

OPINION

선임연구위원
이성복

미국의 야간(overnight) 주식시장 변화가 주는 시사점*

국내 증권사가 미국 주식 주간거래 서비스를 중단한 지 8개월이 지나는 동안 미국의 야간 주식 시장에는 많은 변화가 있었다. 미국 기준으로 야간 주식시장을 운영하는 대체거래소가 2개에서 4개로 늘었고, 뉴욕증권거래소(NYSE)의 전자거래플랫폼인 NYSE Arca와 신설 정규거래소인 24X도 늦어도 2026년 하반기부터는 야간 주식시장을 운영할 것으로 예상되며, 나스닥(Nasdaq)도 야간 주식시장 개설을 고려하고 있다. 이와 같은 변화를 고려할 때 국내 증권사는 미국 주식 주간거래 서비스를 재개하는 것을 조심스럽게 고민해야 한다. 더 나아가 우리나라 주식시장의 국제적 경쟁력 강화와 해외 투자자의 시장접근성 향상을 위해 국내 주식거래소의 운영시간 연장도 중장기적으로 검토할 필요가 있다.

2024년 8월 16일에 국내 증권사가 미국 주식 주간거래 서비스를 전면 중단한 이후 미국의 야간(overnight) 주식시장에 여러 변화가 일어났다. 미국 기준으로 야간 주식시장을 운영하는 대체거래소(ATS)가 늘었고, 정규거래소까지도 야간 주식시장을 운영할 예정이다. 이에 더해 미국 주식시장의 변동성이 확대되면서 야간 주식거래가 다시 증가하는 추세다. 이에 본 고에서는 2024년 8월 이후 미국의 야간 주식시장 변화를 자세히 살펴보고 국내 증권사와 자본시장에 주는 시사점을 논의한다.

미국 야간 주식시장 변화

2024년 상반기까지만 해도 미국의 야간 주식시장은 주로 아시아 국가 투자자들이 이용하는 시장으로 미국 내에서는 상대적으로 큰 주목을 받지 못하였다. 총 31개 국가시장시스템 주식 대체거래소(NMS Stock ATS) 중에서 Blue Ocean ATS(BOATS)과 IBKR Eos ATS(IEOS)가 각각 2021년 6월 1일과 2022년 10월 11일부터 야간 주식시장을 개설하여 운용하였고, 야간 주식거래 전체 건수 중 75~80%가 아시아 국가에서 발생할 정도였다. 특히 한국의 비중이 가장 높았을 때는 전체 거래건수 중 75% 이상까지 차지할 정도였다.

그러나 BOATS의 야간 주식시장이 2024년 8월 5일에 시스템 안정성 문제로 일시 중단된 사건과 국내 증권사가 2024년 8월 16일부터 미국 주식 주간거래 서비스를 전면 중단한 결정을 계기로 미국 내에서도 야간 주식거래에 대한 관심이 이전보다 더 높아졌다. 특히 2020년대 초반 미국 내에서 주식

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

밈(meme) 현상과 더불어 MZ세대들의 야간 주식거래에 대한 수요가 강하다는 것이 확인되었고, 아시아 국가들의 미국 주식투자에 대한 수요가 지속적으로 증가할 것이라는 기대가 미국 내에서 크게 확산되었다.¹⁾

이에 미국의 야간 주식시장이 <그림 1>에서 살펴볼 수 있듯이 국내 증권사가 미국 주식 주간거래 서비스를 중단한 지 8개월이 지나는 동안 다변화하였다. 우선 뉴욕거래소(NYSE)의 전자거래플랫폼인 NYSE Arca가 2024년 10월 25일에 시장운영 시간을 연장하여 주중 하루 22시간 거래를 제공하겠다는 계획을 발표했고, 이를 위해 NYSE Arca는 같은 날 미국 증권거래위원회(SEC)에 거래시간 연장을 위한 규칙 변경을 신청했다. 이에 대해 SEC는 2025년 2월 18일에 해당 신청에 대한 수정을 조건으로 신속 승인하였다.²⁾

<그림 1> 미국의 야간 주식시장 다변화 동향



또한 2024년 11월 15일과 2025년 3월 7일에 BOATS처럼 야간 주식시장을 운영하는 MOON ATS와 BRUCE ATS가 각각 신규 설립되었다. MOON ATS는 2023년부터 OTC 종목을 대상으로 야간거래 플랫폼을 운영해 온 OTC 마켓그룹이 설립한 대체거래소로 2024년 12월부터, BRUCE ATS는 PEAK6 인베스트먼트가 설립한 대체거래소로 2025년 3월부터 야간 주식시장을 개설하였다.

이와 함께 SEC는 2024년 11월 27일에 대체거래소가 아닌 정규거래소인 24X 전국증권거래소(national securities exchange)의 설립을 승인하였다.³⁾ 이에 24X는 2025년 하반기부터 미국 동부 표준시간 기준으로 오전 4시부터 오후 7시까지 운영할 예정이고, SEC의 승인 요건을 충족하는 대로 하루 23시간 개장을 추진할 계획이다.

미국의 야간 주식시장이 다변화하고 있는 이유는 신규 야간 주식시장의 설립 동기에서도 쉽게 발견된다. 예를 들어, MOON ATS를 설립한 OTC 마켓그룹은 아시아 투자자에게는 미국 상장종목에 대한

1) 미국의 로빈후드(Robinhood)는 MZ세대들의 야간 주식거래 수요를 고려하여 국내 증권사와는 달리 2024년 8월 19일에 BOATS가 야간 주식시장을 재개하자마자 자신의 야간 주식거래서비스도 재개하였다.

2) SEC, 2025. 2. 18, Self-Regulatory Organizations; NYSE Arca, Inc.; Notice of Filing of Amendment No. 2 and Order Granting Accelerated Approval of a Proposed Rule Change, as Modified by Amendment Nos. 1 and 2, To Lengthen Current Extended Trading Sessions, Release No. 34-102400.

3) SEC, 2024. 11. 27, In the Matter of the Application of 24X National Exchange LLC for Registration as a National Securities Exchange, Release No. 34-101777.

접근성을, 미국 투자자에게는 야간 투자 기회를 제공할 수 있다는 점을 강조하였다.⁴⁾ BRUCE ATS를 설립한 PEAK6 인베스트먼트는 24시간 주식거래 지원은 시간 문제일 뿐이며 투자자들의 높아진 기대와 수요에 빠르게 대응하겠다고 발표하였다.⁵⁾ 24X는 아시아·태평양 지역의 투자자들에게 미국 주식에 대한 접근성을 높이고 글로벌 투자자들의 수요를 충족시키는 것이 목표라고 밝혔다.⁶⁾

이러한 변화 속에서 <표 1>에 나타난 바와 같이 이전과 달리 주간에도 주식거래를 지원하는 정규거래소가 야간 주식시장에 진입하였다는 점은 또 다른 세 가지 변화를 예고한다. 첫째, 야간 주식시장만을 개설한 대체거래소의 경쟁력이 약화될 수 있다. 투자자와 또는 브로커-딜러는 주간과 야간에 주식거래를 연이어 지원하는 정규거래소를 더 선호할 수 있기 때문이다. 둘째, 정규거래소와의 경쟁을 고려해 주간 주식시장만을 개설한 대체거래소가 야간 주식시장에 추가로 진입할 수 있다. 셋째, 나스닥(Nasdaq)도 NYSE Arca처럼 시장운영 시간을 연장하는 방식으로 야간 주식시장을 개설할 수 있다.⁷⁾

<표 1> 미국의 야간 주식시장 운영방식 비교

구분	개설시점	거래소 유형	시장운영 시간	시장운영 요일
BOATS	2021년 6월	NMS Stock ATS	미국 동부시간 오후 8:00 ~ 익일 새벽 4:00	일요일 오후 ~ 금요일 새벽
IEOS	2022년 10월			
MOON	2024년 11월			
BRUCE	2025년 3월			
NYSE Arca	2026년 하반기 (예상)	정규거래소	오후 8:00 ~ 익일 오후 6:00	일요일 오후 ~ 금요일 오후
24X			오후 8:00 ~ 익일 오후 7:00	

미국의 야간 주식거래 추이

BOATS가 2024년 8월 5일에 야간 주식시장을 일시 중단하기 전까지 미국의 야간 주식거래 규모는 <그림 2>에 나타난 바와 같이 주별 거래건수 기준으로 등락을 지속하며 계속 증가하는 추세를 보였다. 이후 국내 증권사가 미국 주식 주간거래 서비스를 전면 중단하면서 주별 거래건수가 최저 2.9만 건까지 하락하였고, 미국 내 야간 주식거래에 대한 관심이 확대되면서 10월말까지 20만 건을 하회하며 다시 소폭 증가하는 추세로 전환하였다.

4) GlobeNewswire, 2024. 11. 20, OTC Markets Group announces launch of MOON ATS, A new overnight trading platform for National Market System (NMS) Securities.

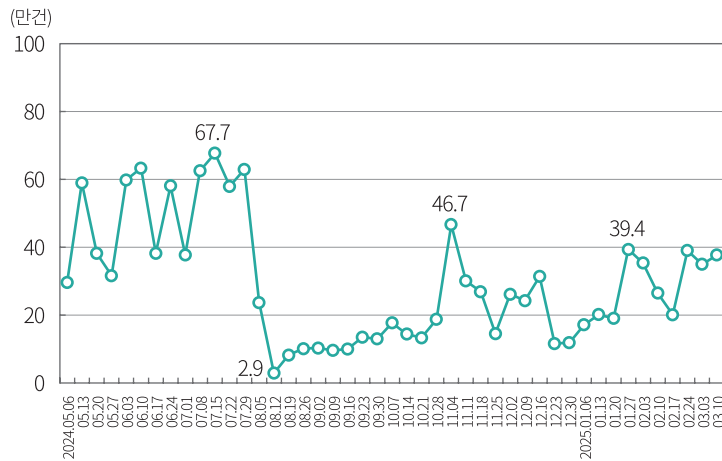
5) Businesswire, 2025. 3. 12, Bruce ATS™ announces regulatory approval, now open for business.

6) PR Newswire, 2024. 11. 27, 24 Exchange receives SEC approval of its new national securities exchange, "24X National Exchange".

7) The Trade, 2025. 3. 10, Nasdaq to launch 24-hour trading for US equities.

이후 미국의 야간 주식거래 규모는 등락을 보이며 최근까지도 증가 추세를 이어가고 있다. 2024년 11월 4~8일 중에는 미국 대선의 영향으로 주별 거래건수가 46.7만 건으로 전주 대비 149.1% 상승하였다. 이때 미국 동부시간 기준으로 대선 개표 시간대와 겹치는 11월 6일 20:00부터 7일 04:00까지 BOATS와 IEOS의 일일 거래건수가 사상 최고치를 기록한 것으로 집계된다.⁸⁾ 또한 트럼프 정부가 들어서고 기술주 중심으로 미국 주식시장의 변동성이 크게 확대되면서 주별 거래건수는 계속 증가하는 양상이다. 예를 들어, 중국의 딥시크(deepseek) 충격으로 엔비디아 주가가 16.97% 하락한 2025년 1월 27일부터 주간 거래건수가 39.4만 건까지 증가하였다.

〈그림 2〉 미국의 야간 주식거래 전체 규모



자료: 미국 FINRA OTC Transparency Data(otctransparency.finra.org), 저자 집계

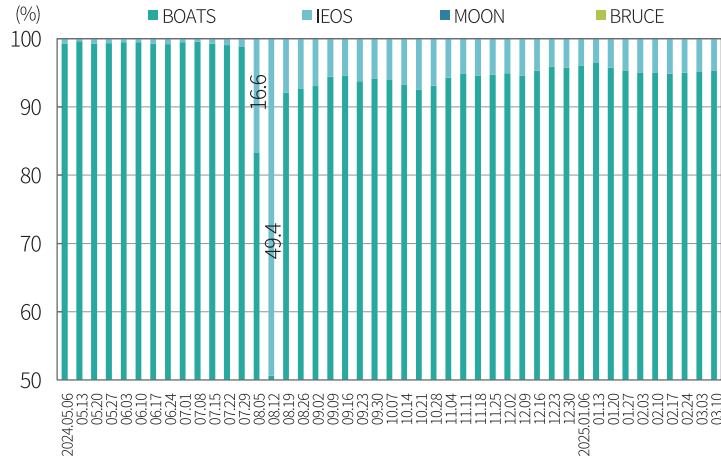
국내 증권사가 미국 주식 주간거래 서비스를 재개하지 않음에도 미국의 야간 주식거래 규모가 다시 증가하는 데는 미국 내에서 야간 주식거래 저변이 확대되고 있기 때문이다. 이는 야간 주식거래서비스를 새롭게 출범하는 미국 브로커-딜러들이 늘어나는 추세로도 살펴볼 수 있다. 예를 들어, 미국의 대표적 디지털 투자플랫폼 중 하나인 위불(Webull)이 BOATS와 협약을 맺고 2024년 11월 12일부터, 퍼스트 트레이드(Firsttrade)도 BOATS와 협약을 맺고 수수료 무료를 내세우며 2025년 4월 3일부터 야간 주식거래 서비스를 제공하기 시작하였다.⁹⁾¹⁰⁾

한편 〈그림 3〉에서 살펴볼 수 있듯이 BOATS의 시장점유율이 압도적이다. BOATS가 일시 중단할 당시에는 50.6%까지 하락하였으나 다시 회복하여 95.0% 내외를 안정적으로 유지하고 있다. 반면에 IEOS의 시장점유율은 한때 49.4%까지 증가하였으나 최근에는 5.0% 내외에 그치고 있다. 이는

8) MarketWatch, 2024. 11. 7, Overnight stock trading hit a record high on the night of the U.S. election.
 9) PR Newswire, 2024. 11. 12, Webull launches overnight trading in the United States.
 10) PR Newswire, 2025. 4. 3, Firsttrade launches overnight trading.

BOATS가 주식거래 매칭엔진을 이전보다 1천배 높은 MEMX 매칭엔진으로 교체하여 주식거래 매칭 역량을 대폭 확대한 데 따른 것으로 판단된다. 그 외 MOON과 BRUCE는 아직 출범 초기이기 때문에 0.01% 미만의 시장점유율을 기록하고 있다.

〈그림 3〉 미국의 야간 주식거래 ATS별 점유율



자료: 미국 FINRA OTC Transparency Data(otctransparency.finra.org), 저자 집계

미국 SEC, FINRA 및 DTCC 지원과 대응

미국 SEC가 대체거래소가 아닌 정규거래소에 대해 야간 주식시장 개설을 승인한 것은 향후 야간 주식거래와 관련된 규제와 제도 변화를 알리는 혁신적 시도라고 평가할 수 있다. 이는 SEC가 그동안 대체거래소에 대해 주간과 야간 거래를 명확히 구분하여 각각의 운영시간에 따라 별도의 등록을 요구해 온 기존의 방침과 대조적이기 때문이다.¹¹⁾

한편 주식시장 안정과 투자자 보호를 중시하는 SEC는 주식시장 인프라가 안정적으로 받쳐주지 않는 상태에서 정규거래소가 대체거래소처럼 야간 주식시장을 운영하는 것에 부정적인 입장이다. SEC가 NYSE Arca에 대해 조건부 승인을 내리고, 24X에 대해 시장운영 시간의 단계적 연장을 지도한 것도 동일한 맥락에서다.

미국에서 정규거래소가 정상적으로 24시간 운영되려면 주식시장 인프라 측면에서 세 가지 선제요건이 충족되어야 한다. 첫 번째 선제요건은 증권정보처리업자(Securities Information Processor: SIP)의 운영시간 확대이다. SIP은 여러 정규거래소의 가격 정보와 거래 데이터를 통합하여 전국 최선 매수도 호가(National Best Bid and Offer: NBBO)를 산출하고 정규거래소에 전송하는 국가시장시스

11) 인터랙티브 브로커(IBKR)가 2019년 10월부터 주간 주식시장을 운영하는 대체거래소인 IBKR ATS의 운영시간을 연장하지 않고 야간 주식시장만을 운영하는 별도의 IEOS를 설립한 것도 동일한 이유에서다.

템(NMS)의 핵심 인프라다. 그러나 현재 SIP은 야간 주식시장의 운영시간에 운영되지 않는다. 이와 관련하여 SIP을 관장하는 CTA(Consolidated Tape Association)와 UTP(Unlisted Trading Privileges) 운영위원회가 2025년 3월에 NYSE, Nasdaq, 24X의 운영시간 연장 제안을 논의하였으나, 일부의 반대로 모든 제안이 부결되었고 SIP의 운영시간 확대는 현재 교착 상태에 있다.¹²⁾

SIP의 운영시간이 야간 주식시장에 맞게 확대되지 않으면 각 정규거래소는 현재 대체거래소처럼 전용 시세를 시장참가자들에게 제공할 수밖에 없다. 이 경우 시장 데이터 접근의 형평성이 문제될 수 있고, 대체거래소와 정규거래소 간의 거래보고 시점이 달라지는 문제도 발생할 수 있다.¹³⁾ 즉 SIP가 야간 주식시장 시간대에 운영되지 않으면 해당 시간대에 거래 형평성과 투명성에 공백이 생길 수 있다.

두 번째 선제요건은 거래보고시설(Trade Reporting Facility: TRF)의 운영시간 연장이다. TRF는 FINRA(Financial Industry Regulatory Authority) 규정에서 따라 대체거래소를 포함한 장외에서 체결된 주식거래를 보고하는 시설로 현재 모든 장외 거래체결은 TRF에 보고되어야 한다. 현재 TRF는 오전 8시부터 오후 8시까지 운영되며, 이외 시간대에 체결되는 거래는 익일 오전 8시부터 지연 보고될 수 있다.¹⁴⁾ 이에 따라 TRF의 운영시간을 연장하려면 제도적·기술적으로 FINRA 규정을 개정하고 시스템 개발도 동시에 추진되어야 한다. 예를 들어, 야간 주식시장의 운영시간에 대한 표준화가 필요할 수 있고, 주간 주식시장과 같이 실시간 거래보고를 지원할 수 있어야 한다.

현재 TRF의 운영시간 연장은 확정되지 않았지만 매우 긍정적이다. 우선 SEC가 정규거래소에 대해 야간 주식시장 개설을 허용한 만큼 FINRA도 적극적으로 관련 규정을 개정할 것으로 예상된다. 또한 TRF의 운영 주체가 정규거래소인 NYSE와 나스닥의 자회사라는 점에서 야간 시간대에도 실시간 거래보고가 가능하도록 관련 시스템을 개편할 것으로 예상된다.

마지막 세 번째 선제요건은 국가증권청산기관(NSCC)의 운영시간 연장이다. NSCC는 미국의 예탁청산기관(DTCC)의 자회사로 정규거래소에서 체결된 주식거래의 청산과 결제를 집중처리하는 중앙청산소(Central ClearingParty: CCP)이다. 또한 거래상대방의 결제 및 청산 위험을 제거하는 CCP 보증도 제공한다. 이에 따라 NSCC가 야간 주식시장의 시간대에 운영되지 않을 경우 거래상대방의 결제 및 청산 실패로 투자자 피해가 발생할 수 있고, 지난 BOATS의 일시 중단 사태와 같이 체결거래가 일방 취소되는 사건이 발생하면 시장 신뢰가 훼손될 수 있다.

다행히 DTCC는 야간 주식시장의 변화에 가장 빠르게 대응하고 있다. 우선 2024년 9월부터 NSCC는 1단계로 청산가능 시간대를 2시간 30분 앞당겨 새벽 1시 30분부터 체결거래를 실시간 청산할 수

12) Waters Technology, 2025. 3. 12, No, no, no, and no: Overnight trading fails in SIP votes.

13) 현재 야간 주식시장을 운영하는 대체거래소는 익일 오전 8:15에 제휴 TRF에 거래보고를 실시한다. 참고로 현재 운영 중인 TRF는 NYSE TRF, Nasdaq TRF Carteret, Nasdaq TRF Chicago이다.

14) FINRA의 규정에 따르면 오후 8시부터 자정까지 체결된 거래는 익일 오전 8시 15분까지 보고되어야 하고, 자정부터 익일 오전 8시까지 체결된 거래는 정규거래소 개장 전까지 보고되어야 한다.

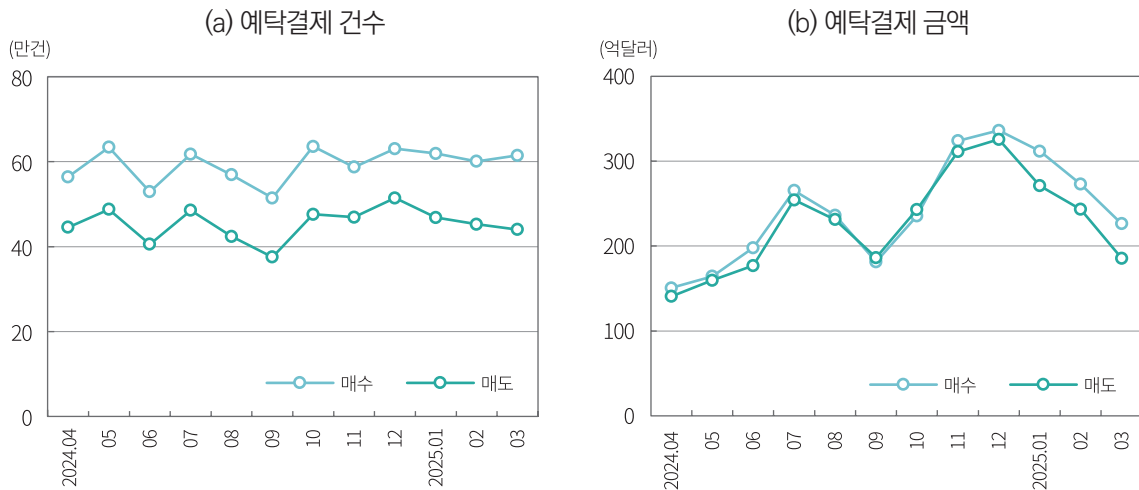
있도록 조치하였다. 또한 2단계로 2026년 하반기부터 일요일 오후 8시부터 금요일 오후 8시까지 체결거래를 실시간 청산할 수 있는 24x5 청산체계를 구축할 예정이다.¹⁵⁾ 이를 위해 DTCC는 현재 관련 규정 개정하고 있고, 관련 시스템도 개편하고 있다.

국내에 주는 시사점

국내 증권사가 미국 주식 주간거래 서비스를 중단한 지도 벌써 8개월이 경과되었다. 국내 증권사와 금융투자협회가 BOATS를 운영하는 블루오션과 지속적으로 논의하고 있으나 큰 진전을 이루지 못한 상태다. 가장 큰 이유 중 하나는 국내 투자자 보호를 고려할 때 국내 증권사가 BOATS의 시스템 안정성을 직접 확인하지 못한 상태에서 미국 주식 주간거래 서비스를 재개하기는 어렵다고 판단하기 때문이다.

하지만 최근 미국의 야간 주식시장의 변화를 고려할 때 미국 주식 주간거래 서비스의 재개를 적극 검토할 필요성이 커졌다. 또한 최근 미국 주식시장의 변동성 확대에 따른 국내 투자자의 주간거래 수요 증가도 고려해야 한다. 더 나아가 <그림 4>에서 살펴볼 수 있듯이 2024년 8월 이후 국내 투자자의 미국 주식거래 규모는 매수도 거래건수 합산 기준으로 월평균 100만 건을 상회한다는 점을 고려할 때 국내 투자자가 일상적인 생활 시간대에 미국 주식을 거래할 수 있도록 미국 주식거래 편의성도 회복시켜 줘야 한다.

<그림 4> 국내 투자자의 미국 주식거래 월별 추이



자료: 한국예탁결제원 증권정보포털 SEIBro

15) DTCC, 2025. 3. 18, DTCC's NSCC to increase clearing hours to support extended trading.

또한 우리나라 주식시장의 국제적 경쟁력 강화와 해외 투자자의 시장접근성 향상을 위해 국내 주식거래소의 운영시간 연장도 중장기적으로 검토할 필요가 있다. 현재 우리나라 주식시장은 최초의 대체거래소인 넥스트레이드(Nextrade)의 출범으로 2025년 3월 4일부터 주식거래소 운영시간이 총 9시간 30분(한국 서울시간 오전 8:30부터 오후 6:00까지)에서 12시간(오전 8:00에서 오후 8:00까지)으로 확대되었다.¹⁶⁾ 또한 넥스트레이드를 통한 운영시간 연장이 성공적이라는 평가도 있다.¹⁷⁾ 이와 같은 경험을 토대로 국내 주식거래소는 금융당국 및 유관기관과 협의하여 주식거래소 운영시간을 지금보다 더 확대할 필요가 있다.

16) 금융위원회·금융감독원, 2025. 2. 6, 넥스트레이드의 다자간매매체결회사 투자중개업 본인가, 보도자료.

17) 뉴스투데이, 2025. 4. 11, 넥스트레이드, 시장 안정성 견인...일일대금 4조까지 '홀쩍'.

OPINION

연구위원
정화영국내 금융시장에서 국고채의 역할에 대한
고찰*

국내 금융시장에서 국고채의 역할이 다양한 측면에서 확대되고 있다. 먼저 국고채는 정부의 재정활동을 뒷받침하기 위한 자금조달 수단으로 사용된다. 재정의 역할이 확대되면서 이를 지원하기 위한 국고채 발행이 증가하고 있는데, 향후 민간 성장동력 약화 및 복지지출 수요 증가가 예상됨에 따라 국고채 발행의 중요성은 더욱 커질 전망이다. 다음으로 국고채는 외국인의 국내 증권투자 유입에 있어 핵심적인 금융상품의 역할을 하고 있다. 최근 고환율 여건에서 외국인의 국고채 투자가 꾸준히 이어지는 것은 외환수급 부담을 완화하는 요인이다. 마지막으로 안전자산의 지위를 바탕으로 국고채가 담보증권으로 널리 활용됨에 따라 Repo시장, 대차시장 등 국고채 연관시장도 활발한 거래를 나타내고 있다. 이는 금융시장 참가자들의 자금조달 및 운용에 있어 효율성과 안정성을 높이는 한편 금융시장 전반의 가격 발견 기능 제고로도 이어질 수 있다.

위와 같은 국고채의 역할이 앞으로도 안정적으로 유지되기 위해서는 국가채무의 지속가능성이 무엇보다도 중요하다. 우리나라는 주요국에 비해 재정건전성이 높은 편으로 단기적인 우려는 크지 않으나 저출생, 고령화에 따른 경제성장률 둔화 등으로 중장기적인 재정 전망이 밝지 않다. 따라서 경제 성장세를 지원하는 방향으로 재정지출의 효율성을 높일 필요가 있다. 한편 국고채 연관시장을 통해 확대된 레버리지가 금융시장의 위험 요인으로 작용할 가능성에 유의할 필요가 있으며, 다만 과도한 규제보다는 모니터링 중심의 접근이 요구된다.

국고채는 정부의 자금조달 수단이라는 본래의 기능뿐 아니라 외국인 투자 유입을 통한 외환공급, 담보증권으로의 활용을 통한 시장 안정성 제고 등 국내 금융시장에서 중요한 역할을 수행하고 있다. 본고에서는 다양한 측면에서 확대되고 있는 국고채의 역할을 고찰하는 한편 이에 대한 시사점을 제시하고자 한다.

재정지출 지원을 위한 역할 확대

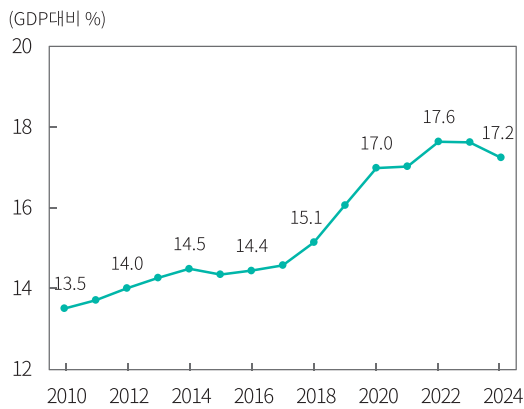
국고채의 본질적인 기능은 자본시장을 통해 재정자금을 효율적으로 조달하여 정부의 재정활동을 지원하는 것이다. 우리나라는 성장세가 둔화¹⁾하는 가운데 재정의 역할이 확대되면서 국내 경제에서

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

1) 5년 단위로 GDP성장률(연평균)을 살펴보면 2010~2014년 3.9%, 2015~2019년 3.0%, 2020~2024년 2.0%로 낮아지는 추세이다.

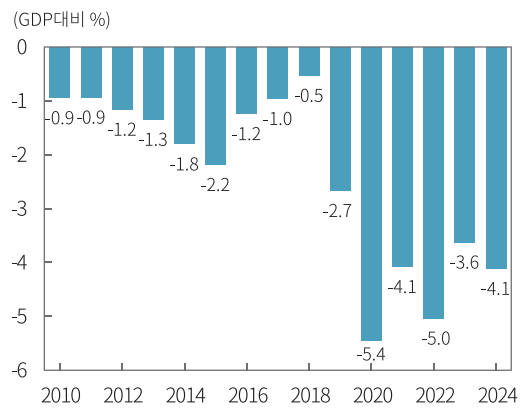
정부소비가 차지하는 비중이 높아지고 있으나(그림 1) 국세수입 등 이를 충당할 재원이 충분히 확보되지 못하는 모습이다. 코로나19 위기에 대응하여 재정지출이 큰 폭으로 확대되었던 2020년 이후 관리재정수지 적자폭이 지속적으로 GDP의 3%를 상회하고 있다(그림 2)). 이에 부족한 자금을 조달하기 위한 정부의 차입수요가 늘어나는 과정에서 국고채의 역할이 확대되고 있다.

〈그림 1〉 정부소비 비중



자료: 한국은행

〈그림 2〉 관리재정수지 추이



자료: 기획재정부

국고채 발행을 중심으로 정부의 자금조달이 늘어나면서 국가채무에서 국고채가 차지하는 비중도 꾸준히 확대되고 있다(표 1)). 향후에도 저출생, 고령화에 따른 민간 성장동력 약화, 복지지출 수요 증가 등으로 정부의 역할 확대에 대한 요구가 높아질 것으로 보인다. 이에 따라 재정정책을 지원하기 위한 재원 마련의 중요성이 커지는 가운데 국고채의 역할이 더욱 확대될 것으로 예상된다.

〈표 1〉 국가채무 중 국고채 비중

(단위: 조원, %)

	2010년	2012년	2014년	2016년	2018년	2020년	2022년	2024년
국가채무(A, 조원)	392.2	443.1	533.2	626.9	680.5	846.6	1,067.4	1,175.2
국고채(B, 조원)	310.1	362.9	438.3	516.9	567.0	726.8	937.5	1,047.1
비중 (B/A, %)	79.1	81.9	82.2	82.5	83.3	85.8	87.8	89.1

주 : 국고채는 개인투자용 국채 미포함 발행잔액

자료: 기획재정부

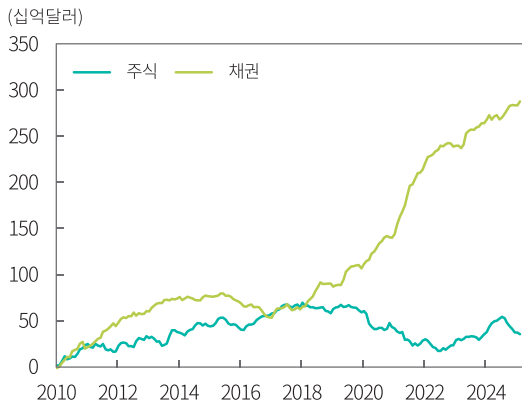
외국인 증권투자자 유입을 통한 외환공급

국고채는 정부 자금조달 수단이라는 본질적인 역할뿐 아니라 외국인 증권투자자의 주요 금융상품이라는 측면에서도 매우 중요한 역할을 담당하고 있다. 〈그림 3〉은 2010년 이후 외국인(비거주자)의

국내 주식과 채권에 대한 누적 투자규모를 비교하고 있다.²⁾ 2010년 1월~2025년 2월 중 외국인의 국내 채권투자 규모는 2,877억 달러로 국내 주식투자(354억 달러)에 비해 훨씬 크다. 외국인의 국내 채권투자를 종류별로 살펴보면 거의 대부분이 국고채인 것을 확인할 수 있는데(<그림 4>) 이는 외국인의 국내 증권투자에 있어 국고채가 핵심적인 금융상품의 역할을 하고 있음을 보여준다.

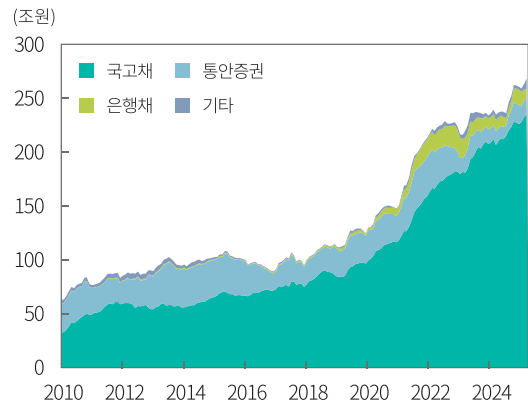
최근 국내 투자자의 해외 증권투자가 빠르게 늘어나고 환율이 과거에 비해 크게 높은 수준을 지속하고 있는 상황임을 고려할 때 외국인의 국고채 투자가 꾸준히 이어지는 것은 외환수급 부담을 완화하는 요인이다. 또한 국고채가 세계국채지수(WGBI)에 편입되면서 내년 4월부터 8개월에 걸쳐 편입비중이 단계적으로 확대될 예정³⁾인데, 이에 따른 WGBI 추종자금의 국내 유입은 향후 외환수급 개선에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 기대된다.

<그림 3> 외국인의 증권투자 유입



주 : 1) 국제수지표 금융계정 증권투자 기준
 2) 2010년 1월 이후 누적 증권투자 유입
 자료: 한국은행

<그림 4> 외국인의 채권종류별 보유 잔고



주 : 장외시장에서의 매수·매도 거래 및 만기도래분을 반영한 장외채권 잔고 추정치 기준
 자료: 연합인포맥스

금융시스템 내 담보증권으로의 활용

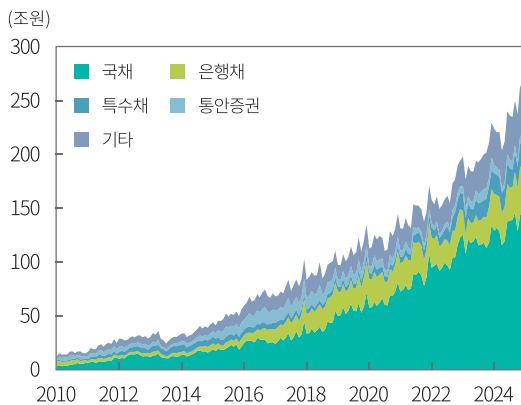
안전자산(safe-asset)인 국고채는 금융시장 불확실성이 커지는 시기에도 높은 유동성과 안정적인 가치를 유지함에 따라 국내 금융시장에서 담보증권으로 활용도가 높다. 대표적인 단기자금시장인 환매조건부매매(Repo)시장에서는 담보증권을 제공하고 자금을 차입하는 형태로 거래가 이루어지는데, 신용도와 유동성이 높은 국고채가 담보물로 많이 활용된다. 기관간 Repo시장을 살펴보면, 국채가 담보증권으로 활발히 사용되면서 Repo시장의 빠른 성장세를 지원하고 있다(<그림 5>). 2024년말 기준

2) 거주자가 해외에서 발행한 증권 중 비거주자와의 거래분도 포함하나 대부분이 국내에서 발행한 증권임에 따라 해당 통계를 외국인의 국내 증권투자자로 간주한다.
 3) 당초 2024년 10월 WGBI 편입 발표 당시에는 2025년 11월부터 1년에 걸쳐 편입비중이 분기별로 확대될 예정이었으나, 지수 이해관계자들의 피드백을 반영하여 2026년 4월부터 8개월에 걸쳐 매월 편입비중이 확대되는 것으로 조정되었다.

담보증권 잔량(시가기준)의 57%에 해당하는 144조원이 국채인데, 국채의 대부분이 국고채인 점⁴⁾을 감안하면 Repo거래의 담보증권으로 국고채가 가장 널리 활용되고 있음을 확인할 수 있다. 또한 비청산 장외파생상품거래 증거금 제도에 따른 담보증권도 대부분 국고채가 사용되고 있다.⁵⁾

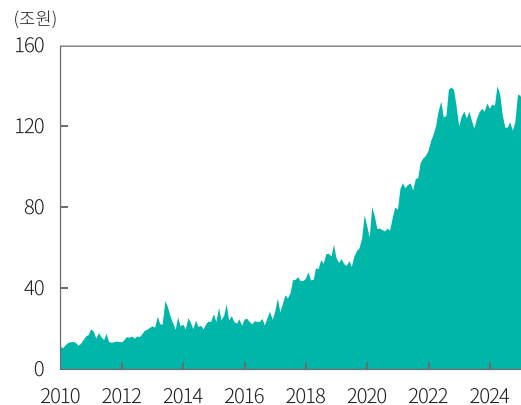
담보증권으로 높은 활용도를 바탕으로 대차시장을 통한 국고채 차입 수요도 늘어나는 모습이다(〈그림 6〉). 국고채 대차잔량은 2010년대 초반 약 20조원에 불과했으나 2024년에는 130조원 수준으로 증가했다. 대차거래에는 다양한 목적⁶⁾이 있겠으나 Repo거래의 담보증권으로 사용하기 위한 국고채 차입 수요가 상당 부분 차지하고 있는 것으로 추정된다. Repo시장, 대차시장 등 연관시장의 활성화를 통해 국고채의 활용이 높아지는 것은 자금조달 및 운용의 효율성과 안정성을 높이는 한편 금융시장 전반의 가격 발견 기능 제고로도 이어질 수 있다.

〈그림 5〉 기간관 Repo 담보증권(매입증권) 잔량



주 : 월말 시가기준
자료: 한국예탁결제원

〈그림 6〉 국고채 대차잔량 추이



주 : 월말 기준
자료: 연합인포맥스

시사점

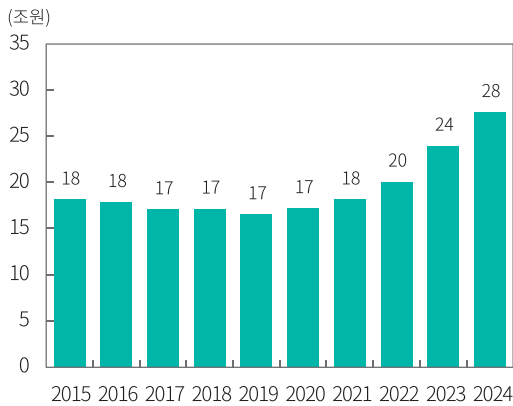
앞에서 살펴본 바와 같이 국고채는 정부의 재정지출 지원, 외국인 증권투자 유입을 통한 외환공급, 금융시스템 내 담보증권으로의 활용 등 국내 금융시장에서 핵심적인 역할을 수행하고 있다. 이와 같은 국고채의 역할이 앞으로도 안정적으로 유지되기 위해서는 국가채무의 지속가능성이 뒷받침되어야 한다. 최근 재정건전성에 대한 우려 등으로 프랑스와 중국의 국가신용등급이 하향 조정된 바 있다.⁷⁾ 국가

4) 2024년말 국채 발행잔액 1,127조원(액면금액 기준) 중 92.9%에 해당하는 1,047조원이 국고채이다.
5) 한국예탁결제원 자료에 따르면 2024년말 기준 「비청산 장외파생상품거래 증거금 교환 제도에 대한 가이드라인」에 따라 증거금 교환 의무가 적용되는 금융회사 간 담보(증거금) 10.6조원 중 국고채가 9.5조원(89.7%)이다.
6) 국채선물 저평가에 따른 현·선물 간 차이거래도 국고채 대차거래의 증가 요인으로 작용할 수 있다. 선물가격이 현물가격보다 낮아지는 선물 저평가 현상이 심화되면 현물 채권을 차입하여 매도하고 선물은 매수함으로써 차익을 추구할 수 있는데, 이 과정에서 국고채 대차거래가 증가한다.
7) 2024년 12월 무디스(Moody's)는 정치적 분열(political fragmentation)로 인한 공공 재정 약화 전망을 바탕으로 프랑스 국가

신용도 하락은 외국인의 자금유출 및 정부 자금조달 비용의 상승으로 이어진다. 우리나라는 시장금리 상승, 발행잔액 증가 등으로 국고채 이자지출이 늘어나고 있어(그림 7) 대외 신뢰도의 안정적인 관리가 더욱 중요해지고 있다. 물론 우리나라의 정부부채 비율은 주요국 대비 크게 낮은 편으로 재정건전성에 대한 단기적인 우려는 크지 않다.⁸⁾ 그러나 저출생·고령화 등으로 향후 국가채무가 빠른 속도로 증가할 것으로 예상됨에 따라 중장기적인 재정 전망이 밝지 않다.⁹⁾ 따라서 경제 성장세를 지원하는 방향으로 재정지출의 효율성을 높여 나갈 필요가 있다.

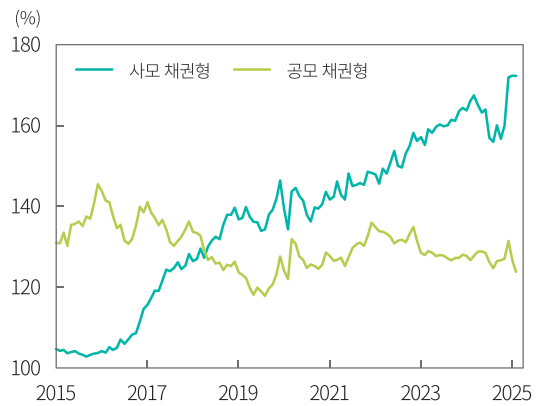
한편 Repo시장 및 대차시장 등 국고채 연관시장을 통해 확대된 레버리지가 금융시장의 위험 요인으로 작용할 가능성에 유의할 필요가 있다. 특히 국내 투자 채권형펀드 중 사모 채권형펀드의 레버리지가 상당폭 확대¹⁰⁾되는 모습인데(그림 8) 예상치 못한 충격 등으로 해당 펀드들의 레버리지가 빠르게 축소될 경우 시장 변동성이 높아질 수 있다. 다만, 최근 공공 및 민간부문의 채권발행이 늘어나고 있는 상황에서 레버리지를 활용한 투자가 채권발행 물량이 시장에서 원활히 소화되는 데 미치는 긍정적인 영향도 함께 고려하는 것이 바람직하다. 따라서 레버리지를 과도하게 규제하기보다는 그로 인한 금융시스템 내 위험이 관리가능한 수준을 벗어나지 않도록 모니터링 중심의 접근이 요구된다.

〈그림 7〉 국고채 이자지출



주 : 국고채 이자지급일 지출된 이자금액의 추정치로서 회계상 이자비용과는 차이가 있음
 자료: 코스콤, 한국예탁결제원, 저자계산

〈그림 8〉 채권형펀드 레버리지



주 : 1) 채권형펀드 중 투자지역이 국내인 펀드 기준
 2) 순자산 대비 총자산 비율
 자료: 금융투자협회, 저자계산

신용등급을 Aa2에서 Aa3로 하향 조정했다. 2025년 4월에는 피치(Fitch)가 공공 재정의 지속적인 약화 및 공공부채의 가파른 증가 전망을 바탕으로 중국 국가신용등급을 A+에서 A로 하향 조정했다.

- 8) 2024년 10월 발표된 IMF Fiscal Monitor에 따르면 2023년 기준 우리나라의 GDP대비 정부부채(D2) 비율은 51.5%로 G20국가 평균(118.2%) 및 선진국 평균(108.7%)에 비해 낮다.
- 9) 국회예산정책처가 2025.2월 발표한 '2025~2072년 NABO 장기재정전망'에 따르면 현행 법령과 제도가 유지될 경우 우리나라의 GDP대비 국가채무(D1) 비율이 2025년 47.8%에서 2040년 80.3%, 2050년 107.7%, 2060년 136.0%로 상승할 것으로 전망된다.
- 10) 사모 채권형펀드는 Repo거래를 통해 레버리지를 적극 활용하는 '레포펀드'가 주를 이루는 것으로 보인다(한국은행 금융안정보고서, 2024. 12). 이들 펀드는 보유한 신용채권을 담보로 대차시장에서 국고채를 차입한 후, 차입한 국고채를 담보로 Repo시장에서 자금을 차입하여 다시 신용채권을 매수하는 구조로 운용된다.

ZOOM
-IN

국내 및 해외의 ATS 운영 현황

- 국내 최초 ATS 출범으로 증권거래 시장이 경쟁 체제로 전환되며 새로운 증권거래 서비스와 관련 시장에 대한 관심이 증가
- 미국과 유럽은 다양한 ATS가 정규거래소와 경쟁하며 분할된 시장 구조가 정착되었고, 일본은 지속적인 제도 개선을 통해 전환을 추진 중
- 국내 ATS는 초기 단계로 일본처럼 유연한 정책을 단기적으로 추진하되, 중장기적으로는 미국·유럽처럼 공정경쟁 체제와 통합 공시체계를 마련할 필요가 있음

- 최근 제도 도입 이후 국내 최초 ATS 출범으로 증권거래 시장이 경쟁 체제로 전환되면서 새로운 증권거래 서비스 및 관련 시장에 대한 관심이 증가
 - ATS(Alternative Trading System)는 정규거래소 이외의 다양한 형태의 증권거래 시장을 통칭하며 국내에서는 자본시장법상 다자간매매체결회사에 해당
 - ATS는 전자거래시스템을 통해 매수자와 매도자를 집중시켜 매매를 체결시키는 거래 서비스만 제공한다는 점에서 상장 및 자율규제 기능을 갖는 정규거래소와 구분
 - 자본시장법상 다자간매매체결회사는 ‘정보통신망·전자정보처리장치를 통해 KRX 상장주권 및 DR의 매매·중개·주선·대리업무를 하는 투자매매·중개업자’로 정의
 - 미국의 ATS, EU의 MTF, 일본의 PTS 등이 해당
 - 최근 국내 최초 ATS인 넥스트레이드 출범으로 제도 도입 이후 12년 만에 정규거래소 중심의 독점적 매매체결 구조에서 복수 거래시장 및 경쟁 체제로의 전환이 본격화
 - 정부는 2013년 자본시장법 개정을 통해 법적 근거를 마련하였으나 과도한 진입규제, 시장 참여 유인 부족, 과거 유사 사례의 실패 경험 등이 복합적으로 작용하여 ATS 출범이 지체
 - 최소자기자본 요건 완화, 거래량 제한 폐지 등 제도 정비와 정책 지원이 병행되면서 넥스트레이드가 설립 및 출범¹⁾하게 되었으며 국내 증권거래 시장도 복수 거래시장으로 전환
 - 넥스트레이드 출범으로 투자자 편익 확대와 함께 유통시장의 경쟁 촉진, 유동성 재분산 및 새로운 거래전략 가능성 등이 기대요소로 작용하면서 관련 시장에 대한 관심이 크게 증가

1) 넥스트레이드는 2023년 7월 예비인가를 받은 후 2024년 11월 본인가를 신청, 2025년 2월 5일 금융위원회로부터 다자간매매체결회사 투자중개업 본인가를 취득하고 같은 해 3월 4일 서비스를 출시

□ 미국과 유럽에서는 기술 혁신과 각국의 규제 변화에 따라 다양한 형태의 ATS가 정규거래소와 경쟁하며 분할된 시장 구조가 정착되었으며, 일본은 PTS 성장을 위한 지속적인 제도 개선을 통해 점진적 전환을 추진 중

- 미국은 1990년대 기술발전과 Regulation ATS(1998), Regulation NMS(2005) 등 제도 시행을 통해 ECN, 다크풀 등 다양한 형태의 ATS가 정규거래소와 경쟁하는 복수 거래시장 체계를 확립
 - 미국 ATS는 사전적·사후적 투명성이 보장되는 ECN(Electronic Communication Network)과 거래정보가 비공개되는 다크풀(Dark Pool)로 구분되며 다크풀은 대형 기관투자자 중심의 블록딜에 활용
 - 1990년대 IT 기술 발전 및 정규거래소의 한계를 배경으로 ATS가 등장하였으며 Regulation ATS(1998)와 Regulation NMS(2005) 제정을 통해 ATS의 법적 지위와 규제 체계 마련²⁾
 - 2000년대 중반 이후 고빈도 거래와 다크풀의 확산으로 ATS의 거래 비중이 크게 확대됨에 따라 2018년 Regulation ATS를 개정하여 NMS Stock ATS에 대한 공시를 강화하고 체결 투명성을 확보하기 위한 후속 규제를 도입
- EU는 MiFID II 및 MiFIR 체계하에서 금융상품 특성에 따라 ATS를 MTF·OTF로 제도화하고 공시·감시 의무 강화를 통해 거래시설로 수용함으로써 분할화된 거래시설과 대체거래 인프라가 공존하는 복수 거래시장 구조를 형성
 - EU는 자본시장 통합과 거래 효율성 제고를 목표로 2007년 MiFID I 시행을 통해 거래소 집중의무를 폐지하고 MTF(Multilateral Trading Facility)를 제도화
 - 2018년 MiFID II 및 MiFIR 시행을 통해 OTF(Organized Trading Facility)를 추가 거래시설로 도입하고 거래시설을 상품 유형에 따라 주식 등 지분상품 중심의 MTF와 파생상품 등 비지분형 상품에 특화된 OTF로 구분
 - MiFID II 및 MiFIR 규제하에 공시·감시 의무가 강화되면서 MTF와 OTF를 정규거래소인 RM(Regulated Market)과 함께 공식적인 거래시설(trading venue)로 통합 규정³⁾하며 복수 거래시설을 제도권 내에 수용
 - EU는 거래시설에 해당하는 RM, MTF, OTF와 SI(Systematic Internaliser)⁴⁾, OTC(Over-The-Counter) 등 다양한 대체 거래 인프라가 경쟁하는 시장 구조를 형성
- 일본은 1998년 경쟁매매 방식의 PTS 제도를 도입하고 이후 금융상품거래법 정비와 함께 공개매수 의무 완화, 신용거래 허용, 최선집행원칙 개정 등을 통해 PTS의 활용 기반을 확대하는 제도 개선을 지속해서 추진

2) 1998년 제정된 Regulation ATS는 일정 거래 규모 이상의 전자적 거래 시스템을 SEC에 등록된 브로커-딜러로 인정하면서도 정규거래소 등록 없이 다자간 주문 집행이 가능하도록 하였으며, 2005년 Regulation NMS는 최우선호가보호와 시장간 호가 연결을 통해 ATS를 포함한 다양한 거래 플랫폼 간의 가격 경쟁을 제도적으로 뒷받침

3) RM, MTF 및 OTF는 감시·공시 의무(OTF는 완화된 공시 의무적용)를 지니지만 RM과 달리 MTF 및 OTD는 상장 및 자율규제 기능은 없음

4) SI는 양자 간(bilateral) 거래를 중심으로 하는 내부집행시스템으로 다수의 3자 매수·매도 의사를 매칭시키는 거래시설(trading venue)과 구분되며 유동성과 가격 경쟁 측면에서 거래시설을 보완하는 역할

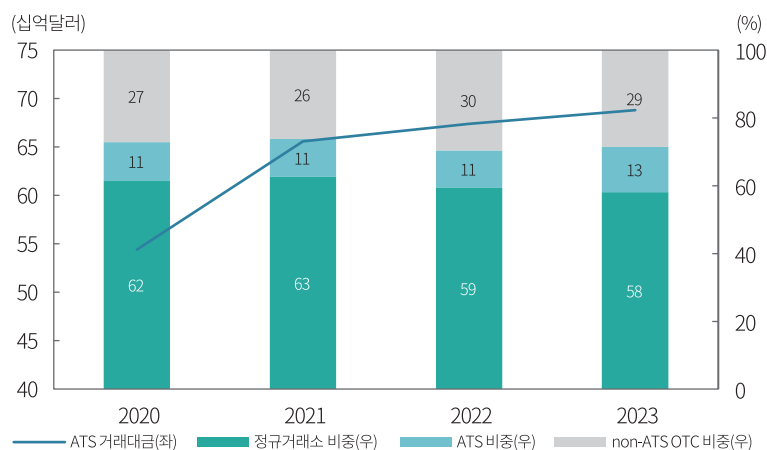
- PTS(Proprietary Trading System)는 경쟁매매 방식으로 운영되는 ATS로 주문의 공개성과 자동 체결 기능 측면에서 미국의 ECN과 유사한 구조
- 일본은 폐쇄적 시장 구조 보완 및 경쟁력 제고를 위한 금융빅뱅 정책의 일환으로 1998년 PTS 제도를 도입하고 2006년 금융상품거래법 제정을 통해 관련 규정을 정비
- 2012년 5% 이상 대량보유 보고 의무 완화, 2019년 PTS에 대한 신용거래 허용, 2023년 최선 집행원칙 개정안 시행 등 PTS가 정규거래소의 실질적 경쟁 기관으로 기능할 수 있도록 지속적인 제도 개선을 추진

□ 미국은 ATS가 NMS 주식 거래의 13%를 차지하고 EU는 MTF와 OTF를 통한 주식 및 채권거래 비중이 각각 34%, 28%이며 일본은 최근 PTS의 주식거래 비중이 12%대까지 증가⁵⁾

— 미국은 현재 78개의 ATS가 운영 중이며, NMS(National Market System) 주식 거래에는 25개(SEC, 2025. 3. 31)의 정규거래소와 34개의 NMS Stock ATS가 경쟁하는 구조로 NMS 주식거래에서 NMS Stock ATS의 거래비중은 13% 수준

- ATS-N 공시보고서(Form ATS-N)를 통해 NMS 주식을 거래하는 NMS Stock ATS는 34개(SEC, 2025. 3. 1)이며, ATS 공시보고서(Form ATS)를 통해 등록 후 운영 중인 ATS는 78개(SEC, 2025. 2. 28)⁶⁾
- NMS 주식 일평균 거래대금에서 정규거래소의 비중은 2023년말 기준 58.1%이며 non-ATS OTC와 ATS의 비중은 각각 28.5%, 13.3%를 차지
- ATS 일평균 거래대금은 2023년 688억달러로 2020년대비 26.5% 증가했고, 거래비중은 동기 간 2.1%p 증가

〈그림 1〉 NMS 주식 일평균거래대금 및 매매체결 시설별 비중

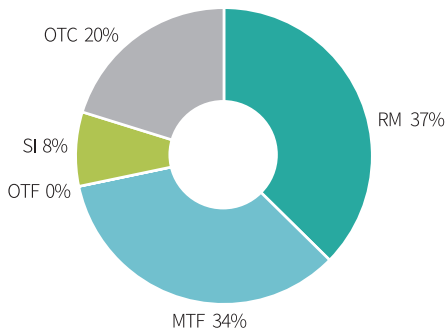


자료: FINRA

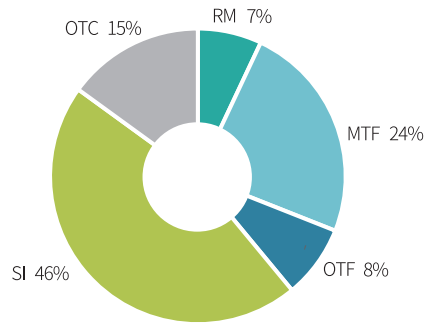
5) NMS(National Market System) 주식은 Regulation NMS가 적용되는 상장주식으로 SEC에 등록된 정규거래소(National Securities Exchange)에 상장된 주식
 6) Form ATS는 모든 ATS가 SEC에 제출해야 하는 기본 등록서류이고, Form ATS-N은 NMS 주식을 거래하는 ATS에 한해 공시 의무 강화를 위해 추가로 제출하는 보고서

- EU는 2022년 RM 128개와 152개의 MTF, 30개의 OTF가 운영 중이며 MTF와 OTF는 주식거래와 채권거래에서 각각 34%, 28%의 비중을 차지
 - EU에는 2022년 현재 RM 128개가 운영 중이며 대체 거래시설에 해당하는 MTF와 OTF는 각각 152개, 30개가 운영⁷⁾
 - EU 주식거래의 경우 RM의 2022년 연간 주식 거래대금 비중이 37%로 정규거래소의 비중이 여전히 가장 높지만 MTF, SI, OTC의 비중이 각각 34%, 8%, 20%로 대체 거래시설(trading venue) 및 플랫폼의 비중도 높은 수준
 - EU 채권거래의 경우 RM, MTF, OTF가 각각 7%, 20%, 8%의 비중을 차지하고 SI와 OTC의 비중은 각각 46%, 15%로 채권거래에서 RM의 역할은 제한적

〈그림 2〉 EU의 매매체결 시설별 주식 거래대금비중 〈그림 3〉 EU의 매매체결 시설별 채권 거래대금 비중



자료: ESMA, EU Securities Markets 2023

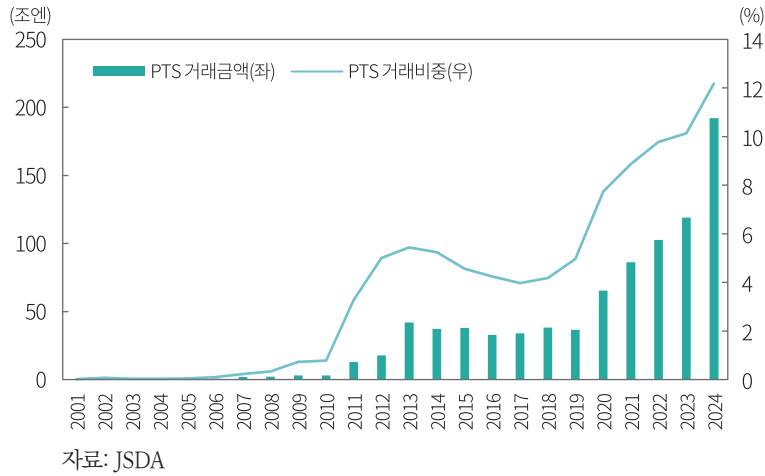


자료: ESMA, EU Securities Markets 2023

- 일본 PTS는 출범 이후 미비한 거래실적을 이어왔으나 2010년 이후 규제 완화 및 제도 개선을 통해 성장 기반을 마련하며 PTS 주식거래 비중은 12%대로 상승
 - 2000년대에 10개의 PTS가 설립되었지만 현재는 Japannext, Cboe Japan, ODX(Osaka Digital Exchange) 3개의 PTS가 운영
 - 1% 미만에 머물렀던 PTS의 주식거래 비중은 5% 공개매수 의무 면제 등 규제 완화에 힘입어 2012년 5%대를 기록하며 가파른 상승을 보였으며 이후 2010년대 후반까지 변화는 미비
 - 2019년 PTS에 대한 신용거래 허용, 2023년 최선집행원칙 시행 등 후속 제도 개선이 이어지면서 2024년 PTS 주식거래 비중은 12.2%까지 증가
 - 장외(off-exchange)에서 PTS 주식거래 비중은 2024년 현재 75.9%로 2010년 13.8%에서 62.1%p 증가, 장외거래에서 2/3 이상이 PTS에서 이루어지는 구조로 변화

7) ESMA, 2024, EU Securities Markets 2023, p.4

〈그림 4〉 PTS 상장주식 거래대금 및 비중 추이



□ 넥스트레이드는 새로운 증권거래 서비스 제공, 주요 증권사의 참여 및 거래종목 확대 등에 기인하여 출범 이후 빠르게 성장

- 넥스트레이드는 거래시간 확대, 신규 호가유형 도입, 대량·바스켓매매 기준 완화 등 기존 거래시장과 차별화된 증권거래 서비스를 제공
 - 거래시간을 프리마켓, 메인마켓, 애프터마켓으로 구성하여 투자자에게 기존 6시간 30분 운영되던 거래시간에서 크게 확대된 12시간(오전 8시~ 오후 8시)의 거래시간을 제공
 - 시장가 및 지정가 이외에 중간가와 스톱지정가호가라는 신규 호가유형 방식을 도입하여 투자자에게 다양한 투자전략 기회를 제공⁸⁾
 - 대량·바스켓매매 기준을 완화하여 대량매매는 단일 종목 5,000만원 이상, 바스켓매매는 '5종목 이상, 2억원 이상'의 기준을 적용⁹⁾
- 현재 29개 증권사가 거래에 참여하고 있으며 출범 이후 거래종목 확대 등에 힘입어 점유율이 빠르게 증가
 - 일부시장참여 증권사 14개사를 포함해 총 29개 증권사가 참여하고 있으며, 2024년 국내 주식 위탁매매 거래대금의 88.2%를 차지하는 국내 주식시장 주요 참여사들로 구성
 - 거래종목은 출범 초기 10개에서 2단계 110개, 3단계 350개를 거쳐 4단계인 3월 말부터 796개로 확대되었으며, 796개 거래종목 적용일부터 대량·바스켓매매가 개시되어 기관투자자의 거래 환경 개선
 - 출범 초기 88억원 수준에 머물렀던 메인마켓¹⁰⁾ 일일 거래대금은 3월 25일 2조원을 넘어섰고 4월 4일 약 3.2조원을 기록하며 대폭 증가

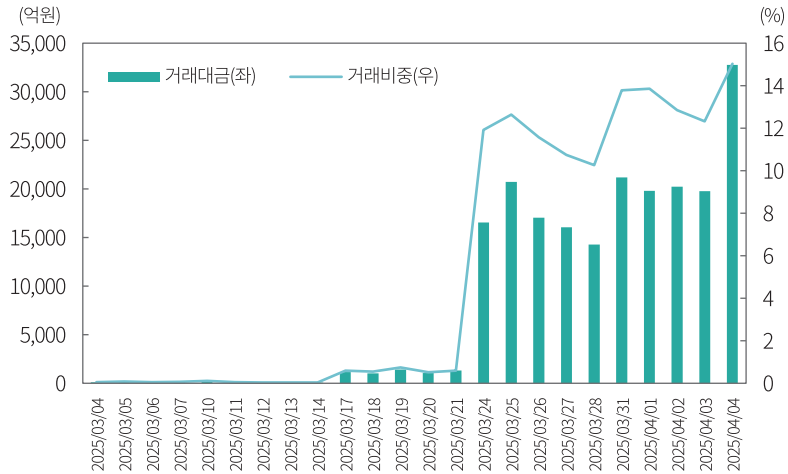
8) 중간가호가는 최우선 매도·매수호가의 평균값으로 자동 지정하는 방식이고 스톱지정가호가는 특정가격 도달 시 지정가 주문을 자동 실행하는 방식

9) KRX의 대량·바스켓매매요건은 코스피, 코스닥으로 구분하고 있으며 대량매매조건은 코스피의 경우 5,000주 또는 1억원 이상, 코스닥은 5,000만원 이상, 바스켓매매는 코스피 5종목 + 10억원 이상, 코스닥 5종목 + 2억원 이상

10) 메인마켓은 한국거래소(KRX)의 정규 주식 매매 거래시간인 정규장 시간대(오전 9시~오후 3시 30분)로 정규시장과 직접적으로 경쟁하는 거래시간 구간

- 1% 미만을 유지하던 메인마켓 일일 거래대금에서 넥스트레이드의 비중은 3월 24일 11.9%를 차지하며 10%를 넘어섰고 4월 4일 15%의 높은 점유율을 기록하며 성장

〈그림 5〉 넥스트레이드 상장주식 일일거래대금 및 비중 추이



자료: 한국거래소, 넥스트레이드

□ 국내 ATS는 당분간 거래 증가가 예상되는 초기 단계인 만큼 단기적으로는 일본처럼 유연한 활성화 정책을 추진하고, 중장기적으로는 미국과 유럽처럼 공정경쟁 체제와 통합 공시체계를 마련할 필요가 있음

- 국내 증권사의 ATS 시장 선점 경쟁 및 대량·바스켓매매 개시에 따른 기관투자자의 참여 기반 확대로 당분간 국내 ATS 거래 증가와 함께 시장 성장이 지속될 것으로 예상
 - 국내 증권사들은 ATS 시장에서 초기 유동성을 확보함으로써 향후 거래 증가에 따른 위탁매매 수수료 수익을 확대하고, 고객 기반을 선점하려는 전략을 추진 중
 - MTS·HTS에 ATS를 연동, 투자자 대상 수수료 우대 혜택을 제공, 전용 리서치 콘텐츠를 강화하는 등의 ATS 점유율 확보 노력과 함께 시장조성자로 참여해 초기 거래 활성화에도 기여하고 있음
 - 국내 ATS 대량·바스켓매매는 기존보다 거래 기준이 완화되고 장외시간 거래가 허용되면서 기관투자자의 활용성이 높은 구조이므로 대량·바스켓매매가 개시됨에 따라 기관의 거래 참여가 확대될 가능성이 높음
- 국내 ATS는 출범 초기단계로 해외 사례를 참고하여 단기적으로는 일본과 같이 ATS 활성화를 위한 정책적 유연성을 유지하되 중·장기적으로는 미국 및 유럽의 경우와 같이 확대된 ATS에 적합한 공정경쟁 체제 및 KRX-ATS 간 거래 정보를 포함한 시장 통합 공시체계 구축을 위한 노력이 병행될 필요가 있음
 - 일본 PTS는 신용거래 허용 등 제도 정비를 통해 시장을 활성화한 만큼 이를 참고하여 거래종목 확대, 시장조성자 인센티브 강화, 수수료 구조 유연화 및 정보 제공 강화 등 거래 요건 완화와 투자자 접근성을 제고할 수 있는 방향의 유연한 정책을 검토할 필요

- 미국 Reg NMS, 유럽 MiFID II처럼 제도적 통합성과 공정성 기반을 마련해 복수시장 구조를 제도적으로 정착시키기 위해서는 시장감시체계 일원화 및 이상거래 탐지시스템 연계, 시장 통합 공시체계 구축 등에 대한 중·장기적 노력도 병행할 필요가 있음

선임연구원 한아름

ZOOM
-IN

유럽 자산유동화 시장 현황 및 제도 개혁 추진

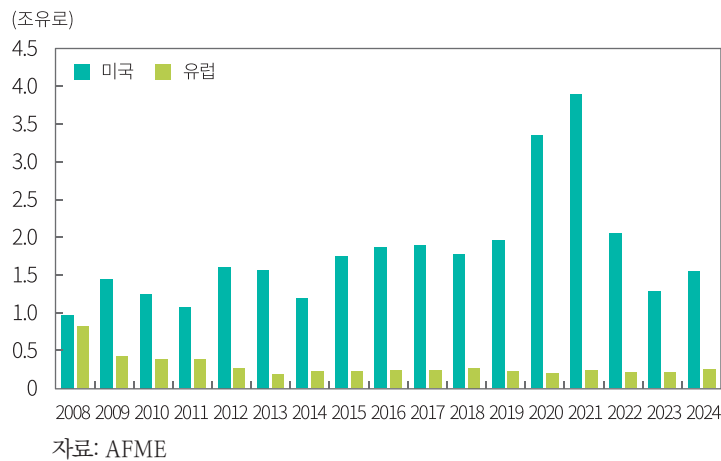
- 유럽의 자산유동화 시장은 글로벌 금융위기 이후 위축되면서 그 여파가 오래 지속되었고, 미국과의 격차도 크게 확대
- 시장 활성화가 어려운 주요 원인으로 생명보험사의 참여 저조 및 엄격한 STS 기준과 True Sale 방식의 활용 부족, 복잡한 행정 절차 및 높은 실사 비용 등이 지적
- 이와 같은 상황을 개선하기 위해 유럽에서는 관련 규제를 완화하고 행정 절차를 간소화하는 등 자산유동화 시장의 진입 장벽을 낮추는 방향으로 다양한 개혁 방안을 추진 중
- 이러한 개혁이 실행되면 자금조달에 어려움을 겪는 중소기업과 전략산업의 성장을 촉진할 수 있고 유럽 자산유동화 시장 전반의 유동성 제고에도 긍정적인 영향을 미칠 것으로 기대
- 국내에서도 규제와 시장 활성화 사이에서 균형을 모색하는 가운데, 자산유동화는 기업의 자금조달과 금융시장 발전에 중요한 역할을 하는 금융 메커니즘으로서 그 활용이 더욱 확대될 것으로 예상됨에 따라 해외 제도와 운영 사례를 참고할 필요

- 글로벌 금융위기 이후 유럽의 자산유동화 시장은 크게 위축되었고, 미국 시장과의 격차는 더욱 확대되는 양상을 나타냄
 - 글로벌 금융위기 이후 유럽에서는 규제 강화 및 기관투자자의 참여 저조, 투자자의 신뢰 하락 등에 의해 시장 회복이 더디게 진행
 - 2008년 글로벌 금융위기의 원인 중 하나로 자산유동화증권(ABS), 주택담보부증권(MBS)과 같은 구조화 금융상품 규제 미비에 대한 문제가 제기되면서, 유사한 사태 재발 방지를 위해 자산유동화 규제를 대폭 강화
 - 이와 같은 자산유동화 증권 발행에 대한 높은 규제 장벽과 복잡한 심사 기준 유지로 발행량이 위축된 상태이며 생명보험사나 연기금 같은 기관투자자들의 자산유동화 상품 투자 비중도 낮은 편
 - 반면, 미국은 연준과 정부의 개입으로 유동성 위기를 해소하고 제도를 정비함으로써 자산유동화 시장을 성공적으로 회복하며 유럽과의 격차가 크게 확대¹⁾

1) 김필규, 2019, 『주요국 자산유동화 규제체계 변화와 시사점』, 자본시장연구원 조사보고서 19-03; ESMA, 2023, *The EU Securitisation Market-An Overview*.

- 유럽과 미국의 자산유동화증권 발행 규모는 2008년에는 각각 9,673억 유로, 8,187억 유로였으나 2021년에는 3조 8,911억 유로, 2,331억 유로까지 벌어졌고, 2024년에도 각각 1조 5,484억 유로, 2,449억 유로로 여전히 큰 차이를 나타냄
- 미국에서는 데이터센터 대출 및 재생에너지 프로젝트 등에 대한 증권화가 활발하게 이루어지고 있는 반면, 유럽에서는 이러한 자산을 활용한 증권화가 거의 이루어지지 않음²⁾
- 예를 들어, 미국의 2018년 이후 데이터센터 대출 증권화 규모는 350억 달러에 달했으나, 유럽에서는 같은 기간 단 한 건도 발행되지 않았고 2018년 이후 미국의 태양광 발전 프로젝트에 대한 증권화 규모는 230억 달러를 기록한 반면, EU에서는 2024년에서야 처음 태양광 증권화가 이루어졌으며, 모금액은 2억3천만 유로에 불과

〈그림〉 유럽과 미국의 자산유동화 시장 규모 비교



— 이러한 현상은 유럽의 전략적 자산에 대한 자금조달 시장이 위축되었음을 시사

- 자산유동화 발행 규모 면에서 미국과의 격차뿐 아니라 전략적 자산에 대한 자금조달이 원활하게 이루어지지 않고 있으며, 이에 대해 유럽의 중소기업과 경제 전반의 성장 지원에 관한 우려가 제기

□ 유럽의 자산유동화 시장의 활성화가 어려웠던 주요한 원인으로는 다양한 규제와 제도적 장벽에 있음³⁾

- 유럽의 보험사 건전성 기준인 Solvency II 자본규제 체계⁴⁾ 하에서 자산유동화 상품에 부과되는 자본요건이 과도하여 보험사의 참여가 저조
 - 유럽 보험사들은 고위험 자산에 상응하는 높은 자본요건을 충족해야 하기 때문에 투자에 소극적인 경향

2) Financial Times, 2025. 2. 19, How to fix Europe's securitisation market.

3) European Commission, 2024. 10. 9, Targeted consultation on the functioning of the EU securitisation framework.

4) Solvency II 체계는 보험사의 지급여력과 건전성을 유지하기 위한 규제로서 각 자산의 유형별로 위험도에 따라 일정한 자본을 적립하도록 요구

- 이로 인해, 보험사가 증권화 자산에 투자하는 경우 기대 수익률 대비 규제 리스크가 높아져 투자 매력이 저하된다는 평가
- STS(Simple-Transparent-Standardised)기준⁵⁾의 엄격하고 복잡한 요건으로 인해 법적, 행정적 부담이 있음
 - EU는 자산유동화 상품의 투명성과 표준화, 안정성을 강화하고자 2019년 STS 기준을 도입했으나 발행자와 투자자 모두 다수의 법적, 행정적 요구를 따라야 하며, 이는 상당한 시간과 비용을 수반
 - STS 기준에 따라 발행자는 자산의 선정 기준, 리스크 분석, 자산 성과 이력, 구조화 방식을 상세히 문서화하고 공시해야 하는 부담
 - STS 기준의 엄격한 규제 프레임워크로 인해 데이터 센터 및 재생에너지처럼 프로젝트별 구조가 상이하고 개별 계약조건, 기술적 사양, 수익구조 등이 제각각인 자산은 증권화가 어려울 수 있음
 - 예를 들어 여러 개의 발전소를 묶어 ABS를 발행하려고 할 때 발전소별 효율과 유지보수 역량 차이 등 자산의 이질성으로 인해 '동질적 자산군(homogeneous class of assets)' 기준을 충족하지 못해 비-STIS 구조로 분류될 수 있음
- 또한 유럽 국가별 상이한 법률로 인해 True Sale 구조의 활용에 한계가 존재
 - True Sale은 자산보유자가 보유한 자산을 법적, 경제적으로 완전히 독립된 특수목적법인(SPV)에 소유권을 완전히 양도하여 자산보유자의 회계 및 파산위험으로부터 절연되는 상태에서 특수목적법인이 자산을 바탕으로 유동화증권을 발행하는 것으로서 투자자보호 효과가 있음
 - 하지만, 유럽에서는 국가별로 상이한 세법, 회계기준, 법률 해석의 복잡성으로 인해 이 구조가 일관되게 적용하기 어렵다는 문제가 있음
- 높은 행정 절차 및 실사 비용으로 인해 자산유동화 상품 발행의 비효율성이 증가한다는 문제점도 지적
 - 유럽에서는 글로벌 금융위기 이후 증권화 상품에 대한 투명성과 공시 의무, 실사 기준 등을 대폭 강화하여 투자자 보호 측면에서는 개선이 있었으나 그에 따른 비용 부담도 확대
 - 발행자는 모든 기초자산의 상세한 정보, 구조화 방식, 리스크 평가 등을 공시해야 하며, 이는 특히 중소 규모의 은행에게 큰 부담으로 작용

5) 단순성 기준(Simple criteria): ① 자산은 동질적인 대출들로 구성 ② 채유동화 금지 ③ 파생상품은 헤지목적으로만 이용 ④ 충분한 신용 이력 보유 대출만 포함 ⑤ 기초자산의 소유권은 반드시 유동화 기관에 이전

투명성 기준(Transparent criteria): ① 투명한 거래를 위한 자료 제공 ② 기초자산의 대출 단위 데이터(loan-level data) 제공 ③ 유동화 자산의 현금 흐름 구조 모델 제공 ④ 동일 기준의 대출만 포함되며 선별적 선택(cherry-picking) 금지

표준화 기준(Standardised criteria): ① 발행자가 전체 대출 포트폴리오의 5% 이상 보유 ② 이해당사자들의 의무와 책임 요소들은 명확히 정의

□ EU는 이러한 문제점을 인식하고, 자본시장연합(Capital Markets Union: CMU) 전략의 일환으로 자산유동화 시장의 활성화를 위한 다방면의 개혁을 추진 중⁶⁾

- 유럽 자산유동화 시장의 활성화를 위해 유럽에서는 2019년 도입된 자산유동화 제도(SECR)의 효과를 점검하고 개선이 필요한 사항을 식별하여 개선 방안을 준비 중
- 자본요건 완화를 통해 보험사의 참여 활성화를 위한 구조적 기반을 확대
 - Solvency II 규정에 따라 증권화 상품 보유에 대한 높은 자본 부담에 따른 보험사의 참여가 저조하다는 문제에 따라 고신용 자산유동화 자산에 대해 보다 합리적이고 현실적인 자본요건을 적용하는 방안을 논의
- STS 기준 완화 및 절차를 간소화하고 인증기관의 역할을 강화하여 발행자의 부담을 완화하려는 노력
 - 중소 규모의 발행자나 단순 구조 거래에 대한 STS 기준 조정이 필요
 - 사적 유동화(Private STS) 거래에는 간소화된 공시 요건을 적용하고 거래의 규모 및 구조, 위험 수준에 맞게 STS 요건을 유연하게 적용하는 비례성(Proportionality) 원칙을 강화
- True Sale 방식의 활용을 확대하는 방안을 고려
 - 유럽에서는 True Sale보다 합성 리스크 이전(Synthetic Risk Transfer) 방식을 더 많이 사용하고 있는데 투자자들에게 더 광범위한 자금조달 기회를 제공하기 위해서는 투명성이 높은 True Sale 활성화 필요
 - 이를 위해 세법 및 회계기준 정비를 통해 법적 해석의 명확성과 국가별 일관성을 높이기 위한 기준 고려
- 공시 등 행정 절차를 간소화하고 중복적인 요구 사항을 줄이며 실사 비용을 절감하는 방안을 마련
 - 현재 중복적인 보고 요구 사항이 많아, 투자자들에게 부담으로 작용하고 있어 행정 절차 간소화를 위해 ESMA와 EBA는 EU 전역 통합 공시 프레임워크(EU-wide integrated reporting framework) 구축을 추진 중

□ 이와 같은 자산유동화 시장에 대한 논의를 통해 규제 완화와 개혁이 이루어지면 유럽 자산유동화 시장의 유연성이 증가할 것으로 기대

- 유럽에서는 글로벌 금융위기 이후 자산유동화 시장이 글로벌 금융위기 이후 위축된 상태에서 여전히 회복하지 못하고 있고 미국과 비교해서 큰 격차가 존재
 - 이러한 격차는 유럽 금융시장의 국제 경쟁력을 약화시키는 주요 요인으로 지적
- 이에 유럽에서는 자산유동화 시장의 활성화를 위한 개혁을 추진 중이며 특히, Solvency II 규제와 STS 기준의 요건이 기관투자자의 참여를 저해한다는 문제의식을 바탕으로 현실적이고 유연한 규제 환경 마련을 진행

6) European Commission, 2024. 10. 9, Targeted consultation on the functioning of the EU securitisation framework; 2025. 2. 17, Feedback statement: Targeted consultation on the functioning of the EU securitisation framework; 2025. 3. 31, Joint Committee Report on the implementation and functioning of the Securitisation Regulation (Article 44).

- 여러 금융기관이 Solvency II 규정과 엄격한 요건이 자산유동화 시장에 미치는 부정적 영향을 지적하고 있으므로 변화가 필요⁷⁾
- 자산유동화 관련 규정 변화를 통해 자산유동화를 보다 효율적으로 활용할 수 있는 기반이 마련되면 유럽 내 중소기업 및 전략적 산업의 성장에 기여할 수 있을 것으로 기대
 - 금융기관들이 기존 대출자산을 증권화하여 자본여력을 확보하게 되면, 중소기업 및 전략산업 분야에 대한 신규 대출이 확대될 수 있음
 - 규제 간소화와 투자자 기반 확대는 증권화 자산의 유통을 활성화시켜 시장 유동성과 가격 형성의 효율성을 높일 것으로 예상
 - 또한 유럽 자산유동화 시장의 활성화는 단순히 금융 부문의 기술적 개선을 넘어서, 중소기업 지원, 전략 산업 육성, 금융시장 통합 등 EU 경제 전반의 구조적 과제를 해결하는 핵심 수단이 될 수 있음

□ 국내에서도 규제와 시장 활성화 간의 균형을 도모하고 있으며, 자산유동화는 기업의 자금조달과 금융시장 발전에 중요한 수단으로 부각되고 있는 만큼 해외의 관련 제도와 운영 사례를 참고할 필요

- 국내 자산유동화 시장도 금융위기 이후 변동을 겪으며 2022년 발행 규모가 44조 원 이후 2023년에는 66조 원을 기록했으나 2024년에는 51.7조 원으로 전년 대비 감소
 - 2024년 자산유동화 발행 규모가 감소한 데에는 MBS 발행이 48.8% 급감했기 때문이며, 이는 주택경기 둔화와 특례보증자리론 종료에 기인⁸⁾
- 국내에서도 재생에너지나 데이터센터 분야의 자산유동화는 초기 단계이지만 점차 관심이 확대
 - 한국남부발전이 2023년 풍력, 수소 등 발전소 자산을 유동화하여 3,200억 원 규모의 자금조달에 성공했고, 2024년에는 안산 데이터센터의 자산유동화전자단기사채(ABSTB)를 통한 자금조달 등 주목할 만한 사례가 등장
- 2024년 1월에는 기업의 자금조달 기회 확대와 등록유동화제도의 활용도 및 유동화증권 시장의 투명성 제고를 위해 개정된 자산유동화 관련 법률을 시행⁹⁾
 - 자산보유자 요건 완화로 충족하는 기업이 약 3,000개사에서 11,000개사 이상으로 확대될 것으로 예상
 - 또한 유동화 대상자산을 채권, 부동산, 기타의 재산권에서 장래에 발생할 채권과 지식재산권까지 포함했고 비등록 유동화를 포함한 유동화증권의 발행 내역 공시 강화, 자산보유자의 위험보유 제도(Risk Retention) 도입과 같은 규제 강화 요소도 포함

선임연구원 홍지연

7) IFR, 2022. 11. 8, Securitisation industry urges EU regs rethink.

8) 금융감독원, 2025. 1. 31, '24년 ABS 등록발행 실적, 보도자료.

9) 금융위원회·금융감독원, 2023. 12. 27, '24. 1. 12일 개정 「자산유동화에 관한 법률」이 시행됩니다, 보도자료.