

OPINION

선임연구위원
이승호

환율 및 외환수급 안정화를 위한 정책과제*

최근 원화환율이 높은 수준을 지속하며 물가상승 압력 등 거시경제 운용에 부담으로 작용하고 있다. 환율상승의 주된 원인의 하나로 우리나라 해외증권투자 확대에 따른 외환순공급 규모의 축소가 지적되고 있다. 그러나 해외증권투자 확대는 경상수지 흑자 및 풍부한 외화유동성을 바탕으로 우리나라 경제주체들의 투자수익률 제고를 위한 불가피한 흐름이며 일본의 사례와 같이 소득수지 기반의 안정적인 경상흑자 구조의 달성에 기여한다. 따라서 해외투자의 효용을 극대화하되 외환시장의 불안정은 최소화하는 두 가지 정책목표의 조화로운 달성이 중요한 시점으로 판단된다.

이를 위해서는 국내 주식시장에 대한 외국인투자자의 신뢰 제고와 MSCI 선진국지수 편입을 통해 외환순공급 증대를 도모할 필요가 있다. 또한 단일기관으로서 해외투자비중이 가장 큰 국민연금은 글로벌 금융시장에서 외화채권을 발행함으로써 국내 외환시장을 거치지 않고 해외투자자원을 마련하는 것이 바람직하다. 중장기적으로는 국내 외환시장의 폭과 깊이를 더욱 확대하여 외환수급 변화나 다양한 외부충격 발생에 대해 시장참가자들의 쓸림현상을 완화하는 것이 환율 안정화를 위한 보다 근본적인 방향으로 생각된다.

최근 원화환율이 상승(원화의 약세) 흐름을 보이면서 물가상승 압력과 금융안정성 저해, 그리고 저소득층과 중소기업에 대한 부담 증가로 인한 경제의 양극화 심화 등에 대한 우려가 커지고 있다. 경상수지 흑자의 지속에도 불구하고 환율의 상승세가 지속되는 주요인으로 거주자의 해외증권투자 확대 등 외환수급 상황 변화가 지적되고 있다. 일부에서는 국내 연기금 등의 해외투자가 과도하므로 환율안정을 위해 이에 대한 재검토 필요성을 제기하기도 한다. 본고에서는 최근의 우리나라 외환수급을 중심으로 환율 움직임을 살펴본 후 환율과 외환수급 안정을 위한 정책 방향을 제시하였다.

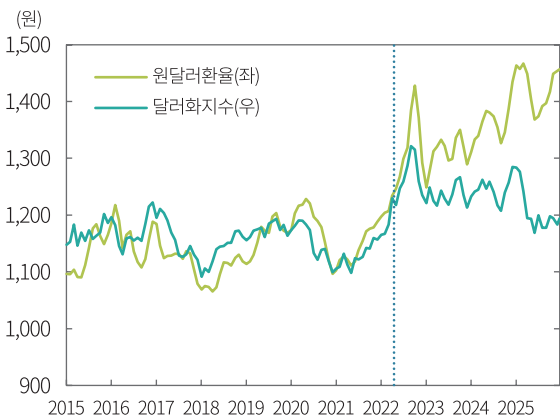
원화환율 및 외환수급 현황

미달러화에 대한 원화환율은 2025년 상반기중 하락세에서 하반기 이후 상승세로 반전되어 연말에는 1439.75원을 기록하였으며 금년 들어서도 원/달러 환율은 1,450원 내외에서 등락하고 있다. 최근 우리나라의 수출 호조에 따른 큰 폭의 경상수지 흑자와 외국인의 국내주식 순매수 등 외환공급에도 불구하고 높은 환율 수준이 지속되고 있는 것은 주요 경쟁국통화 움직임과 비교해 보더라도 다소 이례적이다.

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

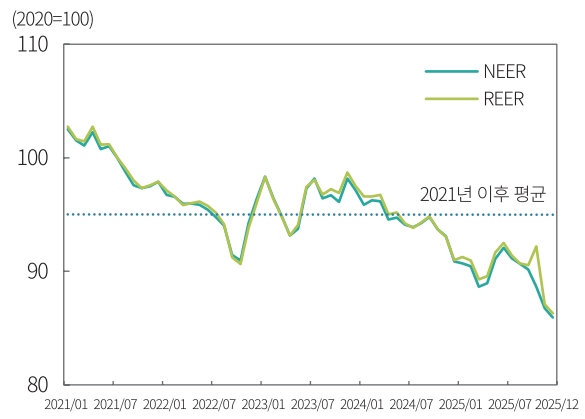
원화와 미달러화의 움직임과 비교(<그림 1>)해 보면 원화와 미달러화의 괴리가 2022년경부터 확대되어 온 것으로 보인다. 미달러화지수(US Dollar Index)가 2024년말 108.5에서 2025년말에는 98.3를 기록하여 전년대비 -9.4%(미달러화 약세)를 기록한 데 반해 원화환율은 -2.2%(연말기준) 하락하는 데 그쳤다. 또한 주요 교역상대국과의 수출경쟁력을 반영한 명목실효환율(NEER)과 실질실효환율(REER)에서도 원화가 약 5% 절하되었다. 이는 원화환율이 다양한 국제금융시장 요인 못지않게 외환수급 등 국내요인에 의해 큰 영향을 받고 있음을 시사하는 것으로 판단된다.

<그림 1> 원화환율 및 미달러화지수



자료: Bloomberg

<그림 2> 원화 실효환율

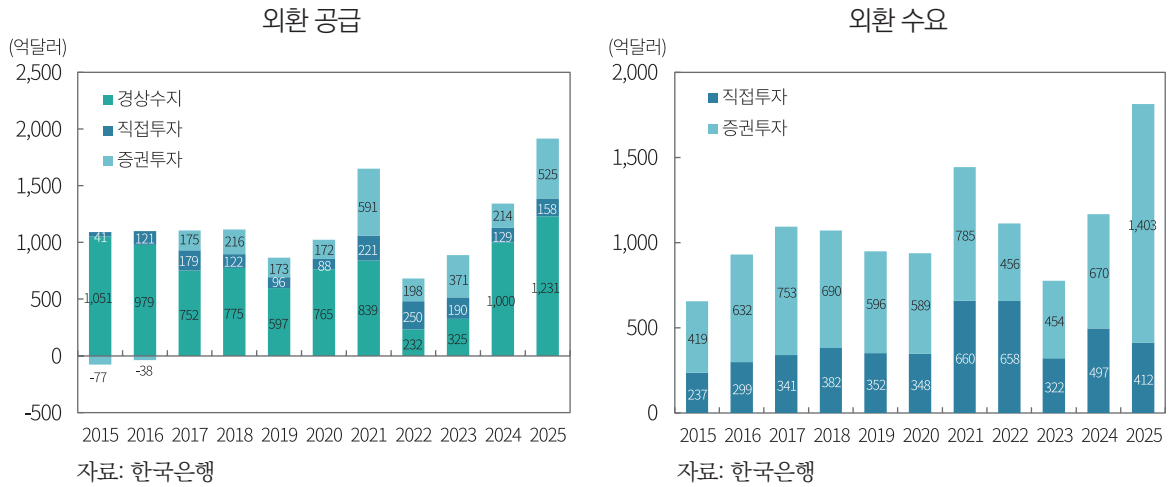


자료: BIS

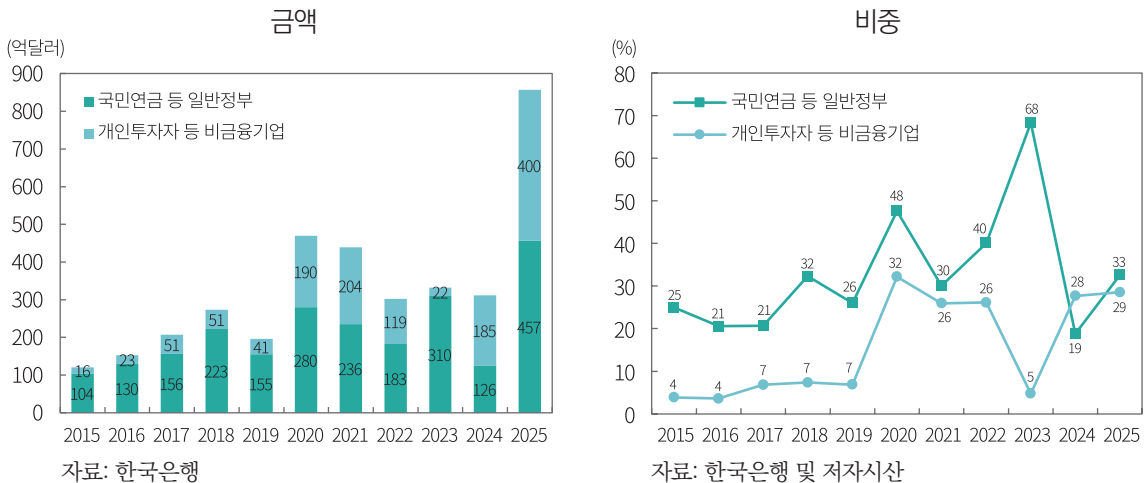
우리나라 외환수급 현황을 국제수지 통계를 이용하여 살펴보면 공급 측면에서는 대규모 경상수지 흑자 지속과 외국인 증권투자자금 유입액이 외환공급을 견인하고 있다. 2025년중 경상수지 흑자규모는 1,231억달러로 GDP의 약 7%에 육박하는 큰 수준이며 외국인의 국내증권투자자금 유입액도 525억달러에 달해 2021년 이후 최대치를 기록하였다. 다만, 금년 2월 들어 외국인은 국내 주식시장에서 16.3조원(1.29~2.26일 기준) 상당의 주식을 순매도한 것으로 나타났다.

반면 수요측면에서는 거주자의 해외증권투자 확대에 따른 외환 수요 및 대외유출 증가가 현저하다. 국민연금이나 서학개미 등을 중심으로 한 해외증권투자자금 유출액이 2025년중 1,403억달러에 달해 경상수지 흑자 규모를 상회하고 있다. 이를 주체별로 보면 단일기관으로서 국민연금의 해외증권투자 확대가 두드러지며 최근에는 개인의 해외투자도 크게 증가하여 2025년 기준으로 이들의 해외증권투자 비중은 각각 29% 및 33%에 달한다. 이런 점에서 최근 해외증권투자 확대가 환율상승의 주요인의 하나로 작용하고 있는 점은 부인하기 어렵다.

〈그림 3〉 형태별 외환 공급 및 수요



〈그림 4〉 거주자의 해외증권투자 추이

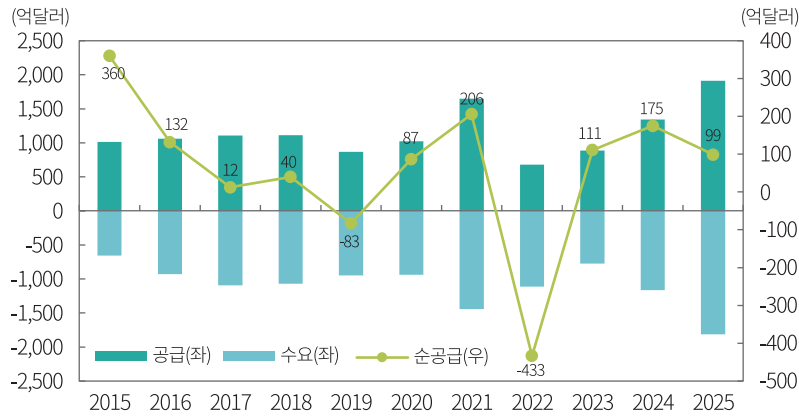


그러나 위에서 살펴본 외환의 공급과 수요¹⁾를 종합하여 보면 전체적인 외환수급은 여전히 공급우위를 보이고 있다. 즉, 외환순공급 규모는 2025년중 99억달러로 2024년(175억달러)에 비해 절반 정도 축소되었으나 여전히 전체적인 외환수급이 순유입을 나타내고 있다. 이런 점에서 거주자의 해외증권투자 확대만으로 최근의 환율상승을 설명하기에 다소 무리한 측면이 있겠으나 환율은 외환수급의 절대 수준보다는 변화의 방향과 속도에 시장이 민감하게 반응한다는 점을 감안하면 외환순공급의 축소 자체가 최근 원화환율 상승의 중요한 요인이 되고 있는 점은 분명해 보인다. 이러한 외환순공급 규모의 축소와 더불어 미 연준의 금리인하 지연, 한국과 미국과의 성장률 차이, 관세정책에 따른 대외불

1) 자본금융계정중 파생상품거래나 은행의 대출 및 차입금은 환율 영향이 불명확하므로 제외하였다.

확실성 지속도 시장참가자들의 심리적 풀림현상에 영향을 미치면서 환율상승을 가속화시키고 있는 것으로 판단된다.

〈그림 5〉 외환 수요 및 공급



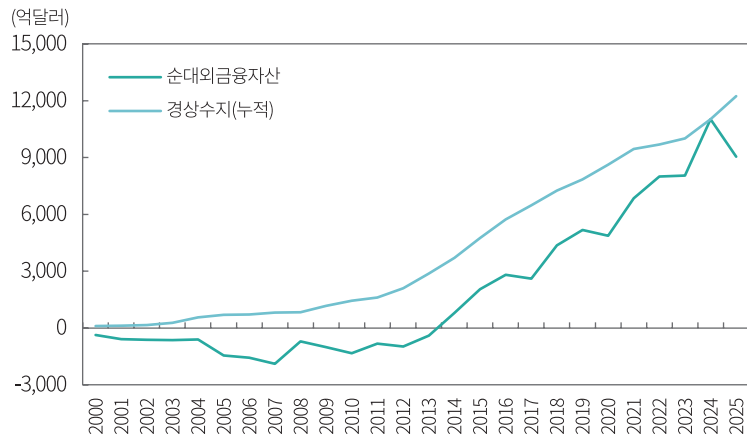
자료: 한국은행 및 저자 시산

해외증권투자 확대는 경상수지 흑자의 필연적인 결과

국제수지 항등식 $[CA - KA = 0]$ 에서 알 수 있듯이 경상수지 흑자(외자유입)는 사후적으로 자본금 용계정의 적자(외자유출)로 귀결된다. 즉, 경상수지 흑자는 해외증권투자를 통한 대외금융자산 증가로 필연적으로 나타나게 된다. 〈그림 6〉에서 보는 바와 같이 2000년 이후 실제 우리나라의 경상수지 흑자 누적액은 순대외금융자산과 유사한 움직임을 보이고 있는데 2025년말 기준 순대외금융자산은 9,042억달러에 달한다. 최근의 상황은 외화유동성 부족에 의한 환율 상승과는 근본적으로 차이가 있으며 경상수지 흑자에 따른 외화유동성이 상당 부분 해외투자 형태로 유출되면서 외환매입 수요 및 환율 상승압력을 초래하고 있는 상황으로 풀이된다.²⁾

2) 과거 우리나라의 순대외금융자산 규모가 작고 외채상환 부담이 컸던 시기에는 경상흑자가 나타나더라도 해외증권투자 보다는 외채상환 등에 외화유동성이 직접 활용되면서 국내 외환시장에서의 외환수요 및 환율상승 압력이 나타나는데 한계가 있었던 것으로 생각된다.

〈그림 6〉 순대외금융자산 및 경상수지

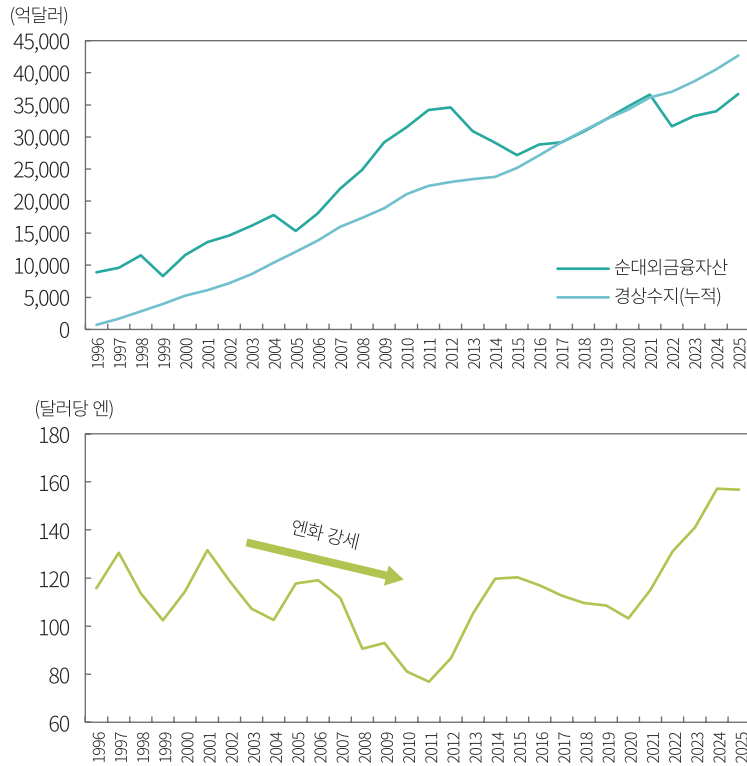


자료: 한국은행

더욱이 국내 인구구조 변화와 국내 성장동력 약화, 그리고 해외금융자산에 대한 투자 매력도 증가 등으로 국내 연기금 등 기관투자자와 개인들이 투자수익률 제고를 위해 해외투자를 확대하고 있는 것은 당연한 결과이다. 그 예로 미국 주가는 2023~2025년 기간중 다우존스 45.0%, 나스닥 122.1% 상승하였고, 미국과 한국의 경제성장률 격차도 지속되고 있으며 한미간 내외금리차 역전 현상도 계속되고 있다. 향후에도 우리나라의 경상흑자 기조가 유지되고 해외투자의 상대적인 매력도가 유지되는 여건이 유지될 경우 해외증권투자에 따른 환율상승 압력은 지속될 가능성이 있다.

이러한 해외증권투자의 증가세는 1990년대 일본의 사례와 매우 유사하다. 당시 일본은 인구구조 변화가 진행되는 가운데 경상수지의 누적적인 흑자가 대규모 해외증권투자로 나타나면서 순대외금융자산이 꾸준히 증가하였다. 특히 1990년대 중반경에는 저금리 엔화를 조달하여 해외투자에 활용하는 엔 캐리트레이드(carry trade)가 크게 유행한 바 있다. 다만, 해외증권투자가 가파르게 증가하던 2010년경까지 일본 엔화는 추세적인 강세를 보였다는 점에서 최근 약세를 보이고 있는 원화와는 반대의 상황이라 할 수 있다.

〈그림 7〉 일본 순대외금융자산, 경상수지 및 엔화 환율



자료: BOJ, IMF, Bloomberg

최근 일본의 경상수지 흑자 구성을 보면 해외금융자산으로부터의 이자 및 배당 소득이 전체 경상수지 흑자의 80% 이상을 차지하고 있다.³⁾ 이는 일본의 지속적인 해외금융자산 축적의 결과로서 국제수지가 글로벌 경기 상황이나 무역분쟁 등에 영향을 적게 받으며 안정적인 경상수지 흑자 기조를 이어가고 있는 발판이 되었다고 판단된다. 일본의 경우와 마찬가지로 우리나라도 경상수지 흑자기조와 저성장·고령화라는 구조적 여건 하에서 해외투자 확대는 불가피한 흐름이며, 이를 인위적으로 위축시키고자 하는 경우에는 일본과 같은 소득수지 기반의 안정적 경상수지 구조를 구축하는데 역행하는 결과를 초래할 수 있다.

환율 및 외환수급 안정화를 위한 정책과제

위에서의 논의를 종합해 볼 때 최근 우리나라의 해외증권투자 확대는 어느 정도 환율상승 요인으로 작용하고 있으나 이는 경상수지 흑자 누적과 경제주체들의 투자수익률 제고를 위한 자연스러운 결과이다. 따라서 이를 통해 대외건전성 유지와 안정적인 국부 창출을 위한 발판으로 삼아 나가야 할 것이

3) 2025년중 우리나라는 상품수지 흑자가 경상수지 흑자 규모를 상회하며, 소득수지가 경상수지 흑자에서 차지하는 비중은 23%에 불과하다.

다. 다만, 현 시점에서는 해외투자의 효용을 극대화하되 외환시장의 불안정은 최소화해 나가는 방향으로 두 가지 정책 목표의 조화로운 운용이 필요하다. 이를 위해 다음과 같은 정책 방향이 바람직할 것으로 생각된다.

첫째, 양호한 외환수급 여건의 유지는 대외건전성을 확보하고 환율안정을 달성하는 첩경이라는 점에서 경상수지의 흑자기조 유지는 물론 외국인의 국내증권투자자금 유입을 위한 유인을 강화해 나가야 할 것이다. 이를 위해서는 국내 주식시장에 대한 외국인투자자의 신뢰 제고에 더욱 노력하고 특히 국내 주식시장의 MSCI 선진국지수 편입이 조만간 가시적인 성과를 나타낼 수 있도록 할 필요가 있다. 외국인 투자자금의 유입을 통해 최근 가파른 상승세를 보이고 있는 주가가 새로운 균형점으로 자리매김할 수 있도록 하는 동시에 외환수급 및 환율의 안정을 도모할 필요가 있다.

둘째, 국내 경제주체들의 해외증권투자는 풍부한 외화유동성을 바탕으로 한 투자수익률 제고 노력의 결과로서 대외금융자산 증가를 통한 국부창출과 대외건전성 강화의 기회가 될 수 있음에 유념할 필요가 있다. 특히 최근과 같이 글로벌 무역 및 관세 분쟁이나 지정학적 불확실성이 큰 상황에서 소득수지 기반의 안정적인 경상수지 흑자 기조의 달성은 대외부문 체질 강화에 매우 중요하다. 다만, 해외 투자자들은 투자수익률 제고 못지않게 환위험 등에 대비한 적절한 위험관리 노력을 강화해 나가야 할 것이다. 특히 주요국의 통화정책 여건변화 등으로 원화가 강세로 반전될 경우에는 해외투자에 따른 환손실이 발생할 수 있다는 점에 유념하여 각 경제주체들의 상황에 맞는 환헤지 전략이나 위험관리 방안을 마련할 필요가 있다.

셋째, 국내 단일기관으로서 해외증권투자의 가장 큰 비중을 차지하고 있는 국민연금의 경우에는 투자수익률 제고를 위한 해외증권투자 확대가 향후 상당기간 동안 원화환율 상승 압력을 가중시킬 수 있다는 점에서 외환시장 부담을 완화할 수 있는 방안을 서둘러 마련할 필요가 있다. 이를 위해서는 국내 외환시장에 부담이 될 수 있는 환헤지 비율의 상향 조정보다는 국민연금의 높은 신용도를 바탕으로 글로벌 금융시장에서 외화채권을 직접 발행하여 이를 투자재원으로 활용하는 방안을 적극 검토할 필요가 있다. 이는 국민연금기금이 해외증권투자를 확대해 나가는 과정에서 국내 외환시장을 거치지 않고 조달함으로써 원화환율에 미치는 영향을 사전적으로 차단하고 투자수익률 제고에도 기여할 수 있기 때문이다.

넷째, 보다 중장기적인 관점에서는 국내 외환시장의 폭과 깊이를 넓혀 나가는 것이 무엇보다 중요하다. 외환시장의 양적 및 질적 발전은 다양한 외부충격이나 외환수급 상황의 변화 등에 대해 환율변동성을 최소화할 수 있는 가장 시장친화적인 방안이기 때문이다. 최근 해외투자 확대가 환율 불안 요인으로 작용하는 근본적인 이유 중 하나는 한국 외환시장의 거래량과 깊이가 미흡하여 이러한 구조적 수급 변화를 충분히 수용하지 못하는 데 있다. 만약 다양한 시장참가자의 확대가 이루어질 경우 상이한 환율기대로 특정 방향으로의 환율쏠림 현상이 완화되고 동일한 충격에 대해 환율변동성이 줄어

들 수 있다. 특히 최근과 같이 해외증권투자 증가에 따른 외환순공급 규모의 축소 상황에서 외환시장의 양적 및 질적 발전은 시장참가자들의 막연한 환율상승 기대를 완화하고 환율 안정화를 기할 수 있는 근본적인 방안으로 생각된다. 이런 점에서 금년 하반기 당국이 시행계획으로 있는 24시간 외환시장 개설의 성과를 보아가며 글로벌 금융중심지에 원화 현물환시장을 개설함으로써 역외 NDF시장을 흡수하고 시장의 양적, 질적 발전을 획기적으로 앞당기는 계기로 삼아야 할 것이다.

ZOOM
-IN엔화 스테이블코인의 제도화와
지급결제 시장의 전환

- 일본 정부는 비현금 결제 비중 80%까지 확대를 목표로 지급결제 시장 구조 전환을 추진
- 지급결제 시장의 패러다임 변화와 동시에 디지털 화폐의 수용을 대비한 법·제도적 기반을 조성
- 스테이블코인을 제도권으로 편입한 일본은 지난해 최초의 엔화 스테이블코인을 발행
- 정부는 스테이블코인 담보 규제와 국채와의 상관관계 등 디지털 결제 생태계의 선순환 구조 정착을 위해 지속적으로 제도를 보완
- 일각의 보수적 규제 환경 등의 우려에도 불구하고 정부의 적극적 스테이블코인 수요처 모색, 대형 은행 참여 등 향후 관련 시장 확대가 기대

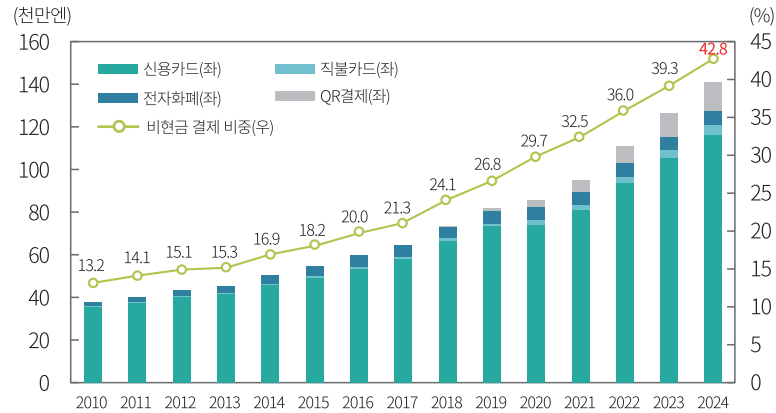
- 일본 정부는 비현금 결제 비중 80%까지 확대를 목표로 지급결제 시장 구조 전환을 추진¹⁾²⁾
 - 일본은 단순한 결제 수단의 변화를 넘어 향후 생산가능인구 부족, 현금유지비용 증대 등을 대비하여 2018년 「캐시리스 비전(Cashless Vision)」을 발표
 - 발표 당시 2025년 비현금 결제 비중 40% 달성이 목표였으나 2024년 42.8%(국제지표기준)를 기록하며 기존 목표를 조기에 달성
 - 추진협의회는 2030년 65%, 장기적으로 80% 달성이라는 구체적 목표를 제시
 - 2025년 조사에서 처음으로 신용카드 결제 비중이 36%를 넘어서며 현금을 추월³⁾
 - 2020년 현금(43.1%), 카드(26.7%)에서 2025년 현금(35.3%), 카드(36.3%)로 역전
 - 비현금 결제수단 중에서는 신용카드가 압도적인 비중(80%)을 차지하고 있으며, 신용카드를 제외한 QR, 전자화폐 등은 미미한 수준
 - 비현금 결제수단 중 가장 가파른 성장세를 보이는 QR(9.6%)이 신용카드의 뒤를 이었으며, 전자화폐(4.4%), 직불카드(3.1%) 순

1) 일본 경제산업성(METI), 2025. 3. 31, 2024 Ratio of cashless payment among the total amount paid by consumers calculated, 보도자료.

2) 일본 경제산업성(METI), 2025. 12, 캐시리스 추진협의회 정리본(キャッシュレス推進検討会 とりまとめ).

3) 조선비즈, 2026. 2. 20, '지폐 필수 옛말' 日, 신용카드 결제 비중 36% 돌파... 현금 첫 추월.

〈그림 1〉 일본의 비현금 지불수단별 사용액 및 비현금 결제비중 추이



자료: METI Japan

□ 비현금 결제 인프라로 전환과 동시에 정부가 추진 중인 디지털 화폐의 수용을 대비

- 2021년 기시다 내각은 ‘웹3(Web3) 강국’ 실현을 국가 전략으로 제시하면서, 디지털 엔화(CBDC)의 필요성을 강조하는 등 금융의 디지털 전환을 적극 추진
- 테라·루나 사태를 계기로 2023년 자금결제법을 개정하여 전 세계 최초로 스테이블코인을 제도권으로 편입
 - 스테이블코인을 전자결제수단으로 정의하고 발행주체를 은행, 자금이동업자, 신탁업자로 엄격히 제한
 - 스테이블코인 보유자가 발행자에게 법정화폐로 1:1 교환을 요구할 권리를 명문화하였고 발행액 전액을 안전자산으로 담보
 - 담보자산으로는 현금 및 예금(50~100%), 잔존만기 3개월 이내의 일본 및 미국 국채⁴⁾(최대 50%), 정기예금(최대 50%) 등으로 안전성을 유지하면서 발행사의 수익성을 위해 국채자산 범위를 점차 확대하는 등 운용 규제 유연화
- 최근 보고서에 따르면 일본은 CBDC와 스테이블코인 등 디지털 결제 수단을 이미 도래한 결제 환경으로 명확히 정의하고, 향후 기존 결제망과의 연결을 핵심 과제로 선정하는 등 비현금 결제플랫폼을 디지털 화폐로 확장⁵⁾

□ 스테이블코인의 제도적 정비 이후 민간 금융플랫폼 지원 등 관련 환경이 조성되었고, 지난해부터 엔화 스테이블코인이 본격 발행

- 정부는 단순히 법 개정에 그치지 않고, 디지털 급여로 수요를 창출, 은행 중심의 금융플랫폼 지원, 샌드박스를 통한 국채 운용범위 확대 등을 통해 사전 인프라를 구축

4) 2005년부터 만기 또는 잔존 기간이 3개월 이내인 미국 국채도 적격 담보에 포함

5) 일본 경제산업성(METI), 2025. 3. 31, 2024 Ratio of cashless payment among the total amount paid by consumers calculated, 보도자료.

- 금융청은 상환의무의 표준화, 담보자산 보존 방식의 명문화, 라이선스 기준 등을 명확히 함
 - 월급을 스테이블코인 전자지갑으로 받을 수 있게 법을 개정
 - 법 시행 초기에는 담보금의 전액현금보존을 요구하였으나, 발행사의 수익성 우려 문제가 제기되자 규제 샌드박스를 통해 국채 담보의 시스템 안정성을 테스트
 - 스테이블코인을 금융시스템 일부로 만들기 위해 대형 금융기관 미쓰비시UFJ(MUFJ)가 주도하는 Progmart 플랫폼을 보안 및 정산 시스템의 기술 표준으로 적극 지원
- 2025년 10월, 일본 핀테크 업체 JPYC Ine.는 엔화 스테이블코인 JPYC(JPY Coin)을 일본 최초로 발행⁶⁾
- 기존 선불식 지급수단에서 금융청의 자금이동업 라이선스 취득(2025.8월) 이후 전자결제수단으로 법적 지위가 변화
 - JPYC(JPY Coin)는 엔화 예금 및 일본국채와 1:1 담보가 보장되어 엔화로 전액 전환 가능, 향후 3년 동안 10조엔 규모 발행을 목표로 함
- 이후 금융그룹 SBI가 신탁형 엔화 스테이블코인⁷⁾ JPYSC 발행 계획을 발표⁸⁾
- 2026년 2월 27일, SBI 홀딩스와 스타테일그룹은 일본 최초 신탁형 스테이블 코인 JPYSC 발행 계획을 발표
 - 신탁형 스테이블코인은 현 일본 규제 환경상 활용 가능성이 가장 높은 것으로 평가되며, 향후 USDT, USDC와 같은 스테이블코인의 특성과 가장 유사한 형태일 것으로 예상

□ 정부는 담보 자산의 운용 규제 완화 등을 통해 디지털 결제 생태계의 선순환 구조 정착을 도모

- 스테이블코인의 담보 자산 운용 규정은 이용자 보호를 최우선으로 하되, 발행사의 수익성과 시장 안정성을 고려하여 점진적으로 완화
- 2023년 당시, 발행액 전액에 대해 요구불예금(현금성 자산)으로만 담보를 요구하였으나 발행사의 유인부족 문제가 지속적으로 제기
 - 2025년 개정을 통해 요구불예금 50~100%, 단기국채(일본, 미국의 잔존만기 3개월 이내) 최대 50%, 중도 해약가능 정기예금 최대 50%로 담보 규정을 완화
 - 현재 금융청은 국채 운용 비율을 최대 80%까지 확대하는 방안에 대한 의견 수렴을 진행 중
- 스테이블코인 발행사의 수익성 보장을 통해 이용자에게 수수료 혜택을 돌아가는 디지털 생태계의 선순환 구조를 형성
- 발행사의 수익 모델을 기존 결제 수수료 중심에서 국채 등 안전 자산 운용을 통한 이자 수익 중심으로 재편, 이용자에게는 수수료 제로라는 강력한 유인을 제공

6) Reuters, 2025. 10. 27, World's first yen-pegged stablecoin debuts in Japan.

7) 신탁형 엔화 스테이블코인이란 신탁회사가 담보 자산(엔화 등)을 안전하게 관리하고 그 자산에 대한 수익권을 블록체인 상에서 토큰(코인) 형태로 발행하는 모델로, 안전성(도산절연)과 범용성이 조화되어 일본 금융당국이 가장 권장하는 모델

8) 매일경제, 2026. 2. 27, SBI홀딩서, 2분기日 첫 신탁형 엔화코인 JPYSC 발행.

□ 특히 스테이블코인의 제도권 편입은 일본 국채를 담보자산으로 활용하는 구조와 맞물려 일본 국채 시장과 밀접하게 연관

- 스테이블코인 발행사는 법적 담보 의무 준수를 위해 국채를 상시 매입 및 보유해야 하는 구조적 매수자 역할
 - 2025년부터 기준금리 인상으로 중앙은행이 국채 매입을 줄여서 생기는 수요 부족을 민간 스테이블코인 발행사의 자금이 흡수하는 형태
 - 금리정상화 과정에서 발생할 수 있는 국채금리 급등을 막아주는 국채시장의 안전판 역할
- 국채 금리 급등으로 인한 담보 가치 하락에 대한 안전장치를 미리 마련
 - 담보 국채의 시가평가 및 일정 수준 이하의 가치 하락이 발생할 경우 즉시 현금 추가 입금
 - 담보 자산 중 일정 비율은 반드시 즉시 현금화 가능한 초단기 예치금 형태로 보유하도록 강제함

□ 엔화 스테이블코인 확산에 대한 일각의 우려에도 불구하고 일본 정부는 적극적으로 스테이블코인 사용 확산 방안 모색 및 비금융 사업자들의 발행 준비 등 향후 관련 시장 확대가 예상

- 일각에서는 상대적으로 빠른 제도화에도 불구하고 일본의 보수적인 규제 체제 등으로 미국 등 다른 국가와 같은 상승세는 보이지 않을 것으로 예상⁹⁾
 - 일본은행 전 임원이자 현재 일본 릿쿄대학교 교수인 시모다 토모유키는 엔화 스테이블코인 확산에 대해 대형 은행의 시장 참여 여부 등 불확실성이 클 것으로 예상
 - 일본은행 부총재 히미노 료조는 스테이블코인이 글로벌 결제 시스템의 핵심 주체로 부상하여 은행 예금의 역할을 부분적으로 대체할 수 있다며 전 세계 규제 당국에 이에 대한 대응을 촉구
- 그러나 최근 일본 재무장관과 금융청은 미쓰비시UFJ, 스미토모미쓰이, 미즈호 등 3대 금융그룹 공동 스테이블코인 프로젝트 지원을 발표하는 등 적극적 추진 움직임(2025.11.1일)
 - 특히 국경 간 결제 테스트를 고려하고 있어 대형 은행 주도로의 실제 활용 확대 가능성
- 일본 정부는 오사카엑스포, 공적 신분증 마이넘버카드를 활용하는 등 지불 수단 전환을 위해 실사용을 적극 지원
 - 오사카 엑스코(2025년) 공식 디지털 지갑에 JPYC 결제 기능을 탑재하는 등 실생활 결제에 연동
 - 2026년 1월, 미쓰이스미토모 카드(SMCC)는 기존 카드결제 인프라 환경에서 마이넘버카드를 전자지갑처럼 활용하여 스테이블코인 결제 상용화 가능성 검증을 테스트함

선임연구원 김보영

9) Reuters, 2025. 10. 27, World's first yen-pegged stablecoin debuts in Japan.

ZOOM
-INEU 개인투자자 제도 개편의 주요 내용과
시사점

- EU 이사회와 의회는 개인투자자 보호 강화와 시장 접근성 제고를 위한 새로운 개인투자자 프레임워크에 합의
- 이는 가계 금융자산이 저위험 자산에 집중되는 구조적 문제를 배경으로 추진
- 주요 내용으로 비용 체계 정비, 공시정보의 표준화, 상품별 절차 합리화, 이해상충 관리 강화 등이 포함
- 이를 통해 개인 저축의 자본시장 유입이 확대되고 개인투자 시장의 투자자 보호와 가격 효율성이 강화될 것으로 기대

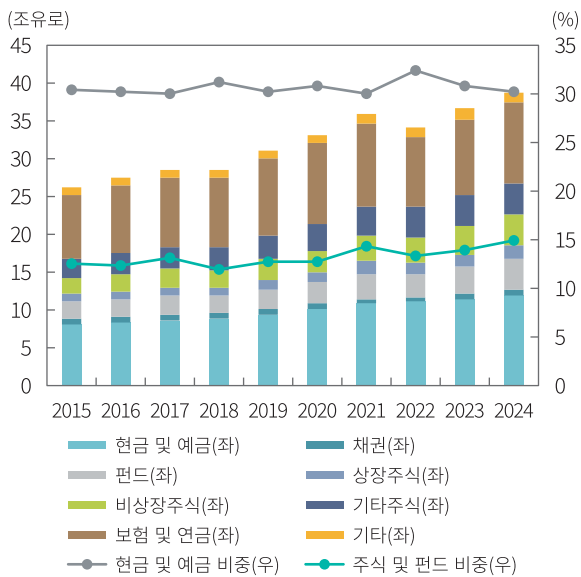
- 최근 유럽연합(EU) 이사회와 의회는 개인투자자 보호를 강화하고 자본시장 접근성을 높이기 위한 새로운 개인투자자 프레임워크(retail investment framework)에 합의¹⁾
 - 이번 합의는 2023년 5월 EU 집행위원회가 제안한 ‘Retail Investment Strategy(이하 RIS)’ 패키지에 대한 입법 협상의 결과로 단일 입법이 아니라 기존의 금융 관련 법령 전반을 포괄적으로 개정할 예정
 - 개정 대상에는 MiFID II, UCITS, AIFMD, Solvency II, IDD 지침 및 PRIIPs 규정²⁾ 등이 포함되며 각 제도의 투자자 보호 체계를 정비하고 공시 및 판매 규율을 보완하는 방향으로 추진될 계획
 - 다만 최종 합의는 집행위원회 초기 제안에 비해 부분 조정되어 급진적 규제 전환보다는 기존 체계를 유지하되 감독과 정보제공 기준을 강화하는 방향에 초점
- EU는 가계 금융자산이 저위험 자산에 집중되고 은행 중심의 금융구조가 유지되면서 가계 저축이 투자로 충분히 연결되지 못하는 구조적 한계를 인식

1) Council of the EU, 2025. 12. 18, Retail investment strategy: Council and Parliament agree on package to empower consumers while boosting markets.

2) MiFID II(Markets in Financial Instruments Directive II): 금융투자서비스 및 시장구조 규율, UCITS(Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities): 공모펀드 규제, AIFMD(Alternative Investment Fund Managers Directive): 대체투자기금 운용사 규율, Solvency II: 보험회사 건전성 규제, IDD(Insurance Distribution Directive): 보험 및 보험형 투자상품 판매 규율, PRIIPs(Packaged Retail and Insurance-based Investment Products): 패키지형 개인투자상품의 핵심정보문서(KID) 공시규정

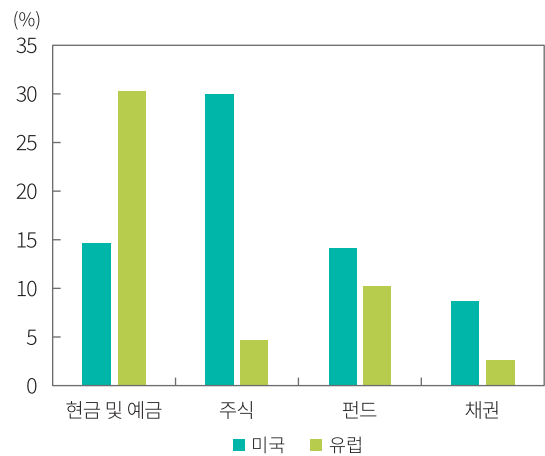
- 장기간에 걸친 높은 가계 저축률에도 불구하고 개인투자자들의 자본시장 참여가 상대적으로 낮은 구조를 유지
 - EU 가계 금융자산 중 현금 및 예금 비중은 꾸준히 약 30% 수준으로 가장 높은 비중을 유지하고 있는 가운데, 상장주식 및 펀드 비중은 다소 증가했으나 2024년 기준 15%로 여전히 낮은 비중
 - 반면, 미국의 경우 2024년말 기준 현금 및 예금 비중이 14.8%인데 반해 상장주식과 펀드 비중은 40%를 상회
- 이러한 문제 인식은 EU가 추진 중인 저축·투자 연합(Savings and Investments Union: SIU 전략³⁾과도 연계
- 특히 EU는 전통적으로 은행 중심의 자금조달 구조를 유지하고 있으며, 이로 인해 자본시장을 통한 장기 위험자본 공급이 충분히 이루어지지 못한다는 지적이 제기
 - 가계자산이 예금이나 보험 등 저위험 자산에 집중되는 경향이 강하고 EU 기업금융 역시 전통적으로 은행 중심 구조에 의존하고 있어 민간 저축이 자본시장으로 원활하게 유입되지 못하고 장기 위험자본으로 전환되지 못하는 구조가 지속⁴⁾

〈그림 1〉 EU 가계 금융자산



자료: Eurostat

〈그림 2〉 EU와 미국의 가계 금융자산 구성 비교



주 : 2024년말 기준

자료: Eurostat(유럽), FRB(미국)

3) EU 금융 시스템이 저축을 생산적인 투자로 유도하는 방식을 개선하기 위한 핵심적인 계획으로 개인투자자의 참여 확대, 국경 간 투자 장벽 제거, 연금 시스템 개선이 핵심(EC, 2025. 3. 19, Savings and investments union strategy to enhance financial opportunities for EU citizens and businesses)

4) ECB, 2024. 12. 4, How to turn European savings into investment, innovation and growth.

□ 이와 더불어 개인투자자 대상 투자상품의 비용 구조가 복잡하여 정확히 이해하기 어렵고 상품 간 비교도 쉽지 않다는 문제도 꾸준히 제기

— EU의 개인투자자 대상 투자상품 시장은 상품 유형에 따라 비용 구조가 다르고 비용 정보의 접근성과 투명성에도 한계가 존재⁵⁾

- 상품 유형과 자산군, 국가에 따라 비용 수준에 상당한 차이가 나타나며, 이러한 비용이 순성과(net performance)에 직접적인 영향을 미친다고 지적⁶⁾
- 특히 EIOPA의 보험형 투자상품(IBIPs) 관련 분석에 따르면, IBIPs는 비용 구조가 상대적으로 복잡하고 비용 수준도 집합투자기구(UCITS)보다 높은 경향이 나타나 이러한 비용 차이가 장기 투자 시 누적 수익률에 의미 있는 영향을 미칠 수 있음을 제시⁷⁾

— 이러한 비용 격차와 복잡성 문제와 더불어 개인투자자 대상 투자상품 판매 과정에서 발생하는 제3자 유인(inducement)⁸⁾ 역시 비용 상승과 이해상충을 초래할 수 있다는 점도 주요 쟁점⁹⁾

- 개인투자자 대상 투자상품 판매 과정에서 지급되는 판매보수는 자문인이나 중개인이 고객의 이익보다 수수료가 높은 상품을 권유할 유인을 제공할 수 있다는 점에서 문제로 지적
- 특히 투자자가 보수 체계를 충분히 이해하기 어려운 정보 비대칭 상황에서는 이러한 제3자 유인이 비용 상승과 이해상충 구조를 유발하는 요인으로 작용할 수 있다는 비판이 제기
- 이에 네덜란드, 덴마크 등 일부 회원국은 이미 개인투자자 대상 투자상품 판매 과정에서 제3자 유인을 금지하는 제도를 도입했으며, EU 차원에서도 관련 규율을 정비해야 한다는 논의를 진행¹⁰⁾

□ 이러한 배경을 바탕으로 추진된 RIS에는 비용 체계의 구조적 정비 및 공시정보 표준화, 상품 특성에 따른 절차 합리화, 이해상충 방지 및 관리체계 강화 등에 관한 내용이 포함

— 비용 대비 가치(Value for Money) 원칙의 도입과 핵심정보 공시 표준화를 통해 개인투자자 대상 투자상품의 비용 규율과 상품 간 비교 가능성을 제고

- 금융회사는 개인투자자가 부담하는 모든 수수료 및 비용을 식별하여 계량화하고, 감독당국이 설정하는 상품군별 기준을 토대로 비용 수준의 적정성을 검증
- 기준을 충족하지 못하는 상품은 개인투자자에게 판매할 수 없으며, 이는 단순한 비용 공시 강화를 넘어 비용 구조 자체의 합리성을 판매의 전제 조건으로 설정하는 제도적 전환을 의미

5) BNP Paribas, 2024. 10. 22, RIS: strategy for retail investors in Europe.

6) ESMA, 2023. 12. 18, The average cost of retail investment products declines but significant differences across EU Member States remain.

7) EIOPA, 2025, *Costs and Past Performance Report*.

8) 운용사, 보험사 등 금융상품 제조사가 상품 판매를 유도하기 위해 금융중개기관이나 플랫폼 등 판매자에게 제공하는 금전적, 비금전적 혜택

9) Consultation document a retail investment strategy for Europe(EC)

10) Debevoise & Plimpton, 2025. 12. 29, EU Retail investment strategy: First takeaways from the co-legislators' press releases.

- 또한 PRIIPs 규정 개정을 통해 KID(핵심정보서)의 형식과 내용을 표준화하고, 비용 및 위험, 예상수익 정보 등을 보다 명확하고 비교가능하게 제시하며, 향후에는 기계판독형(machine-readable) 공시로 전환할 예정
 - 자문 시 비용 요소를 포함한 적합성 원칙을 강화하는 한편, 단순·저비용 상품에 대해서는 절차를 간소화
 - 자문업자는 개인투자자의 재무상황과 투자목적에 부합하는지 여부뿐 아니라 비용 수준의 합리성까지 고려하여 상품을 권고하도록 하는 의무를 명확화
 - 다만 구조가 복잡하지 않거나 비용 부담이 낮은 상품에 대해서는 적합성 평가 시 투자자의 지식 및 경험 요건을 면제하여 절차를 간소화
 - 금융자문 과정에서 발생할 수 있는 이해상충 방지를 위해 제3자 유인(inducements)에 관한 규정을 강화하는 보호 장치 마련
 - 판매 과정에서 지급되는 수수료 등 제3자 유인이 고객에게 실질적 혜택을 제공하는지 여부에 대한 평가요건을 도입하고 관련 비용은 다른 수수료와 명확히 구분하여 공시
 - 금융문해력을 제고하여 투자상품에 대한 평가 역량을 강화하고, 소셜미디어 기반의 투자정보 확산에 대한 감독 근거를 명확화
 - 금융 교육 자료 제공뿐 아니라 투자회사의 홍보 과정에서 정보가 공정하고 명확하게 전달되는지 관리하는 등 다양한 형태의 조치를 포함
 - 또한 소셜미디어 기반의 금융 인플루언서 활동의 위험에 대한 경고 및 감독의 필요성을 명시
 - 전문투자자 전환 기준을 완화하여 일정 수준의 역량을 갖춘 투자자의 참여 범위를 확대
 - 거래 요건을 완화하고 거래경험, 자산규모, 전문역량 세 가지 요건 중 두 가지 이상 충족 시 전문투자자 지위 선택이 가능하도록 조정
- 제도 개편을 통해 개인투자자가 투자 과정 전반에서 보다 명확한 정보에 기반한 합리적 의사결정 여건이 개선될 수 있을 것으로 기대
- RIS는 단순히 투자자 보호 장치를 보완하는 수준을 넘어 개인 저축이 자본시장으로 보다 원활하게 유입될 수 있도록 제도적 기반을 재정비하는 구조적 개편이라는 점에서 의의
 - 상품 설계-공시-판매-적합성 평가-사후관리로 이어지는 규율 체계를 다시 정비함으로써, 비용 통제와 이해상충 관리 기능을 강화하고 투자자가 정보를 쉽게 비교하고 판단할 수 있도록 제도적 기반을 마련하는 것
 - 이에 따라 비용 체계 및 공시 제도 등 개인투자 시장의 규율 체계가 정비될 것으로 예상되고 가격 효율성과 비교 가능성을 중심으로 시장 규율 역시 강화될 것으로 기대
 - 비용 대비 가치 원칙 도입을 통해 과도한 비용 구조를 사전에 점검하고, 개인투자 시장에서 발생할 수 있는 부당한 비용을 구조적으로 차단하는 체계 마련 준비

- 핵심정보 공시를 표준화하고 디지털화하여 투자자가 상품 간 정보를 쉽게 비교할 수 있게 되고 전반적인 정보 접근성도 개선될 것으로 예상
- 단순하거나 저비용 상품에 대해서는 절차를 일부 간소화하여 투자 접근성을 높이면서도 기본적인 정보 제공과 투자자 보호 장치는 유지하는 균형 있는 규율 체계를 구축할 필요
- 또한 전문투자자 요건을 합리적으로 조정하여 일정 역량을 갖춘 투자자의 경우 시장 접근 기회를 확대하는 방향

선임연구원 홍지연