OPINION

선임연구위원
김재칠

테마형 ETF 확산과 과제*

국내 주식형 ETF를 대표하던 시장대표지수형의 비중이 줄어드는 가운데 테마형의 비중이 빠르게 늘어나고 있다. 이는 ETF가 저렴한 장기 분산투자 수단에서 동일한 위험에 노출된 저분산 단기 매매 수단까지 다변화되고 있음을 보여준다. 테마형 ETF 확산은 혁신의 한 단면이지만, 저렴한 분산투자라는 ETF 본연의 투자 목적을 희석시킨다. 동시에 잘못된 매매 타이밍과 결합하면 투자자 운용성과 저하로 이어진다. 테마형 ETF 자체에 대한 수급충격은 기업 가치의 변화와 상관없이 편입 자산의 변동성을 키울 수도 있다. 자산운용사들은 동일한 테마를 공유하더라도 차별화된 상품을 설계하는 혁신성을 보여주어야 하며, 유사 테마에 자금이 집중되는 시점에는 신상품 출시에 신중해야 한다. 증권사들은 저렴한 자문서비스를 개발해 투자자들의 합목적성 투자를 유도해야 할 것이다.

ETF가 국내 간접투자시장의 핵심으로 부상한 이후 나타나고 있는 가장 큰 변화 가운데 하나는 테마형 ETF의 성장이다. 이 글에서는 국내 ETF시장에서 진행되고 있는 테마형 ETF 확산의 현황과 특징, 동반된 문제점을 논의하고, 시장의 건전한 성장을 위해 필요한 과제를 논의한다.

국내 ETF시장에서의 테마형 확산

뱅가드 그룹의 창업자인 존 보글은 S&P500과 같은 광범위한 시장지수를 추종하는 패시브 펀드를 장기간 보유하면, 종목이나 운용자 선택의 부담을 줄임과 동시에 저비용으로 분산투자 효과를 누릴 수 있다고 강조했다.[1] 시장을 추종하는 패시브 펀드의 장점이 거래 편의성으로 무장한 ETF와 만나면서 시장대표지수형 패시브 ETF의 시대를 열었다. 국내에서도 ETF의 성장을 주도한 것은 시장대표지수형 패시브 ETF였다. 그런데, 2020년대 접어들어 ETF의 다변화가 빠르게 진행되면서 좁은 영역에 투자하는 테마형이 급속도로 성장했다. 지난 2019년에 패시브 주식형 ETF 전체에서 5.1%에 불과했던 테마형의 비중은 2020년부터 본격적으로 상승해 2026년 6월말 약 33%까지 커졌다. 같은 기간 테마형의 순자산총액은 1.8조원에서 96조원까지 증가했다(〈그림 1〉 참조).[2] 반대로 그동안 패시브 주식형

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

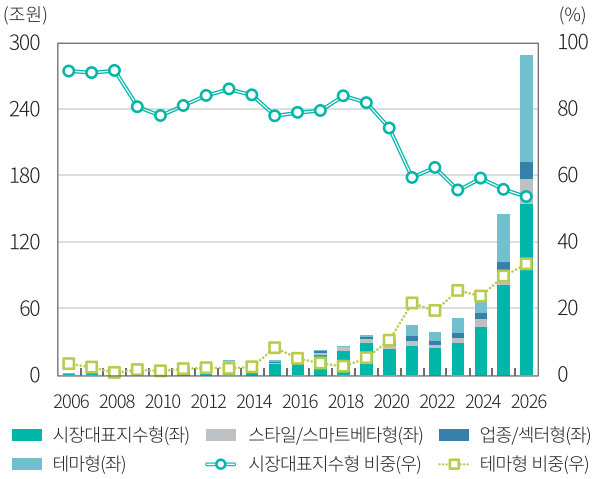
1) Bogle, J., 2017, The Little Book of Common Sense Investing: The Only Way to Guarantee Your Fair Share of Stock Market Returns, 10th Anniversary ed., John Wiley & Sons

2) 미국에서도 테마형 ETF로 큰 폭의 자금이 유입되고 있다. 2026년 1~9월 중 미국 내 주식형 ETF의 유입된 자금 순유입 규모는 전년말 AUM의 9.5%였는데, 테마형으로의 자금 순유입은 전년말 AUM의 22.5%였다(State Street Investment Management, 2026. 9. 30, The market's chemical makeup).

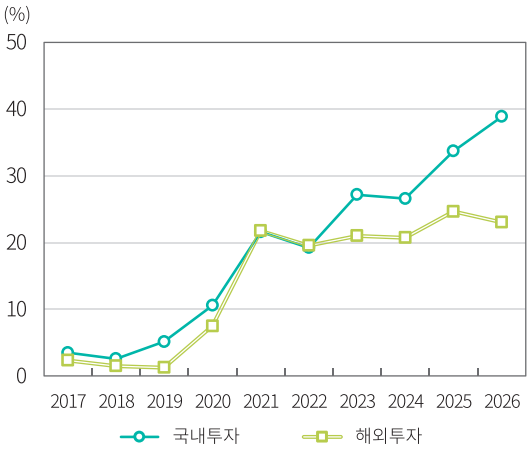
ETF시장의 성장을 견인했던 시장대표지수형의 비중은 동기간 81.9%에서 53.6%로 떨어졌다. 국내 패시브 주식형 ETF시장에서 확인되는 테마형의 확산은 두 가지 특징을 보인다. 첫째, 국내투자의 테마형 비중이 해외투자에 비해 더 높았다. 이는 국내 투자자들이 미국을 중심으로 한 해외시장에 비해 국내 주식시장을 유행성 투자에 더 적절한 시장으로 인식하고 있음을 보여준다. 둘째, 반도체 및 AI 테마로의 급격한 쏠림 현상이다. 이는 2023년부터 본격화되었는데, 2026년 6월 테마형 전체 순자산총액의 약 65%가 반도체 및 AI 테마에 해당한다.

〈그림 1〉 테마형 ETF 확산

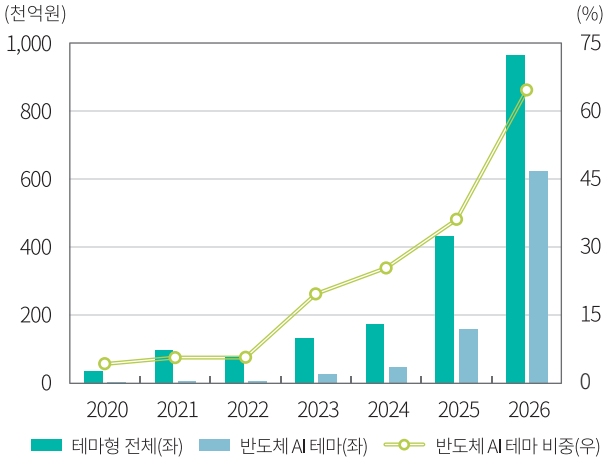
[패시브 주식형 ETF 다변화]



[국내 및 해외투자 패시브 주식형 중 테마형 비중]



[테마형 순자산총액 중 반도체 및 AI 테마 비중]



주 : 각 연도말 기준. 2026년은 6월말 기준. 국내외 투자 패시브 주식형 ETF 순자산총액 기준. 반도체 및 AI 테마 식별은 펀드명에 반도체, AI, 인공지능, HBM, 메모리, 파운드리, 팹리스, 시스템반도체 등 관련 키워드가 나오는 경우로 한정

자료: 제로인 펀드닥터프로, 한국거래소, 저자 계산

자산운용사 측면의 테마형 확산 동인은 글로벌 추세와 높은 운용보수율이다. 국내 투자자들이 미국 등 해외 주식시장에 상장된 최신 테마형 ETF에 쉽게 투자할 수 있는 환경에서 국내 운용사들이 테마형에 집중하는 것은 자연스러운 선택이었을 것이다. 시장대표지수형의 운용보수율이 크게 떨어진 상황에서 상대적으로 운용보수율이 높은 테마형은 자산운용사들에게 수수료 수익성 저하를 상쇄할 수 있는 상품이기도 하다.[3] 투자자 측면에서는 유행 테마의 높은 수익률이 테마형 집중의 가장 중요한 동인일 것으로 추정된다. 특정 테마로 분류되는 주식의 성과가 우수하면 동일한 테마를 추종하는 다수의 ETF가 만들어진다. 유행하는 테마 주식은 일반적으로 시장전체에 비해 수익률이 높을 가능성이 큰데, 개인투자자들은 그나마 분산투자된다고 믿는 테마형 ETF를 적극 매입하게 된다. 2023년부터 본격화된 반도체 및 AI 테마 ETF로의 집중이 이 같은 현상을 잘 보여준다.

테마형 ETF 투자 집중에 따른 문제점

테마형 ETF 양산과 자금 집중은 다양한 문제를 초래할 수 있다. 먼저, 제한적인 분산투자 효과다. 시장대표지수를 추종하는 패시브 ETF는 저렴한 비용으로 강력한 분산효과를 제공한다. 이는 투자자들이 펀드와 같은 간접투자수단을 활용하는 본질적인 이유다. 이와 달리 테마형 ETF는 편입 종목 수가 적고, 포트폴리오 내 상위 종목의 편입 비중이 높다. 국내 패시브 주식형 ETF에서도 이러한 현상이 명확하게 나타난다(〈그림 2〉 참조). 테마형은 투자대상이 좁고 집중된데 더해, 펀드에 편입된 종목들이 공통된 위험요인에 노출된다. 테마형 ETF는 이러한 특징으로 인해 편입 종목 수를 늘리더라도 펀드에 내재된 체계적 위험이 그대로 남는다. 따라서 테마형 ETF는 개별 기업에 대한 직접투자의 위험을 일부 줄여주지만, 시장 전반에 분산투자하는 ETF에 비해 충격에 취약하다.

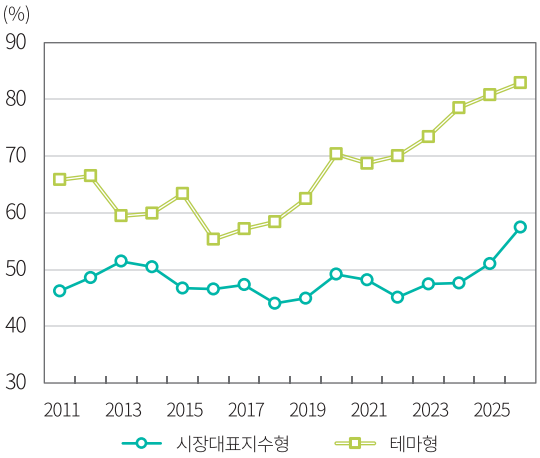
유행성 투자라는 테마형 ETF의 특성으로 인해 투자자들이 이 유형의 펀드를 단기매매하는 경향이 강하고, 그 결과 투자자들의 실현수익률이 나빠질 가능성도 있다. 국내 패시브 주식형 ETF 중 테마형의 거래회전율은 시장대표지수형에 비해 높다(〈그림 2〉 참조). 테마형 ETF의 높은 거래회전율은 특정 테마가 유행할 때 잦은 거래를 통해 단기차익을 얻으려는 투자자들의 투자 방식을 잘 보여준다. 그러나 이러한 투자 방식은 문헌의 연구결과를 통해 볼 때 성공 가능성이 크지 않다. Ben-David et al.(2023)은 테마형과 섹터형을 포함한 특수유형 ETF의 자금흐름이 과거 운용성과에 매우 민감하게 반응한다는 결과를 제시한다. 특정 테마가 유행할 때 테마형 ETF의 운용성과는 시장대표지수형에 비해 높고, 그 결과 많은 자금이 몰린다. 그러나 과거 수익률을 보고 테마형 ETF에 투자하는 시점에는 해당 테마에 대한 낙관적인 기대가 이미 주가에 상당 부분 반영되었을 가능성이 크다. 높은 가격에 테마형 ETF를 매입한 투자자 중 상당수는 테마의 유행성이 줄어들어 펀드의 수익률이 떨어지면 이를 매도

3) 김재칠·권민경, 2025, 『ETF시장의 상품구조 변화와 시사점』, 자본시장연구원 이슈보고서 25-02

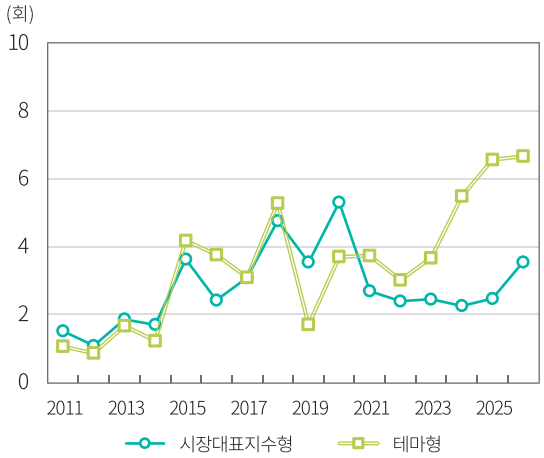
함으로써 낮은 실현수익률을 감수한다.[4] ETF 전체로 분석을 확대한 연구에서도 거래가 잦은 투자자의 부진한 운용성과 문제가 확인된다. Bhattacharya et al.(2017)에 따르면 개인투자자들은 ETF를 활용하더라도 거래비용 차감 전 기준으로 포트폴리오 운용성과를 개선하지 못했다. 개인투자자 ETF 투자 손실의 상당 부분이 매매시점의 잘못된 선택에 기인하며, 거래가 잦은 투자자들일수록 그 문제가 더 커진다.[5] 국내 개인투자자 역시 테마형 ETF를 단기매매 수단으로 활용하고 있기 때문에 유사한 문제에 노출될 가능성이 있다.

〈그림 2〉 테마형의 포트폴리오 집중과 단기매매

[포트폴리오 내 상위 10개 주식 비중]



[패시브 주식형 ETF 거래회전율]



주 : 각 연도말 기준. 2026년은 6월말 기준. 좌측은 국내외 투자 패시브 주식형 ETF 기준. 우측은 국내 투자 패시브 주식형 ETF 기준. 거래회전율은 ETF 자체의 거래회전율을 의미하며, 해당 ETF의 연간 누적 총합계 매수수량(또는 매도수량)에 2를 곱한 후 해당 ETF의 상장주식 수로 나눈 배율(회). 유형 내 개별펀드의 단순평균

자료: 제로인 펀드닥터프로, 에프앤가이드 데이터가이드, 한국거래소, 저자 계산

마지막으로, 동일한 테마를 공유하는 ETF로 대규모 자금이 집중되면 편입 종목의 주가 변동성을 키우는 등 시장 왜곡 가능성이 커진다. 동일한 테마의 ETF가 다수 출시되어 운용자산 규모가 커지면, 테마를 대표하는 핵심 종목들은 여러 ETF에 중복 편입된다. 따라서, 여러 ETF로 나뉘어 유입된 투자자금이 실질적으로는 소수의 기업에 집중된다. 해당 테마에 대한 투자자들의 선호가 바뀌어 ETF에 수급충격이 발생하면 공통 편입 종목에 매수 또는 매도 압력이 동시에 발생한다. 펀드 자체에 대한 수급충격이 편입 종목 가격에 미치는 효과는 미국 뮤추얼펀드 연구결과에서 확인된다. 펀드로의 대규모 자금 유출입에 대응한 펀드 보유자산의 매매는 여러 펀드에 공통으로 편입된 자산에 대해 상당한

4) Ben-David, I., Franzoni, F., Kim, B., Moussawi, R., 2023, Competition for attention in the ETF space, *Review of Financial Studies* 36(3), 987-1042

5) Bhattacharya, U., Loos, B., Meyer, S., Hackethal, A., 2017, Abusing ETFs, *Review of Finance* 21(3), 1217-1250

가격압력을 유발한다.[6] 여러 펀드가 유사한 종목의 주식을 집중해서 보유하고, 이 펀드들의 자금 유출입이 동조화될수록 집중 편입 주식의 가격은 기업의 본질 가치와 관계없는 펀드의 수급변화에 민감하게 반응한다.[7]

이를 통해 볼 때 유사한 테마를 공유하는 다수 ETF에 대한 매매가 동일한 방향으로 움직이면, 개별 기업의 실적이나 성장 전망보다 ETF 자체의 수급변화가 편입 주식의 가격에 더 큰 영향을 미칠 수 있다. ETF에서는 이러한 영향이 차익거래 구조를 통해 발생한다. 특정 ETF에 매수세가 집중되어 시장 거래가격이 펀드 순자산가치(이하 NAV)를 상회하면 지정참가자(AP)와 유동성공급자(LP)는 기초주식을 매수하고, 매수한 주식의 현물을 운용사가 추가로 설정한 ETF 지분과 교환한다. 그리고 이들은 이 과정에서 취득한 ETF 지분을 시장에서 매도해 ETF 거래가격과 NAV 간 괴리를 줄인다. 반대의 경우에도 동일한 차익거래가 발생한다. 이러한 차익거래는 ETF 거래의 통상적인 과정이기는 하지만, ETF 자체에 대한 수급충격이 발생해 괴리율이 커질 때 편입 기초자산에 불필요한 가격 변동성이 발생한다.[8] 이는 모든 ETF에서 발생할 수 있는 특징이지만, ETF 자체의 수급충격은 테마형에서 더 빈번하게 발생할 수밖에 없다.

향후 과제

테마형 ETF로의 지나친 자금집중이 바람직한 현상은 아니다. 그러나 상품의 출시와 공급을 직접 제한하는 접근은 신중해야 한다. 다른 유형의 ETF와 마찬가지로 테마형 역시 투자자들에게는 다양한 선택지 중의 하나이며, 동시에 운용사들의 혁신과 경쟁의 대상이 되기 때문이다. 따라서 향후 요구되는 과제는 전략 차별화 및 투자자 편익 증진을 위한 운용사들의 혁신 노력, 그리고 투자자들의 합리적인 의사 결정 지원을 위한 체계 구축 등이다.

자산운용사들은 상품의 차별화에 최선을 다하고, 새로운 상품의 출시 시점도 신중하게 결정함으로써 투자자들에게 상품 다양성, 위험 관리 등의 측면에서 편익을 제공해야 한다. 동일한 테마를 공유하는 ETF라 하더라도 전략 설계에 따라 다양한 방향으로 차별화가 가능하다. 테마의 순수 수혜기업 또는 밸류체인 전반 등 투자대상의 범위, 편입 종목 가중방식, 리밸런싱 규칙, 액티브 운용 여부, 파생 전략의 결합 여부 및 방법 등에 따라 펀드의 위험 · 수익구조가 달라진다. 운용사들은 글로벌 시장의 최신 상품 트렌드를 주시하고, 차별화 전략 설계에 최선을 기울여야 한다. 운용사들은 테마형 상품의 출시 시기 역시 신중하게 결정해야 한다. 이미 특정 테마가 유행해 편입 종목들의 가격이 올라간 시점에서 운용사들이 차별화가 부족한 유사 ETF를 양산하는 것은 투자자 편익 측면에서 바람직하지 않다.

---

6) Coval, J., Stafford, E., 2007, Asset fire sales (and purchases) in equity markets, *Journal of Financial Economics* 86(2), 479-512

7) Greenwood, R., Thesmar, D., 2011, Stock price fragility, *Journal of Financial Economics* 102(3), 471-490

8) Ben-David, I., Franzoni, F., Moussawi, R., 2018, Do ETFs increase volatility?, *Journal of Finance* 73(6), 2471-2535

투자자들이 테마형 ETF를 포함한 위험노출형 ETF에 투자할 때 합리적인 선택을 도울 수 있는 체계도 필요하다. 합리적인 투자는 합목적성 투자를 의미하는데, 이는 소득 및 자산규모, 위험성향, 연령, 세금 등 여러 변수를 고려한 생애주기 자산배분을 기초로 투자해야 함을 의미하기도 한다. 이러한 체계하에서는 저렴한 비용의 시장대표지수형 ETF를 핵심 자산으로 구성하고, 테마형을 포함한 저분산·위험노출형 상품들은 핵심 자산을 보조하는 수단으로 활용하는 것이 바람직하다. 이를 위해서는 증권사들의 자문 역할이 매우 중요하다. 일반적으로 개인투자자들은 정보와 전문지식의 부재로 길어야 1년 정도의 과거수익률을 기반으로 ETF나 펀드에 투자한다. 특정 테마가 유행하는 시점에서는 그 테마에 투자하는 ETF나 펀드의 과거수익률이 여타 상품의 과거수익률을 압도한다. 전문적인 자문이 부재한 상황에서 투자자들은 높은 과거수익률에 기반한 상품단위 투자에 집중할 수밖에 없다. 증권사들은 고객의 전체 금융자산을 대상으로 합리적인 자산배분안을 제안하고, 적절한 상품이 편입되도록 자문 기능을 늘려야 한다. 현재 증권사의 자문 기능은 자산규모가 큰 고객을 대상으로 하는데, 이제는 자동화된 시스템을 기반으로 자산규모가 상대적으로 작은 투자자들에게도 저렴한 자문 서비스를 제공할 수 있을 것으로 판단된다.

마지막으로 정부는 국내 주식시장이 장기적으로 우상향한다는 신뢰를 투자자들에게 보여주어야 한다. 테마형으로 대표되는 유행성 투자의 비중이 국내투자에서 더 높다는 사실은 투자자들이 국내 주식시장의 장기적인 상승 가능성을 의심한다는 의미이기도 하다. 따라서 국내 주식시장의 만성적인 저평가를 해소하기 위한 주주중심 자본시장 정책을 지속적으로 추진해야 한다.