환 가능 단계로 이어지는 과정의 위험을 통제<sup>10)</sup>
  - Gate 1 통과기관은 16개이며, HSBC Bank plc가 2026년 7월 13일 Gate 2를 통과한 첫 사례로 확인되면서 DSS는 제한적 실거래 단계로 진입<sup>11)</sup>

7) ESMA, DLT Pilot Regime, ESMA official website, accessed 2026. 8. 25. European Parliament and Council of the European Union, 2022, Regulation (EU) 2022/858.

8) ESMA, 2026. 1, Authorised DLT Market Infrastructures, ESMA official website. 승인목록상 CSD Prague는 DLT SS, 360X는 DLT MTF, 21X, UAB Axiology, LISE, Securitize Europe은 DLT TSS 유형으로 승인

9) BoE and FCA, 2026. 6. 30. updated, Guidance on the operation of the Digital Securities Sandbox, BoE official website.

10) DSS의 Gate 구조에서 Gate 1은 테스트와 감독당국 협의 단계로 실제 영업활동은 불가능하며, Gate 2는 초기 한도 내에서 실거래 사업(live business)을 수행할 수 있는 단계, Gate 3은 사업 확장 단계, Gate 4는 DSS 밖의 영구 제도 전환 가능 단계로 설계

11) BoE, 2026. 7. 13. updated, Digital Securities Sandbox Dashboard, BoE official website; HM Treasury, 2026. 7. 16, Update on the Digital Gilt Instrument (DIGIT) pilot issuance.

□ 일본은 기존 상장증권의 전면 토큰화보다 부동산 신탁수익증권·회사채 등 특정 자산군을 중심으로 공모 토큰증권 발행시장이 먼저 성장<sup>12)</sup>

- 일본 공모 토큰증권 시장은 2025년 기준 발행규모와 발행건수가 모두 확대되는 등 특정 자산군 중심으로 성장세를 시현
  - BOOSTRY에 따르면 일본 국내 공모 토큰증권 발행액은 2025년 기준 1,650억엔, 누적 발행액은 3,333억엔으로 전년 누적 발행액 대비 약 2배로 확대
  - 2025년 발행건수는 24건이며 누적 발행건수는 82건으로 전년 58건 대비 약 41% 증가
  - 자산유형별로는 부동산 기반 신탁수익증권형 토큰증권이 1,408억엔으로 전체의 약 85%를 차지하며, 회사채·PE 기반 신탁수익증권 등으로 발행자산이 점진적으로 확대
- 일본의 2차 유통시장은 ODX START를 중심으로 형성되기 시작했으나, 유통 활성화와 조기상환 대응 등 사후관리 과제가 병존
  - ODX START에서는 2026년 3월 말 기준 8개 토큰증권이 거래 중이며, 시가총액은 336억엔으로 집계
  - 부동산 토큰증권 조기상환 사례로 발행 이후 권리관리·상환관리·투자자 고지 체계 정비 필요성이 부각

□ ECB·싱가포르·홍콩은 토큰화 증권 발행·유통을 넘어 중앙은행화폐, 토큰화 예금, 도매 중앙은행디지털화폐(wCBDC), 실시간총액결제시스템(RTGS) 등 결제자산 연계를 핵심 과제로 검토

- ECB는 Pontes·Appia를 통해 DLT 기반 도매거래의 중앙은행화폐 결제와 장기 토큰화 금융시장 생태계 구축을 병행<sup>13)</sup>
  - ECB는 단기 솔루션인 Pontes를 통해 DLT 플랫폼과 TARGET 서비스 등 기존 중앙은행화폐 결제 인프라를 연결
  - 장기 로드맵인 Appia를 통해 토큰화 자산·시장 인프라·중앙은행화폐 결제를 포괄하는 생태계 구축을 추진
- 싱가포르는 Project Guardian과 GL1(Global Layer One)을 통해 토큰화 자산의 상업화 조건과 공통 결제자산 연계 방안을 제시<sup>14)</sup>
  - MAS는 Project Guardian을 통해 토큰화 자산의 유동성 확대, 시장 인프라 생태계 구축, 산업 프레임워크 마련, 공통 결제수단 접근성 확보를 주요 과제로 제시
  - GL1은 토큰화 자산의 국경 간 거래와 시장 인프라 간 상호운용성 제고를 위한 공유 원장 인프라<sup>15)</sup>

12) BOOSTRY, 2026. 4. 2, 国内セキュリティ・トークン市場総括レポート(2025年度).

13) ECB, 2026. 3, Appia – paving the way for a future-ready, integrated financial ecosystem leveraging tokenisation and DLT.

14) MAS, 2024. 11. 4, MAS announces plans to support commercialisation of asset tokenisation.

15) MAS, 2024. 6. 27, MAS Expands Industry Collaboration to Scale Asset Tokenisation for Financial Services. MAS(2024. 11. 4)

- MAS는 공통 결제자산으로 규제되고 신뢰할 수 있는 토큰화 화폐의 필요성을 제기하고, 싱가포르 달러 wCBDC 테스트망을 통해 토큰화 자산 결제 지원 방향을 제시
- 홍콩은 EnsembleTX를 통해 토큰화 예금과 디지털자산의 실가치 거래(real-value transactions)를 통제된 환경에서 실험<sup>16)</sup>
- HKMA는 2025년 11월 Project Ensemble의 실험용 파일럿인 EnsembleTX를 개시해 토큰화 예금과 디지털자산의 실가치 거래를 검증
- 은행 간 결제는 초기에는 홍콩달러 RTGS를 통해 처리하고, 이후 24시간·주7일 토큰화 중앙은행화폐 결제 지원으로 고도화할 계획

〈표 1〉 주요국 토큰증권 인프라 유형 비교

| 구분     | 미국·스위스                             | EU·영국                               | 일본                                 | ECB·싱가포르·홍콩                                |
|--------|------------------------------------|-------------------------------------|------------------------------------|--------------------------------------------|
| 인프라 유형 | 기존 CSD 흡수형                         | DLT 시장인프라 실험형                       | 토큰증권 발행시장 성장형                      | 결제자산 연계형                                   |
| 대표 사례  | DTC Tokenization Services, SIX/SDX | DLT Pilot Regime, DSS               | BOOSTRY·ODX                        | Pontes·Appia, Project Guardian, EnsembleTX |
| 중심 기관  | DTC/DTCC, SIX/SIX SIS              | ESMA, BoE/FCA                       | 민간 플랫폼·PTS                         | ECB, MAS, HKMA, 은행권                        |
| 핵심 특징  | 기존 CSD의 DLT 기록·권리관리 기능 흡수 및 원장 병행  | 제한된 자산·참여기관·거래한도 내 DLT 거래·결제 인프라 실험 | 부동산 신탁수익증권·회사채 등 특정 자산군 중심 발행시장 확대 | 중앙은행화폐·토큰화 예금 등 결제자산과 현금 leg 연계            |

자료: SEC, DTCC, SIX, ESMA, BoE, FCA, BOOSTRY, ECB, MAS, HKMA 자료를 바탕으로 정리

#### □ 국내 토큰증권 논의는 2026년 1월 전자증권법·자본시장법 개정안이 통과됨에 따라 증권성 판단 및 발행 허용 중심에서 발행·유통 인프라 제도화와 운영체제 설계 단계로 이동

- 2023년 정비방안은 토큰증권을 전자증권법상 증권 발행 형태로 수용하고, 발행인 계좌관리기관과 장외거래중개업 신설 방향을 제시<sup>17)</sup>
- 2026년 1월 전자증권법 및 자본시장법 개정으로 토큰증권 방식의 증권 발행과 투자계약증권 유통을 위한 법적 근거가 마련되고, 2027년 2월 시행을 위한 하위규정 정비와 운영체제 설계가 추진<sup>18)</sup>

16) HKMA, 2025. 11. 13, HKMA announces new phase of Project Ensemble to support real-value transactions in tokenised deposits and digital assets.

17) 금융위원회, 2023. 2. 6, 토큰 증권(Security Token) 발행·유통 규율체계 정비방안, 보도자료. 금융위원회, 2023. 4. 5, 토큰 증권(Security Token) 발행·유통 규율체계 정비방안 주요 내용, 보도자료.

18) 금융위원회, 2026. 1. 15, 토큰증권 도입 및 투자계약증권 유통을 위한 전자증권법·자본시장법 개정안 국회 본회의 통과, 보도자료; 금융위원회, 2026. 3. 4, 민·관 합동 토큰증권 협의체 Kick-off 회의 개최, 보도자료.

- 개정 전자증권법은 분산원장을 전자등록계좌부로 이용할 수 있도록 하여 토큰증권 방식의 증권 발행을 허용
  - 개정 자본시장법은 증권사를 통한 투자계약증권 유통 허용을 주요 내용으로 포함
- 국내 토큰증권 발행·유통 인프라 제도화 논의는 발행 단계의 분산원장 기반 계좌관리·전자등록기관 총량관리와 유통 단계의 투자계약증권 유통·장외거래중개업 신설을 중심으로 구체화

**〈표 2〉 국내 토큰증권 발행·유통 인프라의 주요 제도 요소**

| 구분     | 주요 제도 요소        | 내용                                                      |
|--------|-----------------|---------------------------------------------------------|
| 발행 인프라 | 발행인 계좌관리기관      | 일정 요건을 갖춘 발행인이 토큰증권의 권리 내용과 권리자 등에 관한 정보를 직접 기재·관리하는 구조 |
|        | 분산원장 기반 전자등록계좌부 | 분산원장을 증권 계좌부인 전자등록계좌부로 이용하여 토큰증권 방식의 증권 발행을 허용          |
|        | 전자등록기관 총량관리     | 기존 전자증권과 동일하게 발행 총량을 관리하고, 발행 총량과 투자자별 배정 수량의 합계를 대사    |
| 유통 인프라 | 투자계약증권 유통 허용    | 증권사를 통한 투자계약증권 유통 허용                                    |
|        | 장외거래중개업         | 투자계약증권과 비금전 신탁수익증권의 다자간 매매체결을 중개하는 인가 단위                |
|        | 장외거래중개업자 업무기준   | 거래종목 진입·퇴출, 투자자 정보제공, 불량회원 제재, 이상거래 적출 등에 관한 업무기준 마련    |

자료: 금융위원회(2023), 금융위원회(2026)

□ **향후 국내 토큰증권 인프라는 기존 전자증권·예탁결제 체계와 분산원장 계좌부의 정합성 확보를 출발점으로, 비정형 증권의 발행·유통시장 정비와 현금 leg 연계까지 단계적으로 확대될 전망**

- 단기적으로는 분산원장 기반 계좌부와 기존 전자증권·예탁결제 체계의 연결 구조 정비가 우선 과제
- 2026년 전자증권법 개정으로 분산원장의 전자등록계좌부 활용 근거가 마련됨에 따라, 제도 초기에는 분산원장 기록과 전자등록기관 총량관리 체계 간 대사·오류정정·사고복구 기준 마련 필요
  - 미국·스위스 사례는 기록·권리관리 기능을 흡수한 경우로, 국내 예탁결제원 중심 구조에서도 기존 인프라 내 원장 정합성 확보의 필요성을 시사
- 발행시장 측면에서는 비정형 증권 중심의 초기시장 형성과 권리관리 기준 정비가 주요 과제
- 금융위원회는 조각투자증권·투자계약증권 등 권리 내용이 비정형적인 증권에서 스마트컨트랙트 활용이 효과적이라고 설명<sup>19)</sup>

19) 금융위원회, 2026. 1. 15, 토큰증권 도입 및 투자계약증권 유통을 위한 전자증권법·자본시장법 개정안 국회 본회의 통과, 보도 자료.

- 일본 사례는 비정형 증권 중심의 초기시장 형성 가능성을 보여주며, 국내 발행 인프라도 제도 초기에는 비정형 증권의 발행·권리관리 기준을 중심으로 정비할 필요
- 유통시장 측면에서는 EU·영국의 단계적 실험 사례를 참고해 장외거래중개 체계와 제한적·단계적 시장구조를 설계할 필요
  - 개정 자본시장법은 증권사를 통한 투자계약증권 유통 허용을 포함하고 있어, 시행 초기 유통 인프라는 장외거래중개 체계를 중심으로 형성될 전망
  - EU·영국 사례는 제한된 자산·참여기관·거래한도와 단계별 진입 구조를 활용한 유통시장 확대의 참고 기준으로 활용 가능
- 중장기적으로는 증권 leg와 현금 leg의 연계, DvP 및 결제완결성 기준을 포함한 결제 인프라 설계가 주요 검토 영역으로 확대될 전망
  - ECB·싱가포르·홍콩 사례를 고려할 때, 국내에서도 기존 지급결제·예탁결제 체계와의 연계를 전제로 결제완결성 인정 시점, 결제불이행 대응, 예금토큰·기관용 CBDC 등 결제자산 활용 가능성이 중장기 검토 과제로 제기

선임연구원 한아름