

OPINION

선임연구위원
강소현

복수거래시장 도입의 초기 성과와 개선 과제*

넥스트레이드는 출범 이후 거래가 급속히 증가하여, 2025년 6월 초 기준 일평균 거래대금은 약 10조원, 거래량은 약 3억주에 달하는 수준으로 성장하였다. 특히 프리마켓과 애프터마켓 등 정규시장 외 거래시간을 제공함으로써 투자자의 거래 선택권을 확대하고 시장 접근성을 제고하는 등 긍정적인 제도적 변화로 평가된다. 이러한 성장은 단순한 거래시장간 유동성 분산을 넘어, 시장 전체 규모의 확대와 유동성 제고에도 실질적으로 기여한 것으로 나타났다. 그러나 현행 시장점유율 상한 규제에 따라, 2025년 9월경부터 다수 종목의 거래가 제한될 가능성이 커지고 있다. 이는 경쟁 유도를 통한 거래시장 구조 개선을 유도하는 복수거래시장 도입의 본래 취지를 저해할 우려가 있다. 이에 따라, 시장점유율 제한 규제의 적정성과 운용상의 유연성에 대한 재검토가 필요하다. KRX의 규모에 대비하여 산정되는 시장점유율 기준의 타당성을 점검하고, 시장점유율 상한 수준(시장 전체 15%, 개별 종목 30%)의 적절성에 대해서도 재평가할 필요가 있다. 이때 유동성 확대, 가격 개선, 거래비용 절감, 기술혁신 등 복수거래시장 도입에 따른 질적 성과에 대한 실질적 평가가 이루어져야 하며, 궁극적으로는 복수거래시장 제도가 자본시장 발전에 기여하고 있는지 여부를 기준으로 정책적 판단과 제도적 보완이 병행되어야 한다.

2025년 3월, 넥스트레이드(Nextrade: NXT)의 출범을 계기로 국내 자본시장에 복수거래시장 체제가 도입되었다. NXT는 출범 직후 네 단계에 걸친 거래종목 확대 및 시스템 안정화 절차를 거치며, 한국거래소(KRX) 및 금융당국과의 유기적 협력체제 하에 비교적 안정적인 복수거래시장 거래 환경을 조성한 것으로 평가된다. 출범 당시 10개 종목에 한정되었던 거래 대상은 3월 말 기준 796개 종목으로 빠르게 확대되었고, 일평균 거래대금도 수백억원에서 수조원을 초과하는 수준으로 급증하는 등 복수거래시장 체제가 일정 수준의 정착 단계에 진입했다.

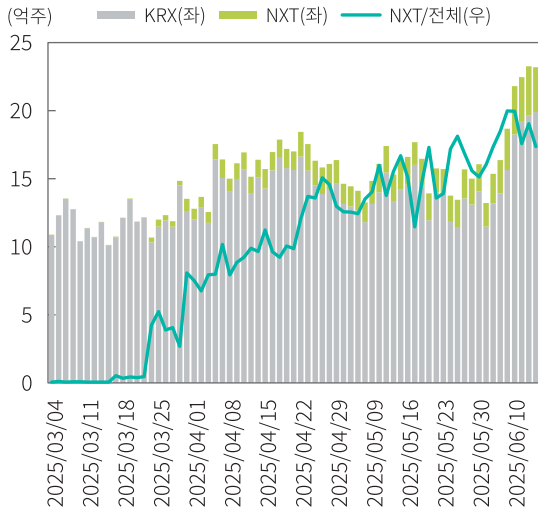
그런데, 현행 자본시장법상 다자간매매체결회사에 관한 규제로 인해, 이 같은 성장세가 지속되기 어렵게 될 가능성이 제기되고 있다. 특히, 개별 종목 및 전체 거래량에 대해 설정된 시장점유율 상한 규정에 따라, 빠르면 시장개설 6개월 만에 다수의 종목이 거래가 제한될 우려가 있다. 이에 본고에서는 NXT를 중심으로 복수거래시장 제도의 초기 성과를 점검하고, 거래시장 전반의 개선을 도모하기 위한 주요 개선 과제를 검토하고자 한다.

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

NXT 도입에 따른 시장 반응 및 거래규모 확대

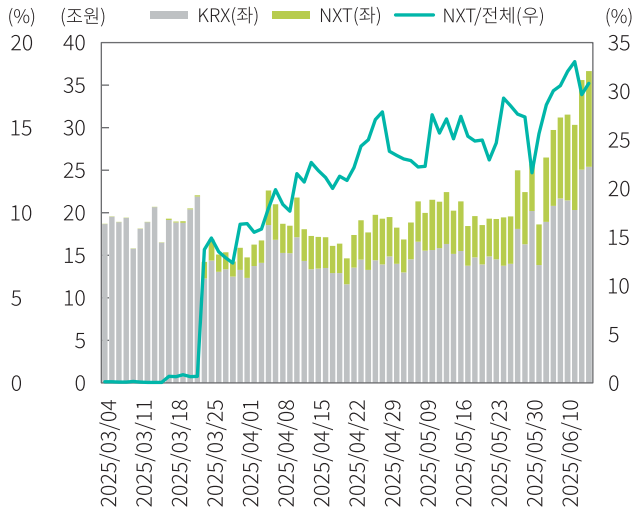
NXT는 출범 이후 거래량과 거래대금이 모두 빠르게 증가하며 단기간 내 시장에서 유의미한 입지를 확보하였다. 2025년 3월 초에는 거래 종목 수가 제한적이어서 전체 시장에서 차지하는 비중이 미미했으나, 3월 말부터 거래 가능 종목이 본격적으로 확대되면서 거래 규모가 급격히 증가하였다. 이에 따라 6월 초 기준 일평균 거래량은 약 3억주에 달하며, 이는 시장 전체 거래량의 약 15%에 해당하는 수준이다. 특히 NXT에서 거래되는 종목들이 대부분 유동성이 풍부하고 거래회전율이 높은 종목들로 구성되어, 거래대금은 더욱 높은 비중을 차지하고 있다. 같은 기간 NXT의 일평균 거래대금은 약 10조 원에 육박하며, 전체 거래대금 대비 점유율은 30%에 달한다.

〈그림 1〉 거래시장별 거래량 추이



주 : KRX는 유가증권시장 및 코스닥시장 포함
 자료: FnGuide, KRX

〈그림 2〉 거래시장별 거래대금 추이

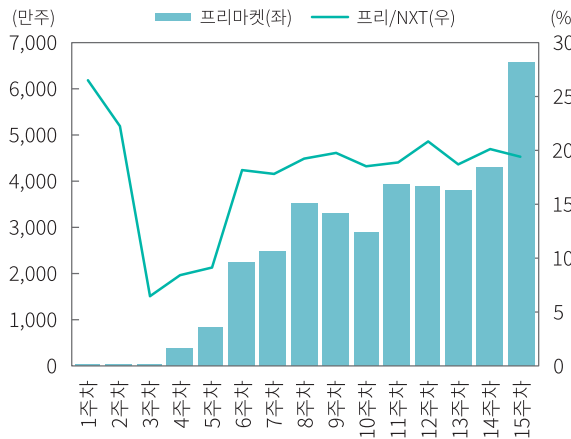


주 : KRX는 유가증권시장 및 코스닥시장 포함
 자료: FnGuide, KRX

복수거래시장 체제가 도입된 지 불과 3개월 만에 이와 같은 가파른 성장세를 기록한 것은 이례적이라 할 수 있다. 일본의 경우, 정규거래소와 일부 대체거래시스템(Alternative Trading System: ATS)으로 구성되어 국내시장과 유사한 시장구조로 되어 있는데, ATS가 2000년대 초 설립된 이후 10년 이상 정체기를 겪었다. 최근에는 Japannext, Cboe Japan, Osaka Digital Exchange 등 3개 ATS가 합산하여 2025년 4월 기준 9.8%의 시장점유율을 확보한 상황이다. 호주 또한 Cboe Australia 설립으로 경쟁체제로 진입한 이후, 점유율이 서서히 확대되어 2025년 3월 기준 9.5%를 달성하였다.¹⁾ 이러한 해외 주요 사례와 비교해 볼 때, NXT가 도입 3개월 만에 두 자릿수 시장점유율을 기록하며 빠르게 시장을 확대한 것은 상당히 이례적인 초기 성과로 평가된다.

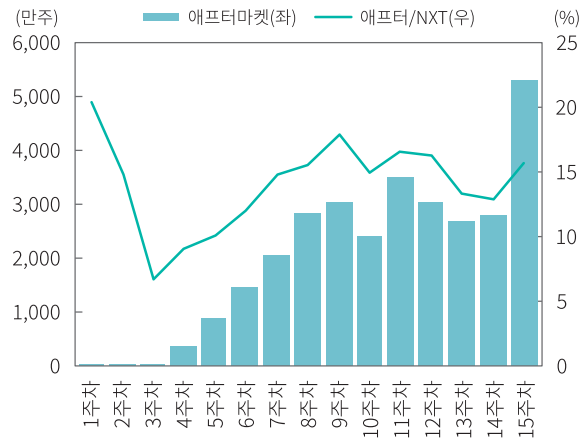
1) 본 수치는 공개주문장(order book)을 통한 거래 기준이며, Cboe Australia를 통해 보고된 사전 협의를 기반으로 한 장외거래(Cboe trading report)까지 포함할 경우 시장점유율은 18.8%까지 증가한다.

〈그림 3〉 프리마켓 주차별 거래량



자료: NXT

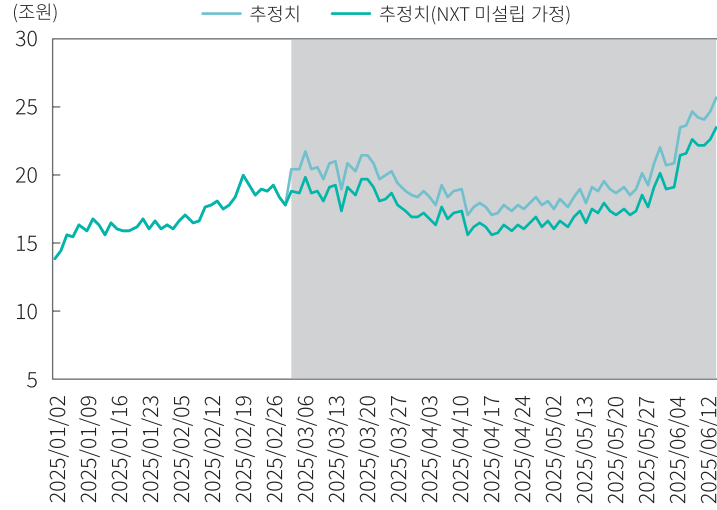
〈그림 4〉 애프터마켓 주차별 거래량



자료: NXT

NXT는 정규시장 외 시간대에 거래가 가능하도록 프리마켓(08:00~08:50)과 애프터마켓(15:40~20:00)을 운영하고 있는데, 이는 기존 KRX에서는 제공되지 않았던 거래시간 선택권을 투자자에게 부여함으로써 시장 접근성을 크게 확장시키는 긍정적 효과를 보인다. 시장 전반적으로 거래량이 큰 폭으로 증가한 6월 둘째 주 기준, 프리마켓과 애프터마켓의 일평균 거래량은 각각 6,600만주와 5,300만주에 달하며, 전체 NXT 거래량의 19%와 16%에 해당하는 수준이다. 이는 정규시간 외 거래가 시장 내에서 안정적인 유동성 공급원으로 기능하고 있음을 보여준다. 거래시장 확대로 장 개시 전·후 시간대에 발표되는 미국 증시 변동, 글로벌 경제지표 등 신규 정보에 대한 시장의 선제적 반영이 가능해졌으며, 출퇴근 시간대를 활용한 개인투자자의 매매 편의성 또한 제고된 것으로 평가된다.

〈그림 5〉 NXT 도입에 따른 시장 규모 확대 효과



주 : 1) 분석에 사용된 일간 자료는 2024년 3월 4일부터 2025년 6월 13일까지의 기간을 포함함

2) 거래대금 규모는 다음 변수들을 활용하여 추정: 상장 주식 수, 시가총액, 코스피 및 코스닥 지수 수익률, 코스피 변동성지수(VKOSPI), 코스피 및 코스닥 지수 수익률의 20일 이동 표준편차

자료: FnGuide, NXT, KRX, 저자 추정

더 나아가, NXT의 도입은 단순히 기존 KRX에서 이뤄지던 거래를 양 시장으로 분산시킨 것에 그치지 않고, 국내 주식시장의 전체 거래 규모 확대에 유의미한 기여를 한 것으로 분석된다. NXT가 도입되지 않았을 경우를 가정하여 추정한 결과, 시장 전체 거래대금은 NXT 도입으로 유의하게 증가한 것으로 추정되었다.²⁾ 이러한 분석 결과는 다자간매매체결회사 도입이 시장 유동성 제고 및 거래 활성화에 실질적인 영향을 미쳤음을 시사하며, 복수거래시장 체제가 단순한 경쟁구조 도입을 넘어 시장 전체의 효율성과 거래기반 확대에 긍정적 효과를 미쳤을 가능성을 보여준다.

현행 규제 체계에 따른 제약과 제도적 불확실성

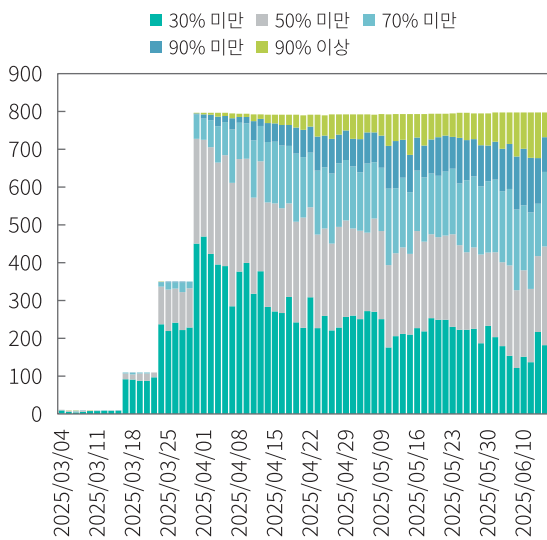
NXT의 거래량이 빠르게 증가하고 있다는 점은 복수거래시장 체제가 시장 내에서 기능하고 있음을 보여주는 긍정적 신호이나, 시장점유율의 지속적 확대를 긍정적으로만 평가하기는 어렵다. 이는 현행 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」(이하 자본시장법) 및 시행령에서 다자간매매체결회사에 대해 일정 수준 이상의 시장점유율을 엄격하게 제한하고 있기 때문이다.

2) NXT 도입 1년 전인 2024년 3월부터 2025년 6월 13일까지의 기간을 바탕으로, 주식 수, 시가총액, 지수 수익률, 변동성(VKOSPI), 수익률의 이동표준편차 등 주요 시장 변수들을 통제하여 분석한 결과, NXT 도입으로 거래대금이 약 9.1% 증가하는 효과가 있는 것으로 나타났다. 단, 아직 시장개설 초기로 거래규모에 변동이 있어, 시장 전반의 규모 증가에 대한 실제 기여 수준은 다소 차이가 있을 수 있다.

시장점유율 규정을 명확하게 파악하기 위해서는 먼저 법령이 허용하는 다자간매매체결회사의 매매 체결 방식을 살펴볼 필요가 있다. 자본시장법은 다자간매매체결회사의 매매 방식으로 ① 경쟁매매의 방법, ② KRX에서 형성된 매매가격을 사용하는 방법, ③ 매도자와 매수자의 호가가 일치하는 경우 그 가격으로 체결하는 방법의 세 가지를 허용하고 있다(법 제8조의2 제5항, 시행령 제7조의3 제3항).

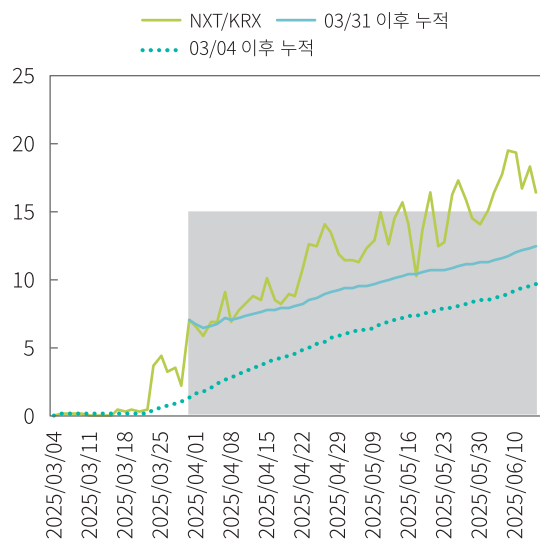
이 중, ‘경쟁매매의 방법’은 특정 조건을 충족하는 한도까지만 다자간매매체결회사에서 거래가 허용된다. 구체적으로는 해당 다자간매매체결회사의 최근 6개월간 일평균 거래량이 KRX 거래량의 15% 이하이고, 개별 종목의 경우 해당 종목의 KRX 거래량 대비 일평균 점유율이 30% 이하여야 한다(법 제8조의2 제5항 제1호, 시행령 제7조의3 제2항).³⁾

〈그림 6〉 개별 종목 점유율 한도 소진 현황



자료: DataGuide

〈그림 7〉 시장 전체 점유율 한도 추이



자료: DataGuide, KRX

현행 규제상 개별 종목의 시장점유율인 30% 기준을 충족하는 종목 수는 빠르게 감소하고 있다. 2025년 3월 말, 800여 개 종목이 NXT를 통해 거래되기 시작한 시점에 이미 350여 개 종목이 해당 기준을 초과한 것으로 나타났다. 이후 거래 규모가 급격히 증가하면서 5월 말에는 점유율 한도를 초과한 종목 수가 약 570개로 늘어났고, 6월 초에는 증시 회복에 따른 전반적 거래 활성화와 함께 다시 630여 개 종목으로 증가하였다. 이러한 추세가 지속될 경우, 시장개설 6개월이 경과하여 규제 적용이 시작되는 9월경에는 다수의 종목이 현행 규제상 거래가 제한되는 상황에 직면할 가능성이 크다.

3) 자본시장법상 다자간매매체결회사의 시장점유율 산정 기준은 ‘증권시장’의 거래량을 기준으로 판단하도록 규정되어 있다. 이때 ‘증권시장’은 ‘증권의 매매를 위하여 거래소가 개설하는 시장’을 의미하므로(법 제8조의2 제4항 제1호), 다자간매매체결회사의 거래는 포함되지 않으며, 거래소를 통한 거래만을 기준으로 시장점유율을 산정하도록 규정한다.

한편, 일별 기준 전체 시장 점유율 역시 6월 이후부터는 자본시장법상 허용된 15% 상한을 본격적으로 초과하고 있는 상황이다. NXT에서 800여 개 종목의 거래가 전면적으로 시작된 이후 누적하여 산출한 일평균 시장 점유율(〈그림 7〉 '03-31 이후 누적' 참조)은 아직 15%에는 미치지 않고 있으나, 현재의 거래 증가 추세가 이어질 경우 조만간 해당 상한선에 도달할 것으로 예상된다.

복수거래시장 경쟁력 강화를 위한 정책적 개선 방향

이처럼 현 단계에서 NXT의 빠른 성장세는 복수거래시장 체제의 가능성을 보여주는 고무적인 성과이지만, 현행 제도하에서는 일정 수준 이상의 거래점유율 도달이 오히려 시장 존립과 발전에 제약 요인으로 작용할 수 있다.

특히, KRX의 시장점유율이 감소하는 상황에서, 서비스 개선이나 수수료 인하와 같은 자발적 개선 유인이 작동하기 위해서는 경쟁 상대인 다자간매매체결회사의 시장 확대 가능성이 전제되어야 한다. 그러나 현행 법적 시장점유율 규제가 유지되는 한, NXT는 일정 비율 이상의 거래를 초과할 경우 법적 상한에 따라 거래를 인위적으로 제한해야 하는 구조에 놓이게 된다. 이에 따라, KRX가 적극적으로 구조적 변화를 추구할 동기 역시 약화될 수 있으며, 결과적으로 시장경쟁을 통한 자율적 혁신을 유도하려는 정책적 취지와도 괴리되는 결과를 초래할 수 있다.

더욱이, 현행 자본시장법상 시장점유율 상한 초과는 사실상 '무허가 시장 개설행위'에 해당하며(자본시장법 제373조), 이 경우 제도적으로 거래소 전환 외에는 허용된 대안이 없는 상황이다. 그러나 설립 6개월 만에 거래소 전환 요건을 충족하는 것은 현실적으로 불가능에 가깝다. 현재의 시장점유율 제한을 단기간에 준수하기 위해서는 거래를 중단하는 수밖에 없는데, 규제 회피를 위한 거래 중단은 투자자의 거래 편익 단절, 증권사의 시스템 투자 회수 제한, 제도적 불확실성 확대 등 시장 전반에 부정적 영향을 미칠 수 있다. 이는 복수거래시장 체제를 통해 기대되는 경쟁 효과를 훼손할 뿐 아니라, 장기적으로 시장에 대한 국내외 시장참여자의 신뢰에도 부정적 영향을 줄 수 있다.

따라서 현행 시장점유율 제한 규제의 적절성과 운용상의 유연성에 대한 정책적 재검토가 필요하다. 현재는 KRX 거래량 대비 비율을 기준으로 다자간매매체결회사의 시장점유율을 산정하고 있으나, 이러한 방식은 전체 시장 규모의 성장이나 구조적 변화를 충분히 반영하지 못한다. 다자간매매체결회사의 점유율이 상승할수록 KRX의 비중은 자연스럽게 감소하게 되므로, 시장 경쟁구조의 동태적 변화와 거래 환경의 다원화를 반영한 기준 개선이 요구된다.

아울러 시장점유율 한도의 적정성을 평가하기 위하여 거래규모 등 정량적 평가와 함께, 복수거래 시장 체제가 시장에 미친 질적 성과에 대한 면밀한 분석이 필요하다. ATS 도입 이후 스프레드 축소와

거래규모 증가 등 유동성 개선 효과가 확인된다는 연구가 있는 반면,⁴⁾ 유동성 분산으로 인해 대량 거래 시 시장충격이 커질 수 있다는 부정적 영향도 존재한다. 가격발견 기능 측면에서도 정보 반영 속도와 거래시장 간 가격 연계성이 향상될 수 있다는 긍정적 평가와 함께,⁵⁾ 개별 시장에서 상이한 가격이 형성되어 오히려 가격 집중을 저해할 수 있다는 우려도 병존한다. 이와 더불어 ATS 도입은 암묵적 및 명시적 거래비용 절감,⁶⁾ 투자자의 접근성 및 거래 선택권 확대, 기존 거래소의 서비스 개선 유도 등 긍정적 효과를 유발할 수 있는 한편, 다수 플랫폼에 의한 시장감시 복잡성, 규제 사각지대 확대, 거래시스템 운영비용 증가 등의 문제도 수반할 수 있다. 또한, 복수거래시장 간 경쟁이 스프레드와 수수료를 낮추는 한편, 다중 플랫폼 간 차익거래 증가로 인해 오히려 정보비대칭과 역선택이 심화될 수 있다는 분석도 존재한다.⁷⁾ 국내 복수거래시장 도입에 대한 질적 평가는 아직 이루어지지 않은 상황이므로, 단순한 거래규모 중심의 정량적 평가를 넘어, 유동성 제고 효과, 가격개선 효과, 비용절감 효과, 기술혁신 효과 등 질적 측면에 대한 종합적 분석이 병행되어야 한다. 12년 만에 국내 시장에 등장한 다자간매매체 결회사가 자본시장 발전에 실질적으로 기여할 수 있도록, 관련 제도의 합리적 재검토와 지속적인 개선 노력이 병행될 필요가 있다.

4) O'Hara, M., Ye, M., 2011, Is market fragmentation harming market quality? *Journal of Financial Economics* 100(3), 459-474.

5) Hendershott, T., Jones, C. M., 2005, Island goes dark: Transparency, Ffragmentation, and regulation, *Review of Financial Studies* 18(3), 743-793.

6) Degryse, H., de Jong, F., Kervel, V., 2015, The impact of dark trading and visible fragmentation on market quality, *Review of Finance* 19(4), 1587-1622.

7) Baldauf, M., Mollner, J., 2021, Trading in fragmented markets, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 56(1), 93-121.

OPINION

연구위원
정수민

국내외 다크패턴 규제 동향과 금융상품 분야 가이드라인의 필요성

전자상거래법 개정으로 2025년 2월부터 여섯 가지 유형의 다크패턴(숨은 갱신, 순차공개 가격 책정, 특정 옵션의 사전 선택, 잘못된 계층구조, 취소·탈퇴 방해, 반복 간섭)이 금지되었다. 이 중 숨은 갱신을 제외한 다섯 가지는 금융상품 온라인 판매에도 적용된다. 그러나 전자상거래법은 유통 전반의 전자상거래를 적용 대상으로 하고 있어 금융상품의 판매에서 주로 나타나는 다크패턴에 대한 규제를 포함하고 있지 않다. 금융소비자보호법 역시 대면영업을 중심으로 설계되어 있어 모바일 환경에서 나타나는 다크패턴을 규제하는데 한계가 있다.

금융서비스 앱에서는 소비자의 합리적 판단을 방해하는 다양한 다크패턴이 관찰된다. 사용자에게 유리한 선택을 어렵게 만드는 복잡한 설명, 과도한 개인정보 제공 요구, 해지·변경 절차의 번거로움 등이 대표적이다. 특히 주식거래에 사용하는 위탁매매 앱에서는 매매 빈도를 높이기 위하여 보상 제공, 시각적 자극, 인기 종목 순위 제공 등 다양한 장치가 활용되는데 이는 투자자의 수익률에 부정적 영향을 미칠 수 있다.

금융위원회는 온라인 금융환경에서의 다크패턴 문제를 인식하고, 이를 제한하기 위한 가이드라인을 마련 중에 있다. 온라인 환경에 적합한 소비자 보호 체계 구축과 함께 금융회사의 자율적 개선 노력 또한 병행되어야 할 것이다.

일상생활에서 사람들은 주어진 정보와 선택지 속에서 의사결정을 내린다. 이를 ‘제한된 합리성 (bounded rationality)’라 한다. 모든 정보를 수집하고 가능한 선택지를 파악하는데 시간과 비용이 발생하기 때문에 사람들은 주어진 상황에서 최적의 선택을 내리는 것이다. 과거에는 제한된 합리성을 활용해 사람들로부터 긍정적인 행동을 유도하는 ‘넛지(nudge)’가 주목받았다면, 최근에는 온라인 환경에서 기업이 제한된 합리성을 악용하여 소비자를 기만하고, 효용을 감소시키는 선택을 유도하는 다크패턴(dark pattern)이 문제가 되고 있다. 다크패턴이란 전자상거래를 하는 사업자 또는 통신판매업자가 온라인 인터페이스를 설계·운영할 때 소비자의 착각·부주의를 유발하여 불필요한 지출을 유도하는 행위를 말한다.¹⁾ 특히 모바일 환경에서는 한번에 보여지는 정보의 양이 매우 제한적이고 적극적인 검색이 어렵기 때문에 소비자의 선택이 기업이 유도한대로 흘러가기 쉽다. 금융상품의 거래 또한 대면에서 비대면으로, PC에서 모바일로 옮겨가면서 다크패턴으로 인한 문제가 심화되고 있다.

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

1) 공정거래위원회, 2025. 2, 6개 유형 온라인 다크패턴 규제문답서

전자상거래법의 다크패턴 금지

전자상거래에서 다크패턴으로 인한 소비자 피해가 크게 증가함에 따라, 공정거래위원회는 2023년 7월 온라인 다크패턴 자율관리 가이드라인을 발표했다. 2024년 전자상거래법이 개정되고, 2025년 전자상거래법 시행령과 시행규칙이 개정되면서 2025년 2월 14일부터 여섯 가지 유형의 다크패턴이 금지되었다. 금지된 유형에는 소비자에게 고지 없이 정기결제 요금을 인상하거나 무료 서비스를 유료로 전환하는 ‘숨은 갱신’, 필수 비용을 제외한 일부 가격만 표시하는 ‘순차공개 가격책정’, 소비자가 별도로 선택하지 않아도 특정 옵션을 자동으로 선택하는 ‘특정옵션의 사전선택’, 색상이나 크기 등 시각적 요소를 통해 특정 항목을 눈에 띄게 만들어 선택을 유도하는 ‘잘못된 계층구조’, 탈퇴 절차를 복잡하게 설계하는 ‘취소·탈퇴 방해’, 소비자가 이미 선택한 사항에 대하여 반복된 팝업 등을 통해 선택 변경을 요구하는 ‘반복간섭’이 포함된다. 이상 여섯 가지 다크패턴에 해당하는 행위로 전자상거래법을 위반하는 사업자에게는 시정조치 및 과태료가 부과될 수 있다.

〈표〉 전자상거래법에서 금지하는 다크패턴 유형

- ① (숨은갱신) 정기결제 대금 증액 또는 무료 서비스의 유료 전환 시 소비자의 사전 동의 의무화
- ② (순차공개 가격책정) 정당한 사유 없이 재화 등의 구입 총비용이 아닌 일부 금액만 표시·광고하는 행위 금지
- ③ (특정옵션의 사전선택) 특정 상품 구매과정에서 다른 상품 구매 여부를 질문하면서 옵션을 미리 선택하는 행위 금지
- ④ (잘못된 계층구조) 선택항목의 크기·모양·색깔 등에 현저한 차이를 두어 사업자에게 유리한 특정 항목 유인 금지
- ⑤ (취소·탈퇴 등의 방해) 소비자의 취소·탈퇴 방해 행위 금지
- ⑥ (반복간섭) 팝업창 등으로 소비자 선택을 반복적으로 변경 요구하는 행위 금지

자료: 공정거래위원회

금융상품의 판매에서 나타나는 다크패턴

전자상거래법 개정에 따라 온라인을 통한 금융상품의 판매에서도 숨은 갱신을 제외한 나머지 다섯 가지 다크패턴 행위가 금지된다.²⁾ 그러나 전자상거래법은 물품 유통을 포함한 전체 전자상거래를 적용 대상으로 하고 있어 금융상품의 거래에서 특히 문제가 되는 다크패턴을 규율하는데는 한계가 있다. 해외에서는 금융상품 거래 과정에서 나타나는 다크패턴을 규명하고 이를 유형화하려는 연구와 조사가 활발히 이루어지고 있다. 캐나다의 온타리오 증권 위원회(OSC)는 투자 앱에서 나타나는 사용자

2) 전자상거래법 3조에서 투자매매업자, 투자중개업자가 하는 증권거래, 대통령령으로 정하는 금융회사 등이 하는 금융상품거래 등에 대하여 일부 조항의 적용을 제외하고 있다. 숨은갱신(13조 6항)이 포함된 13조의 적용이 제외된다.

기만행위를 조사하였는데, 중간 통화(intermediate currency) 표시³⁾, 특정 선택을 유도하는 순위 (ranking) 제시, 반복된 투자나 가상 자산 투자를 유도하는 화면 구성 등을 다크패턴으로 지적하였다.⁴⁾ 또한 사용자 이익에 해가되는 프로세스, 혹은 그러한 기본값을 설정하는 행위를 다크넛지(dark nudge)로, 복잡한 언어나 프로세스로 사용자에게 유리한 선택을 방해하는 행위를 슬러지(sludge)로 분류하고 세부 유형을 파악하였다. 싱가포르 은행연합회(ABS)에서도 은행 앱에서 나타나는 다크패턴을 조사하였다.⁵⁾ 소비자의 가입·구매를 유도하는 빈번한 배너와 팝업, 구독, 멤버십의 해지 혹은 상품 비교를 어렵게 만드는 복잡한 과정과 화면 디자인, 특정 기능을 이용하기 위하여 과도한 개인정보, 이메일, SNS 계정 등을 제공하도록 유도하는 행위 등을 다크패턴으로 보았다.

우리나라 온라인 금융서비스에서도 다양한 다크패턴이 발견되는데, 우선 금융상품을 판매하는데 단계부터 살펴보자. 신규가입을 유도하기 위해 다양한 가입 이벤트를 진행하면서, 이벤트 참여의 과정은 복잡하게 설계하는 것은 다크패턴의 대표적인 예이다. 신용카드나 신규 계좌 개설 이벤트의 광고에서는 계좌 개설 시 바로 이벤트 혜택을 받을 수 있을 것처럼 설명하면서, 실제 혜택을 받기 위해서는 별도의 페이지에서 참여신청을 해야 한다. 특정옵션의 사전선택도 나타나는데, 연금저축 혹은 ISA 등 하나의 금융상품을 광고하면서 실제 계좌 개설시에는 CMA와 IRP를 포함한 여러 종류의 계좌가 동시에 개설되는 것이 기본값으로 설정되어 있다. 최근에는 마이데이터 동의를 유도하기 위해서 호기심을 자극하는 문구로 마이데이터 동의를 유도하는 오도형 다크패턴 또한 많이 발견된다.

금융상품에 가입한 후에는 계좌 해지, 이체한도 및 납입금액의 변경 등이 모바일 앱에서는 매우 번거롭거나 불가능한 경우가 있다. 일부의 경우에는 금융회사가 계좌 해지 혹은 변경에 관하여 소비자에게 미치는 영향을 설명할 의무가 있기 때문에 상담원 연결이 필요할 수 있다. 그러나 그러한 변경 방법이 모바일 앱에 상세하게 설명되어 있지 않거나 불가능하다면, 이는 전자상거래법에서 금지하는 취소·탈퇴의 방해에 해당할 수 있다. 또한 각종 동의서, 안내문 등의 가독성이 떨어지는 경우가 빈번하며, 설명서가 조회되기도 전에 ‘동의’ 버튼이 생성되어 소비자가 설명서를 읽지 않아도 다음 단계로 넘어갈 수 있는 상황도 자주 발생한다.

주식 매매에 이용되는 위탁매매 앱에서 소비자 경험을 개선하기 위한 여러 기능들 또한 실제 소비자후생을 낮출 위험이 있다. 일부 앱에서는 매매주문시 비밀번호를 입력하거나 매수주문을 확인하는 과정을 생략할 수 있다. 주문 버튼을 누르는 즉시 매매주문이 입력되는 것인데, 주문 취소 및 반품이 가능한 쇼핑몰 물품 주문과 달리 주식매매는 매매주문 즉시 바로 체결이 이루어질 수 있기 때문에 이용자의 실수가 큰 피해로 이어질 수 있다. 또한 위탁매매 앱에서 매매의 대가로 보상(reward)을 제공

3) 거래에 따른 수수료 등을 외화 혹은 암호화폐 단위로 표시해 소비자에게 정확한 가치 전달을 방해하는 행위를 말한다.

4) OSC, 2024. 2. 23, *Digital Engagement Practices: Dark Patterns in Retail Investing*.

5) ABS, 2023. 4, *ABS Industry Information Paper on Dark Patterns*.

하거나, 다양한 그래픽 요소를 사용하는 게임화(gamification)도 투자자들의 수익률 악화로 이어질 수 있다. OSC의 연구에 따르면 증권매매의 대가로 아주 작은(negligible) 보상이 주어지는 그룹과 그렇지 않은 그룹의 비교에서, 보상이 주어지는 그룹의 매매가 39% 더 높게 나타났다. 투자자들의 잦은 매매는 증권사의 매매수수료 수입 증가를 가져오는 반면, 투자자들 입장에서는 매매비용이 증가해 낮은 수익률로 이어질 가능성이 크다.

또한 국내 대부분의 위탁매매 앱에서 개별 종목을 수익률, 거래량, 급등, 급락 등의 순위로 정렬해 보여주는데, 이 역시 투자자의 수익률 제고에 부정적일 수 있다. 이러한 정보는 개인들이 가격의 변동성이 큰 복권형 주식에 투자하거나, 특정 종목에 쏠리는 단기 군집(herding)거래를 유발할 수 있다. Stein(2020)에 따르면 로빈후드에서 투자자가 ‘가장 인기있는 100개 주식’ 순위에 신규로 진입한 주식을 거래할 확률이 그렇지 않은 주식에 비해 5배에서 7배 가량 높다.⁶⁾ OSC의 연구에서도 ‘많이 거래된 주식의 순위(top traded lists)’를 본 집단에서 그렇지 않은 집단에 비해 순위에 있는 주식을 14% 더 많이 거래하는 군집현상이 관측되었다.⁷⁾ 김민기·김준석(2022)에 따르면 개인투자자들의 복권형 주식매매와 단기 군집거래는 낮은 투자수익률로 이어진다.⁸⁾

해외의 다크패턴 규제 현황

해외 주요국의 경쟁당국은 온라인 서비스 상에서 나타나는 다크패턴을 금지하기 위한 정책 마련에 힘쓰고 있다. EU의 디지털 서비스 법(Digital Service Act)은 25조에서 소비자의 선택을 왜곡하거나 취소를 방해하는 다크패턴의 사용을 금지한다. 다크패턴에 대한 규제를 강화하는 디지털 공정성 법(Digital Fairness Act)도 준비중이다. 미국은 온라인 고객 신뢰 회복법(Restore Online Shoppers' Confidence Act)으로 온라인 서비스의 다크패턴을 규제한다. 또한 “클릭-투-캔슬(Click-to-cancel)” 법이 통과되어 2025년 7월부터 시행될 예정인데, 이 법에서는 구독취소가 구독신청만큼 단순하고 편리한 방식으로 이루어질 수 있어야 한다고 규정한다. 이 외에도 다양한 형태의 다크패턴을 규제하기 위한 법안(Deceptive Experiences To Online Users Reduction act)이 발의되어 있다.

주요국 금융당국에서도 금융서비스에 나타나는 다크패턴을 규제하고 있는데, 미국 금융소비자보호국(CFPB)은 2024년 5월 팁과 기부를 유도하는 다크패턴을 이유로 핀테크 P2P 서비스를 고소했다. 영국의 금융감독청(FCA)은 2022년 주식거래 앱에서 나타나는 게임과 같은 요소들이 소비자들의 이익에 반할 수 있다고 판단하였는데, 매매 체결 시 나타나는 폭죽과 같은 그래픽, 투자자 수익률 순위표,

6) Stein, R., 2020, The top 5 predictable effects of new entries in Robinhood's '100 most popular' list, working paper.

7) OSC, 2022. 11. 17, *Digital Engagement Practices in Retail Investing: Gamification and Other Behavioural Techniques*.

8) 김민기·김준석, 2022, 『국내 개인투자자의 행태적 편익과 거래행태』, 자본시장연구원 연구보고서 22-02.

시장 뉴스의 빈번한 알림, 레버리지 시 수익률을 기본값으로 제시하는 등의 요소가 투자자들에게 도박과 같은 행동을 유도할 수 있다고 지적했다. 독일 연방금융감독당국(BaFin)은 주식거래 앱에서 거래 버튼은 두드러지게 표시하고, 거래 취소 버튼은 명시성이 낮게 표시하는 등의 다크패턴이 독일 증권거래법과 EU의 금융시장법(MiFID) 사업규칙에 반한다고 경고했다.

금융상품 분야 다크패턴 가이드라인의 필요성

우리나라 금융위원회에서도 다크패턴 사용 제한 가이드라인을 마련중에 있다. 금융상품의 판매에는 금융소비자법, 금융상품 설명의무의 합리적 이행을 위한 가이드라인, 온라인 설명의무 가이드라인이 적용된다. 금융소비자보호법은 주로 대면영업에서 발생하는 영업행위규칙을 정하고 있어 온라인 금융거래에서 금융소비자보호법의 적용이 명확하지 않을 뿐 아니라, 실질적으로 준수하였는지를 판단하기 어렵다.⁹⁾ 온라인 설명의무 가이드라인에서는 금융상품의 화면 구성, 금융소비자의 이해 지원, 이해여부 확인 등 세 부분에 대한 원칙을 제시하고 있는데, 모바일 환경에서 다양하게 변모하는 다크패턴에 적용하기에는 어려움이 있다.

다크패턴은 기업의 마케팅 전략과 소비자 기만행위 사이의 미묘한 경계에 놓여 있어 당국이 적절한 가이드라인을 제시하는 것이 매우 중요하다. 과거 예적금 금리 비교 서비스는 예적금 상품을 우대금리 순으로 정렬하면서 소비자에게 마치 우대금리가 실제 지급되는 것처럼 오도하며, 실제 지급되는 금리는 알아보기 어렵게 표시했다. 이러한 행위는 금융위원회에서 예금성 상품 광고시 준수 필요사항을 제시한 이후 개선되어, 현재는 예적금 금리 비교 서비스가 기본 금리를 중심으로 이루어지고 있다. 앞으로 발표될 가이드라인에서도 소비자 편의성은 제고하고 피해는 최소화하는 방안이 제시되기를 기대해 본다. 또한 금융회사들도 마케팅 전략으로써의 다크패턴에 대한 재고가 필요하다. 금융은 평생에 걸쳐 반복적으로 소비되는 만큼, 단기간의 이익을 쫓기보다는 신뢰감 있고 실질적으로 도움이 되는 서비스를 제공해 이익을 창출하는 방향을 모색해야 할 것이다.

9) 이정민, 2024. 11, 디지털 금융사회에서 신용카드 소비자 보호를 위한 다크패턴 검토

ZOOM
-IN

미국 GENIUS Act 입법 추진의 의의

- 2020년부터 가파른 성장을 보이던 미국의 스테이블코인 시장은 2022년 5월 테라-루나 사태 이후 단일화된 규제 필요성이 대두
- 이후 규제 기관별 해석 및 규제방식 상충 등의 이슈로 통일된 법안 마련의 공감대가 형성되었고, 최초의 연방 차원의 스테이블코인 규제 법안 GENIUS Act(Guiding and Establishing National Innovation for U.S. Stablecoins Act of 2025)를 추진 중
- GENIUS Act는 스테이블코인의 발행과 운영에 대한 명확한 규제 체계를 명시하여 스테이블코인 시장의 투명성을 강화하고, 규제체제를 명확히 함
- 또한, 법안은 스테이블코인 시장의 신뢰 회복과 이용자의 권리보호를 위해 준비금 투명성과 함께 다양한 소비자보호 장치를 포함
- 미국은 법안 제정을 통해 스테이블코인의 제도권 편입이 전통적 금융시스템에 미치는 영향을 최소화하고, 결제시스템의 효율화 등을 기대
- 또한 이미 관련법을 구축한 국가들과 달리 이 법을 통해 단순히 스테이블코인 규제 강화가 아닌, 향후 관련 산업 육성 및 규제를 통한 혁신을 장려하고자 함
- 향후 규제화된 달러 기반의 스테이블코인이 단순한 민간 가상자산이 아닌, 연준 통화정책의 일부가 될 가능성
- 디지털 결제 시장에서 달러 기반 스테이블코인의 사용 확대로 글로벌 금융시장에서 미국의 영향력이 더욱 커질 것으로 예상

- 2020년부터 가파른 성장을 보이던 미국의 스테이블코인 시장은 2022년 5월 테라-루나 사태 이후 단일화된 규제 필요성이 대두
 - 미국의 스테이블코인 시장은 일부 충격에도 불구하고 2000년 초 50억달러에서 2025년 6월 2,500억달러 수준으로 급성장¹⁾
 - 2022년 5월, 테라-루나 사태 직전 1,870억달러까지 급성장하던 시장은 이후 시장 전체의 신뢰도가 크게 떨어지면서 시장 규모가 축소
 - 이후 트럼프 대통령이 후보자 시절부터 스테이블코인에 대한 지지 입장을 밝히면서, 2024년 들어 시장은 다시 급성장을 지속

1) defillama.com/stablecoins

- 테라-루나 사태 이후 글로벌 스테이블코인 시장은 직접적인 구조 변화 및 규제 강화로 전환하여 시장의 신뢰를 회복
 - 담보가 없던 알고리즘형 시장은 쇠퇴하고, 준비금 기반의 스테이블코인 시장으로 재편
 - 스테이블코인 시장의 대부분을 차지하는 USDC(씨클사), USDT(테더사) 등은 매월 준비금 공개 및 감사 보고서를 발표하는 등 투명성 강화 노력
- 이후 미국은 스테이블코인 규제의 필요성을 공감하고 규제 마련에 착수하였으나, 관련 법안들이 법제화되지는 않았음
 - Stablecoin TRUST Act(2002), Clarity for Payment Stablecoins Act(2023)을 잇달아 발의하며 스테이블코인의 준비금 투명성, 발행자 규제 및 감독, 법적 지위 명확화 등의 내용이 포함된 법안들이 발의

□ 이후 규제 기관별 해석 및 규제방식 상충 등의 이슈로 통일된 법안 마련의 공감대가 형성되었고, 최초의 연방 차원의 스테이블코인 규제 법안 GENIUS Act(Guiding and Establishing National Innovation for U.S. Stablecoins Act of 2025)을 추진 중

- 미연준, 증권거래위원회(SEC), 상품선물거래위원회(CFTC), 통화감독청(OCC) 등의 연방기관별 규제 해석 및 주정부 차원의 규제 범위 등이 상이하여 스테이블코인 시장의 혼란이 가중
 - SEC, CFTC, OCC 등 기관마다 각기 다른 기준으로 스테이블코인을 증권/상품/지급수단 등으로 판단
- 법제화 부재로 인한 시스템리스크 위험이 높아지는 등 심각한 문제점들이 나타나자, 금년 2월 각종 논란에도 불구하고 연방 차원의 최초의 스테이블코인 규제 법안인 GENIUS Act가 발의되어 현재 상원을 통과(6월 17일) 하였고, 하원 통과 및 최종 대통령 서명 절차만 남겨둠
 - 일부 민주당 의원들이 제기한 이해충돌, 대통령 일가와의 사업 연계 가능성 논란 등으로 법안에 반대하며 일부 수정 요구 등

□ GENIUS Act는 스테이블코인의 발행과 운영에 대한 명확한 규제 체계를 명시하여 스테이블코인 시장의 투명성을 강화하고, 규제체제를 명확히 함²⁾

- 법의 적용 대상은 가치가 고정된 자산에 연계된 결제용 스테이블코인(payment stablecoin)이며, 이 법에 따라 허용된 결제용 스테이블코인은 증권법상 증권으로 간주하지 않음
- 아래의 허가받은 발행자만 결제용 스테이블코인을 발행할 수 있으며 이외의 발행자가 미국내에서 스테이블코인을 발행하는 것은 불법임을 명확히 함
 - FDIC(연방예금보험기구) 부회사의 자회사가 발행하는 경우 본사의 주 연방법 규제 기관(Fed, OCC, FDIC, NCUA(연방신협감독기구))이 120일 내 승인한 회사로, 기존 연방 감독기구에서 감독

2) S.1582-GENIUS Act, 미의회 웹페이지(Congress.gov)

- 연방이 승인한 적격 비부보회사(비은행)가 발행하는 경우 감독권을 가진 OCC에 승인 신청 후 120일 이내에 승인을 받아야 하며 이 경우에도 예금기관과 유사한 기준 충족이 필요³⁾
 - 주정부가 승인한 비은행 발행자; 스테이블코인 발행규모(outstanding payment stablecoin)⁴⁾가 100억달러 미만일 경우 주정부 승인(주 금융규제청)으로 발행 허가가 가능하며, 발행 후 시가총액이 100억달러 이상으로 규모가 확대될 경우 주정부 승인 발행자이더라도 연방 OCC에 승인 신청 후 OCC에서 감독
 - 조건부 외국발행자 진입 허용; 미국과 유사한 금융규제를 가진 국가의 스테이블코인 발행자도 허용
- 발행되는 스테이블코인은 1:1로 미달러화 혹은 연준 예치금, 단기 국채, REPO, MMF 등의 유동성 자산을 적격 담보로 준비금을 반드시 예치해야 하며, 이 준비금은 투명하게 공개되어야 함
- 등록 회계법인이 발행현황 및 준비금 보유현황이 포함된 재무자료를 매월 공개해야 함
 - 특정 규모 이상 발행 시 분기 또는 연간 외부 회계감사 의무화 및 CEO와 CFO의 확인 절차를 의무화하며 미이행 시 형사처벌 가능

□ 또한, 법안은 스테이블코인 시장의 신뢰 회복과 이용자의 권리보호를 위해 준비금 투명성과 함께 다양한 소비자보호 장치를 포함

- 스테이블코인 사용자는 상시 스테이블코인을 액면가로 상환 요청을 할 수 있는 법적 권리를 가지며, 발행자는 이 요청을 합리적인 기간 내에 1:1 혹은 동등 자산으로 상환해야 하는 상환청구권 보장이 명시
- 발행자 파산으로 인한 지급불능 시, 이용자는 다른 채권자보다 우선하여 준비금 자산에 대한 청구 권한을 가짐
 - 준비금은 발행자의 영업 자산 등 기타 자산과 반드시 분리하여 신탁계좌(trust account) 혹은 제3의 수탁기관(custodian)에 보관해야 함
 - 또한 준비금의 일부 또는 전부를 리스크가 없는 유동 자산으로 보유해야 하며, 준비금의 임의 재할용(rehypothecation)을 엄격히 제한
- 이용자에게 혼돈을 줄 수 있는 표현 등의 사용을 엄격히 금지하며, 관련 정보 공개 시 규제준수 여부 및 준비금, 상환 조건 등을 명확히 명시해야 함
 - “미국 정부가 보증한”, “FDIC의 부보 대상인”, “법정통화와 동일한” 등의 표현 사용 금지

□ 미국은 법안 제정을 통해 스테이블코인의 제도권 편입이 전통적 금융시스템에 미치는 영향을 최소화하고, 결제시스템의 효율화 등을 기대

3) 연방이 적격이라고 승인하더라도, 스테이블코인 발행자가 되기 위해서는 OCC의 승인(준비금 유지 가능성, 재무건전성, 유동성, 자본기준 충족, AML/KYC 및 기술적 리스크 관리 체계, 공시·감사 능력, 소비자 보호 설계의 적절성 등을 검토)을 별도로 받아야 함(법안 Section5)

4) 현재 시장에 유통 중이며 상환되지 않은 스테이블코인 전체 잔액을 의미

- 불확실성 등을 이유로 그동안 진입을 망설였던 은행 등 전통적 금융기관 뿐만 아니라 핀테크, VC 등의 스테이블코인 발행 확대가 예상되고, 이들을 중심으로 한 금융인프라 구축이 가능해짐
- 준비금 의무화, 유동성 및 자본 요건, 감사 시스템 등을 통해 무담보·알고리즘형 스테이블코인의 확산을 차단시키고 시스템리스크를 관리
- 스테이블코인을 통한 실시간 결제 및 해외 송금 등 결제수단으로서 달러화 상용화 기반을 마련

□ 또한 이미 관련법을 구축한 국가⁵⁾들과 달리 이 법을 통해 단순히 스테이블코인 규제 강화가 아닌, 향후 관련 산업 육성 및 규제를 통한 혁신을 장려하고자 함

- 금융기관 및 비금융기관, 조건부 해외발행자 진입을 허용하여 시장 독점을 막고 경쟁을 촉진
 - 핀테크 및 스타트업 등의 기업에 초기 시장 진입장벽 완화를 위해 발행규모 100억달러 이하의 기업을 별도로 구분하고 있으며, 미국과 유사한 금융규제 수준을 가진 외국 발행자의 진입도 일부 허용
 - 반면 일본의 경우 국내 은행·신탁회사만 발행이 가능하며, 싱가포르의 외국발행자 조건이 명확하지 않음(사례 기반 적용), EU는 제3국 발행자의 등록을 요구
- 발행, 준비금, 공시, 상환, 규제기관 기준 등을 명확히 하여 규제 혼란을 제거하여 민간기업의 투자 위험을 줄임
 - 준비금 구성에서 싱가포르가 미국과 가장 유사한 수준이며 EU는 세부적으로 준비금의 유동성, 리스크 등급까지 규제하고 일본은 발행자의 준비금 전액 보관 의무 조항
- 달러화 기반의 민간 스테이블코인을 다양한 결제 수단으로 활용할 수 있는 법적 기반을 제공하였고, 이는 향후 디지털 자산결제인프라로 기능 확장을 가능하게 함
 - 블록체인 기반 실시간 결제 및 송금수단으로 사용, 실물자산의 디지털 토큰화의 결제 및 청산, 담보로 활용 등

□ 향후 규제화된 달러 기반의 스테이블코인이 단순한 민간 가상자산이 아닌, 연준 통화정책의 일부가 될 가능성

- 법안에서는 규제화된 달러 기반 스테이블코인 발행은 준비금 구조를 통해 연준 자산에 직접 연결
 - 민간 스테이블코인 발행자는 준비금을 연준 예치금 또는 미달러화 및 단기국채 등으로 보유해야 함을 명시하고 있으며, 이는 연준의 통화정책 수단과 동일한 대상
 - 실제로 2025년 3월말 기준, 테더의 준비자산 1,490억달러 중 미국 단기채의 비중이 81%에 달함⁶⁾

5) EU는 Markets in Crypto-Assets Regulation(MiCA)(2024)에서 최초의 포괄적 가상자산규제법을 시행하였고, 금융소비자 보호를 위한 엄격한 규제 체계를 도입, 일본은 2023년 자금결제법을 개정하여 스테이블코인을 전자결제수단으로 규정하고 발행과 증계에 규제를 도입, 싱가포르는 2023년 Single-Currency Stablecoins(SCS) 규제 프레임워크를 발표

6) tether.to/ru

- 이는 실질적으로 민간 스테이블코인 유통량이 연준의 통화정책 수단 일부가 되어, 금리 및 유동성 관리에 영향을 줄 수 있음
 - 스테이블코인의 준비 자산은 연준의 통화정책 수단과 동일한 대상(T-bill, 역레포, 은행 예치금 등)으로 이들은 정책금리와 직접 연동
 - 스테이블코인 발행 규모는 연준의 정책금리 움직임에 민감하게 반응하게 되어, 연준이 민간 스테이블코인의 유동성을 간접적으로 통제
- 또한 규제된 민간 스테이블코인이 사실상 CBDC 디지털달러의 역할을 하게 될 가능성도 염두
 - 규제된 민간 스테이블코인은 준비금 구조를 통해 연준 자산에 직결되고, 유통과정에서 통화승수 효과와 금리전파 채널이 될 수 있으므로 연준의 디지털 통화정책 목표를 간접적으로 실현할 수 있는 구조로 진화

□ 디지털 결제 시장에서 달러화기반 스테이블코인의 사용 확대로 글로벌 금융시장에서 미국의 영향력은 더욱 커질 것으로 예상

- 전세계적으로 달러화기반 스테이블코인 사용이 확대될 경우, 달러라이제이션이 급진전될 가능성
 - 2025년 6월, 글로벌 스테이블코인 시장에서 달러화 기반의 USDT 60% 이상, USDC 약 23%, 기타 달러화기반 스테이블코인들이 10% 내외를 차지하는 등 미달러화 기반 스테이블코인이 90%에 가까운 비중을 보이는 반면 비달러화(EUR, JPY 등) 기반의 스테이블코인이 차지하는 비중은 5% 미만 수준
 - 일부 자국 통화가 불안정한 국가(아르헨티나, 우크라이나, 나이지리아 등)에서는 결제, 송금, 저축 등에 USDT, USDC를 사용 중⁷⁾
- 이는 미국 외 국가에서 자국 통화정책의 영향력을 약화시켜 글로벌 금융시장에서 미국의 영향력은 더욱 높아질 것으로 예상
 - 미국 외 국가에서 대다수의 국민이 달러화 기반의 스테이블코인을 일상에서 주요 거래수단으로 쓰게 될 경우, 자국 통화의 수요가 감소하여 통화정책의 효과를 약화시킬
 - 또한 연준의 금리 움직임은 자국 경제에 직접 전이되나, 자국의 기준금리 정책은 제대로 작동하지 않을 가능성 등

선임연구원 김보영

7) 이데일리, 2025. 6. 15, “스테이블코인 결제 시대 열린다” 핀테크 업계 ‘들썩’.

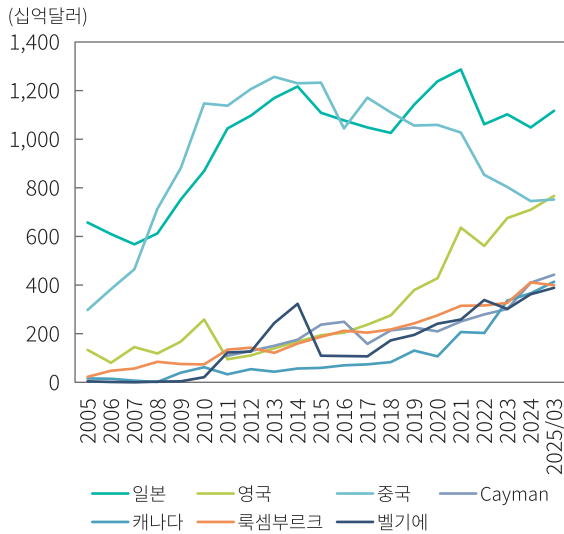
ZOOM
-IN

중국의 외환보유고 다각화 동향과 시사점

- 중국은 세계 최대 외환보유고 보유국으로서 오랜 기간 미 국채를 외환보유고의 주요 운용자산으로 활용해 왔으나, 2013년 이후 보유 규모는 지속적으로 감소 중
- 중국의 미 국채 보유 감소는 지정학적 리스크 관리, 수익률 및 자산 운용 다변화 필요성, 외환시장 안정화를 위한 정책적 대응에 기인
- 외환보유고의 다각화와 미 국채에 대한 직접 노출을 줄이기 위해 통화 구성 다변화와 다양한 비공식 운용 경로를 통해 자산 포트폴리오를 전략적으로 다변화하는 복수의 운용 구조를 구축
- 중국의 외환보유고 다각화는 아시아 비달러 자산에 대한 수요를 증가시키며, 한국 채권시장에도 중장기적으로 다양한 영향을 미칠 수 있음

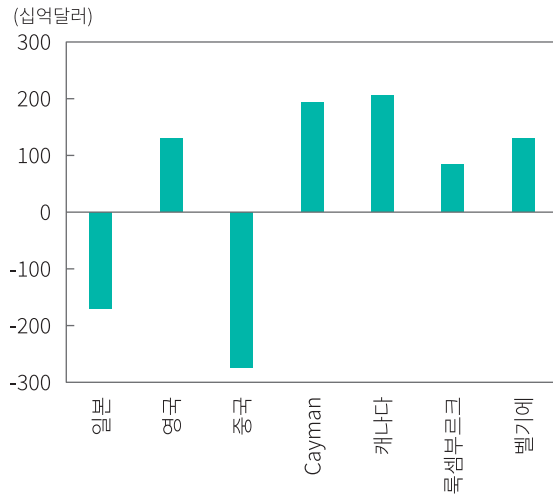
- 중국은 세계 최대 외환보유고 보유국으로서 오랜 기간 미 국채를 외환보유고의 주요 운용자산으로 활용해 왔으나, 2013년 이후 보유 규모는 지속적으로 감소 중
 - 중국의 미 국채 보유 규모는 2013년 약 1조 3,000억달러로 정점을 기록한 뒤 완만한 감소세를 보이다가 2022년 이후 감소세가 가속화되어 절반 가까이 축소
 - 2025년 3월 기준 미 국채 보유 규모는 7,654억달러로 전월대비 189억달러 감소했으며, 보유량 순위도 일본, 영국에 이어 3위로 하락
 - 특히 2022년 이후 지정학적 긴장이 고조되면서 감소세가 뚜렷해졌으며 3년간 누적 약 3,000억달러 감소

〈그림 1〉 주요국의 미 국채 보유 규모



자료: Bloomberg

〈그림 2〉 주요국의 미 국채 보유 증감액



주 : 2025년 3월 기준 2021년말 대비 증감액

자료: Bloomberg

□ 중국의 미 국채 보유 감소는 지정학적 리스크 관리, 수익률 및 자산운용 다변화 필요성, 외환시장 안정화를 위한 정책적 대응에 기인

- 미·중 갈등 심화와 지정학적 불확실성이 고조되면서 중국은 미국의 금융제재 가능성을 우려하여 미 국채에 대한 의존도를 줄이는 전략을 선제적으로 추진
 - 특히 2022년 러시아의 외환보유고 동결 사례¹⁾는 자산 배분 전략의 다변화 필요성을 재인식시키는 계기로 작용하였으며, 포트폴리오 분산을 위해 미 국채에 대한 과도한 집중에서 벗어나 보다 균형잡힌 자산 배분을 지향²⁾
- 미국의 금리 인상 국면에서 공격적인 기준금리 인상과 트럼프 2기 관세 리스크에 따른 채권 손실 우려가 커지면서 대안 자산의 필요성이 부각
 - 2022~2023년 미 연준의 급격한 금리 인상 단행으로 장기물 미 국채 가격이 하락하면서 외환보유고의 실질 수익성과 자산가치가 저하되는 리스크가 확대
 - 또한, 최근 트럼프 2기 관세 정책 불확실성 및 재정적 우려로 국채 금리는 관세 정책 발표 이후(4월 2일) 4.16%에서 4.42%(6월 11일)로 상승했고 같은 기간 달러화는 주요 통화대비 5.7% 하락하여 미 국채 수익률과의 전통적 상관관계가 약화되는 모습을 보임³⁾
- 국내적 요인으로는 위안화 국제화 전략 추진, 위안화 약세에 대한 대응과 자본유출 방지 등 통화정책 및 외환시장 안정화를 위한 정책적 고려가 작용

1) 2022년 러시아-우크라이나 전쟁 직후, 미국과 EU는 러시아 중앙은행의 외환보유고 중 약 절반 규모인 3,000억달러를 동결하고 국제 결제망 SWIFT에서 일부 러시아 은행들을 배제
 2) Tricontinental, 2024. 5. 17, China's foreign exchange reserves: past and present security challenges.
 3) Financial Times, 2025. 6. 1, Dollar's correlation with Treasury yields breaks down.

- 특히 위안화 환율의 급변동 억제를 위해 외환시장 개입이 강화되었으며, 이에 따른 외환보유고의 직접적 활용 빈도가 증가⁴⁾

□ 중국은 미 국채 중심의 구조에서 금, 유로화, 엔화, SDR 및 기타 주요국 통화 등 비달러 자산의 보유 비중을 지속적으로 확대하고 있으며, 미 정부기관채와 단기국채 보유도 확대하고 있음

— 2025년 3월말 기준 중국의 외환보유고는 3.6조달러에 달하며, 미 달러화 자산 비중은 점진적으로 감소한 반면, 유로화, 엔화, 금, 특별인출권(SDR) 등 비달러 자산의 전략적 확대가 진행(〈그림 3〉)

- 중국 국가외환관리국(SAFE)은 2018년 연례보고서에서 미 달러화 자산 비중이 1995년의 79%에서 2014년 58%로 감소했다고 발표
- 최근 추정에 따르면, 달러화와 금을 제외한 외환보유 자산 대부분은 유로화 표시 자산으로 구성되어 있으며, 그 외에는 엔화와 파운드화가 일부를 차지⁵⁾
- 금 보유량은 2025년 4월말 기준 7,377만온스로, 이는 2015년 대비 약 1.3배 증가한 수치이며, 외환보유고 내 비중은 같은 기간 1.8%에서 6.8%로 상승
- SDR 및 IMF 준비자산의 비중도 꾸준히 확대되고 있으며, 2015년 0.4%에서 2025년 4월 1.8%로 증가
- 이 외에도 중국은 캐나다, 호주, 스위스 등 주요국 통화로 구성된 국채 포트폴리오, 외화 예치금, 국제기구 채권 등 다양한 비달러 자산을 점진적으로 편입 중

— 한편, 장기국채 규모를 줄이는 대신 미국 정부기관채(Fannie Mae, Freddie Mac), 단기국채 등을 활용해 수익성과 환율 안정성을 동시에 확보하려는 전략을 구사

- 미 재무부 통계에 따르면 2024년 기준 중국의 미 장기국채 보유액은 2018년 대비 4,346억달러 감소한 반면, 정부기관채 및 단기 국채는 각각 534억달러, 232억달러 증가

□ 중국은 공식 통계에 나타난 외환보유고 구성 외에도, 다양한 비공식 운용 경로를 통해 자산 포트폴리오를 전략적으로 다변화하고 있으며, 지정학적 리스크 발생 시 자산의 은닉 또는 우회적 운용이 가능하도록 유연한 구조를 구축⁶⁾(〈그림 4〉)

— 정치·전략적 리스크 회피, 보유고 재조정 시 시장 충격 최소화, 자산 은닉성과 운용 유연성 확보를 위해 공식 통계에 잡히지 않는 외환자산을 운용

- 특히 미국의 금융제재 가능성, 2022년 러시아 외환보유고 동결 사례 등을 감안해 직접적인 자산 노출을 줄이려는 전략이 강화

4) The Wall Street Journal, 2025. 1. 12, China's central bank, forex regulators pledge to stabilize Yuan.

5) Carnegie Endowment for International Peace, 2024. 10. 3, China's dollar dilemma.

6) The China Project, 2023. 6. 29, Shadow reserves — how China hides trillions of dollars of hard currency.

- 대표적인 방식으로는 중국은행, 국가개발은행, 수출입은행 등 국유은행 및 정책성은행을 통해 외환자산을 보유하거나 시장개입에 활용⁷⁾
 - 2000년대 초반부터 활발하게 중국의 환율 방어와 외환시장 개입을 지원해 왔으며, 이는 자산은폐 및 리스크 회피 수단으로도 기능
- 중국투자공사(China Investment Corporation: CIC)를 활용한 분산 운용 및 해외 사모펀드 운용사를 통한 위탁 투자 전략도 적극 활용⁸⁾
 - CIC는 국무원 산하 국부펀드로서 2023년 기준 약 1.3조달러 규모의 자산을 운용하고 있으며, 주요 투자처는 해외 인프라, 글로벌 사모펀드(GP), 부동산, 대체자산 및 미국 정부기관채(agency bond) 등임
 - 그러나 최근에는 미·중 간 지정학적 긴장과 기술·투자 통제 강화에 따라, CIC를 포함한 중국 국유 자산운용사들이 미국 사모펀드에 대한 신규 투자 또는 출자 확대를 점진적으로 축소하고 있는 추세⁹⁾
- 또한 유로클리어(Euroclear, 벨기에), 클리어스트림(Clearstream, 룩셈부르크) 등의 역외 증권결제기관을 통해 미국 국채를 간접 보유하는 방식을 확대하여 공식 통계상 달러 자산 비중은 감소하였지만 실질 달러 익스포저는 유지되고 있다는 평가도 존재¹⁰⁾
 - 2022년부터 2025년 3월까지 중국의 미 국채 직접 보유규모는 2,749억달러 감소한 반면, 같은 기간 룩셈부르크 및 벨기에의 미 국채 보유규모는 2,151억달러 증가(그림 2)한 것으로 나타남
 - 이는 중국이 역외 계정을 통해 미국 국채를 계속 보유하고 있을 가능성을 시사하며, 해당 국가들의 보유 증가가 중국의 간접 보유 전략과 연관되었을 수 있음을 보여줌

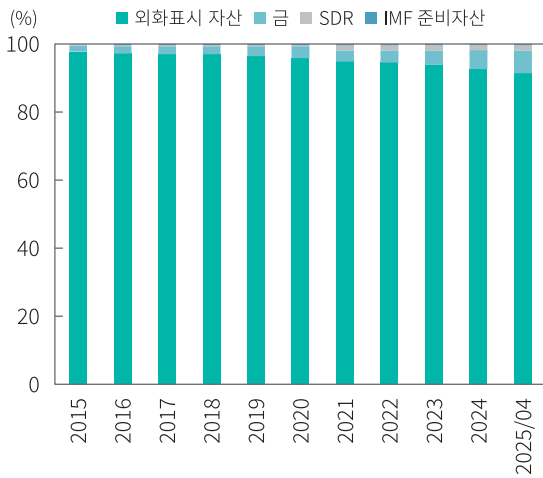
7) Council on Foreign Relation, 2023. 6. 29, How to hide your foreign exchange reserves-A user's guide.

8) Financial Times, 2023. 5. 31, Has China become too cosy with private equity?

9) Financial Times, 2025. 4. 21, China pulls back from US private equity investments.

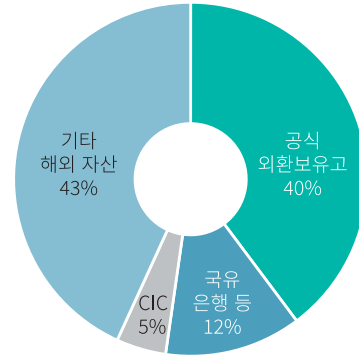
10) Council on Foreign Relation, 2023. 10. 3, China isn't shifting away from the dollar or dollar bonds; J.P.Morgan, 2025. 4. 25, U.S.-China: Deal or no deal?

〈그림 3〉 중국 공식 외환보유고 구성



자료: Bloomberg

〈그림 4〉 중국의 달러화 자산 보유 현황



주 : 2024년말 기준, CIC는 2023년말 기준

자료: J.P.Morgan

□ 외환보유고 다각화 전략은 국제 금융시장 구조와 자국 내 제도적 한계로 인해 실질적인 운용상 제약에 직면

- 미 국채를 대체할 수 있는 충분한 유동성과 깊이를 갖춘 자산시장이 제한적이어서 다변화가 현실적으로 어려운 상황
 - 중국의 외환보유고는 3조달러를 상회하는 막대한 규모로 미 국채 외 자산군은 유동성·수용 능력 측면에서 한계를 가짐
 - 유럽 및 일본의 국채 시장도 미국에 비해 규모가 작고 유동성이 낮아 중국이 대규모 자산을 분산 운용할 경우 해당 시장의 수급과 가격 변동에 미치는 영향이 클 수 있음
- 또한 중국의 자본계정 개방이 제한된 가운데 위안화 국제화가 제한되며, 외환보유고 다변화에도 구조적 한계가 존재
 - 위안화의 국제적 사용을 확대하기 위해서는 자본계정의 자유로운 개방이 필요하지만, 중국 당국은 자본 유출 및 금융시장 불안정성에 대한 우려로 점진적 접근을 고수
 - 이로 인해 위안화 자산에 대한 국제적 수요는 제한되며, 결과적으로 외환보유고의 통화 구성 다변화에도 제도적 제약이 지속
- 중국의 해외 투자 활동은 정치적 민감성과 국가안보 우려로 인해 대상국의 규제에 직면할 수 있어 운용의 전략적 유연성이 제한됨
 - 중국이 외환보유고나 국부펀드를 통해 해외 자산에 대규모로 투자할 경우 안보 위협 또는 전략적 자산 통제 수단으로 간주되어 미국, 유럽 등에서 정치적 반발을 야기 가능

- 중국의 외환보유고 다각화는 아시아 비달러 자산에 대한 수요를 증가시키며, 한국 채권시장에도 중장기적으로 다양한 영향을 미칠 수 있음
- 중국의 외환보유 배분이 아시아 비달러 자산으로 확대될 경우 한국 국채가 유력한 투자 대상으로 부상 가능
 - 2025년 1월, 중국인민은행 총재 판궁성은 아시아금융포럼에서 홍콩 자산에 대한 외환보유 배분을 확대하겠다는 입장을 밝혔으며, 이는 아시아 내 자산으로의 분산 가능성을 시사한 것으로 해석¹¹⁾
 - 이러한 변화는 정치적 리스크 회피와 환율 다변화 전략의 일환으로, 한국 국채에 대한 관심 확대 가능성을 내포
 - WGBI 편입 확정과 함께 한국 채권시장 인프라도 글로벌 기준에 부합하도록 대폭 정비되고 있음
 - 2026년 4월부터 11월까지 한국 국채는 FTSE 세계국채지수(World Government Bond Index: WGBI)에 8개월간 분할 편입될 예정이며, 이를 뒷받침하기 위해 정부는 △국채통합계좌의 통합매매 방식 전환, △'글로벌 판매 모델' 기준 마련, △비과세 신청 절차 간소화 등 일련의 인프라 개선을 추진¹²⁾
 - 그러나 중국계 자금은 전략적 배분 성격이 강해 예측이 어려우며, 일시적 시장 변동성을 유발할 수 있기 때문에¹³⁾ 금융당국은 외국인 자금 흐름에 대한 모니터링 체계 강화 및 유연한 정책 대응이 요구됨
 - 거시경제 펀더멘털보다 지정학적·외교 상황에 따라 자금 유입·이탈이 비탄력적으로 발생할 수 있으며, 이는 시장 수급 불균형과 채권 금리의 단기 급등락 등의 요인으로 작용할 수 있음

선임연구원 김은화

11) Financial Times, 2025. 5. 2, How China is quietly diversifying from US Treasuries.

12) 기획재정부, 2025. 1. 2, 세계국채지수(WGBI) 투자 촉진을 위한 한국 국채 투자절차 개편, 보도자료.

13) Financial Times, 2025. 5. 2, How China is quietly diversifying from US Treasuries.