

OPINION

거시금융실

2026년 하반기 거시경제 전망 및 주요 이슈*

산업·경제 구조에 따라 국가별로 다소 상이한 흐름을 보이기는 하지만, 주요국 경제는 이란 전쟁의 충격에 어느 정도 적응하고 있는 모습이다. 우리나라는 반도체 수출 호조에 힘입어 1분기에 높은 성장세를 보였는데, 설비투자과 민간소비 등 내수 증가가 이어지면서 2026년 성장률은 2.9%를 나타낼 것으로 전망된다. 연간 소비자물가 상승률은 유가 상승과 소비 증가 등의 영향으로 2.8%를 기록할 것으로 예상된다.

물가 오름세가 확대되기는 했지만, 과거 유가 급등기(글로벌 금융위기 및 팬데믹 직후)와는 달리 인플레이션이 급속하게 확산될 가능성은 크지 않은 것으로 판단된다. 이는 당시와 비교할 때 글로벌 곡물 수급, 공급망 교란 정도, 글로벌 통화정책 기조 등의 여건에서 뚜렷한 차이가 있어, 여타 국제원자재 가격이 비교적 안정세를 유지할 것으로 전망되기 때문이다. 다만, 예상을 상회하는 경기 확장과 내수 증가에 따른 수요측 물가 상승 압력이 존재하는 바, 한국은행은 이에 대응하여 금년 하반기 중 기준금리를 2회(총 50bp) 인상하면서 정책 기조를 전환할 것으로 전망된다.

한편, 이란 전쟁 이후 글로벌 통화정책 환경은 금리 인하 기대 중심에서 물가 불확실성을 우선 고려하는 국면으로 재편되고 있다. 특히 미국의 경우, 인플레이션에 대한 우려로 연내 기준금리 동결 가능성이 높아졌으나, 정책금리 경로에 대한 불확실성은 여전히 높은 수준을 지속하고 있다. 또한 최근에는 정책금리 자체보다 시장금리와 금융여건의 변화가 실질적인 긴축 정도를 결정하는 주요 변수로 부상하였다. 향후 글로벌 통화정책의 방향은 인플레이션 경로의 불확실성에 의해 좌우될 가능성이 높으며, 이에 따라 금융시장 변동성도 상당 기간 높은 수준을 유지할 것으로 예상된다.

글로벌 경제는 이란 전쟁으로 인한 공급 충격에 어느 정도 적응하고 있는 모습이다. 에너지 수급과 해상운송 등 물류에 제약이 커지기는 했지만, 주요국의 실물경제에 미치는 부정적 영향은 러시아-우크라이나 전쟁 발발 당시에 비해서는 제한적인 것으로 평가되고 있다.¹⁾ 다만, 각국의 경기가 산업 및 경제 구조에 따라 상이한 흐름을 보이는 가운데, 미-이란 간 갈등이 재점화될 가능성과 국제유가 상승에 따른 인플레이션 리스크는 불안 요인으로 잠재해 있다. 본고에서는 최근 국내외 경제 동향을 살펴 보면서 국내 거시경제에 대해 전망하고, 주요 이슈인 국내 물가 여건 및 통화정책 방향, 그리고 글로벌 통화정책 변화에 대해 논의하고자 한다.

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

1) Financial Times, 2026. 6. 1, Iran war inflation shock set to fall short of 2022 surge.

최근 국내외 경제 동향

미국 경제는 2026년 1분기에 1.6%(연율, 이하 동일) 성장하면서 이전(2025년 4분기: 0.5%)보다 높은 성장세를 나타냈다. 금년도 미국 경제는 AI를 중심으로 한 투자 증가와 수출 실적 개선 등에 힘입어 연간 2% 내외 성장하면서 양호한 경기 상황을 보일 것으로 예상된다. 물가의 경우, 이란 전쟁 발발 이후 에너지 관련 품목 가격이 크게 높아지면서 5월 소비자물가는 4.2%(전년동기대비, 이하 동일)로 상승폭이 확대되었고, 4월 근원 PCE 물가지수도 3.3% 상승하여 미 연준 물가목표와의 격차가 커졌다. 워시 의장 지명 당시 미 연준의 완화적인 성향이 강해질 것이라는 예상²⁾도 있었지만, 이란 전쟁 이후 미국 내 물가 상승세가 다시 높아지면서 향후 통화정책 방향에 대한 시각차가 큰 상황이다(자세한 내용은 이슈 2 참고).

유로 지역은 호르무즈 해협의 물류 차질과 원유·천연가스를 포함한 에너지 가격상승 등의 영향으로 2025년 4분기 0.2%에서 2026년 1분기 0.1%로 성장률이 둔화되었다. 유로 지역은 에너지원으로 천연가스 의존도가 높기는 하지만 2022년의 에너지 위기 시에 비해 가격상승폭³⁾이 크지 않아 심각한 경기 침체를 유발할 정도의 충격은 아닌 것으로 판단된다. 유로 지역에서도 에너지 품목을 중심으로 물가 상승세가 확대되고 있는데, ECB가 하반기 중 금리 인상을 통해 이에 대응할 것으로 전망된다.

우리나라는 2026년 1분기에 1.8%(전분기대비, 이하 동일)라는 높은 성장률을 나타냈다. 반도체 등 IT 제품 수출 증가가 1분기의 성장세를 주도하였고, 4월과 5월에도 수출은 평균 868억달러(2026년 1~3월 평균: 735억달러, 통관 기준)의 실적을 기록하면서 모멘텀을 이어가고 있다. 내수 부문에서는 설비투자 증가율이 2025년 4분기 -1.6%에서 2026년 1분기 6.6%로 크게 높아졌고, 민간소비도 동기간 중 0.4%에서 0.6%로 증가율이 확대되면서 회복세를 나타냈다. 소비자물가 상승률(전년동기대비)은 금년 1~2월 중 2.0%로 안정세를 나타냈으나 이란 전쟁 이후 석유류 가격과 항공료를 포함한 서비스 요금 상승 등이 이어지면서 5월 들어 3.1%로 다소 높은 오름세를 보였다.

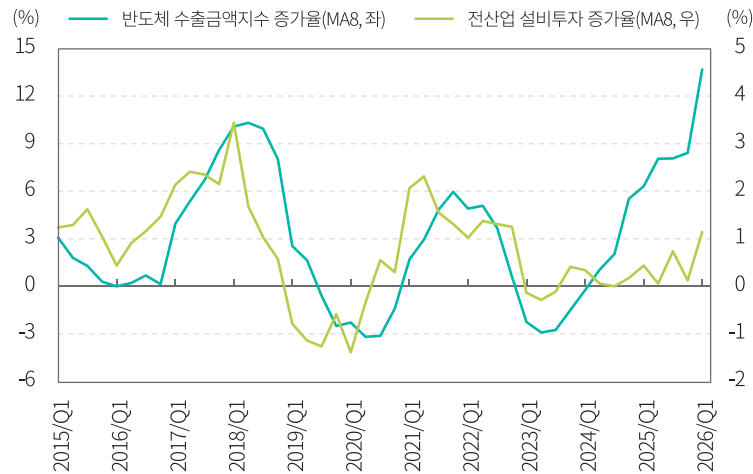
국내 경기 및 물가 전망

2026년 국내 GDP는 수출이 성장세를 주도하는 가운데 설비투자와 민간소비 등 내수 증가세가 확대되면서 2.9% 성장할 것으로 전망된다. 수출은 반도체, 저장장치(SSD) 등 IT 품목을 중심으로 한 글로벌 수요 증가에 따라 호조를 이어갈 것으로 보인다. 또한 <그림 1>의 추이처럼 반도체 제조 장비 등 관련 투자가 동반되면서 설비투자는 연간 4.9%의 높은 증가율을 나타낼 것으로 전망된다. 민간소비는 경기 및 주가 상승에 따른 소득 여건과 소비심리 개선으로 장기 평균(2010~2025년 평균: 2.2%)을 웃도는 2.5% 내외의 증가율을 나타낼 것으로 예상된다. 건설투자의 경우, 빠른 반등은 어렵겠지만 장기 간 지속된 마이너스 성장에서 벗어나면서 일부 개선된 모습을 보일 전망이다.

2) Bloomberg, 2026. 2. 23, AI is no excuse for the Fed to cut interest rates.

3) 2022년 유럽 내 천연가스 가격은 300유로(MWh)를 넘어서기도 했는데, 이란 전쟁 이후 유럽 내 천연가스의 최고가는 60유로(MWh) 내외 수준이다.

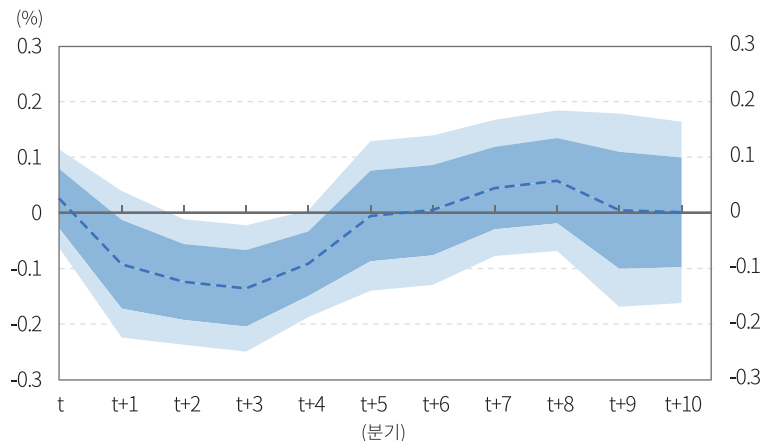
〈그림 1〉 반도체 수출과 설비투자



주 : MA8은 8분기 이동평균을 의미
 자료: 자본시장연구원, 한국은행

다만, 전반적인 지표상의 호조에도 불구하고, 이란 전쟁은 국내 경제의 이면에서 연중 부정적인 영향을 미칠 것으로 추정된다(원유 공급 충격의 경기에 대한 영향은 〈그림 2〉 참고). 특히, 석유화학 산업은 수익성이 개선되기는 했지만 원료 확보 문제로 가동률 회복이 지연되고 있고, 건설업 또한 이란 전쟁 이후 원자재 비용 상승 및 자재 수급 우려가 여전한 상황이다. 한편, 자동차의 경우 현지 생산 증가, 부품 공급망 문제 등 제조업체 고유 요인과 함께 중동행 운송 차질로 인한 중고차 판매 급감으로 수출이 감소하고 있다. 물류 문제는 종전 이후 비교적 빠르게 해결될 수 있겠으나 산유국들의 생산시설 정상화에는 다소 시간이 소요될 전망이므로 고유가와 그 여파는 당분간 지속될 것으로 보인다.

〈그림 2〉 원유 공급 충격의 국내 GDP에 대한 영향



주 : 1) 원유 공급 충격은 Baumeister and Hamilton(2019)에 따라 산출한 자료 이용. 1표준편차 충격에 대한 반응을 국소투영법으로 추정
 2) 음영은 각각 68% 및 90% 신뢰구간, 점선은 중심치를 의미
 자료: 자본시장연구원 추정, Baumeister 홈페이지

2026년 국내 소비자물가는 연간 2.8%의 오름세를 나타낼 것으로 전망된다. 경기 회복에 따른 소비 개선과 더불어 유가 충격의 영향이 물가 상방 압력으로 작용할 것으로 보인다. 다만, 공급 충격으로 인해 국제유가가 큰 폭으로 상승하기는 했지만, 소비자물가가 팬데믹 직후 급등기 수준(2022년 5.1%)과 같은 오름세를 보이지는 않을 것으로 판단된다. 이에 대해서는 이슈 1에서 자세히 논의하도록 하겠다.

향후 대외적으로 미국과 이란의 종전 협상 타결 이후 지정학적 위험이 실질적으로 해소되고, 글로벌 반도체 수요가 높은 증가세를 이어간다면 성장 모멘텀이 강화될 수 있을 것으로 생각된다. 또한 국내적으로 소득과 자산가격(주가) 상승이 소비 증가를 가속화한다면 경기의 추가 상승 요인으로 작용할 수 있다. 반면, 미국과 이란 간 갈등 등 지정학적 위험의 재점화⁴⁾, 산유국 생산시설의 정상화 지연, 글로벌 AI 투자 둔화, 그리고 이에 따른 내수 위축 등은 국내 경기에 대한 하방 리스크가 될 것으로 판단된다.

이슈 1: 물가 여건 및 국내 통화정책 전망

중동 전쟁으로 국제유가가 가파르게 상승하면서 국내외 거시경제에 불안 요인으로 작용하고 있다. 특히, 2022년이라는 가까운 과거에 국제유가 급등과 고인플레이션을 경험한 바 있기 때문에 가파른 물가 상승이 재현될 수 있다는 우려가 큰 상황이다. <표 1>과 같이 국내 소비자물가는 수요 압력(GDP갭), 유가 등 국제원자재 가격, 글로벌 공급망 등에 영향을 받는데, 본 절에서는 이러한 요인들을 중심으로 과거 국제유가 급등기와 비교하면서 국내 물가 여건에 대해 논의하고자 한다.

<표 1> 소비자물가 상승률의 주요 결정 요인

독립변수	(1)		(2)	
	계수	(p-value)	계수	(p-value)
자기시차	0.160	(0.000)	0.179	(0.002)
GDP갭(-1)	0.050	(0.087)	0.098	(0.005)
△유가	0.016	(0.000)	0.014	(0.000)
△비에너지 원자재	0.022	(0.003)	0.026	(0.002)
글로벌 공급망 압력(-1)	0.050	(0.019)	0.055	(0.016)
△민간소비	-	-	0.106	(0.008)
△원/달러 환율	0.039	(0.000)	0.041	(0.000)
상수항	0.439	(0.000)	0.367	(0.000)

주 : 1) △는 전분기 대비 변화율(%)을 의미, GDP갭은 % 기준

2) 소비자물가 상승률은 계절조정계열의 전분기 대비 상승률(%), GDP갭은 4분기 이동평균, 유가는 두바이유 기준, 비에너지 원자재는 IMF의 non-fuel commodity index, 글로벌 공급망 압력은 New York Fed의 global supply chain pressure index의 2분기 이동평균, (-1)은 1분기 시차를 의미

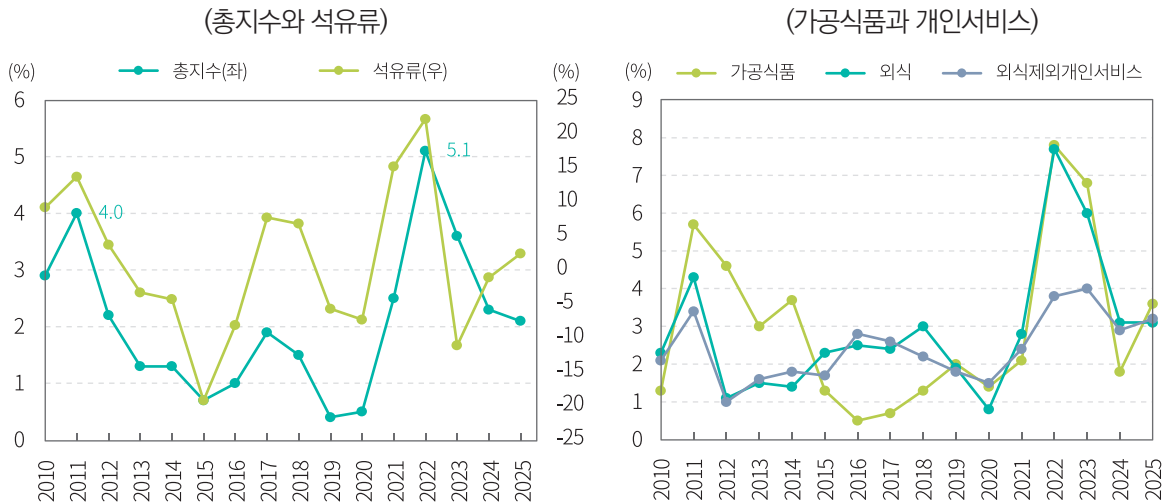
3) 일반화 적률법 이용 추정, 결합 외생성 검정 결과 p-value는 각각 0.68 및 0.70

자료: 자본시장연구원 추정

4) 관세 협상 사례에서와 같이, 종전 협상 타결 이후에도 트럼프 행정부가 이란에 추가 요구사항을 제시하면서 다시 불안이 발생할 가능성을 배제할 수 없다. 아울러 협상 이후 이스라엘의 단독 군사작전, 이란의 돌발 행동 가능성 등도 잠재적인 리스크 요인이다.

글로벌 금융위기 이후를 기준으로 보면, 최근을 포함하여 크게 3차례의 국제유가 급등기가 존재한다. 글로벌 금융위기 이후 경기 회복기이자 중동·북아프리카(Middle East and North Africa: MENA) 사태가 발생한 2011년, 그리고 팬데믹의 영향과 러시아-우크라이나 전쟁 발발이 있었던 2022년에 국제유가(WTI, 월평균)는 배럴당 각각 약 110달러 및 115달러까지 상승하였다. <그림 3>에 나타난 것처럼 당시 국내 소비자물가(연간) 상승률은 각각 4.0%와 5.1%로 크게 높아졌는데, 품목별로 보면 석유류뿐만 아니라 가공식품과 외식, 여타 개인서비스에 이르기까지 광범위한 오름세를 나타낸 바 있다.

<그림 3> 주요 품목별 소비자물가 상승률

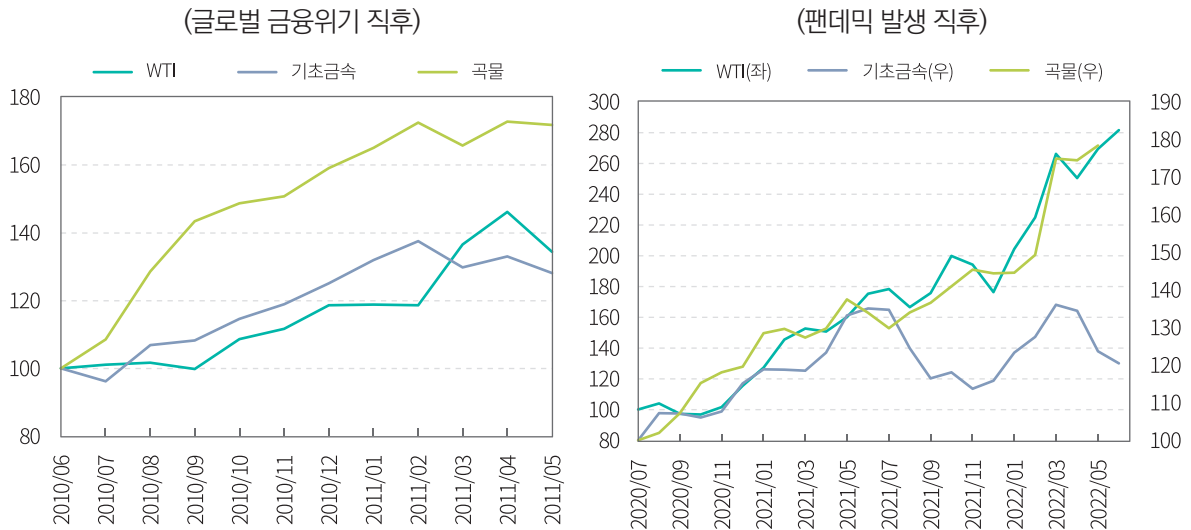


자료: 국가데이터처

중동 사태로 촉발된 고유가 문제가 당분간 지속될 것으로 전망⁵⁾되는 상황에서 아직은 과거에 비해 국내 소비자물가 품목 중 비석유류 가격의 동반 상승세가 크지 않은 편이다. 다행스러운 현상이기는 하지만, 이는 한편으로 비석유류 품목이 향후 국내 물가 흐름을 결정할 것이라는 점을 함축하기도 한다. 따라서 국제유가뿐만 아니라, 비석유류 품목 가격에 상당한 영향을 미치는 여타 국제원자재 가격에도 주목할 필요가 있다.

5) 미국의 에너지정보청은 2026년 5월 전망에서 금년 3분기와 4분기의 배럴당 브렌트유 가격을 각각 99달러와 89달러로 예상하였다(2025년 4분기: 64달러).

〈그림 4〉 과거 유가 급등기의 주요 국제원자재 가격



주 : 2010년 6월과 2020년 7월을 각각 100으로 표준화
 자료: 한국은행, IMF

〈그림 4〉는 과거 유가 급등기의 곡물과 기초금속의 국제 가격을 나타내고 있다. 제시된 두 시기에는 원유 외에도 해당 국제원자재 가격 급등이 상당 기간 동반되었는데, 특히 곡물 가격의 가파른 상승세가 두드러진다. 이에 따라 국내 가공식품, 기타 공업제품 등 상품 가격과 외식 등 서비스 물가 상승을 자극하여 전반적인 물가 불안에 영향을 미친 것으로 평가된다. 단, 이러한 여타 국제원자재 가격 급등이 단순히 국제유가 상승으로 인한 결과라고 단정하기는 어렵다. 당시에는 곡물과 금속 등 국제원자재 가격의 급등을 촉발한 복합적인 요인이 존재했기 때문이다. 글로벌 금융위기 직후에는 극심한 가뭄으로 인한 주요 생산국(러시아)의 곡물 수출 금지와 중국의 급속한 투자 확대⁶⁾, 팬데믹 직후에는 광범위한 글로벌 공급망 교란과 러시아-우크라이나 전쟁 발발이 국제원자재 가격의 불안 요인으로 작용했다. 아울러 두 시기에는 각국 중앙은행이 제로금리와 양적 완화 등으로 초완화적인 통화정책을 유지하였고, 이에 따라 상품 및 자산 가격의 동반 상승을 유발할 수 있는 금융 환경이 존재했다는 공통점이 있다.

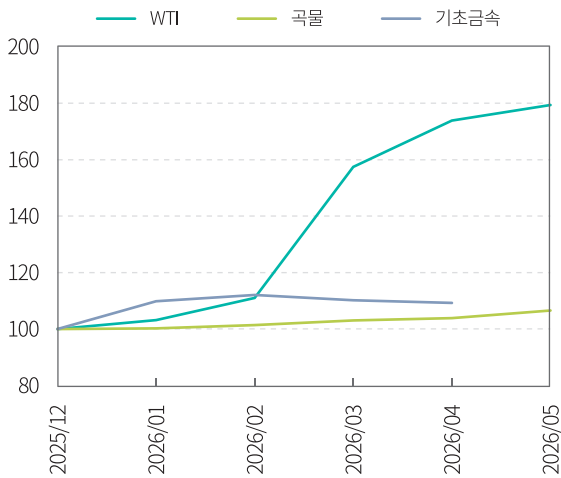
이상의 과거 급등기와 비교할 때 최근의 물가 여건은 비교적 유리한 상황이라 할 수 있다. 곡물의 경우, 주 생산지에서 대규모 이상기후나 자연재해가 발생하지 않아 생산과 재고 증가가 예상⁷⁾되므로 가격상승 압력이 크지 않은 것으로 평가된다. 그리고 데이터센터 투자 등으로 기초금속의 가격이 한때 높아지기는 했지만 급년 중 상승폭은 제한적인 수준이며, 호르무즈 해협 폐쇄로 인한 글로벌 공급망 교란은 팬데믹 직후보다는 심각도가 낮은 편이다(〈그림 5〉와 〈그림 6〉). 아울러 당초 예상과는 달리

6) World Bank 자료에 따르면, 2007년에 38%였던 중국의 GDP 대비 고정자산투자 비율은 2013년에 44%까지 높아졌다. 우리나라의 2013년 GDP 대비 고정자산투자 비율은 29%이다.

7) Food and Agriculture Organization, 2026. 5, FAO cereal supply and demand brief.

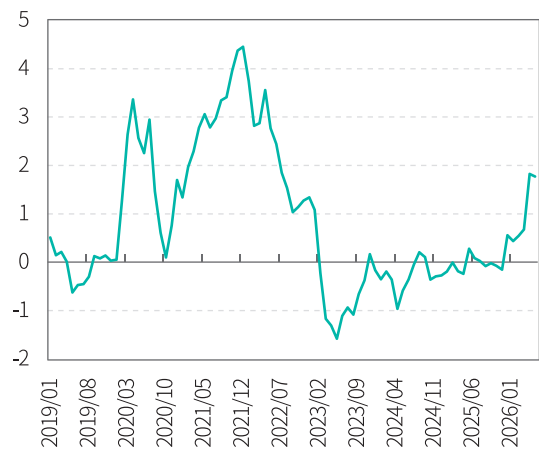
미 연준이 금리 인하를 유보하고, ECB는 금년 중 총 2회 정책금리를 인상할 것으로 예상되는데⁸⁾, 이는 과거의 글로벌 통화정책 기조와 비교할 때 큰 차이점이라 할 수 있다. 이상의 여건을 고려할 때 이전 유가 급등기와는 달리, 중동 사태 이후에도 여타 국제원자재 가격은 대체로 안정세를 보일 것으로 전망된다. 따라서 원유 이외의 주요 국제원자재 가격을 통해 인플레이션이 광범위하게 확산될 가능성은 크지 않다고 평가된다.

〈그림 5〉 최근 주요 국제원자재 가격



주 : 2025년 12월을 100으로 표준화
자료: 한국은행, IMF

〈그림 6〉 글로벌 공급망 압력 지수



자료: New York Fed

단, 당초 예상을 상회하는 경기 확장과 민간소비 등 내수 증가로 개인서비스 부문을 중심으로 물가 상승 압력이 존재할 것으로 판단된다. 통화정책 환경 측면에서 보면, 중동 사태라는 부정적인 공급 충격에도 불구하고 국내 경기가 높은 성장세를 나타내면서 정책적 딜레마⁹⁾가 상당 부분 해결되었다고 볼 수 있다. 따라서 한국은행은 소비와 투자 등 수요 측면에서 높아지고 있는 물가 상승 압력에 대응하기 위해 금리 인상 기조로 통화정책 방향을 전환할 것으로 예상된다.¹⁰⁾

물가 등 전술한 거시경제 여건을 종합적으로 고려할 때 기준금리는 금년 하반기 중 2회(총 50bp) 인상될 것으로 전망된다. 수요 압력에 의한 물가 상승은 통화정책적 대응이 필요한 전형적인 상황이므로 기준금리 인상은 일견 자연스러운 수순으로 여겨질 수 있다. 다만, 본고와 주요 기관들이 전망하는 2026년 소비자물가 상승률은 2% 후반으로 급등 수준이라 보기는 어렵고, 수요 압력과 물가에 대한

8) 이외에도 호주 중앙은행은 금년 5월을 포함하여 총 3회 정책금리를 인상한 바 있고, 일본 중앙은행도 금리 인상을 통해 인플레이션에 적극적으로 대응할 것으로 예상된다.
9) 부정적인 공급 충격은 경기 하강과 물가 상승을 동시에 유발하므로 정책금리 인상 시 성장률의 추가 하락, 정책금리 인하시 인플레이션의 추가 악화 위험이 수반된다.
10) 아울러, 주택가격 불안 가능성 등 금융안정에 대한 고려도 인상 기조로 전환되는 한 가지 요인이 될 것으로 보인다.

전이 정도에는 불확실성이 존재한다. 이러한 점을 감안하면 한국은행은 금년도에 25bp씩 2회에 걸쳐 정책금리를 인상하면서 점진적으로 대응할 것으로 예상된다. 그리고 이후 거시경제 상황이 한국은행의 전망 경로¹¹⁾와 유사하게 전개된다면 내년에는 1~2회 정도 소폭의 추가 인상이 있을 것으로 판단된다.

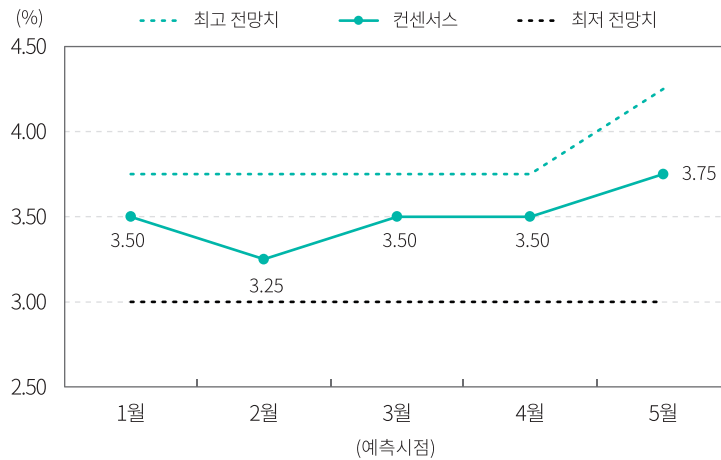
이슈 2: 글로벌 통화정책 변화

이란 전쟁 발발 이후 글로벌 통화정책 환경은 기존의 금리 인하 기대 중심 국면(dovish pivot)에서 물가 안정과 인플레이션 위험을 우선적으로 고려하는 국면(hawkish pause)으로 전환되는 모습을 보이고 있다. 주요국 중앙은행들은 경기둔화 위험을 고려하여 즉각적인 추가 긴축에는 신중한 입장을 유지하고 있으나, 에너지 가격 상승에 따른 인플레이션 재상승 위험이 확대되면서 금리 인하 기대를 재조정하고 있다. 특히 에너지 충격이 기대인플레이션 및 임금·가격 결정 과정으로 확산될 가능성이 제기되면서 일부 시장참가자들은 추가 금리 인상 가능성까지 반영하기 시작하는 등 글로벌 통화정책 기조는 물가 안정에 보다 무게를 두는 방향으로 변화하고 있다. 다만 에너지 의존도, 성장여건, 환율 및 물가 구조 등의 차이에 따라 정책 대응의 강도는 국가별로 차별화될 것으로 예상된다.

미국의 경우 연초에는 2026년 중 한 차례(25bp) 금리 인하가 기본 시나리오로 인식되었으나, 전쟁 이후 유가 상승과 공급망 불확실성이 인플레이션 기대를 자극하면서 금리 인하 시점이 점차 지연되는 모습을 보이고 있다. 아래 <그림 7>에 나타난 바와 같이 시장이 예상하는 정책금리 경로는 전쟁 발발 이후 점진적으로 상향 조정되었으며, 연말 기준금리 동결에 대한 컨센서스도 확대되고 있다. 최근 주요 전망기관의 정책금리 전망 중간값(연방기금금리 목표범위 상한 기준)은 2026년 말 3.75% 수준으로, 다수 기관이 연말까지 금리 동결을 예상하고 있다. 다만 최근 발표된 5월 미국 소비자물가 상승률이 전년동월대비 4.2%를 기록하며 2023년 이후 가장 높은 수준을 나타냄에 따라 일부 기관은 기존의 금리 인하 전망을 철회하거나 추가 금리 인상 가능성을 반영하기 시작하였다. 이에 따라 시장의 기본 시나리오는 연내 금리 동결로 이동하고 있으며, 향후 물가 상승 압력이 예상보다 장기간 지속될 경우 추가 금리 인상 가능성도 배제하기 어려운 상황이다.

11) 한국은행은 최근(2026년 5월) 전망에서 2027년도 성장률은 2.1%, 소비자물가 상승률은 2.3%로 예상하였다.

〈그림 7〉 미국 정책금리 전망 변화

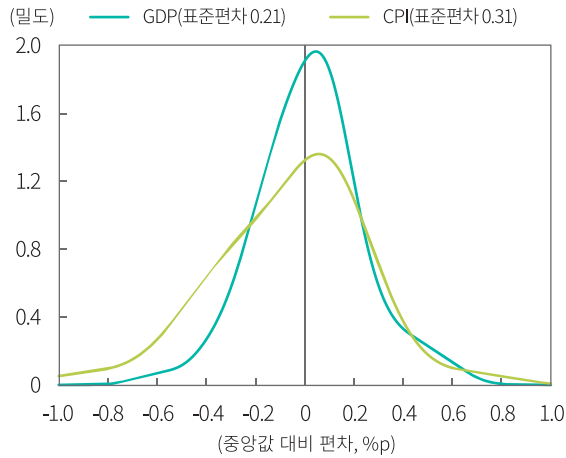


주 : 미국 정책금리는 연방기금금리 목표범위의 상한(upper bound) 기준
 자료: Financial Times Monetary Policy Radar, 자본시장연구원

지난 4월 FOMC 의사록에서도 연준의 인식이 이와 크게 다르지 않음이 확인된다. 다수의 참석자들은 높은 수준의 인플레이션이 예상보다 장기간 지속될 가능성과 중동 지역 분쟁의 경제적 파급효과에 대한 불확실성을 고려할 때 기준금리를 현 수준에서 예상보다 오랜 기간 유지할 필요가 있다는 의견을 제시하였다. 또한 유가와 원자재 가격의 고공행진이 기대인플레이션과 임금·가격 결정 과정으로 전이될 가능성에 대한 우려도 제기되었다. 최근 발표된 소비자물가 지표는 이러한 우려가 현실화되고 있음을 시사하며 연준의 신중한 정책 기조를 뒷받침하고 있다. 반면 노동시장은 낮은 실업률을 유지하는 등 견조한 모습을 지속하고 있어 연준은 경기둔화 우려보다 물가안정에 정책 우선순위를 두고 당분간 현행 금리 수준을 유지하면서 향후 물가 흐름을 점검하는 신중한 기조를 이어갈 가능성이 높은 것으로 보인다.

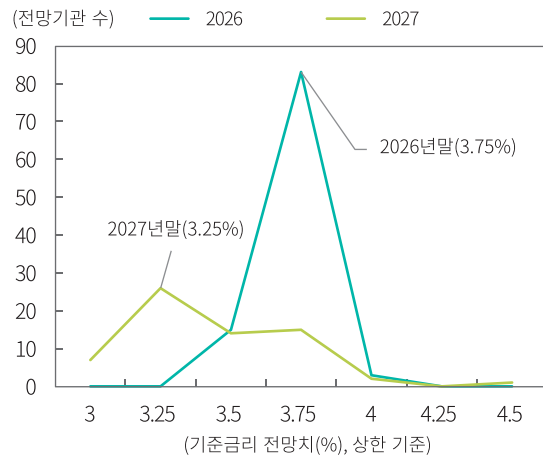
한편 아래 〈그림 8〉에서 볼 수 있듯이 주요 전망기관의 물가 전망 분산도는 성장률 전망에 비해 높은 수준을 나타내고 있다. 이는 시장참가자들이 향후 성장 경로보다 인플레이션 경로에 대해 더 큰 불확실성을 인식하고 있음을 의미한다. 이러한 인식은 정책금리 전망에도 반영되고 있으며, 〈그림 9〉에 나타난 바와 같이 실제로 2027년 이후 정책금리에 대한 기관 간 견해 차이도 확대되는 모습을 보이고 있다. 즉 성장 경로에 대한 시장의 견해는 비교적 수렴되어 있는 반면 인플레이션 경로에 대한 불확실성은 여전히 높은 수준을 유지하고 있으며, 이는 향후 정책금리 경로에 대한 전망의 불확실성을 높이는 주요 요인으로 작용하고 있는 것으로 판단된다.

〈그림 8〉 2026년 성장률 및 물가 전망 분포



주 : 밀도는 주요 전망기관의 2026년 GDP 성장률 및 CPI 전망치 중앙값 대비 분포를 나타냄
 자료: LSEG, 자본시장연구원

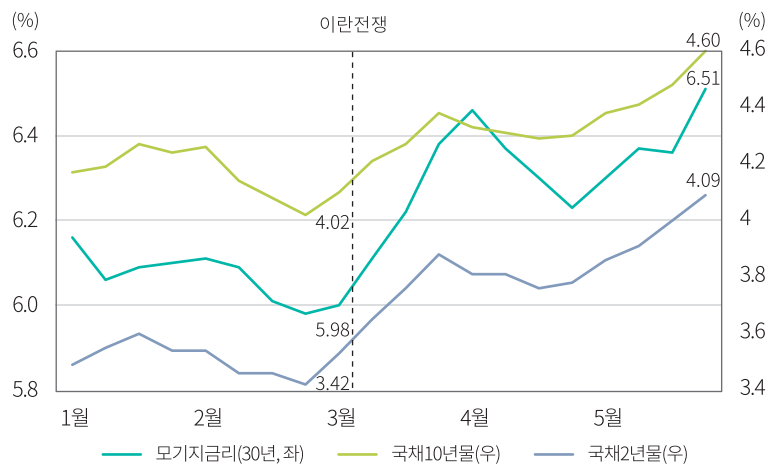
〈그림 9〉 기준금리 전망 분포



주 : 주요 전망기관의 2026년 말 및 2027년 말 미국 연방기금금리 목표범위 상단 전망 분포를 나타냄
 자료: LSEG, 자본시장연구원

이러한 통화정책 경로의 재평가와 불확실성 확대는 미국 금융시장 전반에 반영되고 있다. 특히 국채금리 상승을 중심으로 금융여건이 점차 긴축되는 가운데, 모기지금리와 기업 차입금리 등 민간 부문의 자금조달 비용도 동반 상승하고 있다. 미국 10년물 국채금리는 최근 4.6% 수준까지 상승하며 2025년 초 이후 최고 수준을 기록하였으며, 이는 유가 상승에 따른 인플레이션 우려와 금리 인하 기대 후퇴뿐만 아니라 기간프리미엄 확대, 재정적자 및 국채공급 증가에 대한 부담이 복합적으로 작용한 결과로 평가된다. 미국의 30년 만기 고정 모기지금리 역시 최근 6.5% 내외의 높은 수준을 유지하고 있어 금융여건 측면에서의 긴축 압력을 높이고 있다.

〈그림 10〉 이란 전쟁 이후 주요 시장금리 추이



자료: FRED, 자본시장연구원

주목할 점은 최근 금융여건의 긴축 속도가 정책금리 전망의 변화보다 더 빠르게 진행되고 있다는 점이다. 연준은 여전히 향후 점진적인 금리 인하 가능성을 열어두고 있으나, 시장은 인플레이션 재상승 위험과 재정건전성 악화, 국채공급 증가 등 장기 리스크를 선반영하면서 보다 높은 금리 수준을 요구하고 있다. 이는 금융여건 결정에 있어 정책금리 자체보다 시장금리의 움직임이 더욱 중요한 변수로 부상하고 있음을 시사한다. 실제로 연준이 기준금리를 동결하고 있음에도 장기 시장금리 상승을 통해 금융여건이 추가적으로 긴축되는 모습이 나타나고 있으며, 이는 채권시장이 사실상 통화긴축 효과의 상당 부분을 담당하고 있는 것으로 해석할 수 있다.

종합하면, 이란 전쟁 이후 글로벌 통화정책 환경은 금리 인하 기대 중심 국면에서 물가 불확실성과 인플레이션 재상승 위험을 우선적으로 고려하는 국면으로 전환되고 있다. 특히 미국의 경우 연내 기준금리 동결 가능성이 기본 시나리오로 자리잡고 있으나, 물가 상승세 재가속으로 인해 추가 금리 인상 가능성까지 배제하기 어려운 상황이다. 또한 최근에는 정책금리보다 시장금리와 금융여건의 변화가 통화정책의 실질적인 파급효과를 결정하는 중요한 변수로 부상하고 있다. 향후 글로벌 통화정책의 방향은 인플레이션 경로와 기대인플레이션의 안정 여부에 의해 좌우될 가능성이 높으며, 이에 따라 글로벌 금융시장은 당초 예상보다 높은 금리 수준이 장기간 유지되는 'higher for longer' 환경에 대비할 필요가 있을 것으로 판단된다.

OPINION

거시금융실

2026년 하반기 금융시장 전망과 자산배분 전략*

2026년 하반기 금융시장은 인플레이션 경로와 이에 따른 통화정책 기대의 재조정 가능성이 주요 변수로 작용할 전망이다. 특히 이란 전쟁 이후 높아진 미국의 인플레이션 불확실성은 연준의 정책 금리 기대를 재조정시키며, 달러화 경로를 통해 장기금리와 환율의 상방 위험을 높이고 있다. 국고채 10년물 금리는 정책금리 인상 경로가 상당 부분 반영된 가운데 기간 프리미엄이 점진적으로 안정되면서 4% 초반을 전후로 등락할 것으로 예상되나, 인플레이션 재상승과 글로벌 긴축 우려로 상방 위험이 우세하다. 원/달러 환율은 경상수지 흑자 확대 등 원화 강세 요인과 거주자 해외주식투자 확대 및 외국인 주식 순매도 등의 약세 요인이 맞서면서 뚜렷한 방향성을 형성하기 어려울 전망이다. 한국 은행이 하반기 금리 인상에 나서더라도 시장이 이를 상당 부분 선반영한 만큼 내외금리차 축소의 영향은 제한적일 것으로 판단된다. 이처럼 하반기에는 기간 프리미엄과 외환수급 여건의 영향이 커지면서 시장 변동성도 확대될 가능성이 있다.

한편 인플레이션 재상승 우려로 주식·채권 상관관계가 다시 높아지면서 채권의 전통적 안전자산 기능은 과거보다 약화된 것으로 판단된다. 자산배분 측면에서 금, 에너지, 방어주 등 대안 자산을 활용한 유연한 대응이 필요하나, 헤지 자산의 효과는 물가 상승의 원인과 경기 국면에 따라 달라질 수 있다. 에너지 가격 충격이 주된 인플레이션 요인인 현 국면에서는 에너지 섹터가 효과적인 헤지 수단이 될 수 있으나, 거시환경 변화에 따라 적합한 헤지 자산도 달라질 수 있어 지속적인 모니터링이 필요하다.

장기금리 전망

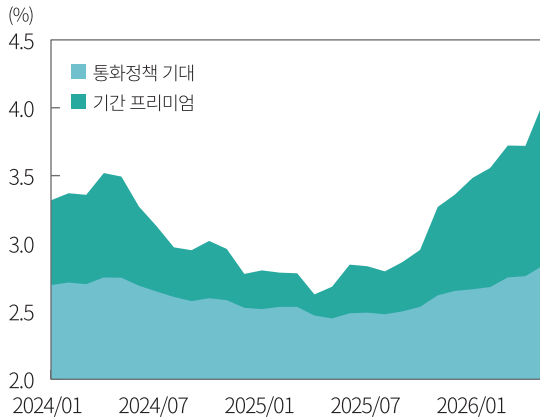
국고채 10년물 수익률¹⁾은 2025년 5월 2.68%에서 2026년 5월 4.04%로 12개월간 약 136bp 상승했다. 금리 기간구조모형(Adrian, Crump & Moench, 2013)²⁾을 통해 장기금리 변동요인을 향후 통화정책에 대한 기대와 기간 프리미엄으로 분해³⁾하면, <그림 1>에서 나타난 바와 같이 통화정책 기대가

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

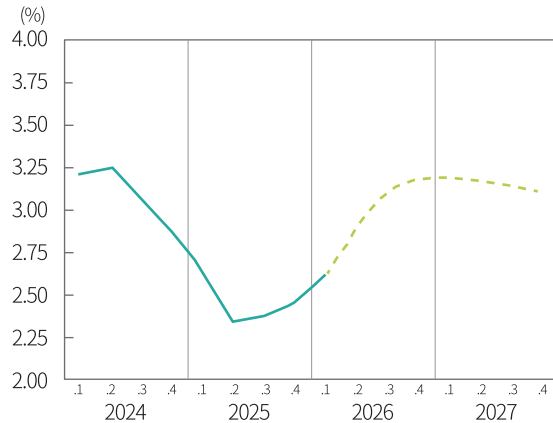
- 1) 본고의 국고채 10년물 수익률은 Bloomberg 제로커브(무이표 수익률곡선)에서 추출한 잔존만기 10년 금리이다. 실제 유통수익률을 사용하지 않은 것은 기간구조모형이 만기별로 일관된 무이표 금리를 입력값으로 요구하기 때문이다.
- 2) Adrian, T., Crump, R.K., Moench, E., 2013, Pricing the term structure with linear regressions, *Journal of Financial Economics* 110(1), 110-138. 해당 모형은 추정이 간단하고 표본 안정성이 높아 미국 연방준비제도, 특히 뉴욕 연준이 미국 국채 기간 프리미엄 추정치로 공표·활용하고 있다. 다만 국내 적용 시에는 표본 기간이 상대적으로 짧고 기준금리 운용체계 및 시장 구조의 레짐 변화가 표본에 포함되어 추정치에 불확실성이 존재한다. 따라서 본문의 분해 결과는 수준값보다 추세와 상대적 기여도 측면에서 해석하는 것이 적절하다.
- 3) 통화정책 기대는 장기국채의 만기 동안 형성되는 단기금리 경로의 평균 기대치로, 시장이 가격에 선반영한 통화정책 경로를 의미

39bp(29%), 기간 프리미엄이 97bp(71%) 기여한 것으로 추정된다. 즉 최근 장기금리의 가파른 상승은 통화정책 기대 변화보다 기간 프리미엄 확대가 주요 동인으로 작용하였다.

〈그림 1〉 국채 10년물 분해



〈그림 2〉 수익률 곡선에 내재된 통화정책 기대



주: Bloomberg 제로커브 데이터에 Adrian, Crump & Moench (2013)의 기간구조모형을 이용하여 추정. 〈그림 2〉는 3개월물 국채금리 기준

통화정책 기대 경로는 2025년 5월 2.45%로 저점을 통과한 뒤 6월부터 점진적으로 반등해 2026년 5월 2.84%까지 39bp 상승하였다. 미국의 관세 충격에 따른 경기둔화 우려로 일시적으로 기준금리 인하 기대가 형성⁴⁾되었으나, 이후 통화정책 기대 경로에는 한국 경기가 저점을 통과해 점진적으로 회복될 것이라는 전망이 반영되었다. 한편, 기간 프리미엄은 2025년 10월부터 본격적인 상승 국면에 진입해, 2026년 3월 이란 전쟁 발발 이전에 이미 큰 폭으로 상승하였다. 기간 프리미엄은 2025년 하반기 이후 글로벌 및 국내 재정요인의 영향을 받아 상승하였다. 대외적으로는 미국의 재정적자 확대, 일본의 통화정책 정상화 과정에서의 국채시장 불안, 영국·프랑스의 재정건전성 우려 등으로 주요국 장기국채에 대한 위험 프리미엄이 확대되었다. 이에 따라 글로벌 장기국채 전반의 요구수익률이 상승하며 한국 국고채의 기간 프리미엄에도 상방 압력이 가해졌다. 국내적으로는 2025년 두 차례 추가경정예산 편성에 따라 국고채 발행 규모가 확대되었으며, 특히 적자국채와 장기물 발행 증가가 장기채 공급 부담을 높여 기간 프리미엄 상승을 유발하였다.

한다. 기간 프리미엄(term premium)은 장기금리에서 통화정책 기대 부분을 차감한 잔여 값으로 정의되며, 장기국채 보유에 따른 금라인플레이션 정책 불확실성 위험에 대해 투자자가 요구하는 프리미엄이다. 수급 요인, 글로벌 듀레이션 위험, 주요국 재정 건전성 우려 등이 기간 프리미엄에 반영된다.

4) 2025년 5월 기준금리가 2.75%에서 2.50%로 인하(2025. 5. 29)된 가운데, 당시 2025년말 기준금리에 대한 컨센서스 전망치(Refinitiv)는 2.0%로, 2회 추가 인하될 것으로 예측되었다.

향후 전망과 관련하여, 통화정책 기대 측면에서는 채권시장이 이미 금년 말까지 기준금리 2~3회 인상 경로를 상당 부분 가격에 반영하고 있다(〈그림 2〉 참조). 연구원의 통화정책 전망과 한국은행 금융통화위원회의 5월 점도표 중심값(2026년 말 3.00%) 역시 시장이 반영한 기대 경로와 대체로 정합적이어서, 추가적인 정책 서프라이즈가 없는 한 통화정책 기대 경로가 장기금리에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단된다. 반면 기간 프리미엄 측면에서는 5월 기준 10년물 기간 프리미엄이 1.20%로 2025년 5월(0.2%) 대비 크게 상승하였으며, 30년물 기간 프리미엄 역시 장기 평균 수준에 근접해 있다. 이에 따라 중동 지역의 지정학적 긴장이 완화될 경우 단기적으로는 기간 프리미엄이 일부 축소될 가능성이 있다. 다만 주요국의 재정건전성 우려와 국채 공급 부담 등 구조적 요인이 지속되고 있는 만큼, 기간 프리미엄이 2025년 저점 수준까지 완전히 복귀할 가능성은 크지 않은 것으로 판단된다.

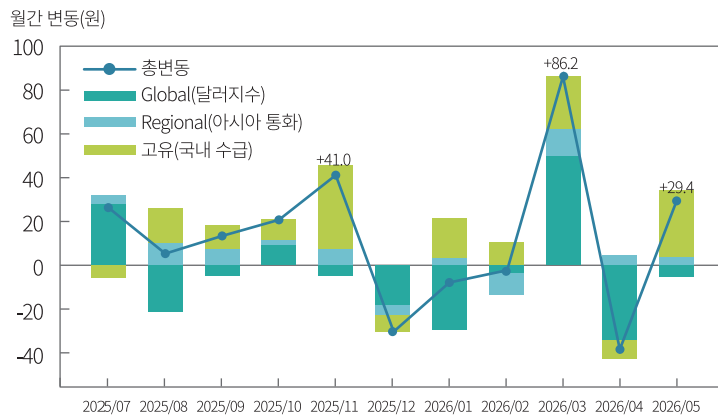
두 채널을 종합하면 통화정책 기대 경로의 변화 가능성이 제한적인 가운데 기간 프리미엄도 점진적으로 안정될 것으로 예상되어, 10년 국고채 금리는 4% 초반을 전후로 등락할 것으로 전망한다. 다만 상·하방 위험을 종합하면 위험은 여전히 상방에 더 기울어져 있는 것으로 판단된다. 특히 미국발 통화긴축 우려로 10년물 국고채 금리가 4.35%까지 상승하는 등 일부 상방 위험은 이미 현실화되고 있다. 상방 위험 요인으로는 글로벌 에너지 가격 상승과 통화긴축 우려, 이에 따른 한국은행의 긴축 기조 강화 또는 예상보다 가파른 정책금리 경로, 미국을 비롯한 주요국 장기국채의 기간 프리미엄 추가 상승 등을 들 수 있다. 또한 국내 보험사의 국채 수요 둔화 가능성도 금리 상승 요인이다. 보험사의 장기 듀레이션 수요는 금리 수준에 따라 달라지는데, 현재와 같은 금리 상승 국면에서는 보유 부채의 현재 가치가 감소하면서 추가적인 장기 듀레이션 자산 확보 필요성이 축소되고, 이에 따라 장기 국채 매수세가 약화될 가능성이 있다. 반면 하방 요인은 상대적으로 제한적이다. 미국 경기 둔화로 연준의 긴축 우려가 완화될 경우 글로벌 장기금리의 동조 하락이 국내 금리를 끌어내릴 수 있다. 또한 반도체 경기 회복과 달리 건설투자 등 내수 부문의 회복이 예상보다 더딜 경우 한국은행의 금리 인상 시점이 지연될 수 있으며, 이란 전쟁 종식 이후 에너지 가격이 빠르게 안정되면서 글로벌 디스인플레이션 압력이 강화되는 경우에도 금리 하락 요인으로 작용할 수 있다.

원/달러 환율 전망

2026년 하반기 원/달러 환율의 방향성을 판단하기 위해 최근 환율 변동요인을 글로벌(달러화 지수), 지역(아시아 통화), 고유(국내 수급) 요인으로 분해한 결과(〈그림 3〉 참조), 최근 환율은 시기별로 달러화 지수와 국내 수급 요인이 번갈아 주도하는 모습을 보였다. 우선 〈그림 4〉에서 나타난 바와 같이 2025년 하반기에는 거주자의 해외주식투자 확대가 원화 약세를 주도하였다. 8~11월 중 고유 요인은 약 75원의 환율 상승 압력으로 작용한 반면, 글로벌 및 지역 요인의 합산 기여도는 6.5원에 그쳤다. 이 시기 고유 요인의 확대는 거주자의 해외주식투자 급증과 시점·방향이 일치하여, 원화 약세 압력의

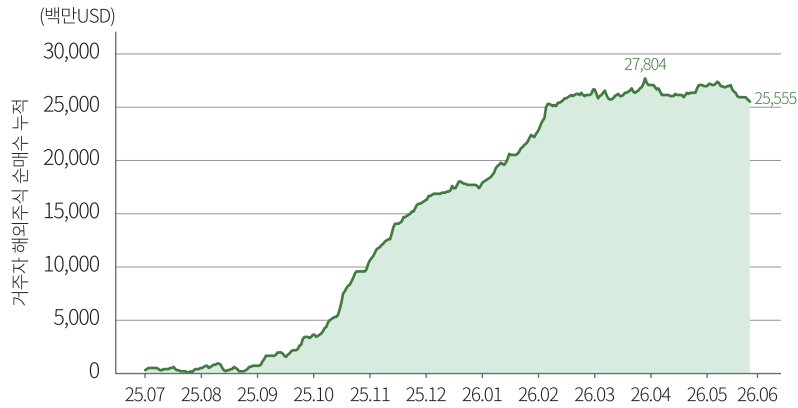
상당 부분이 국내 자본유출에 기인한 것으로 판단된다. 반면 2026년 1분기에는 이란 전쟁을 계기로 달러화 지수가 급등하면서 원/달러 환율(월말 매매기준율)이 2월 말 1,424원에서 3월 말 1,513원으로 상승하였다. 이 과정에서 글로벌 요인의 기여도는 49.5원에 달해 환율 상승을 주도하였으며, 지정학적 충격에 따른 달러화 강세가 핵심 동인으로 작용하였다. 그러나 4~5월 들어 달러화 지수 상승분이 일부 되돌려진 이후에도 환율의 하락 폭은 제한적이었다. 특히 5월에는 글로벌 요인의 기여도가 사실상 중립 수준으로 축소되었음에도 환율 상승 압력의 대부분이 고유 요인에서 발생하였다. 2025년 하반기와 달리 거주자의 해외증권투자는 크게 둔화된 반면, <그림 5>에서 나타난 바와 같이 외국인의 국내 주식 순매도에 따른 자본유출이 새로운 원화 약세 경로로 부상한 것으로 판단된다. 6월 들어 환율 상승세(9일 기준 매매기준율 1,546.5원)가 가팔라졌는데, 이번에는 글로벌과 고유 요인이 거의 동일한 비중으로 동시에 작용하면서 5월의 국내 수급 충격에 글로벌 달러 강세가 가세한 양상을 보이고 있다. 이러한 분석 결과는 2026년 하반기 원/달러 환율의 향방이 달러화 지수의 추가 방향성과 외국인 자금 흐름을 중심으로 한 국내 외환수급 여건의 변화에 의해 결정될 가능성이 높음을 시사한다.

<그림 3> 원/달러 환율의 변동 요인 분해



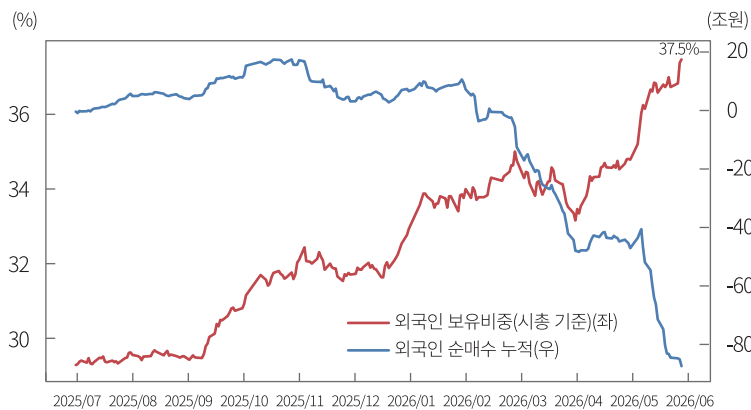
주: 월별 로그수익률 자료(2010년 1월~2026년 5월)에 계층적 주성분분석(hierarchical PCA)을 적용해 분해한 결과이다. 30개 글로벌 통화에 공통으로 나타나는 제1주성분을 글로벌 요인으로 추출하고, 11개 아시아 통화에서 글로벌 요인을 회귀로 제거한 잔차에 다시 PCA를 적용해 지역 요인(역내 공통 동인)을 도출한다. 원/달러 환율(매매기준율) 변동을 두 요인에 회귀한 잔차를 고유 요인(국내 수급 등 원화 특이 동인)으로 정의하며, 세 성분의 합은 월별 총변동과 일치한다.

〈그림 4〉 거주자의 해외주식 순매수



자료: 한국예탁결제원

〈그림 5〉 외국인의 주식매매 및 시가총액 대비 보유비중



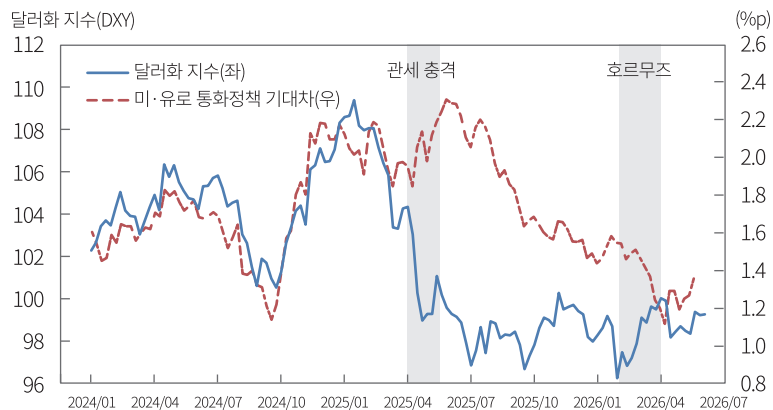
자료: 한국거래소

달러화 지수⁵⁾의 추세는 미국과 유로지역의 정책금리 기대경로 차의 변화에 의해 결정된다(〈그림 6〉 참조). 2025년 4월 관세 충격 이후 달러화 지수는 통화정책 기대차가 시사하는 수준을 지속적으로 하회했으나, 2026년 3월 이후 미국의 기준금리 인하 기대가 빠르게 약화되면서 이러한 괴리는 대부분 해소되었다. 현재 미국(SOFR)과 유로지역(ESTR)의 선도금리가 함께 상승하고 있으나 양국 간 기대금리 차는 큰 변화를 보이지 않고 있다. 이에 따라 달러화 지수 역시 당분간 뚜렷한 방향성 없이 횡보할 가능성이 높은 것으로 판단된다. 다만 단기적으로는 이란 전쟁이 종식될 경우 그동안 달러화에 반영되어 온 지정학적 위험 프리미엄이 일부 해소되면서 달러화 지수가 일시적으로 하락할 수 있다. 그러나 양국 간 기대금리 차가 안정적인 가운데 미국의 인플레이션 불확실성이 여전히 잔존하고 있는 만큼 이후에는 소폭 반등할 가능성이 더 높은 것으로 판단된다. 달러화 지수가 추세적으로 하락하기 위해서는

5) 달러화 지수는 구성 통화 중 유로화 비중이 약 58%로 가장 높다.

전쟁 종식이 글로벌 에너지 가격 안정과 미국 물가상승률 둔화로 이어지고, 나아가 연준의 통화긴축 기조가 완화되는 경로가 현실화될 필요가 있다. 반대로 연구원의 미국 통화정책 전망에서 지적한 바와 같이 예상보다 높은 물가상승률이 지속되거나 인플레이션 기대가 재차 상승할 경우 미국의 통화긴축 기대가 강화되면서 달러화 지수에 추가적인 상승 압력이 나타날 수 있다.

〈그림 6〉 달러화 지수와 미·유로지역 통화정책 기대차



주 : 통화정책 기대차는 미국(SOFR) 및 유로(ESTR)의 1년 후 단기금리 전망치(1Y3M) 차이
 자료: Refinitiv

한편, 국내 외환수급 여건은 2026년 대규모 경상수지 흑자 전망⁶⁾에도 불구하고 원화 강세에 우호적이지 않은 것으로 판단된다. 거주자 측면에서는 2026년 하반기로 예정된 대형 해외 IPO⁷⁾ 등을 계기로 해외투자 수요가 재차 확대될 수 있어, 상반기 중 둔화되었던 해외주식투자가 하반기 들어 다시 늘어날 위험이 있다. 비거주자 측면에서도 외국인 주식자금 흐름이 원화 강세를 제약할 가능성이 있다. KOSPI 상승세가 이어질 경우 차익실현 성격의 외국인 순매도와 이에 수반되는 환전 수요가 지속될 수 있기 때문이다. 실제로 2026년 2월 말부터 5월 말까지 외국인의 국내주식 순매도 규모가 약 75조원에 달했음에도, 외국인 보유비중은 2월 말 34.8%에서 5월 말 37.5%로 오히려 상승하였다.⁸⁾ 이는 대규모 매도에도 외국인 보유 잔액의 평가가치가 높게 유지되고 있음을 의미하며, 향후 추가적인 매도 여력이 상당 부분 남아 있음을 시사한다.

6) 한국은행은 2026년 5월 경제전망보고서에서 경상수지 흑자 규모가 2025년 1,231억달러에서 2026년 2,500억달러로 확대될 것으로 전망했다.
 7) 2026년에는 미국 대형 비상장 기업의 초대형 상장이 집중되어 있다. SpaceX의 6월 나스닥 상장을 시작으로, OpenAI와 Anthropic이 잇따라 상장을 추진하고 있다. 이들 초대형 IPO에 대한 국내 투자자의 청약·투자 수요는 상당한 규모의 환전(원화 매도) 수요를 유발할 수 있다.
 8) 이는 외국인 보유 종목의 수익률이 시장 평균을 크게 상회한 결과다. 순매도 자체는 외국인 보유비중을 1.0%p 낮추는 요인으로 작용했지만, 상대수익률 효과가 이를 상쇄하고도 남는 3.7%p의 상승 요인으로 작용하면서 최종적으로 보유비중은 2.7%p 확대되었다. 종목별 기여도를 보면 SK하이닉스가 1.7%p, 삼성전자(우선주 포함)가 0.9%p를 기여해 세 종목이 전체 상승폭의 대부분인 2.6%p를 설명한다. 외국인은 이 기간 하이닉스와 삼성전자를 순매도했지만, 기존 보유 물량의 주가 상승 효과가 매도에 따른 비중 감소 효과를 크게 웃돌면서 결과적으로 외국인 보유비중이 상승했다.

주가 강세에도 외국인 매도가 이어지는 한국 시장의 최근 특성은 반도체 업황 개선에 힘입어 주가 상승세를 경험한 대만과 비교할 때 더욱 분명하게 드러난다. 2025년 하반기 이후 2026년 5월까지 대만에서는 외국인 순매수 규모와 가권지수(TAIEX) 움직임이 대체로 동행하였다. 반면 한국에서는 같은 기간 KOSPI 상승률이 TAIEX를 크게 상회하였음에도 주가 상승이 외국인 매수가 아닌 국내 투자자 주도로 이루어졌다. 특히 2026년 2월 이후 외국인 매도세가 지속되면서 주가 강세가 외환시장의 수급 개선으로 연결되지 못하였다. 결국 최근 원화 약세 압력은 단순한 달러화 강세뿐 아니라 외국인 주식 자금을 포함한 자본수지 요인에도 상당 부분 기인하는 것으로 판단된다.

물론 국민연금의 환헤지 확대, 외환당국의 시장안정화 조치 등은 원화 약세를 완화하는 요인으로 작용할 수 있다. 다만 이러한 요인들은 환율 하락(원화 강세)을 견인하는 동력이라기보다, 상승 압력이 가해질 때 그 속도를 제어하는 완충 장치에 가깝다. 여기에 법인세 납부나 국내 투자 재원 마련을 위해 기업들이 해외 보유 외화를 환전할 가능성도 수급 측면에서 원화를 지지하는 요인이 될 수 있겠으나, 이러한 환전 수요 역시 납부 시기 등에 따라 발생하는 일시적·계절적 성격이 강해 추세적인 강세 재료로 보기는 어렵다. 결과적으로 반도체 수출 호조에 힘입어 경상수지가 큰 폭의 흑자를 유지하더라도, 해외투자 확대와 외국인 자금 유출 등 자본수지 측면의 원화 매도 압력이 이를 상당 부분 상쇄하면서, 경상수지 흑자가 원화 강세로 직결되지 않는 구조가 당분간 지속될 것으로 전망된다.

또한, 한국의 기준금리 인상에 따른 내외금리차 축소가 원/달러 환율에 미칠 영향은 제한적일 것으로 판단된다. 2021년 11월부터 2026년 5월까지 KOFR-SOFR 주별 자료를 중심으로 한 실증분석 결과, 환율은 실현된 금리차 변화에는 유의하게 반응하지 않는 반면, 통화정책 기대의 변화에는 유의하게 반응하는 것으로 나타났다. 글로벌·지역 요인을 제거한 원화 고유 변동률 기준으로 하면, 한국의 기대금리(1Y3M)가 25bp 상승할 때 원화가 약 0.2% 절상되는 관계가 통계적으로 유의하게 관찰되었다.⁹⁾ 이는 환율을 움직이는 것이 실현된 금리 변동 자체가 아니라 시장 기대의 변화임을 의미한다. 따라서 2026년 하반기 중 예상대로 한국이 50bp 인상하고 미국이 동결하더라도, 이러한 경로가 이미 시장 기대에 반영되어 있는 한 기대의 추가적 변화가 없어 환율에 미치는 영향은 제한적이다. 실현된 인상은 새로운 정보가 아니라 시장이 선반영한 정책 경로의 확인에 불과하기 때문이다. 의미 있는 환율 변동은 내외금리차의 실현된 축소가 아니라, 미국을 비롯한 주요국의 통화정책 기대 경로 자체가 새롭게 조정될 때 비로소 나타날 것으로 판단된다. 구체적으로 미국의 통화긴축 기대가 강화되어 SOFR 1Y3M이 25bp 상승하면 달러화 지수가 약 1포인트 상승하고, 이어 원/달러 환율이 약 1% 절하되는 관계가 관찰되며, 두 단계 모두 통계적으로 유의하다.

9) 글로벌(30개 통화 제1주성분)·지역(아시아) 요인을 제거한 원화 고유 성분(주간 로그수익률)에 한국 기대금리(ACM 위험중립 1Y3M, term premium 제외) 변화를 회귀분석(2021. 11~2026. 5, 주별)한 결과로 10% 수준에서 유의하다. 즉, 한국의 통화긴축은 유위험이자율 평형이론에 대해 부호가 정합적이나, 통계적·경제적 유의성이 낮다.

이상을 종합하면 2026년 하반기 원/달러 환율은 뚜렷한 추세를 형성하기보다 높은 변동성 속에 등락할 가능성이 높다. 경상수지 흑자 확대와 이란 전쟁 종식에 따른 지정학적 위험 프리미엄 축소는 원화 강세 요인으로 작용할 수 있다. 반면 달러화 지수의 하방 경직성이 높은 가운데 해외투자 확대와 외국인 자금 유출 등 자본수지 측면의 원화 약세 압력이 지속될 가능성이 있다. 특히 달러화 지수의 하방, 이란 전쟁의 전개, 외국인 자금 흐름 등 핵심 변수의 불확실성이 높고 최근에도 이들 요인이 시기별로 번갈아 환율을 주도해 온 만큼, 어느 한 방향으로의 추세보다는 변동성이 두드러질 것으로 예상된다. 특히 AI관련 국내외 주식의 높은 변동성이 당분간 원달러 환율의 변동성 상승에 기여할 것으로 판단된다.

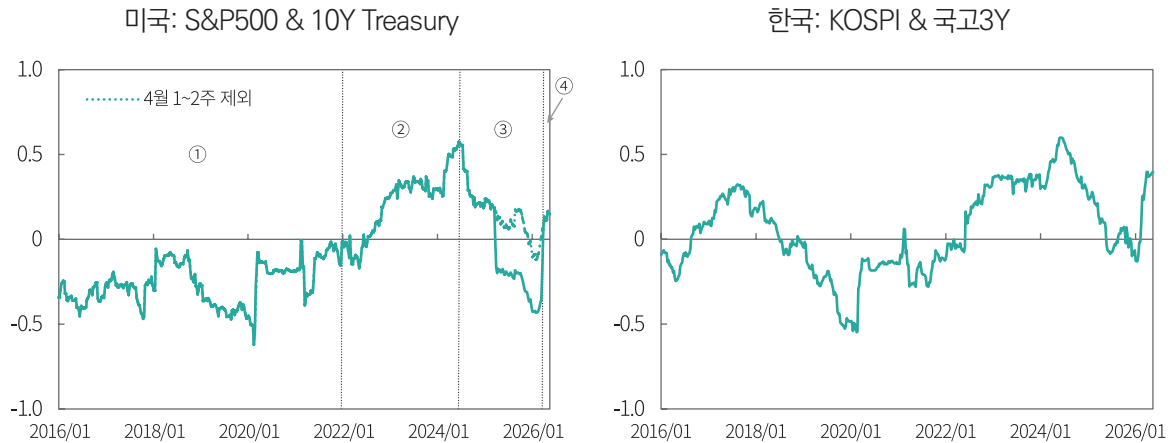
주식·채권 상관관계 변화와 자산배분 시사점

인플레이션의 경제적 특성은 주식·채권의 분산투자 효과에 직접적인 영향을 미친다. 인플레이션이 경기역행적(countercyclical)으로 나타나면 주식과 채권이 동반 하락하여 분산투자 효과가 약화되며, 반대로 인플레이션이 안정적이거나 경기순응적(procyclical)이면 채권은 주가 하락 시 가격이 상승하는 안전자산 역할을 수행한다.¹⁰⁾ 2000년대 이후 20여 년간 주요국에서 인플레이션이 안정적으로 유지되면서 주식과 채권은 대체로 음(-)의 상관관계를 보였으며, 이는 전통적 분산투자 전략¹¹⁾의 근간이 되어왔다. 그러나 2022년 인플레이션 충격을 계기로 양(+)의 상관관계로 전환된 이후, 통화완화 국면에서 일시적으로 0 부근까지 회복되었으나, 최근 이란 전쟁에 따른 인플레이션 재상승 우려로 다시 상관관계가 높아지고 있다. 앞서 장기금리 전망에서 보았듯 최근 금리 상승은 기간 프리미엄 확대가 주도하고 있는데, 금리가 인플레이션 위험으로 상승하는 국면에서는 주가 하락 시 채권 가격도 함께 하락해 완충 기능을 하지 못한다. 바로 이 점이 최근 양(+) 상관관계의 근본 원인이며, 따라서 주식·채권 상관관계의 변화와 채권의 안전자산 기능에 대한 분석을 바탕으로 자산배분 전략을 검토할 필요가 있다.

10) 본고에서 안전자산은 주가 하락시 헤지 기능을 하는 자산을 의미한다. 관련 논의는 백인석·장근혁, 2022, 『인플레이션과 자산수익률간 관계』 자본시장연구원 이슈보고서 22-25(이하 백인석·장근혁, 2022); 장근혁, 2022, 『최근 인플레이션 특성과 주식·채권의 분산투자 효과에 대한 시사점』 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2022-24호(이하 장근혁, 2022)를 참고하면 된다.

11) 본고에서 채권은 미국의 경우 10년물, 한국의 경우 3년물 국채를 대상으로 한다. 주식·채권 수익률(투자 수익률) 간 상관관계가 음(-)이면 분산투자가 유효한 상태를 의미하며, 양(+)이면 분산투자 효과가 약화된다. 채권 가격은 채권 금리와 반대로 움직이므로, 채권 금리와 주식 수익률 간 상관관계는 채권 수익률과 반대 부호로 보면 된다.

〈그림 7〉 주식·채권 상관관계 추이(1년 이동평균)



주 : 주식(코스피, S&P500) 및 채권지수(미국은 Bloomberg US Treasury Index, 한국은 3년 금리를 이용한 가상채권)의 주간 수익률 기준, 52주 이동상관계수, 미국의 점선은 관세 충격 시기인 4월 1~2주를 제외한 결과
 자료: Bloomberg, 채권정보센터

〈그림 7〉은 미국과 한국의 주식·채권 수익률 간 상관관계의 추이를 보여준다.¹²⁾ 2022년 이후 상관관계의 변화는 크게 세 국면으로 구분할 수 있다. 2022~2024년 상반기(②국면)에는 팬데믹 이후 공급 충격에 따른 경기역행적 인플레이션이 지속되고 주요국이 강도 높은 긴축 통화정책으로 대응하면서 주식과 채권이 동반 하락하고 두 자산 간 양(+)의 상관관계가 고착되었다. 다음으로 2024년 하반기부터(③국면) 미 연준의 금리 인하 개시와 인플레이션 우려 완화로 상관관계는 0 부근까지 하락하였다.¹³⁾ 마지막으로 2026년 3월부터(④국면) 이란 전쟁 발발로 인한 유가 급등과 인플레이션 재상승 우려 및 주요국 통화정책의 긴축 재전환 가능성이 부각되면서¹⁴⁾ 양(+)의 상관관계가 다시 강화되는 흐름이 나타나고 있다. 미국의 경우 1년 이동평균 기준으로는 현재 +0.15 수준이나, 3~5월 상관관계는 +0.72까지 상승하여 양(+)의 상관관계 국면에 재진입하는 양상이다. 한국도 동일한 패턴을 보이며, 3~5월 상관관계는 +0.57까지 상승하였다.

여기서 주목할 점은 ③국면에서 상관관계가 0 부근으로 복귀한 것이 채권의 안전자산 기능 회복을 의미하는지 여부이다. 〈표 1〉은 각 국면에서 주가(S&P500, KOSPI)가 1% 이상 변동한 주간을 대상으로, 주가 하락 시와 상승 시 채권 수익률이 양(+)을 기록한 비율을 비교한 것이다. 채권이 안전자산으

12) 미국의 경우 점선은 2025년 4월 관세충격(1~2주) 데이터를 제외하고 산출한 결과이며, 한국과 유사하게 상관관계가 0까지 회복된 후 다시 양(+)으로 상승하는 패턴을 볼 수 있다. 2016년 이전 상황은 장근혁(2022)을 참고하면 된다.
 13) 본고의 상관관계는 52주(1년) 이동평균 방식으로 산출되므로, 2024년 하반기의 통화완화 전환 효과가 상관관계에 완전히 반영되는 시점은 약 1년 후인 2025년 하반기이다. 〈그림 7〉에서 상관관계가 0 부근에 도달하는 시점이 2025년 하반기로 나타나는 것은 이러한 이동평균의 시차 효과에 기인한다.
 14) 이란 전쟁 이후 주요국의 인플레이션 상승세가 확대되면서, 미 연준은 연내 금리 동결, ECB와 한은은 금리 인상 전환이 전망되고 있다(거시금융실, 2026년 하반기 거시경제 전망 및 주요 이슈, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2026-12호 참고).

로 기능한다면 주가 하락 시 채권 수익률이 양(+)인 비율이 유의미하게 높아야 한다.¹⁵⁾

〈표 1〉 국면별 채권의 안전자산 기능 분석

(단위: %)

		① 음의 상관관계 2015~2021	② 양의 상관관계 2022~24H1	③ 상관관계 하락 2024H2~2026.2	④ 상관관계 상승 2026.3~
미국	주가 하락 시 채권 수익률 양(+) 비율	79	28	60	0
	(참고) 주가 상승 시 채권 수익률 양(+) 비율	42	60	68	100
한국	주가 하락 시 채권 수익률 양(+) 비율	68	26	46	25
	(참고) 주가 상승 시 채권 수익률 양(+) 비율	49	66	49	50

주 : 주간 지수 수익률 ±1% 초과 기준. (참고)는 채권 반응이 주가 하락에 대한 선별적 완충인지, 금리 인하 등 공통 요인에 의한 것인지 판별하기 위한 비교 자료.

자료: Bloomberg, 채권정보센터

2015~2021년(①국면)에는 주가 하락 시 채권 수익률이 양(+)인 비율이 미국 79%, 한국 68%로 높은 수준을 기록하여 채권의 안전자산 기능이 확인된다. ②국면에서는 이 비율이 미국 28%, 한국 26%로 급락하여 주가가 하락해도 채권이 손실을 완충하지 못하는 상황이 고착되었다. ③국면에서는 미국 60%, 한국 46%로 ①국면처럼 채권의 안전자산 기능이 회복되고 있는 것처럼 보이나, 주가 상승 시 채권 수익률이 양(+)인 비율도 미국 68%, 한국 49%로 거의 동일한 수준이다. 이는 채권 가격 상승이 주가 하락에 대한 선별적 완충이 아니라 금리 인하 사이클이라는 공통 요인에 의해 주도되었음을 시사한다.¹⁶⁾ ④국면에서는 미국의 경우 주가 하락 시 채권 수익률이 양(+)을 기록한 경우가 없어(0%) 채권이 안전자산 기능을 하지 못했다. 결국, 2022년 이후 채권의 안전자산 기능은 안정적으로 회복된 적이 없다고 볼 수 있으며, 이란 전쟁 이후 다시 약화되고 있다.

채권의 안전자산 기능이 불안정한 환경에서 대체 헤지 수단에 대한 검토가 필요하다.¹⁷⁾ 〈표 2〉는 S&P500이 주간 1% 이상 하락했을 때 주요 자산의 평균 수익률을 비교한 것이다. 검토한 자산 중에는 모든 국면에서 채권을 대체할 수 있는 자산은 없었는데, 이는 인플레이션의 원인과 통화정책 국면에

15) 장근혁(2022)의 〈그림 3〉에서도 주가지수가 크게 하락한 시기에 채권 수익률이 손실을 완화해 주었음을 보여준 바 있다. 본고에서는 이를 주간 단위로 확장하여 국면별로 분석한다.

16) 2025년 하반기에 주식·채권·금·비트코인이 동시에 상승한 everything rally 현상도 이와 일관된다. 한편, 지수 수익률 ±0% 기준으로 분석해도 결론은 동일하다.

17) Brixton, A., Brooks, J., Hecht, P., Ilmanen, A., Maloney, T. McQuinn, N., 2023, A Changing Stock-Bond Correlation: Drivers and Implications, *Journal of Portfolio Management*. 이들은 인플레이션 불확실성이 주식·채권 상관관계를 양(+)으로 전환시키는 핵심 요인이며, 이 경우 원자재, 주식 내 섹터 전략 등 대안적 분산 수단의 역할이 커질 수 있다고 제안하였다.

따라 유효한 헤지 수단이 달라질 수 있음을 시사한다. ①국면에는 채권(+0.48%)과 금(+0.33%)이 유효한 안전자산이었으며, ②국면에서 채권이 -0.54%로 전환된 반면 금은 +0.09%로 양수를 유지하였다. 그러나 ④국면에서는 금이 -2.33%를 기록하며 금리 상승 국면에서의 취약성을 드러낸 반면, 유가 상승의 직접적 수혜를 받는 에너지 섹터(+3.63%)가 상대적으로 양호한 성과를 보였다.

〈표 2〉 S&P500 하락(1% 이상) 시 주요 자산의 평균 수익률

(단위: %)

	① 2015~2021	② 2022~24H1	③ 2024H2~2026.2	④ 2026.3~
채권(10Y)	+0.48 (79%)	-0.54 (28%)	+0.35 (60%)	-0.80 (0%)
금	+0.33 (51%)	+0.09 (52%)	+1.44 (60%)	-2.33 (50%)
비트코인	-1.76 (48%)	-2.48 (38%)	+0.23 (55%)	+0.17 (50%)
에너지	-3.47 (14%)	-0.72 (50%)	-1.68 (50%)	+3.63 (100%)
유틸리티	-1.62 (34%)	-1.39 (22%)	+0.14 (50%)	-0.54 (50%)

주 : 괄호 안은 양(+) 수익률 실현 빈도. 비트코인은 2016년 이후. 에너지, 유틸리티는 Fama-French 12 Industry Portfolios 기준
 자료: Bloomberg, Kenneth R. French Data Library

한편, 현재와 같이 경기침체 없이 인플레이션 우려에 의한 조정이 반복되는 환경에서는 주식 내 방어 섹터의 역할에도 주목할 필요가 있다. ④국면에서 S&P500의 주간 하락폭은 -1~2% 내외의 조정에 그치고 있으며 경기침체를 동반한 약세장에는 진입하지 않은 상황으로 볼 수 있다.¹⁸⁾ 이 범위에서 유틸리티 섹터는 시장 하락의 약 1/3 수준에 그쳐 손실을 크게 줄이고 있다. ③국면에서도 유틸리티 섹터는 S&P500 하락 시 평균 +0.14%의 양(+) 수익을 기록하여 채권에 준하는 방어 효과를 보였다. 다만 성장률 저하와 함께 약세장인 시기(②국면)에는 방어 섹터도 동반 하락한 바 있어, 경기침체 리스크에 대한 모니터링이 병행되어야 한다.

종합하면, 인플레이션의 원인과 경기 국면에 따라 금, 에너지 섹터, 방어주 등이 채권의 헤지 기능을 보완하는 수단이 될 수 있을 것으로 보이며, 국면별로 유연하게 조정하는 자산배분 전략을 검토할 필요가 있다. 다만 실제 포트폴리오 구성에서는 헤지 효과뿐 아니라 각 자산의 기대수익률도 함께 고려해야 할 것이다.

18) 통상 지수가 고점 대비 20% 이상 하락하는 시기를 약세장으로 본다. 현재 미국 및 한국의 성장률은 각각 2% 내외, 2.9%로 잠재성장률 이상의 수준이 예상된다(거시금융실, 2026년 하반기 거시경제 전망 및 주요 이슈, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2026-12호).

OPINION

선임연구위원
신보성

미국 사모신용시장의 건전성과 시스템리스크*

미국 사모신용 차입기업의 수익성은 상당부분 악화된 것으로 보인다. 인플레이션으로 인한 기준금리 인상 가능성, 하이퍼스케일러에 의한 대규모 차입금 조달로 인해 이들 기업이 직면하는 금리부담 또한 가중될 전망이다. 수익성 악화 및 금리부담 증가는 이들 기업의 채무불이행을 야기하고, 이는 사모신용펀드의 순자산가치(NAV) 훼손으로 이어진다. 최근 사모신용펀드에 대한 환매신청 급증은 이러한 우려에서 비롯된 것이다. 나아가 사모신용시장의 건전성 악화는 해당 시장만의 문제로 그치지 않을 수 있는데, 이는 사모신용시장이 다른 금융권역과 촘촘하게 연결되어 있기 때문이다. 현재의 문제를 사모신용시장만의 문제로 제한함으로써, 자칫 금융시스템 전체에 대한 그림을 놓치는 일을 경계해야 할 것이다.

사모신용은 펀드라는 집합투자기구(collective investment vehicle)를 통해 비공개·비상장 중견기업(middle-market firm)에 제공되는 대출을 일컫는다. 사모신용을 제공하는 주체로 사업개발회사(Business Development Company, 이하 BDC)라는 용어도 자주 등장하는데, 이 역시 펀드라고 보면 된다. 자산운용 요건 및 레버리지 규제가 부과된다는 점에서 차이가 날 뿐, 경제적 실질이라는 측면에서 펀드와 다름없기 때문이다.¹⁾

최근 사모신용펀드에 대한 투자자 환매 급증 현상이 지속되면서 사모신용시장의 건전성에 대한 우려가 제기되고 있다. 이 글에서는 미국 사모신용시장의 건전성을 평가하고, 사모신용시장발 시스템리스크 가능성을 점검한다.

차입기업의 상환능력 약화

사모신용펀드의 성과는 철저하게 차입기업의 성과에 연동된다. 그런데 지난 2~3년간 차입기업의 상환능력이 약화되고 있다는 신호가 곳곳에서 감지된다. 차입기업의 상환능력을 낮추는 첫 번째 요인은 높은 금리부담이다. 사모신용에는 변동금리가 적용되는데, 구체적으로 각 시점의 SOFR (Secured Overnight Financing Rate)²⁾에다 5~7%의 신용스프레드가 가산된다. 사모신용이 급증한 시점은

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

1) 이하에서는 편의상 사모신용펀드와 BDC 둘을 구별하지 않고 '사모신용펀드' 혹은 줄여서 '펀드'로 부르기로 한다.

2) 미국 국채(Treasury)를 담보로 하루동안(overnight) 차입할 때 적용되는 금리

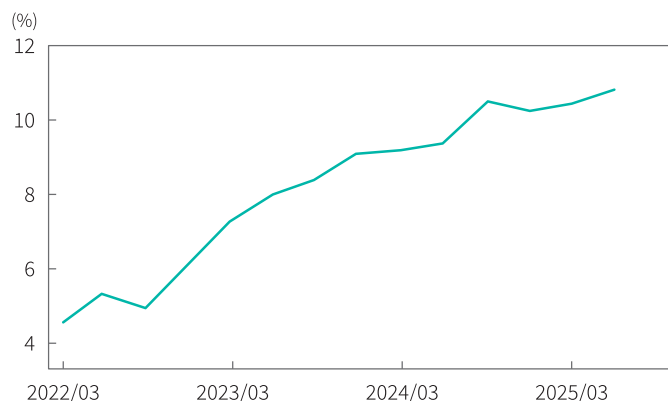
팬데믹 직후의 제로금리 시기로 당시 차입기업이 부담하는 금리는 평균 6%수준에 불과했다. 그러나 이후 기준금리가 인상되면서 2023~2024년 SOFR는 5%를 넘어섰다. 기준금리 상승 국면에서는 스프레드 또한 확대되는 경향이 있다. 실제로 2020~2021년 550bp 수준이었던 스프레드는 2022~2023년 650bp로 100bp만큼 확대되었다.³⁾ 그 결과 차입기업들은 제로금리 시기의 2배에 달하는 약12% 수준의 금리를 부담하고 있는 것으로 보인다.

금리 상승으로 이자부담이 늘어나는 가운데 차입기업의 수익성 또한 악화되고 있다. 사모신용시장에서 차입하는 기업의 업종분포를 살펴보면, 정보기술(IT) 분야가 41%로 가장 높은 비중을 차지한다. 그리고 이 분야에 속한 차입자의 대부분은 소프트웨어 기업, 소위 SaaS(Software as a Service) 기업이다.⁴⁾ 그런데 인공지능(AI)의 급격한 발전으로 진입장벽이 낮아지고 제품개발 주기가 단축되면서, 이들 기업의 수익성이 크게 악화되고 있다. 최근 SaaS로 분류되는 기업 중 약50%가 마이너스(-) 현금흐름(EBITDA)을 기록 중이라는 사실이 이를 뒷받침한다.⁵⁾

이처럼 수익성이 악화되는 가운데 차입금리까지 2배 가까이 상승함에 따라, 차입자의 상당수는 이자를 낼 수 없는 상황에 처했을 가능성이 크다. 실제로 이미 2023년 기준으로 사모신용 차입자의 약 1/3은 영업이익으로 이자도 내지 못하고 있다.⁶⁾ 최근의 악화된 시장환경을 고려하면 이자보상비율이 1에 미치지 못하는 기업의 비중은 더욱 늘어났을 개연성이 크다.

PIK(Payment-In-Kind) 비중 변화 또한 차입기업의 상황이 녹록치 않음을 시사한다. PIK란 대출 이자를 현금으로 지불하지 않고, 펀드로부터 추가 대출을 받아 이자를 지급하는 것을 말한다. 이 경우 펀드에는 일체의 현금유입이 발생하지 않으며, 대신 이자가 대출원금에 더해진다.

〈그림 1〉 PIK대출 비중 추이



자료: Bloomberg, 2025, Private Credit's Risking Pile of 'Bad PIK' Points to Default Woes

3) Cai, F., Haque, S., 2024, Private credit: Characteristics and risks, FEDS Notes.

4) 분석대상을 BDC로만 국한할 경우 소프트웨어 분야의 비중(2025년 9월 기준)은 20%로 낮아진다. Mairone, N., 2026. 5. 1, Research Note: Mapping software exposure across BDC portfolios, Preqin.

5) Economist, 2026. 4. 1, Briefing: Private-Equity Firms, A guide to the Private-Credit Crisis.

6) International Monetary Fund, 2024, Global Financial Stability Report: The Rise and Risks of Private Credit

〈그림 1〉에서 보듯이 2023년부터 PIK 비중이 급속히 확대되고 있다. 구체적으로 2022년 PIK 적용 대출의 비중은 5~6%였으나 금리인상 시기인 2023년부터 PIK비중이 급증하기 시작, 2025년에는 12%까지 늘어났다.⁷⁾ PIK 증가는 결코 좋은 신호가 아니다. PIK는 차입자가 사실상 채무불이행 (default) 상태에 진입했음에도 이를 인식하지 않음으로써 손실을 이연시키는 행위에 해당한다. 실제로 PIK가 적용된 대출의 경우 나중 시점에서 연체, 파산에 이르게 될 가능성이 높아지는 것으로 나타났다.⁸⁾ 결과적으로 PIK비중 증가는 이자를 제 때 지급하지 못하는 기업이 그만큼 늘어나고 있다는 것으로, 전술한 이자보상비율 하락과 궤를 같이 하는 것이다.

펀드가치 훼손

차입기업의 현금흐름 악화, 이자보상비율 하락, PIK비중 확대 등은 모두 펀드성과를 떨어뜨리는 요인으로 작용한다. 물론 차입자 중 일부가 채무불이행에 실패하더라도 대출이 충분히 다각화되어 있다면 펀드성과에 미치는 영향은 제한적일 수 있다. 그러나 이러한 가능성은 낮아 보인다. IT산업 등 수익성이 악화된 일부 업종에 대출이 집중되어 있기 때문이다. 그런데 이처럼 소수 업종에 대출이 집중될 경우 위험분산 효과는 기대하기 어렵다.

특정 기업에 대한 대출집중 또한 우려할 수준이다. 펀드에 편입된 차입기업 수는 평균적으로 100개를 넘지 않는데, 이 중 상위1개 기업 및 상위10개 기업이 펀드 대출에서 차지하는 비중은 각각 13%, 51%에 달한다.⁹⁾ 이로 인해 소수 몇몇 기업의 채무불이행 만으로도 펀드가치가 큰 폭으로 훼손될 위험이 상존한다.

채무불이행시 펀드 투자자들이 회수할 수 있는 회수율(recovery rate upon default) 또한 취약한 것으로 평가된다. 사모신용의 절반 이상이 소프트웨어, 금융서비스, 헬스케어서비스 등 담보 설정이 어려운 무형자산 중심 산업에 제공되고 있기 때문이다. 이를 반영하듯 사모신용 차입기업이 채무불이행에 처할 경우의 회수율은 33%에 불과하다.¹⁰⁾

이러한 문제는 실제 펀드가치(Net Asset Value, 이하 NAV) 하락으로 이미 반영되기 시작했다. 2025년 9월 기준, 사모신용펀드에서 원금의 50% 이상을 상각처리(markdown)한 대출이 전체 대출의 10%를 넘어섰다. MSCI에 따르면 실제 가치가 원금의 50%에도 미치지 못하는 것으로 평가된 대출의 비중은 소형펀드 12.6%, 대형펀드 8.3%이다. 그 결과 2025년 말 현재 NAV로 평가한 펀드수익률은

7) Pitch에 따르면 2025년 3월 기준 PIK대출금 비중은 14%이다. PitchBook/LCD, 2025. 9. 30, US Private Credit & Middle Market Quarterly Wrap.

8) Rintamäki, P., Steffen, S., 2025, Pik now and pay later-how deferred interest reshapes private credit.

9) Davydiuk, T., Marchuk, T., Rosen, S., 2024, Direct lenders in the US middle market. *Journal of Financial Economics*, 162, 103946.

10) 반면, 신디케이트론의 회수율은 52%이다. Cai, F., Haque, S., 2024, Private credit: Characteristics and risks, FEDS Notes.

1.8%로, 6개월 전 수익률 3.7%의 절반 수준으로 축소되었다.¹¹⁾

유동성이 극히 낮은 대출자산의 특성 상, 대출자산가치 하락이 NAV에 느리게 반영(stale valuation)될 가능성이 존재한다. 손실인식에 따른 NAV 하락이 운용사의 트랙레코드를 훼손할 수 있다는 점, 일부 펀드의 경우 NAV를 기준으로 펀드보수가 결정된다는 점에서 이러한 가능성은 무시하기 어렵다.

이러한 점을 고려할 때, 상장BDC의 시장가격을 살펴보는 것이 사모신용펀드 전반의 실상을 파악하는데 도움이 될 것으로 기대된다. IMF의 연구에 의하면, 상장BDC의 펀드가치가 훼손될 경우 NAV는 천천히 조정되는 반면 시장가격은 신속히 하락하는 것으로 나타났다.¹²⁾ 그리고 NAV가 시장가격에 수렴하기까지 최소 1년 이상이 소요되었다.¹³⁾ 2026년 5월말 현재, S&P BDC지수는 2025년 2월의 고점 대비 29.3% 하락¹⁴⁾했는데, 이는 상당수 사모신용펀드의 실제가치가 큰 폭으로 훼손되었음을 시사한다.

〈그림 2〉 S&P BDC지수 추이



자료: S&P Global

펀드가치 하락은 펀드 자체의 파산 우려를 낳을 수 있다. 그러나 사모신용펀드의 평균적인 부채비율은 매우 낮은 것으로 알려져 있다.¹⁵⁾ 부채비율이 상대적으로 높은 BDC구조의 경우에도 2024년말 현재 펀드자산에서 부채가 차지하는 비중은 54%로 과도하다고 보기 어렵다. 이러한 점에서 NAV 훼손에도 불구하고 펀드의 파산 가능성은 상대적으로 크지 않다고 하겠다.

11) MSCI, 2025. 5. 12, The State of Private Markets 2026: Building for What's Next.

12) 이는 NAV 대비 시장가격이 큰 폭으로 할인됨을 의미한다.

13) International Monetary Fund, 2024, Global Financial Stability Report: The Rise and Risks of Private Credit.

14) S&P Global, <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/sp-bdc-index/#overview>

15) International Monetary Fund, 2024, Global Financial Stability Report: The Rise and Risks of Private Credit; Aldasoro, I., Doerr, S., Todorov, K., 2025, *Retail investors in private credit* (No. 106). Bank for International Settlements.

다른 한편으로, 펀드 투자자의 환매압력이 고조됨으로써 유동성 위기로 인해 파산하는 경우를 생각해 볼 수 있다. 그러나 환매규모에 상한을 정하는 환매제한(gating), 나아가 환매전면중단(suspension of redemption) 등 현금유출을 차단할 다양한 수단을 보유하고 있다는 점에서, 유동성 위기에 따른 펀드 파산 가능성은 낮다고 판단된다.

과소평가된 사모신용시장 규모

그렇다면 사모신용시장에 의한 시스템리스크 유발 가능성은 어느 정도일까. 흔히 시스템리스크를 유발하는 요인으로 규모, 연계성, 레버리지, 단기차입(유동성위기) 등이 거론된다. 우선 규모부터 살펴보자. 현재 미국 사모신용시장 규모는 약 2조5천억달러로, 시스템리스크를 유발할 정도는 아니라는 것이 대체적인 평가다.¹⁶⁾ 그러나 여기에는 소위 이중차입자(dual borrower)가 반영되어 있지 않다. 현재 펀드 차입기업의 약 절반은 은행에서도 차입하고 있다. 나아가 은행은 펀드 차입에 성공한 기업에 대해 사후적으로 대출한도를 늘려준 것으로 나타났다.¹⁷⁾ 사모신용 차입자에 대한 은행의 노출이 상당함을 짐작케 하는 대목이다. 뿐만 아니라 은행은 사모신용펀드 자체에 대출을 제공하는데, 이를 통해 은행은 사모신용에 간접적으로 노출된다.

생명보험사의 숨겨진 사모신용도 고려해야 한다. 생명보험사는 그동안 펀드에 대한 출자를 통해 사모신용에 노출되었으나, 최근 전혀 새로운 방식의 사모신용이 빠르게 확대되고 있다. 구체적으로 사모신용펀드는 자신이 보유한 기업대출을 SPV(Special Purpose Vehicle)에 이전하고, 이 SPV보유 기업대출을 기초자산으로 하는 사모ABS(Asset-Backed Securities)를 발행한다. 그러면 생명보험사가 해당 ABS를 매입하는 방식이다.

이러한 방식을 택하는 이유는 규제차익 때문이다. 펀드에 출자하지 않고 대출자산을 기초로 발행된 사모ABS를 매입할 경우 생명보험사의 규제자본 적립부담은 2~4배까지 낮아진다. 펀드 출자 대신 해당 펀드가 발행하는 사모채권을 매입하는 경우에도 동일한 효과를 거둘 수 있다. 이 때문에 사모신용펀드와 관련하여 발행되는 사모ABS 및 사모채권 시장규모가 8,490억달러로 급증했는데, 이는 전체 BDC시장의 2배가 넘는 규모다. 그런데 새로운 유형의 이들 자산은 사모신용으로 집계되지 않을 뿐, 경제적 실질은 사모신용과 다를 바 없다. 최근 생명보험사가 사모ABS 및 사모채권을 대거 매입(발행잔액의 65%)한 결과, 해당 자산이 생명보험사 전체 자산¹⁸⁾에서 차지하는 비중은 14%에 달한다.¹⁹⁾ 생명보험사의 규모가 대체로 크다는 점을 고려하면 이는 결코 작은 수치가 아니다.

16) JP Morgan, 2026. 3. 12, Private Credit Under the Microscope – Separating Headlines from Fundamentals.

17) Haque, S., Mayer, S., Stefanescu, I., 2024, Private debt versus bank debt in corporate borrowing.

18) 정확히는 일반계정(general account) 자산을 의미한다.

19) Meisenzahl, R. R., Overpeck, J., Polacek, A., 2026, Life Insurers' Private Credit Investments and Annuity Market Share Capture, Federal Reserve Bank of Chicago.

결국 이중차입자의 존재, 펀드에 대한 은행의 대출, 생명보험사의 사모ABS·채권 보유 등을 감안하면 실제 사모신용시장 규모는 훨씬 더 커진다. 이러한 점에서 시장규모가 작아 영향이 없을 것이라는 주장에 대해서는 재검토가 필요해 보인다.

높은 연계성

여러 펀드가 동일한 차입자에게 대출을 제공할 경우, 이들 펀드는 공통의 위험에 직면한다. 그런데 사모신용시장 차입기업의 61%는 2개 이상의 펀드로부터 차입하고 있으며, 심지어 6개 이상의 펀드로부터 돈을 빌린 차입자도 18%에 달한다.²⁰⁾ 나아가 사모신용을 제공하는 펀드가 또 다른 펀드에 출자하는 경우도 발견된다. 일례로 대형 자산운용사 Cliffwater 산하의 사모신용펀드는 Barings이 운용하는 비상장BDC 지분 1/3을 보유하고 있다.²¹⁾ 이처럼 동일한 기업에 여러 펀드가 대출하는 차입자 중첩, 한 펀드에 다른 펀드가 출자자로 참여하는 출자연쇄 등을 통해 사모신용시장의 펀드들은 상호 긴밀히 연계되어 있다. 이는 차입기업의 건전성 훼손이 개별 펀드가 아닌 사모신용시장 전체의 문제로 확산될 수 있음을 의미한다.

사모신용시장은 타 권역과도 밀접하게 얽혀있다. 은행은 펀드에 대한 대출(소위 백레버리지)을 통해 차입기업의 건전성과 간접적으로 연계된다. 더불어 이중차입자 문제는 은행을 사모신용시장의 건전성에 직접 노출시킨다. 최근 급성장하고 있는 합성위험이전거래(Synthetic Risk Transfer, 이하 SRT)도 문제다. SRT는 은행이 대출자산을 보유한 상태에서, 해당 대출에서 발생할 수 있는 손실을 거래상대방(사모신용펀드 포함)에게 이전하는 계약이다.²²⁾ 은행은 위험을 넘기는 대가로 일종의 보험료를 지불하고, 펀드는 신용위험을 떠맡는 대신 프리미엄을 받아 펀드수익률을 높인다. 그러나 SRT가 활발해질수록 사모신용시장과 은행 간의 연계가 강화되고, 금융시스템 전반의 시스템리스크도 그만큼 확대된다. 심지어 SRT를 통해 신용위험을 넘긴 펀드에 은행이 대출을 제공하는 사례도 발견되는데²³⁾, 이 경우 상호 연계성은 더욱 증폭된다.

생명보험산업은 사모신용시장과 가장 높은 연계를 형성하고 있는 권역이다. 2009년 대형 자산운용사 Apollo의 생명보험사 인수는 전통적인 생명보험 비즈니스 모델에 중대한 변화를 가져왔다.²⁴⁾

20) Mairone, N., 2026. 5. 1, Research Note: Mapping software exposure across BDC portfolios, Prequin.

21) Economist, 2026. 4. 1, Briefing | Private-equity firms, A guide to the private-credit crisis.

22) Basel Committee on Banking Supervision, 2026, *Synthetic Risk Transfers*.

23) Cortes, F., Dionis, G. F., Li, Y., Ramirez, M. S., Zhang, X., 2025, Recycling Risk: Synthetic Risk Transfers, International Monetary Fund; Berrospide, J., Cai, F., Lewis-Hayre, S., Zikes, F., 2025, Bank lending to private credit: Size, characteristics, and financial stability implications, FEDS Notes.

24) Kirti, D., Sarin, N., 2024, What private equity does differently: Evidence from life insurance. *The Review of Financial Studies*, 37(1), 201-230; Cortes, F., Diaby, M. M., Windsor, P., 2023, Private Equity and Life Insurers, Global Financial Stability Notes 2023/001, International Monetary Fund.

자산운용사 산하의 PE(Private Equity, 이하 PE)가 생명보험사를 인수하면, 인수된 생명보험사는 고객들이 납입하는 보험료를 PE와 계열관계에 있는 사모신용펀드에 투자하는 방식이 부상한 것이다. 여기서 생명보험사는 대규모 자금공급원이 되고, 펀드는 해당 자금을 중견기업에게 제공하는 대출플랫폼 역할을 수행한다. 이 모델이 큰 성과를 내자 여타 대형 자산운용사 그룹들도 산하 PE를 통해 다투어 생명보험사를 인수했다. 그 결과 생명보험산업 전체 자산에서 PE소유 생명보험사가 차지하는 비중은 2010년 1%에 불과했으나 2024년말에는 14%로 급증했다.²⁵⁾ 이처럼 생명보험사, 특히 대형 자산운용사 산하의 PE소유 보험사들은 사모신용시장에 직접 노출되어 있으며, 이로 인해 사모신용시장의 건전성 악화는 생명보험권역 전체의 건전성 훼손으로 직결된다.

시스템리스크 경로 점검

사모신용시장의 문제가 펀드에 출자한 기관투자자 및 개인투자자, 그리고 펀드와 긴밀히 연계된 생명보험사, 은행 등이 일정부분 손실을 입는 정도에서 끝날지, 아니면 시스템리스크로 확산될지의 여부는 전적으로 차입기업의 건전성에 달려 있다. 그런데 전술한 바와 같이 이들 기업의 건전성은 이미 상당부분 훼손되었다. 그럼에도 불구하고 사모대출은 시장가격이 형성되지 않는 자산인만큼, 급격한 충격이 가해지지 않는 한 펀드의 NAV는 천천히 조정될 전망이다. 그렇다면 사모신용시장에 직간접적으로 노출된 금융회사의 손실인식도 제한적인 수준에서 서서히 이루어질 것이며, 따라서 시스템리스크 가능성은 크지 않다고 봐도 무방하다.

하지만 만약 NAV가 큰 폭으로 조정되는 상황이 발생한다면 이야기는 달라진다. 인공지능 발전이 가속화하면서 소프트웨어 기업 등 펀드로부터 차입한 기업의 수익성은 빠르게 악화되는 중이다. 금리 부담 또한 점증하고 있다. 인플레이션에 따른 기준금리 인상 가능성, 하이퍼스케일러에 의한 대규모 차입 등이 겹치면서, 기존 사모신용 차입기업들은 조달금리 상승과 가용자금 부족 문제에 직면할 가능성이 크다. 2026년 들어 BDC가 발행하는 채권 스프레드는 최대 140bp 상승했는데²⁶⁾, 이는 펀드에 편입된 사모신용 차입기업의 상태가 그만큼 악화되고 있음을 시사한다.

차입기업의 건전성이 빠르게 악화될 경우, 펀드 NAV를 점진적으로 조정하는 데는 한계가 있을 수밖에 없다. 위험에 대한 급격한 재평가가 이루어지면서 NAV가 한꺼번에 큰 폭으로 하락할 가능성을 배제하기 어렵다는 것이다. NAV하락이 임계수준을 초과하는 이러한 시나리오가 현실화된다면, 사모신용시장 문제는 해당 시장의 문제로 그치지 않는다. 이 경우 시스템리스크는 다음의 경로를 따라 전개될 것으로 예상된다.

25) Meisenzahl, R. R., Overpeck, J., Polacek, A., 2026, Life Insurers' Private Credit Investments and Annuity Market Share Capture, Federal Reserve Bank of Chicago.

26) Reuters, 2026. 5. 22, Private credit bond spreads show smaller lenders priced at greater risk.

먼저 펀드에 출자한 연금기금 등 기관투자자, 사모신용에 직간접적으로 연계된 생명보험사, 은행 등의 손실규모가 임계치를 넘어선다. 이로 인해 자산배분조정(rebalancing)이나 규제자본 충족을 위해 우량회사채 등 유동성 높은 자산을 처분하기 시작한다. 이에 따라 일부 자산가격이 하락한다. 이 때 가장 큰 타격을 받는 곳은 부채가 많고 단기차입 의존도가 높은 투자은행과 일부 헤지펀드가 될 것이다. 이들이 보유한 자산가치가 하락하면서, 해당 자산을 담보로 단기로 돈을 빌려준 채권자들이 경쟁적으로 대출금을 회수하려 들기 때문이다.

이 시점에서는 규모와 연계성은 물론 레버리지와 단기차입도 본격적으로 문제가 되기 시작한다. 시스템리스크를 유발하는 모든 요건이 충족되는 셈이다. 즉, 대규모 부채를 단기차입으로 조달한 금융기관에서 유동성 위기가 발생하고, 이들 금융기관이 서둘러 현금확보에 나서면서 대규모 자산매각이 뒤따른다. 자산매각 규모가 큰 만큼 자산가격 하락은 큰 폭으로, 그리고 광범위하게 진행된다. 유동성위기와 자산가격하락이 서로를 강화하는 국면이 펼쳐지는 것이다. 이쯤 되면 전체 금융기관의 건전성이 훼손되는 것은 시간문제다.

전술한 경로가 실제로 구현될지 예단하기는 어렵다. 그러나 지난 글로벌 금융위기 이후 장기간 지속된 확장적 통화정책으로 민간부채가 큰 폭으로 집적되었다는 점, 그럼에도 불구하고 20년 가까이 금융위기를 겪지 않아 기업부문의 비효율이 누적되었다는 점을 고려할 필요가 있다. 현재 미국의 기업 부문은 상당한 취약성을 내포하고 있으며²⁷⁾, 어떤 계기로든 금융시장의 변동성이 확대될 경우 기업부문의 취약성이 한꺼번에 분출되는 상황에 직면할 수 있다.

지난 20여년간 금융권역 간 구분은 점차 약해져 왔으며, 이로 인해 전체 금융시스템은 어느 때보다 촘촘하게 연결된 상태이다. 이러한 상황에서 사모신용시장만 분리해서 바라볼 경우, 자칫 금융시스템 전체에 대한 그림을 놓칠 수 있다. 당장 사모신용펀드의 레버리지가 낮고 유동성위기 가능성이 적다는 이유로 긴장의 끈을 놓아서는 안 되는 이유가 여기에 있다.

27) 2025년 미국 기업의 파산건수는 지난 글로벌 금융위기 직후인 2010년 이후 최고치를 기록했으며, 지난 3년 연속 증가세를 이어가고 있다. Reuters, 2025. 11. 14, US corporate bankruptcies set to hit 15-year high amid credit jitters, S&P data shows; Mointordaily, 2026. 1. 12, S&P: U.S. Corporate bankruptcy filings accelerate further in December 2025.

ZOOM
-IN

국내 커버드콜 ETF 시장의 성장 및 시사점

국내 커버드콜 ETF 시장은 2022년 이후 월분배 수요 확대, 해외 대표지수 투자 증가, 운용사 간 상품 공급 경쟁을 배경으로 빠르게 성장하였다. 글로벌 시장에서도 커버드콜 ETF는 옵션 기반 인컴형 ETP의 핵심 상품군으로 자리 잡고 있으며, 미국을 중심으로 성장한 이후 유럽에서도 관련 수요가 확대되고 있다.

커버드콜 ETF는 기초자산 보유와 콜옵션 매도를 결합해 옵션 프리미엄을 확보하는 구조이나, 기초자산 가격 상승분에 대한 참여가 제한될 수 있고 분배금의 재원 역시 상품별로 다를 수 있다. 최근에는 국내 기초자산, 섹터, 위클리 옵션, 목표 프리미엄형, 옵션 매도비중 조절형 등으로 상품 설계가 세분화되고 있는 만큼, 투자자가 표시 분배율, 분배 재원, 총투자수익률, 옵션 운용 조건을 일관된 기준에서 비교할 수 있는 정보 제공 체계가 중요하다.

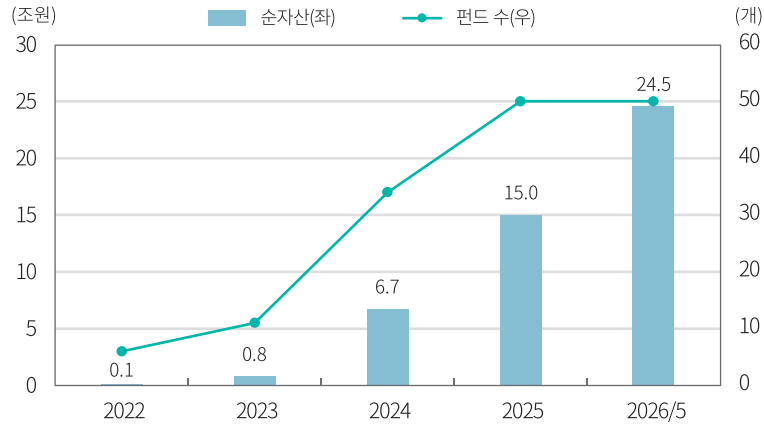
- 국내 커버드콜 ETF 시장은 2022년 이후 순자산과 펀드 수가 동시에 빠르게 증가했으며, 월분배 수요와 해외지수 투자 확대, 운용사 간 상품 공급 경쟁이 성장 배경으로 작용
 - 국내 커버드콜 ETF 순자산은 2022년말 1,223억원에서 2026년 5월말 24조 5,490억원으로 확대되었고, 같은 기간 펀드 수는 6개에서 50개로 증가(〈그림 1〉 참조)
 - 이에 대한 배경으로는 첫째, 2024년 이후 월분배형 ETF에 대한 투자자 수요가 확대되면서, 옵션 프리미엄을 활용해 정기적 현금흐름을 제공하는 커버드콜 ETF가 월분배형 ETF 시장의 핵심 상품군으로 부상
 - 둘째, S&P 500, Nasdaq 100 등 해외 대표지수에 대한 국내 투자 수요가 국내 상장 커버드콜 ETF의 주요 기초자산 선택으로 연결되면서 상품 공급도 단기간에 확대
 - 셋째, 운용사 간 상품 공급 경쟁이 확대되면서 커버드콜 ETF의 상품 설계도 기초자산과 옵션 전략 측면에서 세분화
 - 기초자산 측면에서는 S&P 500, Nasdaq 100 등 해외 대표지수 중심에서 KOSPI200, KOSDAQ150¹⁾, 국내 반도체²⁾ 등 국내 주가지수와 섹터를 활용한 상품으로 확대

1) 서울경제, 2026. 5. 13, 키움운용, 국내 최초 '코스닥 액티브커버드콜 ETF' 출시한다

2) 아시아경제, 2026. 5. 11, 반도체 투자에 배당까지...'KODEX 반도체타겟위클리커버드콜' 상장

- 옵션 전략 측면에서는 월간 옵션을 활용한 전통적 커버드콜 구조뿐 아니라 위클리 옵션³⁾, 목표 프리미엄형, 옵션 매도비중 조절형 등으로 운용 방식이 다양화⁴⁾

〈그림 1〉 국내 커버드콜 ETF 순자산 및 펀드 수 추이



자료: KG제로인

□ 글로벌 시장에서도 커버드콜 ETF는 옵션 기반 인컴형 ETP 성장의 중심에 있으며, 미국을 중심으로 성장한 이후 유럽에서도 관련 수요가 확대되는 추세

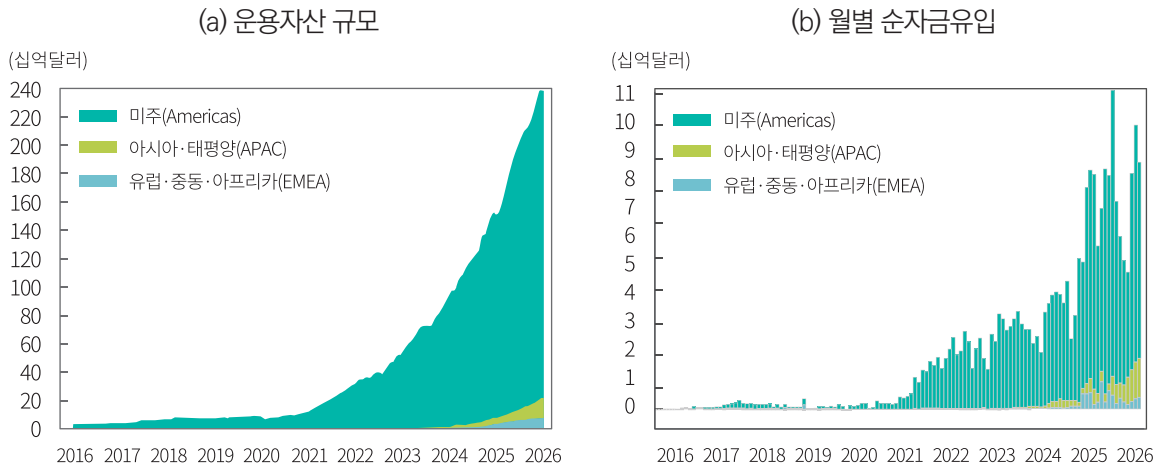
- ETF Stream & Nasdaq(2026)⁵⁾에 따르면 글로벌 Enhanced Income ETP 운용자산 규모는 2018년 12월말 70억달러에서 2026년 2월말 2,410억달러로 증가
 - Enhanced Income ETP는 커버드콜을 포함한 옵션 기반 인컴형 상품군이며, 이 중 커버드콜 ETF가 가장 큰 비중을 차지
- 동 보고서에서 커버드콜 ETF의 운용자산 규모는 2026년 2월말 약 2,270억달러로 나타나, Enhanced Income ETP의 대부분이 커버드콜 ETF로 구성됨을 확인
- 미국이 여전히 지배적인 성장 동력인 반면 유럽에서도 EMEA Enhanced Income ETP의 운용자산 규모가 2025년 2월말 약 30억달러에서 2026년 2월 약 70억달러로 증가하는 등 성장세가 두드러짐
 - 유럽에 상장된 커버드콜 및 프리미엄 인컴 ETF에는 2024년 1월 이후 57억달러의 순신규자금이 유입

3) 삼성자산운용 KODEX, KODEX 200 Target Weekly Covered Call ETF 상품 페이지 <https://www.samsungfund.com/etf/product/view.do?id=2ETFP4>

4) 삼성자산운용 KODEX 블로그, 2026. 5. 7, 반도체는 역시 삼성 KODEX! KODEX 반도체타겟위클리커버드콜 ETF

5) ETF Stream & Nasdaq, 2026, *The Next Income Frontier: Covered Call ETFs*

〈그림 2〉 거래소 지역별 Enhanced Income ETP 현황



주 : 1) 2026년은 2월말 기준

2) Nasdaq 내부 분류 기준에 따르면, enhanced income에는 오토콜러블(Autocallables), 박스 스프레드 인컴(Box-Spread Income), 버퍼 보호(Buffer Protection), 칼라 인컴(Collar Income), 커버드콜(Covered Call), 풋 라이트(Put Write) 전략이 포함됨

자료: ETF Stream & Nasdaq(2026)

□ 글로벌 커버드콜 ETF의 기초자산은 Nasdaq 100과 S&P 500이 양대 축을 형성하고 있으며, 그 외 미국 주식·지수, 단일종목, 미국 외 지역지수 및 비주식 자산군으로 점차 확대

— Nasdaq 100 연계 커버드콜 ETF의 운용자산 규모는 2026년 2월 기준 약 637억달러로 가장 큰 규모를 보였으며, S&P 500 기반 상품도 약 621억달러로 유사한 수준을 기록

• 최근 자금유입 측면에서도 Nasdaq 100 기반 상품이 두드러지며, 최근 12개월 및 3년 누적 순자금유입은 각각 약 239억달러, 502억달러로 S&P 500 기반 상품의 약 139억달러, 366억달러를 상회

— Nasdaq 100 기반 상품은 높은 변동성과 성장주 중심의 기초자산 특성으로 옵션 프리미엄 창출 여지가 크지만, 기초지수 상승률이 높을수록 콜옵션 매도에 따른 상승참여 제한과 초과수익 포기의 기회비용도 확대될 수 있음

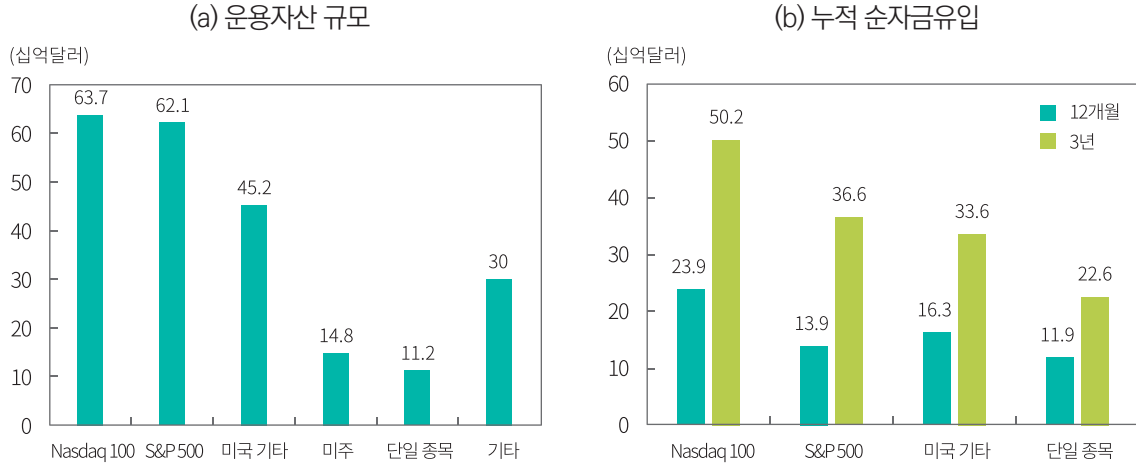
— Nasdaq 100이나 S&P 500이 아닌 미국 주식·지수를 기초자산으로 하는 상품과 단일종목 기반 커버드콜 ETF도 각각 452억달러, 112억달러 규모의 시장을 형성

— 특히 미국 시장에서는 단일 종목 기반 옵션 인컴 ETF, ODTE 옵션을 활용해 주간 분배를 추구하는 ETF, 변동성 수준에 따라 콜옵션 매도비중을 조절하는 동적 옵션 전략 등으로 상품 구조가 더욱 세분화되는 양상

• 이러한 상품은 높은 분배 가능성을 제시할 수 있으나, 기초자산 집중도, 옵션 만기와 롤오버 빈도, 파생상품 비용, 상승참여 제한 등이 결합되므로 전통적인 지수형 커버드콜 ETF와는 다른 손익 구조와 위험 특성을 가질 수 있음

— 기초자산 범위가 넓어질수록 상품별 변동성, 옵션시장 유동성, 분배 재원의 지속가능성 및 손익 구조 차이에 대한 비교 가능성이 중요해짐

<그림 3> 기초자산별 글로벌 커버드콜 ETF 현황 (2026년 2월말)



주 : 1) '미국 기타'는 커버드콜 ETF의 기초자산이 Nasdaq 100이나 S&P 500이 아닌 미국 주식·지수 기반 전략을 묶은 분류

2) '미주'는 미국을 제외한 미주 지역 기초자산으로 추정

3) '기타'에는 APAC, 글로벌, 원자재, 암호화폐, 유럽이 포함됨

자료: ETF Stream & Nasdaq(2026)

□ 커버드콜 ETF는 기초자산 보유와 콜옵션 매도를 결합한 상품으로, 손익 구조와 분배금 재원을 이해하기 위해서는 옵션 프리미엄, 표시 분배율, 총투자수익률 및 정보 제공 방식을 함께 검토할 필요

— 커버드콜 ETF는 주식 포트폴리오 또는 지수 추종 자산을 보유하면서, 동일하거나 유사한 기초자산 또는 관련 지수의 콜옵션을 매도하고 그 대가로 옵션 프리미엄을 수취

— 기초자산 가격이 행사가격 이하에 머물면 수취한 프리미엄이 손실을 일부 완충하지만, 행사가격을 초과해 상승할 경우 콜옵션 매도에 따라 기초자산 상승분에 대한 참여가 제한

— 다만 이러한 상승참여 제한은 개별 옵션 계약의 만기 손익에 관한 것으로, 만기 정산 이후에는 당시 기초자산 가격과 시장 변동성 등을 반영해 새로운 옵션 매도 조건으로 롤오버가 이루어짐

— 따라서 옵션 프리미엄은 개별 옵션 매도 시점에 1회 수취되지만, ETF는 매일 또는 정해진 주기마다 옵션을 다시 매도해 분배 재원을 반복적으로 확보

— 월분배금은 옵션 프리미엄 외에도 배당, 실현손익, 자본 환급을 포함할 수 있어, 표시 분배율을 총투자수익률이나 순수 투자성으로 해석하기는 어려움

• 자본 환급은 ETF 분배금 중 펀드의 소득·실현이익 등을 초과해 지급되어 자본 반환으로 분류되는 부분⁶⁾

6) Roundhill XDTE 공식 상품 페이지(<https://www.roundhillinvestments.com/etf/xdte/>)

- 미국 상장 ETF는 상품 페이지 및 투자광고 등을 통해 분배율, 수익률, 비용, 포트폴리오, 투자 위험 등의 정보를 제공하고 있으며, current yield 등 수익률 지표를 표시하는 경우 SEC Rule 482 및 Form N-1A에 따른 성과 산출·표시 기준이 적용
 - 비머니마켓펀드가 current yield를 표시할 경우 Form N-1A의 30일 또는 1개월 기준 산식이 적용되며, 이에 따른 30-Day SEC Yield는 최근 분배금 기준의 단순 분배율과 구분되는 표준화된 지표로 활용⁷⁾
- 국내에서도 ETF는 증권신고서·투자설명서, 자산구성내역, 투자광고 규율의 적용을 받고 있으며, 운용사 상품 페이지를 통해 기초지수, 운용방법, 분배금, 총투자수익률 등이 제공되고 있음
- 다만 국내 커버드콜 ETF의 분배 관련 정보는 상품에 따라 연평균 NAV 대비 목표 분배율⁸⁾, 목표 프리미엄⁹⁾, 목표 분배율 지수¹⁰⁾, 월별 목표 프리미엄 지수¹¹⁾ 등으로 제시되고 있어, 투자자가 분배 수준과 산출 기준을 동일한 기준에서 비교하기 어려운 측면이 있음
- 또한 커버드콜 ETF의 분배금은 배당, 옵션 프리미엄, 매매손익, 자본 환급 등 다양한 재원으로 구성될 수 있어 표시 분배율만으로 실제 투자성과를 판단하기 어려울 수 있음
- 따라서 커버드콜 ETF 시장 확대에 따라 분배율 산식, 분배 자원, 총투자수익률, 옵션 매도비중·행사가격·만기·롤오버 방식 등을 상품 간 일관된 기준으로 비교할 수 있도록 정보 제공 방식을 보완할 필요¹²⁾

7) 미국 BlackRock의 iShares S&P 500 BuyWrite ETF는 Distribution Rate, 30 Day SEC Yield, NAV Total Return을 별도 지표로 제시하고 있으며, Global X QYLD는 최근 12개월 분배율 산정에 income, capital gains, return of capital distributions가 포함될 수 있다고 설명

www.blackrock.com/us/individual/products/336267/ishares-s-p-500-buywrite-etf/

8) ACE 미국500데일리타겟커버드콜(합성): “연간 지급된 분배금의 합이 연평균 NAV의 15% 수준에 해당하는 분배수익률을 추구”한다고 설명, www.aceetf.co.kr/fund/K55101E97755

9) SOL 200타겟위클리커버드콜: “연 15% 타겟 프리미엄 월배당을 추구”한다고 설명

www.soletf.com/ko/fund/etf/211107?tabIndex=1

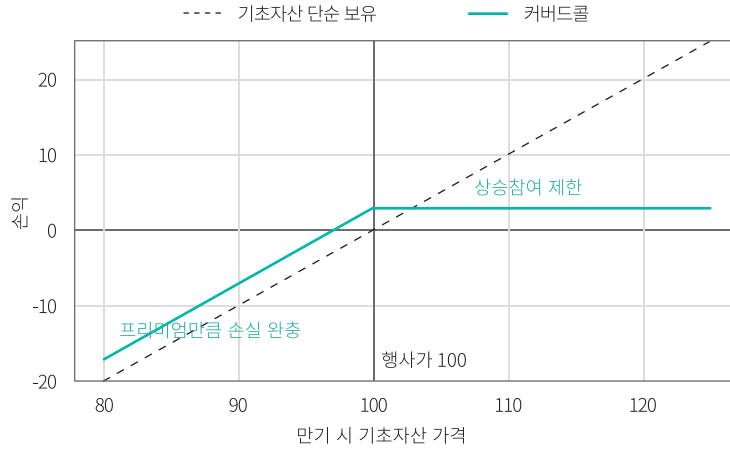
10) KODEX 반도체타겟위클리커버드콜: 기초지수가 “연간 9% 분배율을 목표로 하는 지수”라고 설명

www.samsungfund.com/etf/product/view.do?id=2ETFV1

11) SOL 미국500타겟데일리커버드콜액티브: 비교지수로 “KEDI 미국퀄리티 500+월1%프리미엄지수”를 제시하고, 옵션 프리미엄 및 배당금을 매월 지급하는 ETF라고 설명, <https://www.soletf.com/ko/fund/etf/211064?tabIndex=1>

12) 서울경제, 2026. 5. 11, 커버드콜 ETF 몸집 커지지만...제각각 분배율 계산에 혼란

〈그림 4〉 커버드콜 ETF 손익 구조 예시



주: 최초 기초자산 가격 100, 콜옵션 행사가가격 100, 옵션 프리미엄 수취를 가정한 만기 손익 구조 예시

□ 상품 설계 방식에 따라 분배율, 상승참여, 손실 완충 효과가 달라지므로 커버드콜 ETF 간 성과 차이가 확대될 수 있음

- 행사가가격을 현재 가격에 가깝게 설정할수록 프리미엄은 커지지만 상승참여 여지는 줄어들고, 현재 가격보다 높은 행사가가격의 외가격 콜옵션을 활용하면 프리미엄은 줄어드는 대신 기초자산 상승참여 여지는 커짐
- 옵션 매도비중을 낮춘 부분 커버드콜은 분배 재원을 줄이는 대신 상승장 기회비용을 완화할 수 있으며¹³⁾, 목표 프리미엄형 상품은 일정 수준의 옵션 프리미엄 확보를 위해 시장 변동성에 따라 옵션 매도비중이나 행사가가격 설정이 달라질 수 있음
- 변동성이 높은 기초자산은 높은 프리미엄을 제공할 수 있으나, 이는 기초자산 자체의 가격 변동 위험이 크다는 의미이기도 함¹⁴⁾
- 동적 옵션 전략은 옵션 내재변동성 등 시장 상황을 반영해 콜옵션 매도 여부를 조정함으로써, 옵션 프리미엄 확보와 기초자산 상승참여 간 균형을 추구하는 방식¹⁵⁾

13) HANetf, 2025, *Different approaches to covered call ETFs*.

<https://hanetf.com/news-insights/different-approaches-to-covered-call-etfs>

14) MoneyWeek, 2026. 5. 4, How to use premium-income ETFs to turn volatility into profits.

15) BusinessKorea, 2024. 10. 16, KRX to Unveil New KOSPI 200 Dynamic Weekly Covered Call Index with Bloomberg

〈표 1〉 커버드콜 ETF의 주요 이점 및 유의점

구분	주요 이점	유의점
현금흐름	옵션 프리미엄을 활용해 일반 배당 ETF보다 상대적으로 높은 월분배를 제시할 수 있음	분배금이 배당 또는 순수 운용수익인지, 자본 환급이 포함되는지 확인 필요
수익 구조	횡보장 또는 완만한 상승장에서 프리미엄 수익이 성과에 기여	강한 상승장에서는 행사가격 초과 상승분을 포기해 일반 주식 ETF 대비 성과 열위 가능
위험 완충	수취한 프리미엄이 일정 범위 내에서 하락 손실을 완화	기초자산 급락 시 손실을 완전히 방어하는 보호형 상품은 아니므로 손실 가능성 존재
상품 비교	기초자산과 옵션 설계에 따라 다양한 인컴 전략 구현 가능	옵션 매도비중, 행사가격, 롤오버 주기 등이 다르면 동일한 분배율도 다른 위험을 내포

- 국내 커버드콜 ETF 시장은 빠른 양적 성장 이후 기초자산과 옵션 전략이 세분화되는 단계로 진입하고 있으며, 투자자가 상품 구조와 성과를 일관된 기준에서 비교할 수 있는 정보 제공 체계가 중요
- 운용사는 기초자산, 옵션 매도비중, 행사가격 설정 방식, 만기, 롤오버 주기, 분배 재원 등을 보다 일관되게 제시함으로써 상품 간 비교 가능성을 높일 수 있음
 - 투자성과는 월분배금이나 표시 분배율만으로 판단하기보다 기준가격 변동을 포함한 총투자수익률과 함께 살펴보는 것이 바람직하며, 분배율 산식과 분배 재원도 함께 확인해야 함
 - 국내 커버드콜 ETF의 분배율은 직전 월분배금 연율화, 과거 12개월 분배금, 목표 분배율 등 상품별 산출 기준이 다를 수 있으므로, 투자자가 동일한 기준에서 분배 수준을 비교할 수 있도록 표시 방식의 정합성을 높이는 방안을 검토할 필요
 - 투자자 관점에서는 상품명이나 월 분배율보다 기초자산, 옵션 운용 방식, 분배 재원, 총투자수익률, 비용, 세후 성과를 종합적으로 비교하는 접근이 요구됨

선임연구원 심수연

ZOOM
-IN

미 SEC 공시제도 개편 추진 배경 및 쟁점

미국 SEC는 상장기업이 기업 특성을 고려하여 적절한 공시 주기를 선택할 수 있도록 공시제도 개편을 추진하고 있다. 이를 통해 기업의 공시 부담을 완화하고 기업 특성에 맞는 유연한 공시 체계를 구축함으로써 자본시장의 효율성을 높이려 한다.

다만 제도 개편에 따른 공시 빈도 축소는 정보 비대칭을 확대하고 자본 조달 비용을 증가시킬 수 있다는 우려를 초래한다. 반면, 근래의 공시 내용은 투자자에게 실질적 효용이 제한적이라는 점에서 공시 빈도 축소가 과도한 공시 부담을 줄여 공시 체계와 상장시장 간의 효율성을 제고할 수 있다는 긍정적 평가도 존재한다.

국내의 경우 미국과의 상장시장 환경 차이를 감안한 판단이 요구되며, 장기적으로 기업의 공시 비용 대비 시장참여자의 정보 불확실성 해소 편익을 고려하여 공시제도를 점검할 필요가 있다.

□ SEC는 상장기업 공시 주기를 기업이 자율적으로 선택할 수 있도록 공시제도 개편을 추진 중이며, 개편안은 공시 빈도를 제외한 현행 보고와 동일한 수준의 정보를 요구

- 지난 5월 SEC는 반기보고서(semiannual reporting) 신설 관련 규정 개편안을 발표하고 60일간 의견 수렴 진행 중¹⁾
- 미국 상장기업은 연방 증권법²⁾에 따라 투자자에게 중요한 정보를 제공하기 위해 중간보고 의무가 있으며, 현행 중간보고는 분기 보고로 이루어짐
 - 현행 제도에서 상장기업들은 분기별 보고서(Form 10-Q)를 회계연도마다 3회 제출, 4분기 실적은 연례 보고서(Form 10-K)에 통합하여 보고
- 규정 개편안에서는 회계연도마다 분기 보고 또는 반기 보고를 기업이 선택할 수 있도록 함
 - 반기 공시 양식(Form 10-S)을 신설하고, 반기 보고 채택 기업은 반기 보고서 1회, 연례 보고서 1회 제출
- 규정 개편안은 보고 주기를 분기에서 반기로 축소하는 것을 제외하고 제공하는 정보의 양과 질 측면에서 종전과 동일한 수준을 요구
 - 제출 기한, 재무 정보 및 비재무 정보, 작성 방식 기준 등

1) SEC, 2026. SEC Proposes Amendments to Permit Optional Semiannual Reporting by Public Companies, press release 2026-42.

2) Exchange Act §13(a), §15(d)

〈표 1〉 분기 보고(Form 10-Q) 및 반기 보고(Form 10-S) 특징

구분	Form 10-Q	Form 10-S
보고 기간	• 분기(3개월)	• 반기(6개월)
규정 상태	• 현행 의무 보고	• 신설 예정 • 기업의 자발적 선택
제출 기한	• 해당 회계기간(분기 또는 반기) 종료 후 40일 또는 45일 이내	
재무 정보	<ul style="list-style-type: none"> • U.S. GAAP 기준 재무제표 • 독립된 공인회계사 검토 • Inline XBRL 적용(데이터 태깅 포함) 	
비재무 정보	<ul style="list-style-type: none"> • 경영진단의견서(MD&A) 공시 • 시장 리스크 공시 • 내부 통제 절차 • 법적 분쟁 • 위험 요인 등 	

자료: SEC Proposed rule. Release No. 33-11414 주요 내용

□ SEC는 현행 분기별 보고 의무로 인한 기업의 부담을 해소하고, 기업 고유 특성에 맞는 보고 주기를 선택할 수 있는 공시 체계로 유연성을 높여, 공시 체계와 상장시장 간의 효율성을 제고하고자 함

- 획일적인 공시제도에서 기업 고유 특성을 반영한 보고 체계로 유연성을 제고하고, 잦은 실적 발표로 인한 단기 성과 압박 문제를 완화하여, 기업이 장기적인 성장에 집중할 수 있도록 유도
 - 현행 제도는 대기업, 바이오 스타트업 등 기업 규모, 산업, 사업 발전 단계, 자금 조달 필요성 등 개별 기업 특성이 반영되지 못하고 있음
 - 또한, 분기 보고 시 잦은 실적 발표로 장기적 사업 전략과 가치 창출 대신 단기적 재무 성과를 추종하는 단기 주의(short-termism) 문제가 지속적으로 제기
 - 중소기업(Smaller Reporting Company : SRC) 및 신흥성장기업(Emerging Growth Company : EGC)의 경우 장기적인 성장 가능성이 중요
 - 특히 바이오산업(biotech)과 같이 무형자산이 중요한 산업에서는 단기 실적보다 기술개발이나 규제 승인 여부 등 더 중요
- 규제 준수 비용 측면에서, 공시 빈도 축소로 비용 부담을 완화
 - 반기보고서 선택 시 보고 관련 직접 비용은 2/3가량 절감되는 것으로 추정
 - 연간 분기 보고(Form 10-Q) 평균 비용은 발행사(per issuer) 당 330,000달러, 연간 반기 보고(Form 10-S) 평균 비용은 약 132,000달러 수준으로 추정
 - 특히 중소기업의 경우 대기업 대비 비용 및 투입 시간 측면에서 상대적으로 더 큰 부담으로 작용

— 규제 비용과 부담 경감으로 비상장 기업들의 기업공개(IPO)를 유도하고, 기존 상장기업들은 상장을 유지할 수 있는 유인이 될 수 있을 것으로 기대

<표 2> 미국 공시제도 개편 제안 배경 및 기대 효과

구분	제안 배경	기대 효과
공시 체계 유연성	<p>기업 고유 특성을 반영하지 못하는 획일적 규제</p> <ul style="list-style-type: none"> 모든 상장기업에 동일한 분기 보고 의무 적용 기업 규모, 산업 특성, 성장단계, 기업 특성(무형자산 확대 등)에 따른 차이 미반영 	<p>기업 고유 특성에 맞는 보고 주기 선택</p> <ul style="list-style-type: none"> 기업 규모, 산업, 성장단계, 투자자 특성 등을 고려하여 분기 보고와 반기 보고 중 선택 가능 바이오·기술기업, SRC, EGC 등은 자사 특성에 맞는 공시 체계 활용 가능
단기 실적주의	<p>짚은 공시로 인한 단기 실적주의(short-termism) 확대</p> <ul style="list-style-type: none"> 분기 실적 관리에 대한 압박 증가 연구개발·설비투자 등 장기 투자 유인 저하 	<p>장기 성장전략 및 가치 창출 활동 강화</p> <ul style="list-style-type: none"> 단기 실적 압박 완화 연구개발, 신제품 개발, 설비투자 등 장기 성장전략에 집중 가능
규제 준수 비용	<p>높은 공시 및 규제 준수 비용 부담</p> <ul style="list-style-type: none"> Form 10-Q 작성, 외부감사인 검토, XBRL 태깅, MD&A 작성 등에 상당한 비용과 인력 소요 특히 중소형 상장기업의 부담이 상대적으로 큼 	<p>규제 준수 비용 절감 및 자원 재배분</p> <ul style="list-style-type: none"> 반기 보고 선택 시 직접 비용 약 2/3 절감 가능 절감된 비용과 인력을 사업 투자 및 경영활동에 활용 가능
상장 유인	<p>상장 유지 및 신규 상장에 대한 부담 증가</p> <ul style="list-style-type: none"> 공시 부담으로 인해 비상장기업의 IPO 유인이 약화 상장기업의 자발적 상장폐지 유인 존재 	<p>상장시장 활성화 및 자본형성 촉진</p> <ul style="list-style-type: none"> 상장 유지 비용 감소로 신규 상장 및 상장 유지 유인 확대

자료: SEC Proposed rule. Release No. 33-11414 주요 내용

□ 한편, 적정 공시 주기에 관한 논의는 과거부터 지속적으로 제기되어 왔으며, 재무 공시 빈도가 높을수록 시장의 정보 불균형을 해소하고 기업의 자본 조달 비용이 낮아지는 이점이 존재한다는 측면에서 SEC의 제안은 투자자의 불편과 시장 불안정을 초래할 우려가 제기

— Fu et al.(2012)³⁾에 따르면 재무 보고 빈도가 높을수록 정보 비대칭·자기자본비용(cost of equity) 감소

- 1951~1973년 기업의 중간보고(interim reporting) 빈도를 바탕으로, 재무 보고 빈도와 정보 비대칭·자기자본비용(cost of equity) 간의 영향을 분석
- 그 결과 보고 빈도가 높을수록 정보 비대칭이 감소하고, 자본 비용이 낮아짐
- 특히, 자발적 보고 빈도 증가 및 규제에 따른 의무적 보고 빈도 증가에도 유사한 결과
- 그밖에, 보고 빈도를 줄인 기업의 경우, 90% 이상이 3년 이내에 기존 수준 또는 그 이상으로 보고 빈도로 복구

— 시장⁴⁾에서는 공시 빈도 감소가 정보 불확실성 등 시장 위험 확대를 초래할 수 있으며, 특히 공시 자료 의존도가 높은 개인투자자에게 상대적으로 큰 영향을 줄 것으로 평가

- 6월 초까지 SEC에 수렴된 의견 중 94%가 공시 빈도 완화를 반대하는 의견이며, 대체로 개인 투자자들을 중심으로 의견이 수렴된 상황

□ 반면, 근래에는 공시의 양과 복잡도가 증가하여 투자자에게 실질적인 도움이 되지 않아 공시 효율 측면에서 이와 같은 변화를 지지하는 주장도 존재

— Dyer et al.(2017)⁵⁾에 따르면 근래의 공시 체계는 개별 기업의 상황보다 규제로 인한 공시의 양이 증가한 반면, 공시 품질은 저하

- 1996년부터 2013년까지 미국 연례보고서(10-K)의 양적·질적 특성을 분석한 결과 보고서 분량은 두 배가량 증가
- 반면, 보고서 내에 중복성(redundancy), 정형화된 문구 사용(boilerplate), 과거 공시 내용 반복(stickiness) 문구가 지속적으로 증가하여 공시 품질은 저하
- 또한, 가독성(readability), 구체성(specificity), 정량적·객관적 정보(hard information) 비중은 뚜렷하게 감소

— 일부에서는 공시 비용 부담 완화, 상장 유인 확대, 단기주의 완화 이점 등과 해외의 성공적 사례 등을 바탕으로 투자자 보호와 공시 체계 완화가 양립 가능한 것으로 평가⁶⁾

3) Fu, R., Kraft, A., Zhang, H., 2012, Financial reporting frequency, information asymmetry, and the cost of equity, *Journal of Accounting and Economics* 53, 132-149.

4) Financial Times, 2026. 6. 5, The big backlash over plans to drop US quarterly reporting demands.

5) Dyer, T., Lang, M., Stice-Lawrence, L., 2017, The evolution of 10-K textual disclosure: Evidence from Latent Dirichlet Allocation, *Journal of Accounting and Economics* 64(2-3), 221-245.

6) Morningstar, 2026. 5. 5, Kunal Kapoor: I agree with the SEC on ending quarterly reporting with conditions

- 호주 증권시장의 경우 연 2회 공시로, 주가에 영향을 미치는 중요한 정보는 발생 즉시 공개하도록 함
- 중요한 정보의 경우 적시 공시가 이루어진다면, 투자자 보호와 공시 완화는 양립 가능

□ 미국과 국내 상장시장 환경 차이를 감안한 판단이 요구되며, 장기적으로 기업의 공시 비용 대비 시장참여자의 정보 불확실성 해소 편익을 함께 고려할 필요

- 최근 수년간 미국 상장시장은 IPO 감소 및 자발적 상장폐지 증가를 겪고 있으며, 미국의 상장기업 수 감소는 기업합병, 규제 준수 비용, 기업 특성 변화, 사적 시장 확대 등이 유인이 되는 것으로 평가⁷⁾
- 특히 자발적 상장폐지 사유 중 규제 준수 부담이 기업의 전략적 상장폐지를 선택하는 주요 요인 중 하나로 평가됨
 - 실제로 기업의 자발적 상장폐지 결정 요인에 대한 사례 분석 결과, 높은 상장 비용이 자발적 상장폐지를 촉진하는 유인이 되는 것으로 나타남⁸⁾
- 국내의 경우 아직은 미국과 같이 사적 시장(private market)으로 기업이 탈출하는 현상이 빈번하게 발생하는 것은 아니지만 장기적으로 기업의 공시 부담과 투자자에 대한 충실한 정보 제공 간에 존재하는 미묘한 긴장 관계를 면밀하게 고려하여 공시제도를 점검할 필요

선임연구원 이정은

7) Stulz, R.M., 2021. 5, 공개기업 vs. 비공개기업, 공적시장 vs. 사적시장, KCMi Global Issue.

8) Azevedo, A., Colak, G., El Kalak, I., Tunaru, R., 2024, The timing of voluntary delisting, *Journal of Financial Economics* 155, 103832.