

## OPINION

선임연구위원  
강현주

## 선진국 국채금리 상승의 확산과 국고채 시장의 대응\*

최근 1년간 주요 선진국의 장기금리가 일제히 상승했으나, 그 원인은 국가별로 달랐다. 미국에서는 통화정책 경로의 재조정과 기간프리미엄 상승이, 영국에서는 미국에서 전이된 기간프리미엄이, 프랑스에서는 재정·정치적 위험에 따른 위험프리미엄이, 일본에서는 통화정책 정상화가 금리 상승을 이끌었다. 본고는 같은 기간 국고채 10년 금리의 상승이 해외에서 전이된 것인지, 국내 요인에서 비롯된 것인지를 점검하였다. 분석 결과, 국고채 기간프리미엄 상승 중 주요국 기간프리미엄으로 설명되는 부분은 제한적이었으며 외국인 자금의 이탈도 관찰되지 않아 국내 요인의 영향이 컸던 것으로 나타났다. 국내 요인 가운데 반도체 수출 확대에 따른 명목 중립금리의 상승 폭은 작았던 반면, 기간프리미엄의 상승이 두드러졌으며 초장기 구간을 중심으로 수급 여건의 변화가 뚜렷하게 나타났다. 이러한 진단은 공급 측면의 대응 여지가 있음을 시사하지만, 발행 감액의 효과는 일시적인 만큼 우선 공급 경로의 예측 가능성을 높이고, 중장기적으로는 단기 국고채 도입과 연금 자금의 장기 수요 기반 확충 등 만기별 수급을 조절할 제도적 기반을 마련할 필요가 있다. 아울러 프랑스로 번진 주요국 국채시장의 불안은 과거 재정위기 때와 달리 환율뿐 아니라 기간프리미엄을 통해서도 국내로 전이될 수 있는 만큼 대외 위험에도 대비할 필요가 있다.

2025년 9월 말 이후 지난 1년 동안 국고채 10년 금리는 2.95%에서 4.41%로 146bp 상승하였으며 같은 기간 일본(140bp), 프랑스(131bp), 미국(114bp), 독일(87bp), 영국(73bp)의 10년 국채금리도 함께 올라 장기금리 상승은 선진국 국채시장 전반으로 확산되었다.<sup>1)</sup> 9월 15일 10년물 금리가 2022년 10월 이후 최고 수준인 4.6%를 기록하자, 정부는 10월 국고채 발행을 계획 대비 5조원 축소하고 약 3.5조원 규모의 바이백을 실시하기로 하였다.<sup>2)</sup> 그러나 이러한 대응이 얼마나 효과적일지는 금리 상승이 어디에서 비롯되었는지에 달려 있다. 첫째, 국내 금리 상승이 해외로부터 전이된 것이라면 국내 정책만으로 대응하기 어렵고, 정책의 초점은 해외발 변동성을 완충하는 데 두어야 한다. 둘째, 최근 AI 투자 확대 등으로 장기 성장세가 높아져 중립금리 자체가 재평가된 것이라면, 높아진 금리는 고금리의 장기화를 반영한 새로운 균형이어서 물량 조절로 되돌리기 어렵다. 이 경우 통화정책 기조와 재정의 이자비용 전망 모두 높아진 금리 수준을 전제로 다시 점검할 필요가 있다. 셋째, 국내 국채 수급의 불

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

1) 국고채는 한국은행 ECOS, 주요국은 데이터스트림 10년 지표물 기준이며 2025년 9월 30일~2026년 9월 30일의 변화이다.

2) 재정경제부, 2026. 10. 1, 「'26.10월 국고채 발행물량 당초계획대비 5조원 축소, 국고채 경쟁입찰 12.0조원, 원화표시 외평채 1.0조원 발행, 재정증권 미발행」, 보도자료.

균형으로 기간프리미엄이 확대된 것이라면 발행 규모와 만기 구성의 조정, 장기물 수요 기반의 확충이 유효한 대응 수단이 된다.

이처럼 원인에 따라 처방이 달라지는 만큼, 금리 상승의 성격을 판단하는 것이 대응 과제를 정하는 출발점이다. 분석 결과를 먼저 요약하면, 국고채 금리 상승은 해외로부터의 전염보다 국내 요인의 영향이 컸고, 국내 요인 가운데서도 중립금리의 재평가보다 기간프리미엄의 상승이 두드러졌으며, 초장기 구간을 중심으로 수요의 약화가 관찰된다. 이에 따라 본고는 수급 측면에 초점을 맞추어 대응 과제를 제시한다. 이하에서는 주요국 금리 상승의 원인을 비교한 뒤, 국고채 금리 상승의 해외 전염 여부와 국내 요인의 성격, 수급 여건을 차례로 점검하고 채권당국의 대응 과제를 논의한다.

### 주요국 장기금리 상승: 같은 방향, 다른 원인

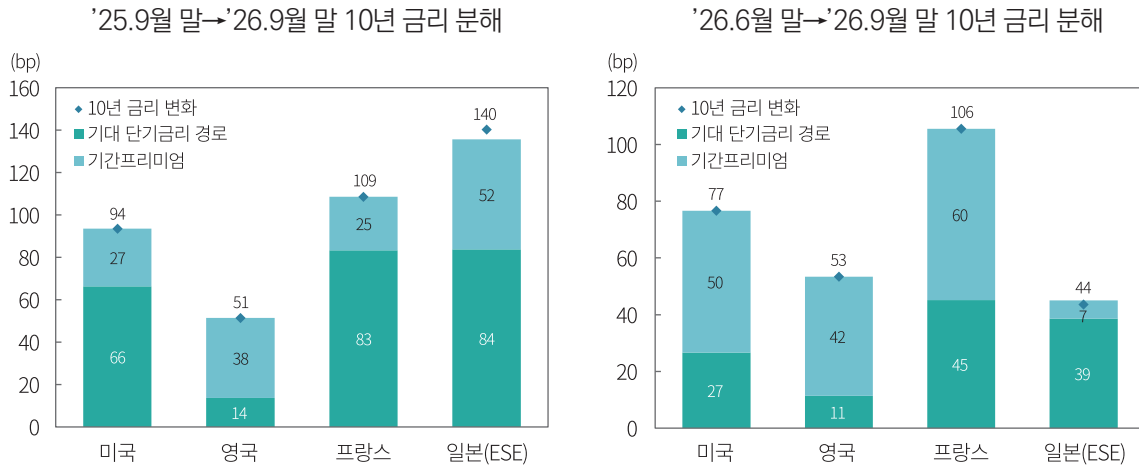
장기금리를 향후 단기금리(통화정책)의 기대 경로와 기간프리미엄(term premium)으로 나누어 보면, 주요국의 금리 상승은 서로 다른 원인에서 비롯되었다(〈그림 1〉).<sup>3)</sup> 우선, 미국은 통화정책 경로의 재조정과 기간프리미엄 상승이 함께 작용하였다. 지난 1년간 10년물 금리(제로커브 기준)가 94bp 상승한 가운데 기대 단기금리 경로가 66bp, 기간프리미엄이 27bp를 설명하였고, 3분기에는 두 성분이 각각 27bp, 50bp 올랐다. 이란 전쟁에 따른 물가불안 우려로 기대 단기금리가 상승하는 가운데, 기간프리미엄의 상승은 AI 기업의 채권 발행에 따른 구축효과나 미 국채의 안전자산 지위 약화만으로는 충분히 설명되지 않으며, 가격에 둔감한 공적 보유 주체의 비중이 줄고 민간이 더 많은 듀레이션 위험을 부담하게 된 수요 구조의 변화와 관련된 것으로 해석된다.<sup>4)</sup> 연준은 9월 정책금리를 3.75~4.00%로 인상하였고 위원들의 2027년 말 정책금리 전망 중간값도 6월 3.6%에서 4.1%로 높아졌으나, 장기 정책금리 전망은 3.1%에서 3.2%로 오르는 데 그쳐 중립금리 자체에 대한 판단은 크게 바뀌지 않았다.<sup>5)</sup>

3) 미국·영국·프랑스는 블룸버그 제로커브 월말 자료(2003년 1월~2026년 9월)에 ACM 모형을 적용한 자체 추정치이다. 참고로 미국에 대한 뉴욕 연준의 ACM 추정치와 자체 추정치의 상관관계수는 0.86(2003~2026년 주간 변화분 기준)이다. 일본은 장기간의 제로금리로 ACM 모형의 추정이 불안정해, 수익률 자료로부터 금리의 장기 추세를 함께 추정하는 Bauer & Rudebusch(2020)의 추정 이동중점(estimated shifting endpoint: ESE) 모형을 적용하였다. 두 모형 모두 금리의 하한(제로 금리)을 고려하지 않으며, 미국·유로지역·일본의 제로 또는 마이너스 금리 기간이 추정 표본에 포함되어 있다. 다만, 일본에서 제로·마이너스 금리 기간의 만기 2년 이하 금리(0.1% 이하)를 결측으로 처리해 다시 추정해도 최근 1년의 분해 결과는 같았다. Adrian, T., Crump, R., Moench, E., 2013, Pricing the term structure with linear regressions, *Journal of Financial Economics* 110(1), 110-138; Bauer, M. D., Rudebusch, G. D., 2020, Interest rates under falling stars, *American Economic Review* 110(5), 1316-1354.

4) 강현주, 2026, 미 국채 장기금리 상승의 구조적 배경과 시사점, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2026-18호.

5) Federal Reserve, 2026. 9. 16, FOMC Statement 및 Summary of Economic Projections.

〈그림 1〉 주요국 10년 금리 상승의 분해



주 : 미국·영국·프랑스는 ACM 모형 자체 추정치, 일본은 Bauer & Rudebusch(2020) 모형 적합값. 제로커브 기준  
이어서 본문의 10년 지표물 금리 변화와 다를 수 있음.

자료: Bloomberg, 자체 추정

영국은 미국 기간프리미엄이 전염된 경우이다. 지난 1년간 10년물 금리(제로커브 기준)가 51bp 상승하여 여타국에 비해 금리 상승폭이 크지 않은 가운데, 최근 1년 주간 자료로 추정한 미국 기간프리미엄에 대한 민감도(0.68,  $t=3.3$ )를 적용하면 3분기 영국 기간프리미엄 상승 42bp 가운데 34bp가 미국 요인으로 설명된다.<sup>6)</sup> 프랑스는 유로지역 공통의 통화긴축에 재정·정치 위험에 따른 위험 프리미엄이 확대된 경우이다. 1년간 제로커브 기준 상승분 109bp 가운데 기대 성분 83bp에는 유럽중앙은행(ECB)의 6월과 9월 두 차례 금리 인상 등 긴축 전환이 반영되어 있으나, 3분기 프랑스 기간프리미엄 상승폭 60bp 중 33bp는 미국 기간프리미엄의 상승으로 설명되지 않는다.<sup>7)</sup> 프랑스와 독일 10년 국채(OAT, Bund)의 금리차인 OAT-분트 스프레드도 6월 말 75bp에서 10월 2일 141bp로 확대되어, 10월 초 평균 기준으로 유럽 재정위기 당시인 2012년 상반기 이후 가장 높은 수준에 이르렀다. 이러한 스프레드 확대에 비해 재정 여건의 변화는 크지 않았다. 프랑스 정부가 10월 1일 2027년 예산안과 함께 제시한 2026년 재정적자 전망은 GDP 대비 5.4%로 5월 EU 집행위원회 전망(5.1%)보다 0.3%p 높아지는 데 그쳐, 스프레드의 확대는 재정 펀더멘털의 악화보다 예산안을 둘러싼 정치적 교착과 대선을 앞둔 불확실성이 키운 위험프리미엄으로 보인다.<sup>8)</sup> 같은 기간 이탈리아의 대독일 스프레드도 69bp에서 117bp로 확대되어, 프랑스의 금리 상승은 유로지역 국가위험 전반이 높아지는 가운데 재정·정치

6) 2025년 10월~2026년 9월(52주)의 주간 변화로 민감도를 추정하였다. 한편, 2003년 2월~2024년 12월 표본의 민감도도 주간 0.62, 월간 0.76으로 비슷하다.

7) 영국과 같은 방법으로 추정한 미국 기간프리미엄에 대한 민감도(0.55,  $t=7.8$ )를 적용하였다.

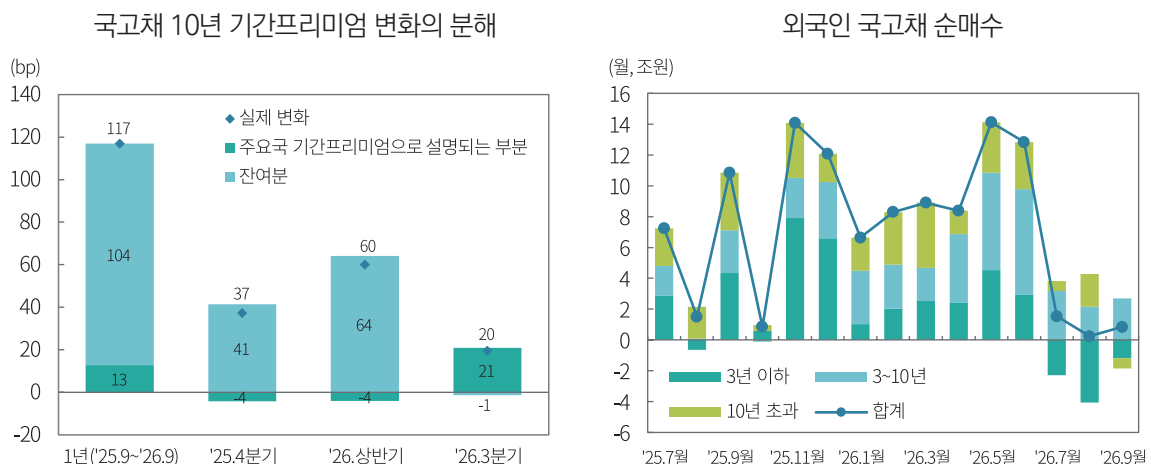
8) 최근 프랑스 중앙은행 총재는 공공재정을 정비하지 않으면 “금리에 목이 졸릴” 위험이 있다고 경고한 바 있다(Financial Times, 2026. 10. 6, French central bank head warns country at risk of being ‘strangled by interest rates’).

위험이 가장 큰 프랑스가 가장 크게 반응한 결과로 보는 것이 정확하다. 한편, 일본은 통화정책 정상화가 주도하였다. 1년간 10년물 금리가 140bp 상승한 가운데 기대 성분이 84bp를 설명하였다. 2년 금리도 99bp 올랐으며, 10년 기대인플레이션(BEI)이 58bp 높아져 물가 목표의 정착에 따른 명목 기준점의 상향 조정이 함께 나타났다. 미국의 5년 후 5년 기대인플레이션이 6bp 오르는 데 그친 것과 대조적이다. 요컨대 이란 전쟁에 따른 에너지 가격 상승이 각국에 공통의 물가상승 압력으로 작용하였더라도, 통화정책 대응과 재정·정치 여건에 따라 금리 상승의 폭과 구성은 크게 엇갈렸다. 이번 금리 상승은 공통 충격이 각국의 서로 다른 취약성을 드러낸 결과로 보는 것이 적절하다.

### 국고채 금리 상승의 해외 전염 여부

주요국 간 전염이 기간프리미엄을 통해 나타나는 만큼 국고채도 같은 방법으로 점검하였다. 최근 1년간 한국 10년 기간프리미엄의 주간 변화를 미국·영국·프랑스의 기간프리미엄 변화에 대해 회귀 분석하면, 1년간 상승폭 117bp 가운데 해외 요인으로 설명되는 부분은 13bp에 불과하였다(〈그림 2〉좌측).<sup>9)</sup> 2025년 4분기와 2026년 상반기의 상승은 사실상 전부 국내 요인에서 비롯되었고, 미국과 유럽의 기간프리미엄이 급등한 3분기에만 주로 해외 요인에 의해 상승한 것으로 나타났다.

〈그림 2〉 국고채 기간프리미엄 변화의 해외 요인 설명분과 외국인 국고채 순매수



주 : 좌측은 최근 1년(2025년 10월~2026년 9월) 주간 자료로 추정된 미국·영국·프랑스 기간프리미엄 변화에 대한 민감도를 이용해 각 기간의 해외 요인 설명분을 산출한 결과(ACM 모형, 블룸버그 제로커브 기준). 우측은 장외시장 잔존만기별 순매수.

자료: Bloomberg, 연합뉴스포맥스, 자체 추정

9) 한국은 블룸버그 제로커브의 2000년 이후 월말 자료로 추정된 ACM 모형의 계수를 주간 자료에 적용하였으며, 영국과 같은 방법으로 2025년 10월~2026년 9월의 주간 변화로 민감도를 추정하였다.

외국인 자금의 이탈도 관찰되지 않았다. 외국인은 3분기에도 국고채를 순매수하였으나 그 규모는 2분기 35.3조원에서 3분기 2.6조원으로 크게 줄었다(〈그림 2〉 우측).<sup>10)</sup> 감소분의 절반 이상은 3년 이하 단기물이 순매도(9.9조원 → -7.5조원)로 바뀐 데서 비롯되었는데, 한국은행은 외국인 채권투자의 위축이 펀더멘털 우려보다 단기 차익거래유인의 역전 등 외화자금 수급 여건에 기인한 측면이 크다고 평가하였다.<sup>11)</sup> 다만 10년 금리에 직접 영향을 미치는 3~10년 구간의 순매수도 17.6조원에서 8.0조원으로, 잔존만기 20년 초과 구간의 순매수는 6.3조원에서 0.6조원으로 줄어, 자금 유출을 통한 전형적인 전염은 아니더라도 외국인 매수의 둔화가 국고채 수요를 약화시킨 요인이 되었을 가능성은 있다.

### 국내 요인의 성격: 중립금리의 재평가보다 기간프리미엄의 상승

10년 금리 상승 146bp 가운데 해외 요인으로 설명되는 기간프리미엄 13bp를 제외한 대부분은 국내 요인에 따른 것이다. 국내 요인은 채권시장이 장기 정책금리 수준 자체를 상향 조정한 것인지, 장기 채 보유에 따른 위험보상인 기간프리미엄이 커진 것인지로 나누어 볼 수 있다. 이 구분이 중요한 것은 중립금리가 재평가된 것이라면 높아진 금리는 장기 성장세를 반영해 균형금리 자체가 상승한 만큼 공급 조치로 되돌릴 대상이 아닌 반면, 기간프리미엄의 확대라면 수급 대응이 작용할 여지가 있기 때문이다. 수익률곡선만으로 금리를 분해하는 ACM 모형에 따르면 지난 1년간 10년 금리 상승 146bp 가운데 117bp가 기간프리미엄 상승이었고, 거시경제 모형으로 추정된 명목 중립금리를 금리의 장기 추세로 반영하는 Bauer & Rudebusch(2020)의 관측 이동종점(observed shifting endpoint: OSE) 모형으로도 111bp가 기간프리미엄 상승으로 분류되었다(〈그림 3〉).<sup>12)</sup> 명목 중립금리는 글로벌 금융위기 이후 장기간 하락하다 팬데믹 이후 반등한 것으로 추정되며 한국은행 또한 8월 금융통화위원회의 사록을 통해 중립금리의 반등에 대해 언급한 바 있다.<sup>13)</sup> 특히 최근에는 반도체 수출 확대에 따른 성장 기대도 중립금리를 일부 끌어올린 것으로 보인다. 실제로 한국은행은 2026년 8월 경제전망에서 2026년 성장률 전망을 3.3%로 높이고 2026년 및 2027년 모두 잠재성장률을 상당폭 웃도는 성장을 예상하였으며, 국회예산정책처도 2027년 잠재성장률 전망을 직전 중기 전망의 1.8%에서 2.3%로 높였다.<sup>14)</sup> 다만 잠재성장률 개선에도 불구하고 중립금리의 상향 조정은 점진적이어서 최근 1년 명목 중립금리의 상승폭(20bp)은 기간프리미엄의 확대에 비해 훨씬 작았고, 국고채 금리 상승은 성장 기대에 따른 중립

10) 2분기의 대규모 순매수에는 4월 세계국채지수(WGBI) 편입에 따른 자금도 포함되어 있었을 것으로 보인다.

11) 한국은행, 2026. 8. 27, 「최근 외국인 국내 채권투자 부진 배경, 통화정책방향 결정회의 금융·경제 이슈, pp. 16-19.

12) 명목 중립금리는 강현주·백인석(2024)의 준구조 모형으로 추정된 실질 중립금리와 추세물가의 합이며, 2026년 3분기 이후 성장률은 한국은행 2026년 8월 경제전망의 분기 경로를 따랐다. Bauer & Rudebusch(2020)의 OSE 모형은 금리의 추세를 외부 정보에서 가져오는 반면, 앞서 일본 수익률곡선 추정에 적용한 ESE 모형은 외부 정보를 쓰지 않고 국채금리만으로 추세를 추정한다. 이처럼 거시경제 정보를 활용하는 OSE 모형은 금리의 장기 추세를 경제의 펀더멘털과 연결해 해석할 수 있다는 장점이 있다. 강현주·백인석, 2024, 『통화정책 전환에 따른 저금리 회귀 가능성 평가』, 자본시장연구원 이슈보고서 24-07.

13) 한국은행, 2026. 9. 15, 「2026년도 제16차 금융통화위원회(정기) 의사록」(2026년 8월 27일 개최).

14) 국회예산정책처, 2026. 9, 『2027년 NABO 경제전망: 2026~2030』.

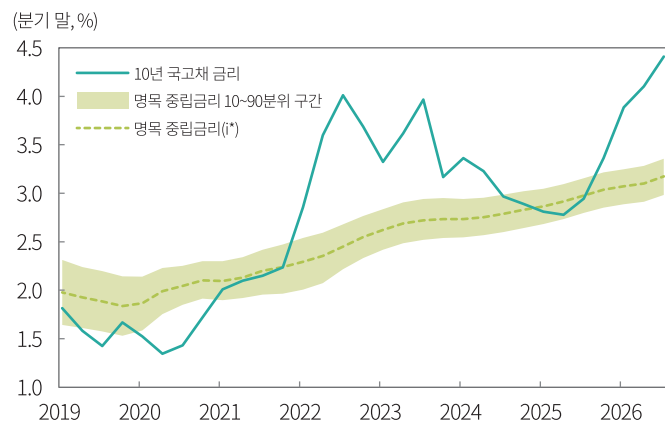
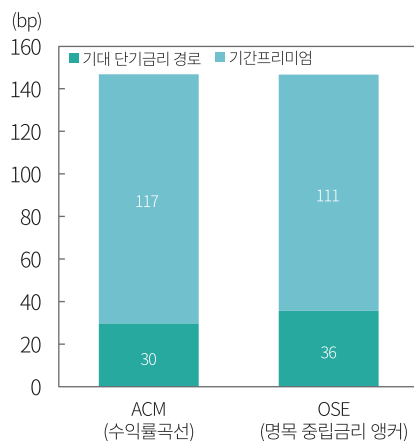
금리의 재평가보다 기간프리미엄의 상승이 주도한 것으로 판단된다.

물론 중립금리의 점진적 재평가는 앞으로도 이어질 수 있다. 기준금리가 7월과 8월 연이어 인상되어 3.00%가 된 가운데, 최근 블룸버그 서베이에서 주요 예측기관들은 기준금리가 두 차례 더 인상된 뒤 2027년 말까지 3% 중반 수준에 머물 것으로 예상하였으나, 9월 말 3년물 금리는 4.01%로 이를 크게 웃돌았다. 이러한 괴리에는 긴축의 장기화 가능성이 반영되어 있을 수 있지만, 시장이 중립금리의 추가 상향을 앞당겨 반영하고 있을 가능성도 배제할 수 없다.<sup>15)</sup> 중립금리가 실제로 얼마나 높아졌는지는 기준금리 인상 기조가 마무리된 뒤에도 시장금리가 높은 수준을 유지하는지를 보면서 판단할 필요가 있다.

〈그림 3〉 국고채 10년 금리 상승의 모형별 분해와 명목 중립금리

'25.3분기→'26.3분기 10년 금리 변화 분해

10년 금리와 명목 중립금리



주 : 좌측의 기대 단기금리 경로에서 ACM은 기대 성분, OSE는 실제 금리에서 기간프리미엄을 뺀 값. 명목 중립금리는 강현주·백인석(2024) 모형의 추정치. 우측의 음영은 명목 중립금리 추정치의 10~90분위 구간(모수 사후분포 기준). OSE 모형의 기대 단기금리 경로 상승 36bp는 중립금리의 상승 20bp와 기대 경로가 중립금리 아래에서 위로 옮겨 간 효과 15bp로 구분.

자료: Bloomberg, 자체 추정

### 수급 요인: 초장기물 수요의 약화

기간프리미엄에는 수급뿐 아니라 향후 성장 경로의 불확실성이나 물가 위험에 대한 보상도 함께 반영되어, 수급 변화가 기간프리미엄을 얼마나 높였는지를 계량적으로 분리하기는 어렵다. 다만 만기별

15) 국채금리만으로 금리의 장기 추세를 추정하는 ESE 모형은 지난 1년간 추세가 104bp 높아진 것으로 추정하여 ACM이나 OSE 모형과 다른 결과를 보인다. 그러나 이러한 ESE 모형의 추세와 거시 중립금리의 괴리는 과거에도 기준금리가 거시 중립금리를 웃도는 긴축기에는 양(+)으로, 밀도는 완화기에는 음(-)으로 나타나는 등 통화정책 기조와 같은 방향으로 움직여 왔다는 점에서, ESE 모형의 추세 상승도 긴축 기조가 지속될 것이라는 시장의 평가를 상당 부분 반영한 것으로 판단된다.

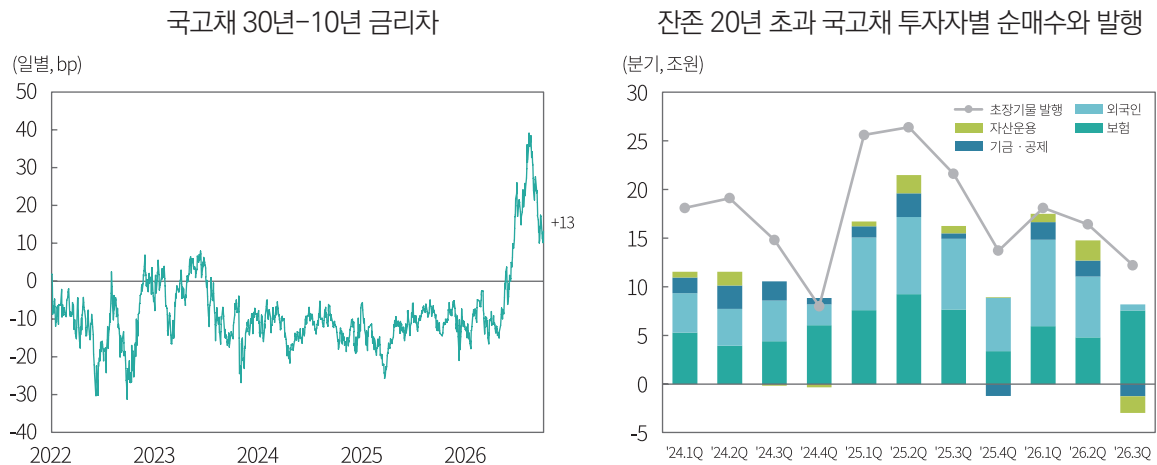
로 보면 금리는 3년물부터 30년물까지 비슷하게 올랐지만 그 구성은 크게 달랐다. ACM 모형 기준으로 3년물은 기대 단기금리 경로(80bp)가 기간프리미엄(66bp)보다 크게 올랐던 반면, 10년물에서는 기간프리미엄이 117bp 올라 금리 상승의 대부분을 설명하였다.<sup>16)</sup> 기간프리미엄의 상승이 3년물보다 10년물에서 컸고, 초장기물 금리가 가장 크게 오른 가운데 초장기 구간에서 수요의 약화와 발행 구성의 변화가 뚜렷하게 관찰된다는 점은 수급이 중요한 요인이었음을 시사한다. 2022~2025년 중 거래일의 91%에서 음(-)이던 30년물-10년물 금리차는 6월 9일 이후 양(+)으로 돌아서 8월 12일 39bp까지 확대되었다(〈그림 4〉 좌측). 이러한 초장기 구간의 약세는 이 구간의 핵심 수요층인 보험사의 매수 둔화와 맞물려 있다. 보험사는 부채 듀레이션이 자산보다 길어, 현재와 같은 금리 상승 국면에서는 부채의 금리 민감도가 자산보다 더 크게 줄어 장기 듀레이션 자산을 추가로 확보할 필요성이 낮아지고, 이에 따라 장기 국채 매수세가 약화될 가능성이 있다. 실제로 보험사의 잔존만기 20년 초과 국고채 순매수는 2025년 4분기~2026년 2분기에 분기 3.4~5.9조원으로 전년 같은 분기(6.0~9.2조원)보다 크게 줄었다(〈그림 4〉 우측). 3분기에는 보험사 순매수가 전년 수준(7.6조원)을 회복하였으나 외국인과 기금·공제의 순매수가 급감하였다. 보험사의 본드 포워드(bond forward) 매입도 둔화되어 보험사의 계약잔액은 2025년 말 77.5조원 이후 증가세가 멈추었다.<sup>17)</sup> 한국은행은 이에 따라 거래상대방인 해외 상업은행이 헤지 목적의 현물 초장기채 매입을 줄인 데다 2021년 이후 체결된 계약의 만기가 순차로 도래해 보험사로의 실물 인도가 본격화되면서, 보험사 수요의 둔화가 외국인의 초장기채 보유 감소로도 나타난 것으로 평가하였다.<sup>18)</sup> 수요가 이처럼 약해지는 가운데 공급 측면에서는 정부가 6월부터 초장기물 발행을 줄였다. 3분기 초장기물 발행액은 계획 기준 12.2조원으로 전년 같은 기간(21.6조원)의 절반 남짓에 그쳤고, 8월 중순 고점에 이르렀던 30년물-10년물 금리차도 이후 축소되어 9월 말 12bp가 되었다. 같은 시기 보험사 순매수도 회복된 만큼 감액만의 효과로 보기는 어렵지만 초장기 구간에서는 발행 구성의 조정이 유효한 대응 수단이 될 수 있음을 시사한다.

16) 2025년 9월과 2026년 9월 월말 자료의 모형 적합값 기준이다. 30년물은 30년에 걸친 기대 단기금리가 장기 평균으로 수렴하도록 추정되어 금리 변동이 사실상 모두 기간프리미엄으로 분류되는 데다 적합 오차도 커서 분해 결과를 제시하지 않았다.

17) 금융감독원 전자공시시스템(DART)의 보험사 사업·분기·반기보고서 파생상품거래 현황에서 생보 13개사, 손보 7개사 가운데 수치가 확인되는 17개사를 집계하였다. 본드 포워드를 별도 항목으로 공시한 회사는 2개사뿐이고 나머지는 이자율 선도 계약금액으로 공시하여 금리선도(forward rate agreement) 등이 일부 포함되었을 수 있으며, 정기보고서를 제출하지 않거나 공시 양식이 다른 보험사는 제외되어 업계 전체 잔액과는 차이가 있다.

18) 한국은행(2026. 8. 27), 앞의 글.

〈그림 4〉 국고채 30년-10년 금리차와 초장기물 수급



### 채권당국의 대응 과제

앞서 언급한 10월의 발행 축소와 바이백은 초과세수를 재원으로 한 조치이며 추가 감액도 검토되었으나, 최근 정부는 10월 감액의 효과와 시장 흐름을 확인한 뒤 결정하기로 하였다.<sup>19)</sup> 금리 상승이 국내 기간프리미엄을 중심으로 나타난 만큼 공급 조치가 작용할 여지는 있으나, 그 효과는 일시적일 수 있다. 2016년 이후 126개 월간 발행계획 발표를 분석하면 20·30·50년물 계획이 1조원 늘 때 30년 금리는 다음 영업일 약 3bp 올랐지만, 그 효과는 1주일 안팎에 대부분 사라졌다. 연간 발행 총량이 정해진 가운데 이루어지는 월간 조정은 공급을 시기별로 옮기는 데 그쳐, 시장이 이를 일시적인 변화로 받아들이기 때문일 수 있다.<sup>20)</sup>

다만 2022년 이후에는 초장기물 계획의 변화가 30년물-10년물 금리차에도 유의하게 반영(계획 1조원당 1.8bp,  $t=2.6$ )되어, 초장기물 공급에 대한 수익률곡선의 민감도가 커졌다. 실제로 10월 감액은 주로 2~10년물에서 이루어져 계획이 발표된 다음 날 3년과 10년 금리는 7bp 남짓 하락한 반면 30년 금리는 4bp 하락하는 데 그쳤다. 반면 부총리가 10월 6일 추가 축소 검토를 밝힌 뒤 이틀간 30년 금리

19) 이데일리, 2026. 10. 14, 「국채 5조 더 줄이려던 정부, 일단 보류...“수요 더 지켜봐야”.

20) 발표일 증가 대비 다음 영업일 증가의 30년물 금리 변화를 초장기물 계획액의 전월 대비 변화에 회귀분석(2~10년물 계획액의 변화 및 미국 국채 10년 금리 변화 통제)한 결과 계획 1조원당 3.1bp( $t=2.9$ )로 통계적으로 유의하였으나, 5영업일 뒤 -0.1bp( $t=-0.1$ )로 줄어 사실상 소멸되었다. 한편, 발표 전에 금리가 미리 움직였는지 보기 위해 종속변수를 발표일 증가 대비 발표 전 10영업일 이내 각 일자의 금리 차이로 바꾸어 추정하면, 발표 전 영업일의 계수는 모두 유의하지 않았다.

는 6.2bp 하락하고 30년물-10년물 금리차는 14.1bp에서 5.3bp로 축소되었다. 초장기물 물량이 줄지 않았는데도 추가 축소에 대한 기대만으로 30년물이 강세를 보인 것은, 월별 물량 조정보다 향후 공급 총량과 만기 구성에 대한 기대를 바꾸는 신호가 초장기 금리에 더 크게 작용할 수 있음을 시사한다.

이러한 점을 감안하면 채권당국의 대응 과제는 시급성에 따라 나누어 볼 수 있다. 당면 과제는 공급 경로의 예측 가능성을 높이는 것이다. 초과세수를 재원으로 한 감액은 일회성이어서, 연말 발표될 2027년 발행계획에서 초장기물 물량이 시장의 기대만큼 줄지 않으면 추가 감액 기대를 반영해 낮아진 초장기 금리가 다시 큰 폭으로 오를 수 있다. 특히 11월 WGBI 편입이 마무리되면 지수 편입에 따른 단계적 추가 매수가 끝나는 만큼, 2027년 발행계획이 외국인 수급 공백과 맞물려 장기물 수급에 미치는 영향은 더 커질 수 있다. 연간 계획에서 초장기물 공급의 방향을 분명히 제시하고, 이후의 월간 조정도 그 방향 안에서 이루어진다는 신호를 줄 필요가 있다.

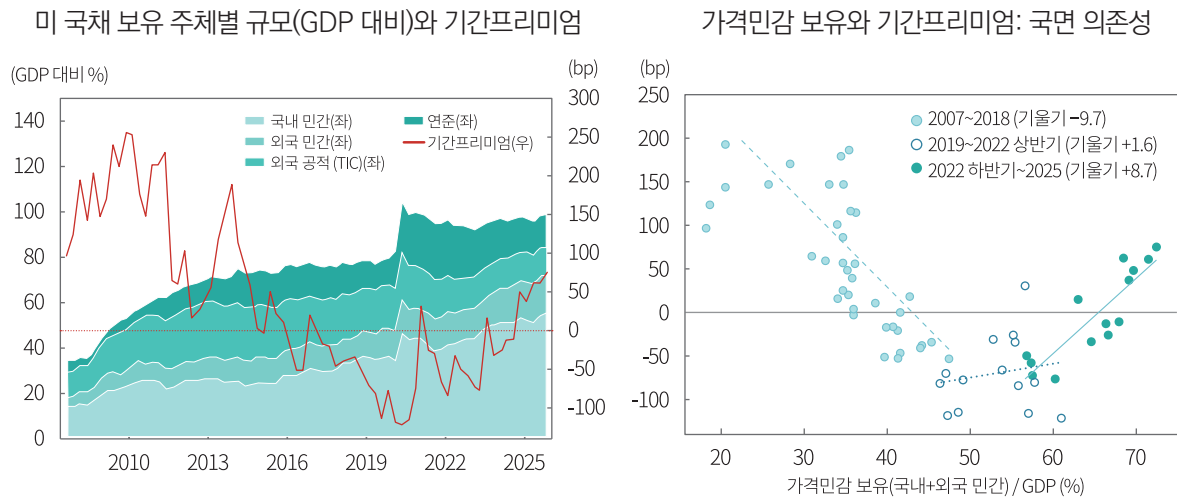
중장기적으로는 만기별 공급과 수요를 조절할 수 있는 제도적 기반을 갖추어야 한다. 먼저 공급 측면에서 단기 국고채를 도입해 듀레이션 공급을 조절할 수단을 마련할 필요가 있다. 주요국의 경험은 민간이 부담하는 듀레이션이 커질수록 금리 충격이 증폭될 수 있음을 보여준다. 미국을 비롯한 주요국에서는 연준의 양적긴축과 일본은행의 수익률곡선관리 종료, 유럽중앙은행의 보유자산 재투자 중단으로 중앙은행이 내려놓은 듀레이션 위험을 가격에 민감한 민간 투자자가 떠안게 되었다. 이에 따라 미국에서는 2022년 하반기 이후 가격에 민감한 민간의 국채 보유가 GDP 대비 1%p 늘 때 기간프리미엄이 약 8.7bp 상승하는 관계가 나타났다(<그림 5>).<sup>21)</sup> 프랑스에서도 2015~2022년 중 유로시스템의 국채 매입이 발행을 웃돈 해가 5년에 이를 만큼 중앙은행이 듀레이션을 흡수하였으나, 유럽중앙은행의 대차대조표 축소 이후 2026년에는 민간 투자자가 GDP의 7.5%에 달하는 국채 순발행을 흡수할 것으로 예상된다.<sup>22)</sup> 더욱이 미국과 유럽에서는 레버리지를 활용한 차익거래자가 듀레이션 위험을 흡수하는 비중이 커지면서, 금리 급등 시 증거금 부담에 따른 포지션 청산이 금리 상승을 다시 증폭시킬 수 있다는 지적도 제기된다.<sup>23)</sup>

21) 강현주(2026), 앞의 글. Beltran & Li(2026)도 가격에 덜 민감한 외국 공적 투자자의 비중이 줄고 헤지펀드 등 가격에 민감한 민간 투자자의 역할이 커지면서 미 국채시장의 가격 민감도가 높아졌다고 분석하였다. Beltran, D., Li, C., 2026. 9, Estimating Yield Impacts of Treasury Demand and Supply Changes, International Finance Discussion Papers 1447, Board of Governors of the Federal Reserve System.

22) Lustig, H., 2026. 10. 3, Le Boomer Spread, The Two Cents(Substack). 프랑스 국채관리청(Agence France Trésor)에 따르면, 가격에 둔감한 수요층인 중앙은행 및 보험사 등의 비중은 2022년 말 41.4%에서 2026년 1분기 30.2%로 낮아진 반면, 비거주자 비중은 50.1%에서 57.5%로 높아졌다.

23) IMF(2026)에 따르면 미 국채시장에서 헤지펀드의 보유 비중은 2022년 약 4%에서 2025년 9%로 높아진 것으로 추정되며, 레버리지 포지션은 평시에는 현물-선물 가격 괴리를 흡수하지만 자금조달 여건이 긴축되고 달러의 대차대조표 여력이 제약되면 오히려 이를 증폭시킨다. ECB는 헤지펀드가 약 13조 달러 규모 유럽 국채시장 거래의 절반 이상을 차지해 2020년의 30%에서 크게 늘어난 것으로 추정하며, 프랑스 국채는 유로지역 레포시장에 담보로 제공된 국채 2,500억 유로 가운데 약 1,000억 유로를 차지한다. IMF, 2026. 10, Global Financial Stability Report: Resilience, Risk, and Transformation; Reuters, 2026. 10. 16, Hedge funds' role comes into focus following European bonds turmoil.

〈그림 5〉 미 국채 보유 주체의 재편과 기간프리미엄



주 : 분기말 기준. 가격민감 보유는 연준과 외국 공적기관을 제외한 민간 보유 잔액의 GDP 대비 비율이며, 국채 잔액은 시장성(공공보유) 기준. 외국 공적은 TIC 공표치. 계열은 2025년 4분기까지. 강현주(2026)의 〈그림 5〉를 재수록.

자료: 강현주(2026)

국고채 시장에서도 만기 장기화가 진행된 가운데 보험사의 장기물 수요가 둔화되고 있는 만큼, 민간이 부담하는 듀레이션을 조절할 수단이 필요하다. 미국은 단기국채(T-bill)를 발행 충격의 흡수 장치(shock absorber)로 활용한다. 미 재무부는 경기가 약하거나 조달 소요가 클 때 단기국채를 늘려 만기를 줄이는 방향으로 만기 구조를 체계적으로 조정해 왔으며, 이러한 만기 결정은 실물에도 영향을 미친다. 총부채를 바꾸지 않더라도 예상보다 긴 만기로 이동하면 장기 차입비용이 올라 투자와 소비가 위축되고, 재정 확대에 맞춰 만기를 줄이지 않으면 확장 효과도 상당히 약해진다는 것이다.<sup>24)</sup> 반면 한국은 만기 1년 이하 국고채가 없어, 장기물 수요가 약해져 초장기물 발행을 줄이더라도 그 물량을 2~10년물에서 소화해야 하는 만큼 조정 부담이 이 구간에 몰린다. 다만 단기 조달 비중이 커지면 차환 위험이 높아지고 금리 인상기에는 이자비용이 빠르게 늘어나는 만큼, 단기 국고채는 당장의 장기금리 상승에 대응해 발행을 급히 늘리는 수단이 아니라 평시에 시장을 조성해 두었다가 장기물 수요가 약해지는 국면에서 만기 구성을 조절하는 완충 장치로 도입할 필요가 있다.

이러한 과제를 추진하려면 제도 정비가 선행되어야 한다. 현재 연중 일시적인 자금 부족은 재정증권과 한국은행 일시차입으로 메우고 있으나, 두 수단은 모두 회계연도 안에 상환해야 하는 현금 관리 수단이어서 연도를 넘겨 잔액을 유지하며 만기 구성을 조절하는 역할은 할 수 없다. 또한 현행 국가재정법은 국채 발행 한도를 연간 발행 총액 기준으로 국회의 의결을 받도록 하고 있어, 한 해에 여러 차례 차환되는 단기 국고채는 같은 잔액을 유지하더라도 발행 총액이 크게 늘어난다. 주요국과 같이 발

24) Endo, H., Raghavan, R., Zanoliti, L., 2026. 9, The Treasury Maturity Rule, Working Paper, pp. 1-4. 국채의 가중평균 만기가 예상치 못하게 1개월 늘어나는 충격이 발생할 경우 5년 후 실질GDP가 추세 대비 약 0.5% 하락하는 것으로 나타난다.

행잔액 또는 순증액을 기준으로 한도를 관리하도록 법을 개정해야 단기 국고채를 만기 구성의 조절 수단으로 운용할 수 있다.<sup>25)</sup> 아울러 한국은행과의 협의도 필요하다. 단기 국고채는 한국은행의 통화안정증권과 발행 만기 구간이 겹치고 일시차입 수요의 일부를 시장 발행으로 돌리는 효과도 있는 만큼, 단기 금융시장에 미치는 영향과 두 증권의 발행 계획을 사전에 조율할 필요가 있다.

수요 측면에서는 연금 자금을 장기 국채의 안정적인 수요 기반으로 만들어야 한다. 보험사와 연금은 장기 부채에 맞춰 장기채를 사서 보유하는 투자자로, 이들의 수요 기반이 두터울수록 가격에 민감한 민간 투자자가 떠안아야 할 듀레이션이 줄어든다. 9월 도입된 퇴직연금형 개인투자용 국채가 계획 물량(2,300억원)을 넘는 청약을 모은 것은 의미 있는 신호이나, 그 규모는 3분기 초장기물 발행 계획액(12.2조원)에 비하면 작다.<sup>26)</sup> 보험사 수요의 둔화를 메우려면 국민연금과 확정급여형 퇴직연금 등 기관 연금의 장기채 운용 확대를 포함한 보다 폭넓은 접근이 필요하다.

### 글로벌 금리 불안의 전이 위험에 대한 대비

국고채 시장 밖의 대외 위험에도 대비할 필요가 있다. 최근의 장기금리 상승은 어느 한 나라가 아니라 주요국 국채시장 전반에서 나타나고 있어, 한 핵심국의 재정 불안이 글로벌 금리 급등으로 변질 꼬리위험이 커지고 있다. IMF도 10월 『세계금융안정보고서』에서 국채금리의 급등을 AI 주도 시장조정, 사이버 위협과 함께 금융시장의 3대 단기 위험으로 꼽고 있다.<sup>27)</sup> 프랑스 국채시장의 불안은 이러한 위험의 전형적인 사례이다. 2010~2012년 유럽 재정위기가 그리스·이탈리아·스페인 등 주변국의 문제였던 것과 달리, 이번에는 유로지역 제2의 경제대국이자 핵심국인 프랑스에서 위험프리미엄이 커지고 있다는 점에서 우려가 크다. 과거 유럽 재정위기 당시 국고채 기간프리미엄은 유로지역 재정위기 국가들의 스프레드 확대에 반응하지 않고 안전자산 선호 속에 오히려 하락하였다.<sup>28)</sup> 반면 원/달러 환율은 글로벌 위험회피가 확대된 2010년 4~5월과 2011년 8~10월에 각각 13%, 14% 급등하였다(〈그림 6〉). 당시에는 안전자산 선호로 주요국 장기금리가 동반 하락하는 국면이었다. 반면 지금처럼 주요국 금리가 함께 오르는 가운데 핵심국의 위기가 커진다면, 안전자산으로의 도피가 글로벌 금리 하락으로 이어지는 대신 3분기에 관찰된 것처럼 주요국 기간프리미엄의 동반 상승을 통해 국고채 금리를 끌어올리는 경로가 작동할 수 있다. 이번에도 유로화는 10월 초 달러 대비 2025년 5월 이후 최저 수준으로 하락하였다. 6월 이후 큰 폭으로 하락한 원/달러 환율도 유럽발 불안이 확대되어 달러 강세가 이어질 경우 다시 상승 압력을 받을 수 있다. 지금까지 국고채 금리 상승에서 해외 요인의 영향이

25) 장보성·정화영, 2025, 『국고채 만기 장기화의 배경과 효율적 관리를 위한 시사점』, 자본시장연구원 이슈보고서 25-10.

26) 연합뉴스, 2026. 9. 17, 「개인 국채투자, '퇴직연금서 투자'에 흥행...9월 청약서 초과 수요」.

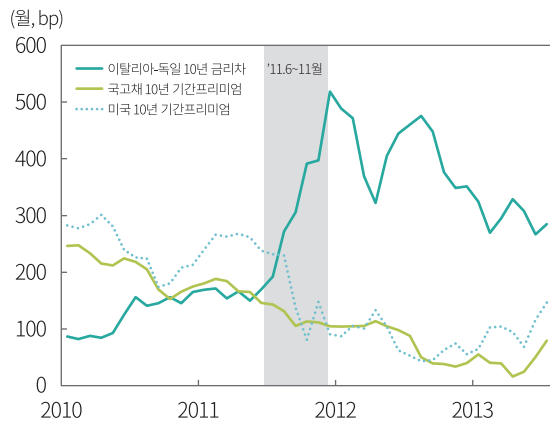
27) IMF(2026), 앞의 글.

28) 2003년 2월~2024년 12월 월별 자료로 국고채 10년 기간프리미엄 변화를 미국·영국·프랑스 기간프리미엄과 이탈리아-독일 10년 국채 스프레드 변화에 회귀하면, 스프레드 계수는 0에 가까웠다( $t=0.1$ ).

제한적이었던 것은 외국인의 순매수가 이어지고 원화가 강세를 보인 여건과도 무관하지 않은 만큼, 글로벌 금리 불안이 원화 약세와 외국인 자금의 이탈로 변진다면 국내 요인으로 높아진 금리에 대외 요인까지 더해질 수 있다.

### 〈그림 6〉 유럽 재정위기 당시 이탈리아-독일 금리차, 한·미 기간프리미엄과 원/달러 환율

이탈리아-독일 금리차와 한·미 기간프리미엄



원/달러 환율



주 : 좌측의 금리차는 월평균, 기간프리미엄은 블룸버그 제로커브 월말 자료로 직접 추정된 ACM 모형 기준. 음영은 좌측 '11년 6~11월(금리차 확대 구간), 우측 '10년 4월 15일~5월 26일, '11년 7월 29일~10월 4일(환율 급등 구간).

자료: FRED, Bloomberg, 자체 추정

## OPINION

연구위원  
김진영글로벌 시장을 통해 본 한국 세컨더리 시장  
활성화 방안\*

세컨더리 시장은 투자자의 회수 시점과 기업의 성장에 필요한 시간의 차이를 조정하는 모험자본 순환의 기반이다. 글로벌 시장에서는 전통적인 회수 경로의 제약과 보유기간 장기화에 대응하여 출자자(LP) 주도 거래와 운용사(GP) 주도 거래가 함께 성장하고 있다. LP 주도 거래는 유동성 확보와 포트폴리오 관리 수단으로 자리 잡았으며, GP 주도 거래는 컨티뉴에이션 펀드를 중심으로 기존 출자자의 회수와 유망 자산에 대한 투자 지속을 뒷받침하고 있다. 국내에서도 정책자금과 증권업계·증권 유관기관의 세컨더리 투자 확대가 추진되고 있다. 자금 공급 확대와 함께 매물의 질, 가격 검증 및 운용 역량을 점검할 필요가 있다.

글로벌 시장의 성장은 자금 공급뿐 아니라 거래를 성사시키는 전문 중개·자문 역량과 거래 관행에 기반한다. LP 주도 거래에서는 전문 자문기관이 매각 포트폴리오 구성, 경쟁입찰, 운용사 등의 확보와 계약 협상 등 거래 과정을 조율한다. GP 주도 거래에서는 동일 운용사가 매도·매수 양쪽에 관여하는 데 따른 이해상충 관리가 중요하다. 이에 해외에서는 업계의 자율 지침을 통해 경쟁 절차와 독립적인 가격 검증, 충분한 정보와 검토기간 제공, 기존 출자자의 현금 회수 및 재투자 선택권 보장을 강조하고 있다.

한국 세컨더리 시장의 활성화를 위해서는 첫째, LP 지분 거래의 정보 제공과 계약 절차에 불확실성을 줄이고 전문 자문기능을 육성해야 한다. 정책 모펀드는 거래 관행의 형성을 지원하고, 증권사는 중개·자문 역량을 확대할 필요가 있다. 둘째, GP 주도 거래의 가격 검증과 기존 출자자 보호 원칙을 마련해야 한다. 셋째, 거래 구조와 위험·수익 특성, 회수 실적에 관한 정보를 제공하여 연기금·공제회·보험회사 등 기관투자자의 참여 기반을 넓혀야 한다. 거래 절차, 투자자 보호, 전문 자문 역량과 장기 투자자금이 함께 갖추어질 때 세컨더리 시장은 투자자의 회수와 기업의 지속적인 성장을 지원하는 자본시장 인프라로 자리 잡을 수 있다.

## 회수 시점의 차이를 조정하는 세컨더리 시장

벤처·사모투자의 지속 가능성은 기업에 자금을 공급하는 능력과 투자금을 회수하여 다시 투자하는 능력에 함께 달려 있다. 기업의 성장에는 시간이 필요하지만 투자자의 자금 운용 계획과 펀드의 존속기간은 그 시간과 일치하지 않을 수 있다. 성장 가능성이 남아 있는 기업도 펀드 만기에 맞추어 매각

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

해야 한다면 기업가치를 충분히 실현하기 어렵다. 반대로 회수를 계속 미루면 출자자의 신규 출자 여력이 줄어들 수 있다. 세컨더리 거래는 보유 지분을 새로운 투자자에게 이전하여 이러한 시간의 차이를 조정한다.

세컨더리 시장은 거래 대상과 주도 주체에 따라 구분할 필요가 있다. LP 주도 거래는 출자자(Limited Partner, LP)가 보유한 펀드 지분을 매각하는 방식으로, 통상 기초자산을 보유한 펀드와 운용사는 유지된다. GP 주도 거래는 운용사(General Partner, GP)가 기존 펀드의 자산 매각이나 재편을 설계하는 방식이다. 대표적인 예인 컨티뉴에이션 펀드(continuation fund)는 기존 자산을 새로운 펀드로 이전하고 기존 LP에게 현금 회수 또는 재투자 선택권을 제공한다. 이와 별도로 임직원이나 초기 투자자가 비상장기업의 주식을 직접 매각하는 구주 거래가 있다. 거래 유형에 따라 실사 대상, 동의권자, 이해상충의 양상이 달라지므로 하나의 지원수단으로 모든 시장을 활성화하기는 어렵다(〈표 1〉참조).

〈표 1〉 세컨더리 거래 유형별 특징

| 구분      | LP 주도 거래               | GP 주도 거래                            | 직접 구주 거래    |
|---------|------------------------|-------------------------------------|-------------|
| 거래 대상   | 펀드 출자지분                | 기존 펀드의 보유자산<br>(컨티뉴에이션 펀드로 이전 등)    | 비상장기업 주식    |
| 매도 주체   | 출자자(LP)                | 운용사(GP)가 설계, 기존 LP가<br>회수 또는 재투자 선택 | 임직원, 초기 투자자 |
| 거래 후 구조 | 펀드와 운용사 유지,<br>출자자만 교체 | 자산이 새 펀드로 이전,<br>운용사의 보유 지속         | 주주 교체       |

### 글로벌 세컨더리 시장의 성장

세컨더리 시장의 성장은 전통적인 회수 경로의 제약과 맞물려 있다. IPO와 M&A가 시장 환경에 크게 좌우되는 가운데, 사모시장이 커지면서 비상장기업의 보유기간은 길어지고 출자자에게 돌아가는 현금은 줄었다. 글로벌 투자은행인 Jefferies에 따르면 2026년 상반기 출자자의 연간 분배율은 약 10%로 2001년 이후 평균인 25%를 크게 밑돌았다.<sup>1)</sup> PitchBook은 2025년 말 기준 결성 후 7년이 넘은 펀드에 남아 있는 순자산가치가 전 세계적으로 약 5조 달러, 전체 NAV의 39%에 이른다고 집계하였다.<sup>2)</sup> 회수가 지연될수록 보유 지분을 다른 투자자에게 넘겨 유동성을 확보하려는 수요가 커지고, 민간 중심의 세컨더리 시장이 이를 흡수하고 있다.

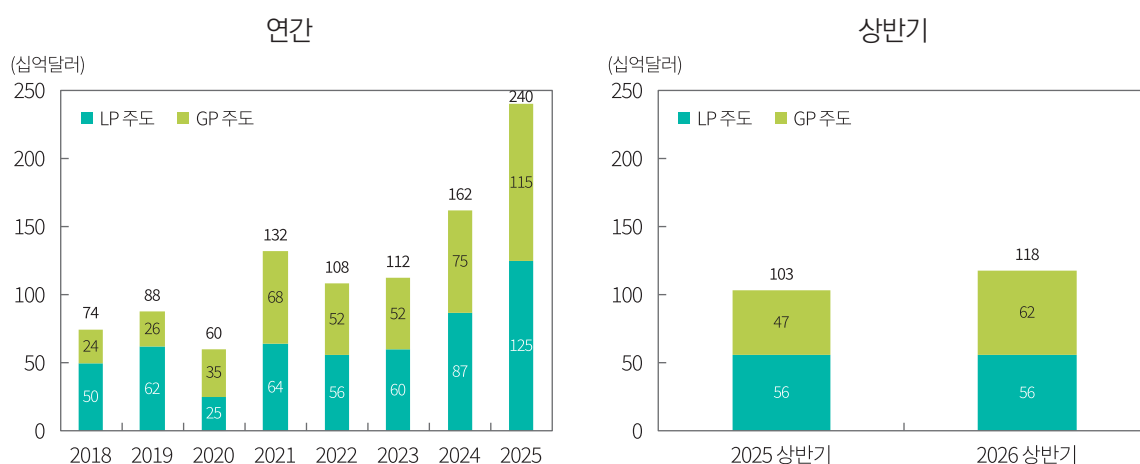
1) Jefferies, 2026. 7, *Global Secondary Market Review*.

2) PitchBook, 2026. 9, *Q2 2026 Global Private Market Fundraising Report*.

글로벌 세컨더리 시장은 빠르게 확대되고 있다. Jefferies에 따르면, 2025년 거래규모는 2,400억 달러로 전년 대비 48% 증가하였다. LP 주도 거래는 1,250억 달러, GP 주도 거래는 1,150억 달러로 각각 전체의 52%, 48%를 차지하였다(〈그림 1〉 참조).<sup>3)</sup> Evercore의 2026년 상반기 집계에서도 거래 규모는 1,210억 달러로 전년 동기 대비 약 19% 증가하였다. 이 가운데 GP 주도 거래는 650억 달러로 LP 주도 거래 560억 달러를 상회하였다.<sup>4)</sup> 두 기관의 조사 범위와 추정 방식은 상이하지만, 출자자 유동화와 운용사 주도 자산 재편이 함께 성장한다는 방향은 확인할 수 있다.

매수 측 자금도 두터워졌다. 세컨더리 전용 자本是 2025년 말 3,270억 달러로 전년 말보다 14% 늘었다.<sup>5)</sup> 기존 세컨더리 전문 운용사에 더해 바이아웃 운용사와 신규 진입자가 세컨더리 시장에 참여하면서 매수자의 저변도 넓어지고 있다. Jefferies는 2026년 연간 거래규모가 2,600억 달러를 넘어설 것으로 전망한다.<sup>6)</sup>

〈그림 1〉 글로벌 세컨더리 거래규모 추이



주 : Jefferies 추정치임

자료: Jefferies, Global Secondary Market Review(2025. 1, 2026. 2, 2026. 7)

### LP 주도 거래: 유동성 확보에서 포트폴리오 관리 수단으로

LP 주도 거래는 출자자가 포트폴리오의 유동성을 확보하거나 자산배분 비중을 조절하기 위해 보유 펀드 지분을 매각하는 거래이다. 납입액 대비 분배금 비율(DPI)이 낮아질수록 신규 출자 재원을 마련

3) Jefferies, 2026. 2, 2025 Global Secondary Market Review: Another Record-Breaking Year. 거래규모는 해당 기관의 추정치이다.

4) Evercore, 2026. 7, H1 2026 Secondary Market Review.

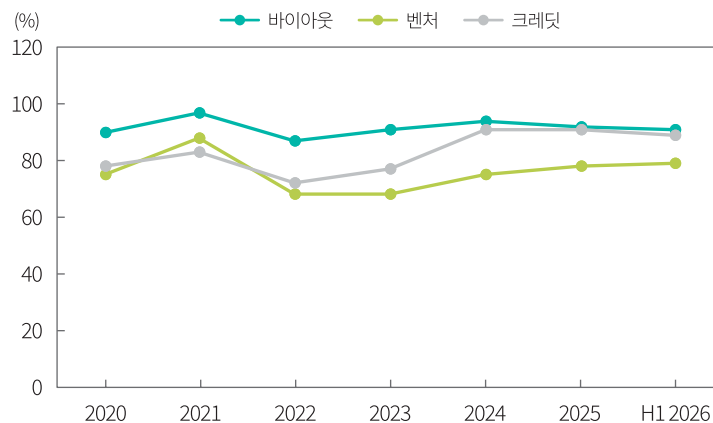
5) Jefferies, 2026. 2, 2025 Global Secondary Market Review: Another Record-Breaking Year.

6) Jefferies, 2026. 7, Global Secondary Market Review.

하려는 매각 수요가 늘어난다. Jefferies에 따르면 2026년 상반기 매도자는 연기금과 국부펀드가 48%로 가장 많았고 재간접·세컨더리 펀드 27%, 기금·재단 16%, 패밀리오피스 5% 순이었다. 매각 사유는 유동성 확보가 45%, 만기가 가까운 포지션의 정리가 26%, 포트폴리오 재조정이 16%였다.<sup>7)</sup> 부실자산의 처분이라기보다 기관투자자의 일상적인 포트폴리오 관리 수단으로 자리 잡았다는 의미다. 2025년에는 10억 달러를 넘는 LP 주도 거래가 27건 성사되었고, 평균 거래규모도 4억 5,000만 달러로 전년(4억 2,500만 달러)보다 커졌다.<sup>8)</sup>

LP 주도 거래는 통상 순자산가치(NAV)보다 낮은 가격에 이루어진다. 매도자는 조기에 유동성을 확보하는 대가로 일정 수준의 할인을 수용하고, 매수자는 잔여 보유기간과 회수의 불확실성을 고려해 가격을 제시하기 때문이다. Jefferies가 집계한 2020년과 2026년 상반기 사이 LP 지분의 평균 거래가격은 바이아웃 펀드 92%, 벤처 펀드 76%, 크레딧 펀드 83%로 전략별로 큰 차이를 보였으며, 금리 인상과 상장시장의 가치평가 변화 등 외부 요인에 따라 시기별로도 변동했다(〈그림 2〉 참조). NAV는 협상의 출발점일 뿐이며, 기준일 이후의 출자와 분배, 잔여 자산의 회수 전망이 가격에 반영된다.

〈그림 2〉 LP 지분 세컨더리 거래가격(NAV 대비)



주 : LP 포트폴리오 매각의 평균 가격

자료: Jefferies, Global Secondary Market Review(2026. 7)

LP 주도 거래는 대형 포트폴리오일수록 경쟁입찰로 진행되며, 그 과정을 설계하는 것이 전문 중개·자문기관이다. Evercore에 따르면, 2026년 상반기 LP 주도 거래의 88%는 자문사 주도하에 복수의 매수 후보가 참여하는 입찰 절차를 통해 이루어졌다.<sup>9)</sup> Evercore, Jefferies, Lazard, PJT Park Hill 등 세컨더리 거래 자문을 제공하는 글로벌 투자은행의 사모자본 자문(Private Capital Advisory)

7) Jefferies, 2026. 7, *Global Secondary Market Review*; 거래금액 기준이다.

8) Jefferies, 2026. 1, *Global Secondary Market Review*.

9) Evercore, 2026. 7, *H1 2026 Secondary Market Review*; 거래금액 기준이다.

부분은 매물 소개에 그치지 않고, 매각 포트폴리오 구성과 가격 발견, 입찰 운영, 운용사 동의 확보를 위한 협상, 계약 문서 관리 등 거래 전 과정을 조율한다.

지분 양도에는 통상 운용사의 동의가 필요하며, 우선매수권이나 사전 통지 의무가 적용될 수 있다. 기준일 이후의 출자와 분배를 거래대금에 반영하고 매도자·매수자·운용사 간 양도계약을 체결하는 등 공통적인 거래 관행이 형성되어 있지만, 구체적인 계약 양식과 조건은 운용사와 펀드에 따라 다르다.<sup>10)</sup> 이러한 차이를 조정하고 거래를 성사시키는 데에 전문 중개·자문기관이 중요한 역할을 해왔다. 회수 지연에 따른 유동성 수요가 시장의 성장을 이끌었다면, 이를 실제 거래로 연결하는 기반은 민간이 축적한 중개·자문 역량과 거래 관행이었다.

### GP 주도 거래: 컨티뉴에이션 펀드의 확산과 규율

GP 주도 거래는 빠르게 성장하는 영역이다. LP 주도 거래가 출자자의 유동성 수요로 인해 증가했다면, GP 주도 거래는 기존 펀드에서 부진한 자산을 걸러내고 성공 가능성이 높은 소수 자산에 집중하며, 성장 자금을 함께 넣는 경우가 많아 목표 수익률이 높은 편이다.<sup>11)</sup> 2025년 글로벌 거래규모는 1,150억 달러로 전년(750억 달러)보다 53% 늘었고, 2026년 상반기에는 620억 달러로 전체의 53%를 차지해 2021년 이후 처음으로 LP 주도 거래를 넘어섰다.<sup>12)</sup> 그 중심에는 컨티뉴에이션 펀드가 있다. 2026년 상반기 GP 주도 거래의 89%를 컨티뉴에이션 펀드가 차지하였으며 그중 68%가 한 개 기업만을 담는 단일자산형이었고, 운용자산 상위 100개 운용사 가운데 82곳이 컨티뉴에이션 펀드를 실행한 경험이 있었다.<sup>13)</sup> 기존 출자자가 현금 회수 대신 재투자를 선택하는 비율도 2023년 11%에서 2025년 15%로 높아져, 출자자들이 이 구조를 통상적인 거래 방식으로 받아들이기 시작한 것으로 평가된다.<sup>14)</sup>

같은 운용사가 매도 펀드와 매수 펀드 양쪽에 관여하는 구조인 만큼, 이해상충 관리가 중요하며 해외에서는 업계의 자율 지침이 주요 기준으로 활용된다. 기관유한책임사원협회(ILPA)의 2023년 가이드라인은 기존 LP에게 충분한 정보와 검토기간, 현금 회수와 재투자의 선택권을 제공하고, 경쟁 절차와 제3자 검증을 통해 가격의 공정성을 확보하도록 권고한다.<sup>15)</sup>

10) Morgan Lewis, 2025, *Limited Partner Secondary Sales 101*.

11) Lazard, 2025 Secondary Market Report; Lazard의 2025년 거래 조사에 따르면, GP 주도 세컨더리 거래의 투자심사 단계 목표 순 IRR은 바이아웃 컨티뉴에이션 펀드의 경우 단일자산형 20.6%, 복수자산형 19.3%였으며, 그 외 GP 주도 세컨더리 벤처·그로스는 22.6%, GP 주도 세컨더리 사모크레딧은 16.3%로 나타났다.

12) Jefferies, 2026. 7, *Global Secondary Market Review*.

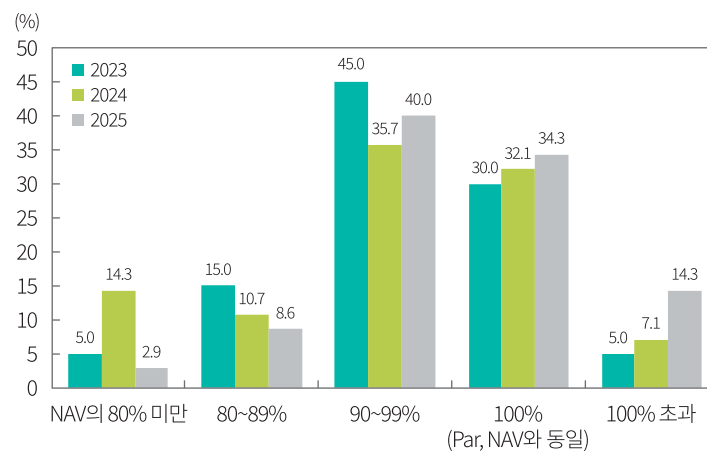
13) Jefferies, 2026. 7, *Global Secondary Market Review*.

14) Jefferies, 2026. 1, *Global Secondary Market Review*.

15) ILPA, 2023, *Continuation Funds: Considerations for Limited Partners and General Partners*.

실제 거래의 보수 조건과 가격 분포도 이러한 검증의 필요성을 보여준다. Evercore에 따르면, 2026년 상반기 GP 주도 거래의 3분의 1 이상에 20%를 초과하는 성과보수가 포함되었다.<sup>16)</sup> 또한 Houlihan Lokey가 분석한 컨티뉴에이션 펀드 거래 표본에서 NAV와 동일한 가격으로 체결된 비중은 2025년 34.3%였다(〈그림 3〉 참고).<sup>17)</sup> 이러한 조건 자체가 LP에게 불리하다는 의미는 아니지만, 운용사의 보수 유인과 LP의 이해가 일치하는지, 자산의 이전가격이 합리적으로 형성되었는지를 면밀히 점검할 필요가 있다.

〈그림 3〉 컨티뉴에이션 펀드(CV) 거래가격 분포 (NAV 대비)



자료: Houlihan Lokey(2026. 5)

GP 주도 세컨더리 거래에서 운용사의 이해상충을 효과적으로 관리하기 위해 ILPA는 2026년 6월 컨티뉴에이션 펀드 가이드라인 개정안을 공개하여, 기존 지침의 가격 검증과 출자자 보호 원칙을 구체화하는 방향을 제시했다. 개정안은 충분한 경쟁이 이루어지는 거래 절차와 가치평가 자료의 제공 등을 통해 가격의 공정성을 뒷받침하도록 권고한다.<sup>18)</sup> NAV와 입찰가격, 공정성 의견을 종합적으로 검토하고, 그 가격이 어떤 정보와 절차를 바탕으로 형성되었는지 확인할 수 있어야 한다. 이는 기존의 출자자 선택권 보장에 더해 가격 형성 과정에 대한 검증을 강화하려는 흐름으로 볼 수 있다. 한국 역시 컨티뉴에이션 펀드 도입 단계부터 기존 출자자의 선택권과 함께 경쟁 절차, 평가 근거의 공개, 독립적인 가격 검증 원칙을 마련할 필요가 있다.

16) Evercore, 2026. 7, H1 2026 Secondary Market Review.

17) Houlihan Lokey, 2026. 5, 2025 Continuation Fund Study.

18) SEC는 2023년 운용사 주도 세컨더리 거래에 독립기관의 공정성 의견 또는 가치평가 의견 취득을 의무화하려 했으나, 2024년 6월 5일 미국 연방 제5순회항소법원이 이 규칙을 무효화하였다(National Association of Private Fund Managers v. SEC).

## 한국에 대한 시사점

국내에서도 회수시장에 대한 정책 지원이 강화되고 있다. 중소벤처기업부는 2026년 1월 모태펀드 1차 정시 출자계획에서 M&A 및 세컨더리 전용 펀드 3,000억원 조성 계획을 제시하였다.<sup>19)</sup> 민간에서도 금융투자협회가 2026년 8월 증권업계의 세컨더리 투자 계획을 발표하였고,<sup>20)</sup> 9월에는 한국거래소 등 증권 유관기관이 약 1조원 규모의 세컨더리 펀드 조성 계획을 밝혔다.<sup>21)</sup> 10월 8일 금융투자협회가 개최한 정책 세미나에서는 이 계획의 구체적인 내용이 제시되었다. 증권업계 투자는 종합금융투자사업자의 개별 투자와 15개 증권사 및 금융투자협회가 참여하는 3,000억원 규모의 공동펀드로 구성되며, 공동펀드는 연내 운용사를 선정하여 내년 초 투자를 시작할 예정이다.<sup>22)</sup>

세컨더리 시장에 대한 자금 공급 확대는 장기 투자가 필요한 딥테크 분야로 국내 벤처투자가 확대되는 흐름을 뒷받침한다.<sup>23)</sup> 기술개발과 사업화에 오랜 시간이 소요되는 만큼, 기존 투자자의 중간 회수를 지원하면서 기업에 대한 투자를 지속할 수 있는 기반이 중요하기 때문이다. 다만, 이러한 필요를 반영하여 세컨더리 펀드의 조성 규모가 단기간에 커질수록 매물의 질과 가격 검증, 운용 역량이 이를 뒷받침하는지를 함께 점검해야 한다.

먼저, 글로벌 시장의 분석은 거래 성사를 뒷받침하는 전문 자문 기능의 중요성을 보여준다. LP 지분 거래의 정보와 계약 절차를 이해하고 거래 전 과정을 지원할 수 있는 자문 역량을 강화해야 한다. 이를 위해 국내 증권사의 세컨더리 거래 발굴·중개·자문 역량을 확대하고, 독립 M&A 자문사와 독립 사모자본 자문사의 참여를 촉진해 거래 발굴의 저변을 넓힐 필요가 있다. 이들 자문기관은 매각 대상 포트폴리오 구성, 잠재 매수자 발굴, 경쟁입찰을 통한 가격 형성, 운용사 동의 확보, 계약 협상에 이르는 전 과정을 지원할 수 있어야 한다. 다만 증권사가 세컨더리 거래의 투자와 매각 자문에 동시에 관여할 경우 이해상충이 발생할 수 있으므로, 투자와 자문 역할의 분리, 독립적인 가격 검증 등 이해상충 관리 원칙도 함께 마련해야 한다.

이와 함께 정책 출자자가 LP 지분 거래의 기반을 마련하는 역할을 수행할 필요가 있다. 정책 출자자는 다수의 자펀드에 참여하는 지위를 활용하여 출자자들의 지분 매각 수요를 파악하고, 거래에 필요한 정보 제공과 지분 양도 절차를 표준화하며, 증권사·전문 자문사와의 협력을 통해 매수자 탐색과 가격 협상을 지원할 수 있다. 또한 관련 규정이 허용하는 범위에서 보유 지분의 일부 매각을 추진하거나

19) 중소벤처기업부, 2026. 1. 23, 「모태펀드 2.1조원 출자, 벤처펀드 4.4조원 조성」, 보도자료.

20) 금융투자협회, 2026. 8. 31 발표. 발행어음·IMA 사업을 하는 대형 증권사 7개사의 개별 투자 약 6,185억원과 15개 증권사 및 금융투자협회의 공동펀드 3,000억원으로 구성된다.

21) 한국예탁결제원, 2026. 9. 30 발표. 한국거래소, 한국증권금융, 코스콤 등이 참여하며 재원은 기관별 내부 결의를 거쳐 마련한다.

22) 금융투자협회, 2026. 10. 8, 「증권업계 중심의 벤처 회수시장 활성화를 위한 정책 세미나」 발표. 연합인포맥스, 2026. 10. 8, 「금투협, 3천억 세컨더리 공동펀드 '재간접 운용' 검토...연내 운용사 선정」에서 재인용.

23) 중소벤처기업부, 2025. 4. 8, 「2024년 딥테크 10대 분야 벤처투자 동향 발표」.

LP 지분 매입을 목적으로 하는 세컨더리펀드에 출자함으로써 거래 사례와 가격 정보를 축적하고 민간 투자자의 참여를 유도할 수 있다.

둘째, GP 주도 거래의 활성화를 뒷받침하려면 민간협회나 금융당국이 가격 검증과 기존 출자자 보호의 기본 원칙을 마련할 필요가 있다. 독립적인 가치평가와 복수 매수자 간 경쟁을 통해 가격의 공정성을 검증하고, 기존 LP에게 현금 회수와 재투자 조건을 동시에 제시해 충분한 정보와 검토기간을 바탕으로 선택하도록 해야 한다. 정책 출자자가 이러한 원칙을 출자 조건에 반영해 선제적으로 적용하면, 투자자 보호와 투명한 가격 형성이 시장 관행으로 정착하는 데 기여할 수 있다.

셋째, 세컨더리 시장에 기관투자자들이 관심을 가질 수 있도록 해야 한다. 연기금·공제회·보험회사가 투자 매력을 판단할 수 있도록 LP 지분 거래의 구조와 위험·수익 특성에 대한 정보를 제공하고, GP 주도 거래의 수익성과 회수 실적을 분석해 제시할 필요가 있다. 이를 통해 기관투자자가 각자의 투자 목적과 자산 운용 여건에 맞춰 참여할 기반을 넓혀야 한다.

한국 세컨더리 시장의 활성화를 위해서는 거래 절차의 가이드라인, 가격 검증과 출자자 보호, 전문 중개·자문 역량, 장기 투자자금이 함께 갖추어져야 한다. 정책의 역할은 이러한 요소가 연결되어 시장 참여자들이 예측 가능한 조건에서 거래할 수 있는 기반을 조성하는 데 있다. 그 위에서 거래가 반복되고 가격 정보와 회수 실적이 축적되면, 투자자의 판단 근거가 넓어지고 새로운 자금의 참여도 촉진될 수 있다. 이러한 선순환을 통해 세컨더리 시장이 기존 투자자에게는 회수의 기회를, 기업에는 성장에 필요한 투자기간을 제공하는 자본시장 인프라로 자리 잡도록 해야 한다.

## OPINION

연구위원  
노성호

## 시장 데이터 산업의 전망과 발전 과제\*

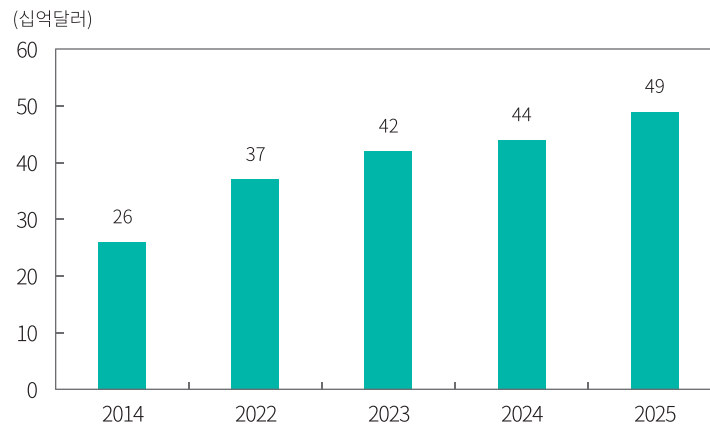
글로벌 시장 데이터 산업은 AI 기반 분석툴의 확산과 투자자 저변 확대를 배경으로 성장세를 이어가 총지출 기준 2025년 492억 달러로 사상 최대치를 기록하였다. 이와 같은 양적인 성장과 더불어 데이터의 축적이 수익 체증으로 이어지는 산업의 특성으로 인하여 성장의 수혜가 소수 대형 사업자에게 집중되고, 대체 가능성이 큰 범용 원자료와 독점적으로 공급되는 IP 간에 가치가 분화될 것으로 예상된다. 이에 대응하여 글로벌 사업자들은 가치사슬(value chain)의 핵심 단계를 통합해 경쟁 우위를 확보하고 있으며, 이는 데이터 원천과 유통 단계의 수직통합 또는 데이터 가공 계층에서의 수평적 확장의 크게 두 방향으로 이루어지고 있다. 국내 시장 데이터 산업은 정합성 높은 고품질 원천 데이터 등 가치사슬 상류의 강점을 보유한 반면, 글로벌 표준 지위를 가진 벤치마크 IP가 없는 가공·유통 계층은 상대적으로 약점이 될 수 있다. 이는 (1) 원천 데이터의 상품화와 유통 경로 개선, (2) 데이터 자산의 결합 및 제휴를 통한 규모의 경제 확보, (3) 데이터 접근성과 생산 유인이 균형을 이루는 제도 설계를 통해 시장 데이터를 AI 시대의 핵심 자산으로, 데이터 사업을 독립적인 성장 산업으로 재정의할 필요가 있음을 시사한다.

증권의 거래 과정에서 발생하는 호가, 체결, 거래량 등의 정보를 의미하는 시장 데이터(market data)는 시장의 가격 발견 기능이 함축된 산출물로서 투자 판단과 집행, 위험관리 등에 활용 가치가 매우 높다.<sup>1)</sup> 글로벌 시장 데이터 분석 및 판매 산업의 규모는 2014년 265억 달러에서 2024년 443억 달러로 크게 성장하였으며 2025년에는 492억 달러로 사상 최대치를 기록하였다(〈그림 1〉). 같은 기간 연평균 성장률은 2014~2022년 4.4%에서 2022~2025년 9.7%로 높아졌다는 점에서 성장세는 지속될 것으로 보인다.

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

1) 거래 과정에서 발생하는 정보 외에도 공시, 뉴스, 신용평가 등 거래 정보와 결합되었을 때 가치가 높아지는 정보 또한 넓은 의미에서 시장 데이터로 볼 수 있다. 본고에서는 논의에 필요한 경우에 한하여 제한적으로 이들을 포함한다.

〈그림 1〉글로벌 시장 데이터 산업 규모



주 : 연도별로 집계된 금융 데이터 산업의 총 지출 규모

자료: Burton-Taylor

### 시장 데이터 산업의 성장 배경

시장 데이터 산업의 성장 배경은 크게 두 가지 요인으로 나누어 볼 수 있다. 첫째로, AI에 기반한 데이터 분석툴의 고도화로 인하여 고빈도, 대용량 시장 데이터에 대한 수요가 증가한 점을 들 수 있다. 글로벌 자산운용사 131개사 중 55%가 이미 운용 프로세스에 AI를 통합하였고 91%가 향후 12개월 내 활용 확대를 계획하고 있으며<sup>2)</sup>, 공급자들도 LSEG-Microsoft 파트너십<sup>3)</sup>, S&P Global의 Kensho LLM-ready API 도입<sup>4)</sup> 등 데이터와 AI의 접점을 선점하기 위하여 경쟁하고 있다. 이와 같은 경쟁이 시사하는 바는 데이터를 이용하는 방식이 변화하면서, 사람이 조회하는 방식이 아닌 알고리즘·AI 시스템이 직접 소비하는 기계가독형 데이터, 즉 “AI-ready” 데이터의 중요성이 강조된다는 점이다.<sup>5)</sup>

시장 참여자의 확대 또한 시장 데이터 산업의 또 다른 성장 요인이 되고 있다. 미국은 주식을 직접 보유한 가구의 비율과 평균 보유 금액이 장기적인 증가 추세를 보이고 있으며(〈그림 2〉), 국내에서도 주식 소유자 수가 2019년 618만 명에서 2024년 1,423만 명으로 크게 증가했다(〈그림 3〉). 참여자 저변의 확대는 시세, 지수 등의 데이터를 소비하는 계좌·단말·앱 등 데이터 이용료 과금 대상의 수를 직접 늘린다는 점에서 데이터 산업의 양적 성장 기반이 되고 있다. 더불어 거래량의 증가로 인하여 원천 데이터의 생산량 및 실시간 처리 수요를 키워 시장 데이터 생산과 배포를 위한 인프라 투자 수요 또한 확대될 수 있다.

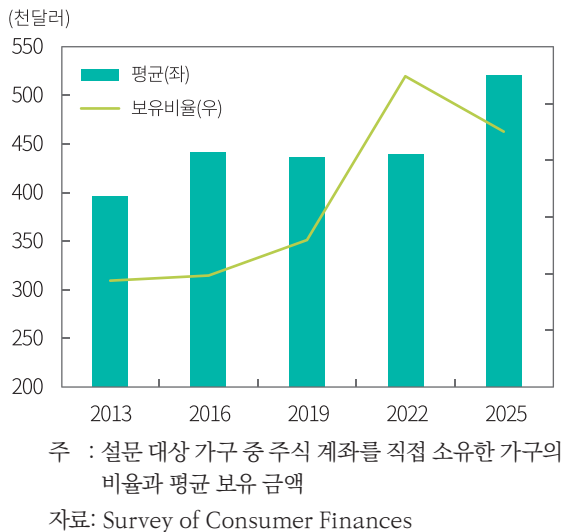
2) Mercer, 2026. 2, Moving Beyond the AI Pitch: Asset Managers' Use of AI.

3) LSEG, 2022. 12. 12, LSEG and Microsoft launch 10-year strategic partnership for next-generation data and analytics and cloud Infrastructure solutions.

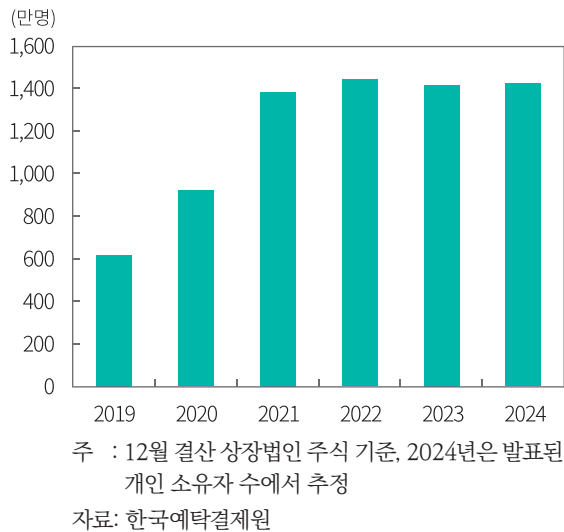
4) S&P Global, 2024. 11. 13, S&P Global launches Kensho LLM-ready API (beta).

5) 일레로, 노성호, 2024, AI의 시대에 기업 재무 공시의 구조화가 가지는 의미, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2024-06에서는 AI를 활용한 기업 분석 수요가 증가하면서 구조화된 재무 공시 정보의 중요성이 높아지고 있음을 지적하였다.

〈그림 2〉 미국 주식 보유 가구



〈그림 3〉 국내 주식 소유자 동향



데이터 산업의 경제적 특성

데이터 산업의 경제적인 특성을 앞서 설명한 성장 동인과 연결지어 볼 때 향후 경쟁 구도의 변화 양상을 전망해볼 수 있다. 우선, 주 생산물인 데이터는 비경합적이어서 복제비용이 거의 없고, 축적이 추가 수집·처리의 유인과 능력을 키우는 수익 체증의 성질을 지닌다.<sup>6)</sup> 동시에 정보의 가치는 희소성에서 나오기 때문에 분석 도구가 범용화되면 기존 신호에서 발생하는 수익이 감소하게 된다.<sup>7)</sup> 이는 최근의 시장 데이터 산업의 변화 양상을 설명할 수 있는데, 수익 체증은 AI 기반 수요의 확대와 결합해 소수 대형 사업자 중심의 성장을 유도하고, 희소성은 범용 원자료의 가격을 누르는 대신 독점 원천과 가공 IP의 가치를 높일 수 있다. 복수 시장구조, 대체 데이터 등 연관된 데이터 자원이 늘어날수록 범용 원자료의 협상력은 약해지면서 업무 흐름의 표준을 선점하는 방식으로 경쟁의 양상이 변화하는 것을 예상할 수 있다.

데이터의 다른 특징으로는 외부성과 공공재적 성격을 들 수 있다. 고객 정보의 거래 과정에서 제3자의 정보가 노출되는 경우 데이터의 가격은 사회적 최적 수준보다 낮아져 과잉 공급이 발생하고 효율적인 배분이 보장되지 않는다.<sup>8)</sup> 또한 가격 발견의 산물인 시장 데이터는 준공공재적 성격으로 인하여 배타적 공급 유인과 접근 형평성이 충돌하게 되어 데이터 중립성 규제는 경쟁을 촉진하는 대신 데이터

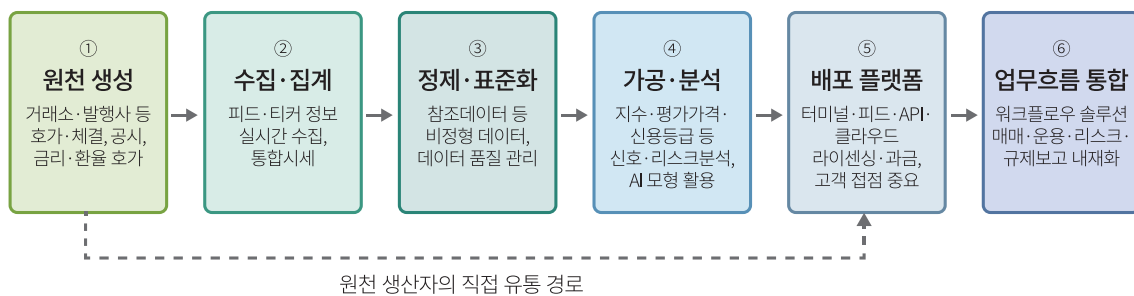
6) Farboodi, M., Veldkamp, L., 2020, Long-run growth of financial data technology, *American Economic Review* 110(8), 2485-2523.  
7) Grossman, S., Stiglitz, J., 1980, On the impossibility of informationally efficient markets, *American Economic Review* 70(3), 393-408.  
8) Acemoglu, D., Makhdoumi, A., Malekian, A., Ozdaglar, A., 2022, Too Much Data: Prices and Inefficiencies in Data Markets, *American Economic Journal: Microeconomics* 14(4), 218-256.

생산 유인을 줄일 수 있다.<sup>9)</sup> 이와 같은 특성은 유럽 통합 시세(Consolidated Tape: CT), 미국 Market Data Infrastructure Rule 등 데이터 접근 및 가격 규제의 배경이 되고 있다.

### 시장 데이터 산업의 가치사슬(Value Chain) 전략 사례

시장 데이터 산업의 가치사슬은 크게 6단계로 구분하여 볼 수 있다(그림 4). 거래소, 발행사 등의 기관이 호가·체결·공시 자료를 생산하면(①) 피드(feed)와 티커(ticker) 등을 포함해서 자료를 실시간으로 수집한다(②). 다음 단계로 이와 같이 수집된 데이터는 오류를 정정하고 참조 데이터를 관리하는 정제·표준화 단계(③)를 거쳐 지수, 평가가격, 신용 등급 등으로 가공되거나 신호·리스크 분석(④)의 원재료가 된다. 이렇게 사용 가능한 형태로 가공된 데이터는 플랫폼을 통해 사용자에게 배포된다(⑤). 나아가 사용자가 매매, 운용, 규제 보고 등 실무에 데이터를 통합하는(⑥) 과정에서 추가적인 부가가치가 발생할 수 있다. 최근 클라우드·API의 확산으로 원천 데이터 생산자는 중간 단계를 거치지 않고 직접 유통하는 경로(①→⑤)도 형성되고 있다. 가치사슬의 각 단계에서 발생하는 부가가치는 해당 기능이 확보한 데이터의 희소성·품질과 더불어 서비스 제공자의 표준 지위, 고객 전환비용에 의해 결정된다.

〈그림 4〉 시장 데이터 가치사슬 구조



자료: 저자 작성

단계별 매출을 보여주는 공개 통계는 제한적이지만, 글로벌 데이터 서비스 매출(2022년 약 450억 달러)의 구성은 원천 생산자(거래소 등) 약 17%(74억 달러) 대 벤더 83%(373억 달러)로 추정되며, 하류의 유통·플랫폼 시장은 Bloomberg와 LSEG이 약 50%를 점유하는 과점 구조를 보인다.<sup>10)</sup>

9) Fang, H., Kim, S.J., 2026, Data neutrality, data supply, and market competition, *NBER Working Paper* No. 35159.

10) DataBP & Quinlan, 2023, *Reclaiming the Market Data Value Chain: Leveraging the Cloud to Optimise Distribution and Product Innovation*.

주요 시장 데이터 벤더는 가치사슬의 핵심 요인을 통합하는 성장 전략을 취하고 있는데 이는 크게 두 방향으로 나타나고 있다. 수직통합은 상·하류의 인접 기능을 결합해 거래 생애주기를 장악하는 전략이고, 수평통합은 동일 계층에서 상품·도메인의 폭을 넓혀 규모·범위의 경제를 노리는 전략이다. 각 방향의 대표 사례와 쟁점은 <표 1>과 같다.

**<표 1> 데이터 벤더의 가치사슬 통합 사례 비교**

| 구분        | 수직통합                                     | 수평통합                                           |
|-----------|------------------------------------------|------------------------------------------------|
| 검토 초점     | 거래소와 데이터·유통 플랫폼의 종적 결합                   | 가공(벤치마크·데이터) 계층의 횡적 확장                         |
| 대표 거래     | LSEG의 Refinitiv 인수<br>(2021년, 약 270억 달러) | S&P Global과 IHS Markit<br>합병(2022년, 약 440억 달러) |
| 기대 효과     | 거래 생애주기 장악,<br>구독 수익 전환, 유통망 내부화         | 범위의 경제, 교차판매,<br>벤치마크 IP 포트폴리오 강화              |
| 제약 사항     | 통합 비용, 플랫폼 의존도 및<br>전환비용                 | 데이터 정합성 확보 비용,<br>결합 데이터 수요 예측                 |
| 정책적 고려 사항 | 상류 독점력의 하류 전이,<br>데이터 중립성                | 벤치마크·평가데이터 시장의<br>집중도                          |

자료: LSEG, S&P Global의 공시 자료를 참고하여 저자 작성

LSEG은 거래소가 데이터의 생산과 유통 기능을 결합한 사례이다. 2021년 1월 Refinitiv를 약 270억 달러 전액 주식교환으로 인수<sup>11)</sup>하면서 원천 데이터 생산자가 글로벌 유통망과 지수 및 분석 기능을 함께 확보하여 가치사슬의 전반을 통합하였다. 인수의 명시적 목적은 거래량 연동 수익에서 구독 수익으로의 전환이었으며, 이후 데이터 관련 부문이 그룹 매출의 약 61%를 차지하고 있다.<sup>12)</sup>

S&P Global은 데이터 가공 단계에서 포함하는 상품의 범위를 횡적으로 확장한 사례이다. 신용등급, 지수, 원자재 가격평가 등 보유한 벤치마크 자산에 더하여 2022년 IHS Markit 합병으로 에너지·공급망·사모시장 데이터를 더했고, 이후 선별적 인수와 매각, 분사로 포트폴리오를 최적화하였다. 반복형 수익 비중이 79.5%를 차지하는 구조<sup>13)</sup>와 지수 부문의 AUM 연동 수익화는 벤치마크 IP 결합 전략의 성과로 평가할 수 있다.

11) LSEG, 2021. 1. 29, LSEG all-share acquisition of Refinitiv transaction - completion and admission to trading, Press Release.

12) LSEG 2025년 잠정 실적(Preliminary Results) 기준(2026. 2. 26. 발표)

13) S&P Global 2025년 연차보고서(Annual Report) 기준

## 국내 시장 데이터 사업의 발전 방향

앞선 사례들은 성장하는 시장 데이터 산업에서 대체 불가능한 데이터 자산 → 플랫폼 · 워크플로우 결합 → 전환비용과 구독 수익 → 재투자로 이어지는 선순환 구조의 구축이 중요한 성공 요인임을 시사하고 있다. 이를 국내 시장 환경에 적용하면 발전 과제를 크게 세 가지로 제시할 수 있다.

첫째, 원천 데이터의 상품화와 유통 경로의 개선이다. 모든 데이터를 단순히 'AI-ready'로 전환하기보다 권리와 수요가 분명한 상품부터 우선순위를 확립할 필요가 있다. 신뢰할 수 있는 호가 · 체결 데이터, 복수 시장 통합 시세 등 정제된 데이터부터 단순 조회 또는 AI 학습 등 목적별로 이용권을 명확히 규정한 라이선스 체계를 도입할 수 있다. 유통 단계에서는 클라우드 · API 직접 판매가 확산되고 있으나 반드시 비용 효율적인 방식은 아닐 수 있으므로 판매 · 지원 · 재배포 관리 비용과 기존 벤더와의 제휴에서 발생하는 성과를 비교하여 고객군별로 유통 경로를 다변화하는 것이 현실적이다.

둘째, 데이터 자산의 결합 및 제휴를 통한 규모의 경제 확보이다. 주요 시장 인프라 기관에 분산된 데이터의 결합은 개별 기관이 제공하기 어려운 분석과 업무 지원을 가능하게 한다. 다만, 분산된 구조가 반드시 비효율성을 의미하지는 않으며 결합을 통해 얻을 수 있는 (사용자의) 편익이 표준화, 운영, 권리관계 조정 등의 비용을 초과하는지를 살펴볼 필요가 있다. 해외 사례는 조직의 대형화보다 선순환을 가능하게 하는 데이터 생산-가공-배포 기능의 연결이 안정적인 수익을 창출하는 핵심 요인임을 시사한다.

셋째, 데이터 접근성과 생산 유인의 균형을 갖춘 제도 설계이다. 시장 데이터 산업에 대한 규제의 강도를 정할 때는 접근 형평성과 데이터 생산 및 정제 인프라에 대한 투자 유인의 상충을 고려할 필요가 있다. 나아가 개인정보가 포함된 데이터의 경우 정보 노출에 의한 외부성을 고려하여 데이터에 대한 권리, 프라이버시 관리 체계를 별도로 구축해야 한다. 이와 같은 규제 정책의 성과는 데이터 산업의 양적 성장과는 별개로 지속적인 평가와 관리가 필요한 영역일 것이다.

국내 시장 데이터 산업은 증권에 유형에 따라 한국거래소, 넥스트레이드(이상 주식), 금융투자협회(펀드 및 채권)의 원천 생산, 한국예탁결제원 · 코스콤 등 인프라 기관의 처리와 분배, 민간 벤더 · 평가사의 가공 · 유통의 계층 구조로 이루어져 있다. 정합성 높은 시장 데이터와 고빈도 데이터, 표준화된 전자공시(예: DART) 등 희소성 있는 고품질 원천 자산과 더불어 데이터 매출 증가 추세, 높은 해외 고객 비중은 긍정적이지만, 가공 계층에는 글로벌 표준 지위의 지수 · 벤치마크 IP가 없고 유통 · 플랫폼 계층에서는 글로벌 벤더가 고객 접점을 넓히고 있는 위협 요인 또한 공존하고 있다. 시장 데이터를 거래의 부산물이 아닌 AI의 시대에 핵심 자산으로, 데이터 사업을 부수 기능이 아닌 독립적 성장 산업으로 재정의하여 국내 시장 데이터 가치사슬 상류의 강점을 중 · 하류의 부가가치로 연결할 필요가 있다.

ZOOM  
-IN국내 주식시장의 투자자별 매매행태와  
주가 움직임

국내 주식시장에서 개인투자자는 주가가 하락한 종목을 매수하는 역추세적 매매 성향이 뚜렷한 반면, 기관투자자는 주가가 상승한 종목을 매수하는 추세추종적 성향을 보인다. 외국인 역시 유가증권시장에서는 추세추종적 성향을 보이나, 코스닥시장에서는 일관되지 않은 것으로 나타난다. 순매수 이후 투자성과에서도 개인은 전반적으로 시장 전체 수익률에 미치지 못하는 성과를 보인 반면, 기관과 외국인은 보유 기간이 길어질수록 상대적으로 양호한 초과수익률을 보이며 개인과의 성과 차이가 더욱 커지는 모습이다. 또한 주가지수 변화 이후의 매매반응에서도 투자주체별 차이가 나타나는 가운데, 개인이 외국인보다 단기적인 순매수 반응이 크게 나타난다. 이러한 결과는 투자주체별 매매행태가 개별 종목의 주가 변화에 대한 매매 방향뿐 아니라 시장지수 변화에 대한 반응에서도 차이를 보이며, 순매수 이후 투자성과 역시 투자주체와 시장에 따라 달라질 수 있음을 시사한다.

## □ 국내 주식시장에서 개인 및 기관, 외국인은 주가 변화에 따라 서로 다른 매매행태를 보이는 경향

- 기존 연구에서는 개인투자자가 주가가 하락한 종목을 매수하고 상승한 종목을 매도하는 역추세적(contrarian) 매매 성향을 보이는 반면, 기관투자자와 외국인은 상대적으로 주가가 상승한 종목을 매수하는 추세추종적(momentum) 매매 성향을 보이는 것으로 분석<sup>1)</sup>
  - 개인투자자는 주가가 하락한 종목을 저평가된 것으로 판단해 매수하거나, 주가 상승 시 차익을 실현하는 경향이 있는 반면, 기관투자자와 외국인은 기업 관련 정보나 주가 상승 추세의 지속성 등을 고려하여 최근 주가 움직임과 같은 방향으로 거래할 가능성
- 다만 최근 개인투자자의 시장 참여 확대와 기관 및 외국인의 투자환경 변화 등으로 과거 연구에서 확인된 투자주체별 매매행태에도 변화가 관찰될 가능성

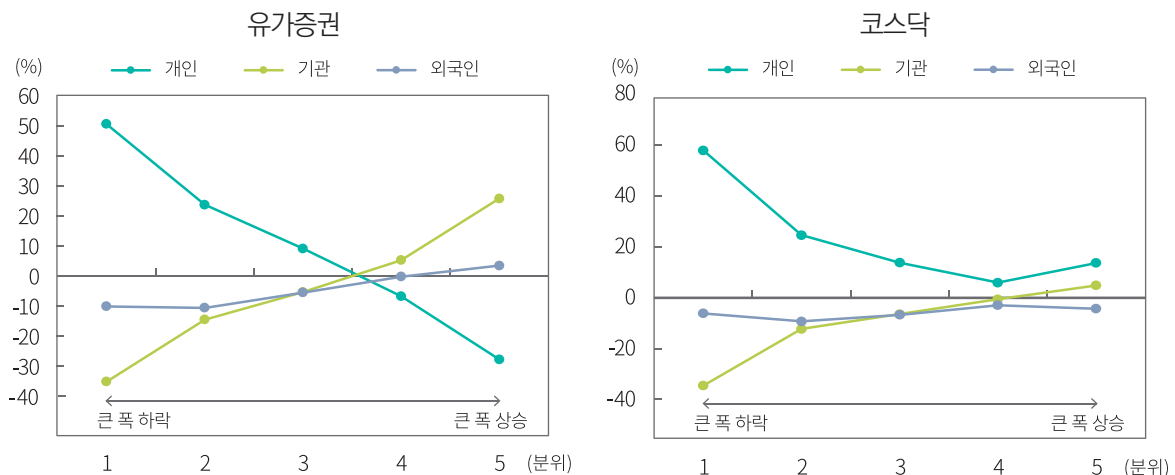
## □ 최근 주가수익률 변동에 따른 투자주체별 순매수비율 추이를 비교하여 매매행태를 분석

- 유가증권 및 코스닥시장 상장종목을 대상으로 매월 말 직전 20거래일의 주가수익률에 따라 종목을 5개 분위로 구분하고, 같은 기간 투자주체별 순매수비율을 비교
  - 최근 주가가 하락하거나 상승한 종목에 대한 투자주체별 매매 방향과 순매수 강도를 비교하고, 역추세 및 추세추종 매매 성향이 시장에 따라 달라지는지 확인하기 위한 목적

1) 김범, 송형상, 2013, 개인투자자의 유동성공급과 단기 주가수익률의 관계, 『재무관리연구』, 30(2), 1-22; 박경인, 2017, 투자자 유형에 따른 투자전략과 기업 특성 분석, 『금융공학연구』 16(3), 71-91; 반주일·김명애·전용호, 2016, 한국 주식시장의 산업 기반 스타일 투자에 관한 연구, 『재무관리연구』 33(1), 183-213.

- 두 시장의 종목 구성과 주가 변동성 차이를 고려하여 시장별로 수익률 분위와 순매수비율을 각각 산출
- 개인투자자는 유가증권시장과 코스닥시장 모두에서 역추세적 매매 성향이 뚜렷하게 나타난 반면, 기관투자자는 추세추종적 매매 성향을 보였으며 외국인은 시장에 따라 매매 성향에 차이가 나타남
- 개인투자자의 경우 두 시장 모두 주가 하락폭이 큰 종목을 적극적으로 순매수하고, 주가수익률이 높아질수록 순매수비율이 대체로 하락
- 기관은 두 시장 모두 주가 하락폭이 큰 종목을 순매도하고 상승폭이 큰 종목일수록 순매수비율이 높아지는 모습
- 외국인은 유가증권시장에서는 주가수익률이 높아질수록 순매수비율이 높아지는 추세추종적 매매 성향을 보이고 있으나, 코스닥시장에서는 일관된 매매패턴이 나타나지 않음

〈그림 1〉 주가수익률 분위별 순매수비율



주 : 1) 1분위: 큰 폭 하락 5분위: 큰 폭 상승  
2) 20일 누적순매수/시가총액

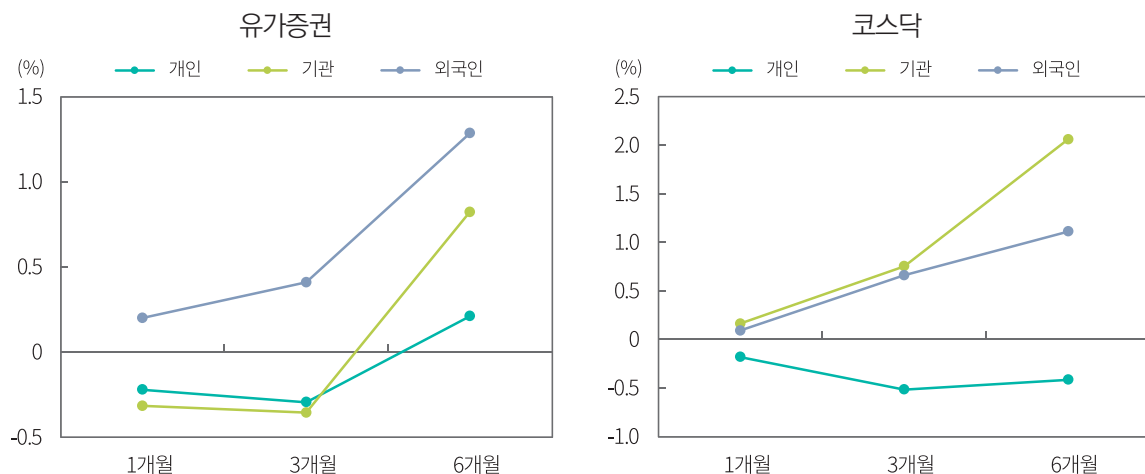
자료: Dataguide

#### □ 투자주체별 순매수 이후 투자 성과를 살펴보기 위해 순매수 상위 종목의 순매수 이후 6개월까지 기간의 누적초과수익률을 비교

- 매월 유가증권과 코스닥 상장 기업 중 개인 및 기관, 외국인의 순매수비율 상위 20% 종목을 각각 선정하고, 이후 1개월, 3개월, 6개월 시장지수 대비 누적초과수익률을 비교
- 순매수 이후 투자성과에서도 투자주체별로 차이가 나타났으며, 특히 보유기간이 길어질수록 기관과 외국인의 성과가 개인보다 상대적으로 양호한 모습

- 개인의 순매수 상위 종목은 유가증권시장에서 1~3개월 동안 음(-)의 초과수익률을 보였으나 6개월간 누적초과수익률은 양(+)으로 전환한 반면, 코스닥시장에서는 모든 보유기간에서 음(-)의 초과수익률을 기록
- 반면 기관과 외국인의 순매수 상위 종목은 두 시장 모두 보유기간이 길어질수록 초과수익률이 개선

〈그림 2〉 투자자별 순매수 상위 종목의 누적초과수익률



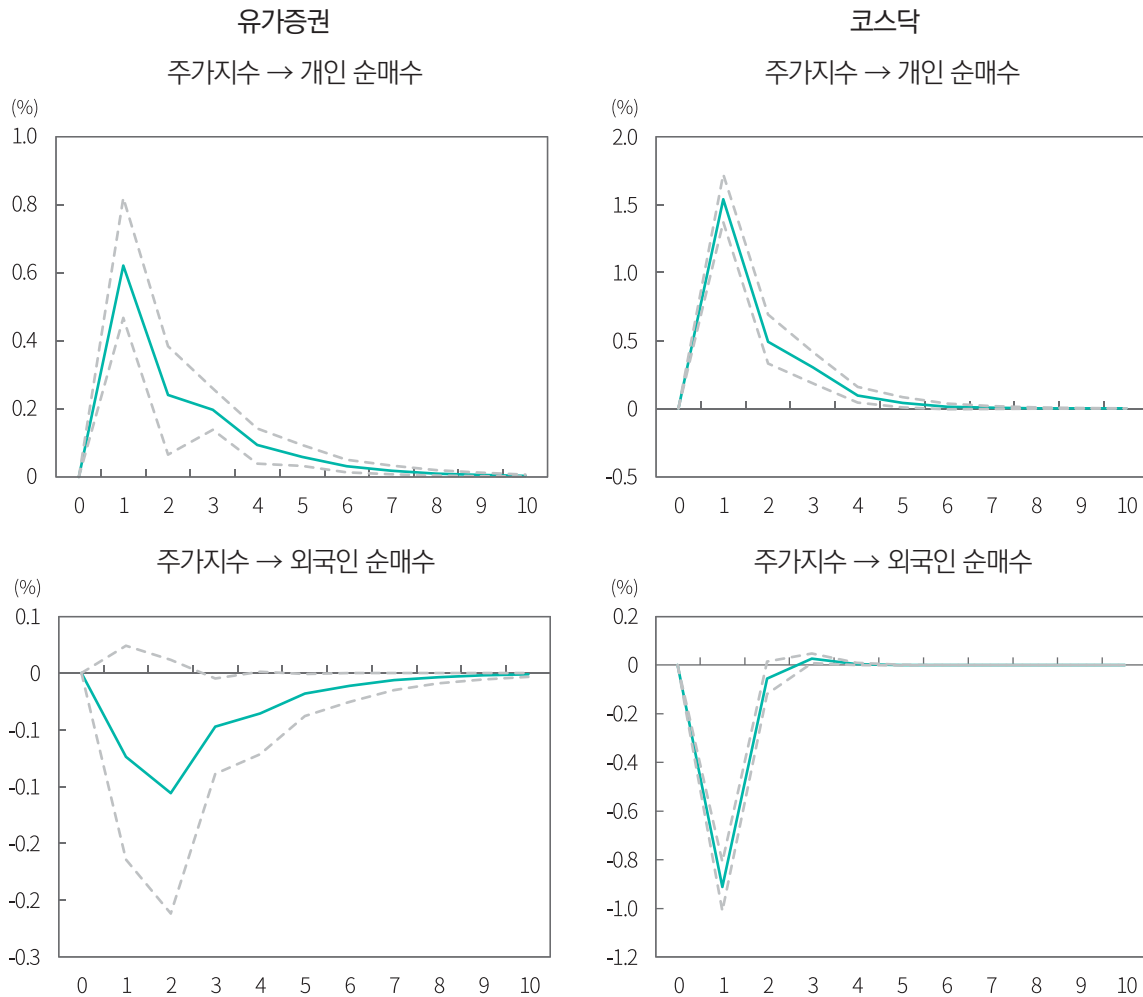
주 : 순매수비율 상위 20% 종목 대상

자료: Dataguide

#### □ 시장 전체의 주가수익률 변동에 대해서도 개인이 외국인에 비하여 상대적으로 민감하게 반응하는 것으로 나타남

- 주가지수 수익률 변화에 대한 개인과 외국인의 단기 매매행태 반응을 점검하기 위하여 벡터자기회귀분석(VAR)을 실시
- 개인투자자는 두 시장 모두 주가수익률 상승 이후 순매수를 확대하는 반응을 보였으나, 외국인의 경우 코스닥시장에서 단기적으로 순매수가 감소하는 반응
  - 개인의 순매수는 주가지수 상승 충격 이후 1거래일에 증가한 뒤 빠르게 축소되어 시장 전체의 주가 상승에 대한 순매수 반응이 단기적으로 집중되는 모습
  - 외국인의 경우 유가증권시장에서 주가지수 상승에 대하여 통계적으로 유의한 반응을 발견할 수 없었으나 코스닥시장에서는 단기적으로 순매수가 감소하는 반응을 보임
- 주가지수 수익률 충격에 대한 개인의 순매수 반응이 외국인보다 상대적으로 크게 반응하는 모습

〈그림 3〉 주가지수 변동에 따른 투자자별 순매수 반응



주 : 1) 2020~2025년 일별 자료를 이용한 VAR 모형의 충격반응함수, 실선은 충격반응함수 추정치, 점선은 95% 신뢰구간의 상한과 하한을 나타냄

2) 주가지수는 일별 수익률, 투자자 순매수는 일별 순매수대금을 시장 전체 시가총액으로 나눈 순매수비율을 사용

3) 적정 시차는 BIC를 기준으로 선정

자료: Dataguide

□ 국내 주식시장에서 투자주체별 매매행태는 뚜렷한 차이를 보이며, 특히 개인투자자는 기관투자자 및 외국인과 상반된 매매 성향을 나타냄

— 개인투자자는 주가가 하락한 종목을 매수하는 역추세적 매매 성향을 보인 반면, 기관투자자와 외국인은 상대적으로 주가가 상승한 종목을 매수하는 추세추종적 매매 성향

- 외국인의 추세추종적 매매 성향은 유가증권시장에서 뚜렷하게 나타난 반면, 코스닥시장에서는 일관된 매매패턴이 확인되지 않음

- 순매수 이후 투자성과에서도 투자주체별 차이가 나타나, 개인의 순매수 종목에서는 일관된 초과성과가 관찰되지 않은 반면 기관과 외국인의 순매수 종목은 상대적으로 양호한 성과
- 시장 전체의 주가지수 변화에 따른 순매수 반응에서도 투자주체별로 차이가 나타난 가운데, 개인투자자가 외국인보다 크게 반응하는 모습
  - 개인은 주가지수 상승 이후 순매수를 확대하는 반응이 단기간에 뚜렷하게 나타난 반면, 외국인은 순매수가 감소하는 방향의 반응을 보였으나 통계적 유의성은 제한적
- 이러한 결과는 투자주체별 매매행태가 주가 변화에 대한 매매 방향뿐 아니라 반응의 크기에서도 차이를 보이며, 순매수 이후 종목성과 역시 투자주체와 시장에 따라 달라질 수 있음을 시사

선임연구원 홍지연

ZOOM  
-IN

## 미국의 ETF 시장 변화와 규제 개편 논의

SEC는 ETF 출시 절차를 간소화하는 Rule 6c-11 제도를 2019년에 도입하였으며, 이후 미국 ETF 시장은 빠르게 성장하고, 상품구조도 다양화되고 있다.

특히 비전통적 자산과 복잡한 투자전략을 활용하는 ETF가 확대되면서 관련 위험에 대한 검토 필요성이 제기되는 가운데, SEC는 해당 상품에 대한 법적 지위, 운영구조, 등록·심사 및 투자자 보호를 중심으로 기존 규제 체계의 적정성 검토와 관련 규제의 추가 도입 필요성에 대한 의견 수렴을 진행하였다.

국내에서도 ETF 시장의 성장과 상품 다양화에 대응하여 시장의 상품 혁신을 지원하되, 새로운 투자 위험과 투자자 보호 관련 규제 체계를 지속적으로 논의하고, 점검할 필요가 있다.

□ SEC는 2019년 ETF 상품의 시장 진입 규제를 완화하고, 규제 체계의 일관성과 투명성 제고를 위해 Rule 6c-11을 도입하였으며, 이후 미국 ETF 시장은 크게 확대

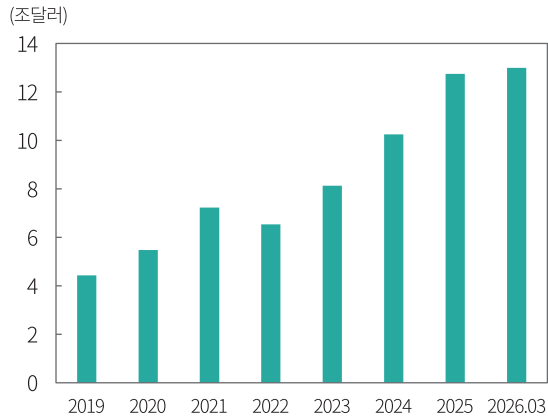
- Rule 6c-11<sup>1)</sup>은 일정 요건을 충족하는 ETF가 SEC의 개별 면제명령(exemptive order)<sup>2)</sup> 없이 운영할 수 있도록 허용하는 규정
  - 일별 포트폴리오 현황 공개, 순자산가치(NAV)와 시장가격 간 프리미엄·디스카운트 현황 및 과거 추이, 매수·매도 호가 스프레드 정보를 공시하고, 커스텀 바스켓(custom basket) 운영 정책 및 절차와 기록보존 의무 등 규정상 요건을 준수해야 함
  - 적용 대상은 투자회사법상 등록된 개방형(open-end) ETF로서 지수기반(index-based) ETF, 액티브 ETF 등의 상품을 대상으로 하였으며, 2020년 파생상품 규제 개편으로 레버리지/인버스 ETF<sup>3)</sup>까지 확대
- Rule 6c-11 도입 이후 미국 ETF 시장의 자산규모와 상품 수가 크게 확대
  - 자산규모는 2019년 말 기준 4.43조 달러에서 2025년 말 기준 12.75조 달러 수준
  - 상품 수는 2019년 말 기준 1,875개에서 2025년 말 기준 4,634개 수준

1) SEC, 2019, SEC adopts new rule to modernize regulation of exchange-traded funds, press release 2019-190.

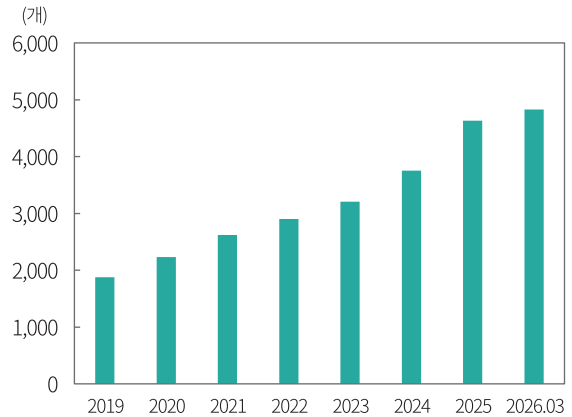
2) ETF는 투자회사법에 따라 투자회사로 등록되지만, 일반적인 투자회사와 달리 고유한 운영구조를 갖는 점을 고려하여, SEC가 별도의 ETF 심사를 통해 투자회사법상 일부 규제의 적용을 면제하는 조치(SEC, 2022, Regulatory issues involving exchange traded funds 참조)

3) 2019년 Rule 6c-11 최초 도입 당시에 레버리지/인버스 ETF는 파생상품 활용에 따라 투자자 보호 문제로 적용 제외 대상이었지만, 2020년 규제 개편으로 Rule 18f-4의 관련 요건을 충족하는 경우 적용 범위에 포함(SEC, 2020, SEC adopts modernized regulatory framework for derivatives use by registered funds and business development companies, press release 2020-269)

〈그림 1〉 미국 ETF 자산규모



〈그림 2〉 미국 ETF 상품 수



주 : 1) SEC 등록 ETF 기준  
2) 각 연말 기준

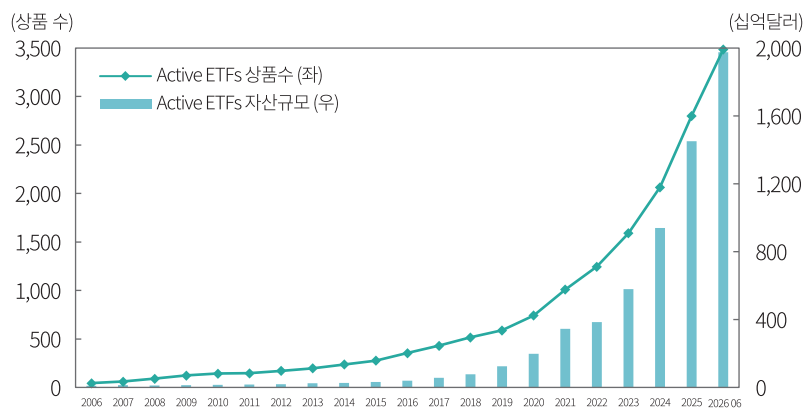
자료: SEC Registered Fund Statistics

□ 규제 변화 이후 미국 ETF 시장의 상품구조는 새로운 자산군과 투자전략을 활용하는 방향으로 확대

— 2019년 Rule 6c-11 도입 이후, Active ETF 자산규모 및 상품 수가 크게 확대

- 2019-2025년 중 미국 Active ETF의 상품 수와 자산규모는 각각 연평균 약 30%, 약 50% 이상 증가
- 2026년 6월 기준 미국 Active ETF 상품 수는 3,500개 이상, 자산규모는 약 2조 달러 수준

〈그림 3〉 미국 Active ETF 자산규모 및 상품 수 추이

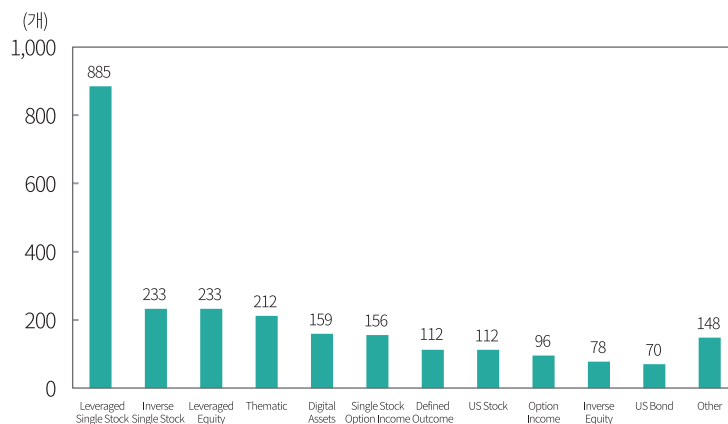


자료: Morningstar

— 특히 출시 예정 ETF의 경우 상품구조의 복잡성이 증가하고, 비전통적 투자전략의 활용이 두드러짐

- 2026년 하반기 이후 출시 예정인 ETF 상품 중 단일종목, 레버리지/인버스, 암호 자산 관련 상품이 약 70% 이상을 차지

〈그림 4〉 미국 출시 예정 ETF 상품 자산 유형



주 : 1) 2026년 6월 기준

2) 2026년 6월 말까지 최초 투자 설명서를 제출했으나 아직 출시되지 않은 ETF 상품

자료: Morningstar

□ ETF 시장 변화로 관련 위험에 대한 검토 필요성이 제기되는 가운데, SEC는 향후 관련 규제 방향을 결정하기 위한 의견 수렴을 진행

- SEC는 2026년 6월 말 Novel ETF에 대한 Rule 6c-11 적용과 관련된 의견 수렴을 진행<sup>4)</sup>
- SEC는 Novel ETF를 혁신적인 자산군(innovative asset classes)에 투자하거나, 신종 · 비전통적인 투자전략(novel investment strategies)을 활용하는 ETF를 포괄적으로 지칭
  - SEC는 Novel ETF 유형의 예시로, 암호화 자산(crypto assets), 원자재 중심 상품(commodity-focused instruments), 단일종목 전략(single-stock strategies), 고배율 레버리지(heightened leverage), 블록체인 기반 투자 기회(blockchain-enabled opportunities), 사모 자산(private assets), 이벤트 계약(event contracts) 등을 제시하고 있으며, 별도로 Novel ETF의 법적 정의나 상품 목록을 규정하지는 않음
- 새로운 자산군이나, 복잡한 투자전략에서 발생할 수 있는 위험 전반에 대한 검토를 진행하고, Rule 6c-11에 별도의 규제 도입 필요성에 대해 논의

□ 특히 Novel ETF에 대한 법적 지위, ETF 운영구조, 등록 · 심사 체계 실효성 및 투자자 보호 측면에서 기존 규제 체계의 적정성 검토가 주요 쟁점

- ETF의 주된 투자 대상 자산이 비증권인 경우 투자회사법 적용 여부에 대한 법적 불확실성 존재

4) SEC, 2026, Request for comment on Novel ETF, Release No. 33-11426.

- 미국의 투자회사법은 증권(securities) 투자 등을 주된 사업으로 하는 발행인을 투자회사로 규정하고 있으며, 기존 ETF 규제는 투자회사법상 등록하고, 관련 규제를 적용받는 구조<sup>5)</sup>
- 이에 따라 일부 가상자산·원자재 등 비증권 자산을 주된 투자 대상으로 하는 ETF의 기존 ETF 규제 체계 적용 가능 여부를 검토
- 상품구조 및 포트폴리오 구성 측면에서 차익거래 기능의 유효성과 추가 운용 규제 필요성에 대해 논의
  - Rule 6c-11은 ETF의 차익거래 기능<sup>6)</sup>을 뒷받침하기 위한 구조적 요건을 규정하지만, 원칙적으로 ETF의 투자전략이나 자산군을 제한하지는 않음
  - Novel ETF의 새로운 자산·투자전략에서도 차익거래 기능이 유효하게 작동하는지, 유통시장의 유동성과 가격 형성 기능에 문제 발생 가능성 여부를 검토
  - 또한 Novel ETF의 상품구조로 발생할 수 있는 사전적 위험 관리를 위해 포트폴리오 구성 시 증권최소보유비율, 특정 자산군·투자전략의 제한, 집중한도, 분산 요건, 발행인별 한도 등 별도의 규제 도입 필요성 여부도 함께 검토
- 복잡한 투자 위험에 대한 공시 적정성과 투자자 보호 방안 검토
  - 비전통적 자산 및 투자전략에서 발생하는 위험을 기존 공시 체계가 충분히 반영하고 있는지 점검하고, 추가 공시 요건 도입 필요성을 검토
  - Novel ETF 특성과 기존 ETF의 차이에 대해 투자자 이해도를 제고하고, 상품 특성이 명확하게 전달되도록 정보 제공 및 ETF 명칭 사용 기준의 적정성 검토
- 그밖에 등록 절차 및 심사 제도의 구조적 한계와 그에 따른 사전·사후 심사 수단 강화 필요성 검토
  - 현행 ETF 등록 제도는 효력발생 후 수정신고서(post-effective amendment)를 제출하고, 별도의 SEC 승인 없이 60일 또는 75일 이후 자동 효력이 발생하는 구조이지만, ETF 상품의 복잡성 증가로 법적·구조적 심사 기간 부족 문제가 제기
  - 이를 보완하기 위해 자동 효력 발생 기간 연장, SEC 의견 미응답 시 심사 기간 정지, SEC 직권 효력 발생 연기 권한 등의 도입을 고려
  - 또한 ETF 시장에서 상품 선점 경쟁으로 부실 신청<sup>7)</sup> 또는 모방 신고(imitative filings)<sup>8)</sup> 등의 문제를 검토하고, 대안 방법으로 일부 기간 비공개 신고 유지, 최소 등록 수수료 선납, 등록 후 일정 기간 미출시 시 자동 등록 취소 방안 등을 고려
  - 그밖에 Novel ETF의 공시 요건 강화 필요성, 자동 효력 발생 기간 연장에 따른 상품 출시 및 시장수요 대응이 지연될 수 있는 상충관계까지 검토

5) 금번 ETF에 대한 논의는 투자회사법에 등록된 개방형 투자회사(open-end investment company)로 한정하고 있음

6) 전통적인 ETF는 지정참가자(AP)의 설정·환매 및 차익거래로 ETF의 시장가격과 순자산가치(NAV) 간 괴리를 축소하는 구조

7) 선점 효과를 위해 준비되지 않은 상태에서 신청서를 제출하거나, 실제 출시되지 않은 상품을 등록

8) 선행 등록된 유사 복제 상품 등록 신청

〈표 1〉 Novel ETF 규제 논의 주요 쟁점

| 규제 논점              | 주요 쟁점                                                                                                          | 주요 검토 방향                                                                                                                                                                                                 |
|--------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 법적 지위              | <ul style="list-style-type: none"> <li>비증권 자산 중심 ETF의 투자회사법상 등록 적격성 및 기존 법적 판단기준 적용 가능성</li> </ul>             | <ul style="list-style-type: none"> <li>비증권 자산 투자에 대한 법적 기준 명확화</li> <li>투자회사 판단기준의 보완 필요성 등</li> </ul>                                                                                                   |
| 상품구조 · 운용          | <ul style="list-style-type: none"> <li>새로운 투자전략 · 자산군 ETF의 차이거래 기능에 대한 유효성 및 시장 효율성, 투자자 보호에 미치는 영향</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>포트폴리오 요건과 관련된 추가 규제 도입 필요성 : 증권 최소보유비율, 특정 자산 · 전략 제한, 분산 요건, 집중 한도, 발행인별 한도 등</li> </ul>                                                                         |
| 공시 체계 적정성 · 투자자 보호 | <ul style="list-style-type: none"> <li>투자 위험 · 상품 변경 등과 관련된 기존 공시 체계의 적정성, 투자자 이해도 등</li> </ul>                | <ul style="list-style-type: none"> <li>위험 공시 강화 필요성</li> <li>ETF 명칭 사용기준 및 투자자 정보제공 방식의 적정성 등</li> </ul>                                                                                                 |
| 등록 · 심사            | <ul style="list-style-type: none"> <li>상품 복잡성 증가로 기존 자동 효력 발생 제도의 심사 실효성 및 부실 신고 문제</li> </ul>                 | <ul style="list-style-type: none"> <li>자동 효력 발생 기간 연장, SEC 직권 연기 권한 도입</li> <li>사전협의 · 비공개 초안 심사 도입</li> <li>모방 · 부실 신고 억제를 위한 일부 기간 비공개, 최소 등록 수수료 도입</li> <li>일정 기간 미출시 ETF 자동 등록취소 제도 도입 등</li> </ul> |

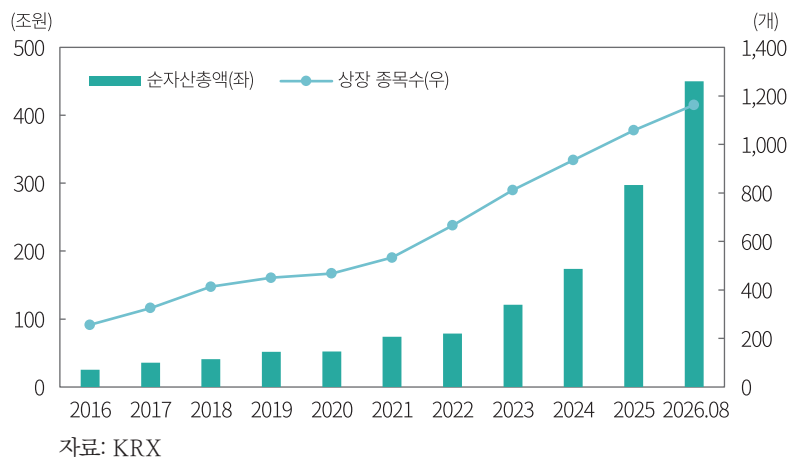
자료: SEC, Request for comment on Novel ETF, Release No. 33-11426 주요 내용

□ 국내의 경우 ETF 시장의 양적 성장과 상품구조의 다양화가 진행되는 가운데, 상품 혁신을 지원하는 동시에 투자 위험과 투자자 보호 관련 규제 체계를 지속적으로 논의하고 점검할 필요

— 국내 ETF 시장 자산규모와 상품 수가 최근 크게 확대

- 순자산총액은 2020년 52조원에서 2026년 8월 450조원, 상품 수는 468개에서 1,163개로 증가하며 시장이 빠르게 확대

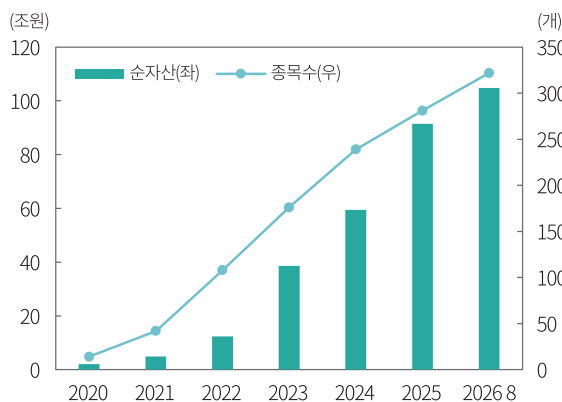
〈그림 5〉 국내 ETF 시장 규모



— 액티브 ETF의 성장과 최근 레버리지·인버스 ETF의 확대 등 투자 대상 및 전략의 다양화로 상품구조가 복잡해지는 추세

- 액티브 ETF의 순자산은 2020년 2.1조원에서 2026년 8월 104.8조원, 상품 수는 2020년 14개에서 2026년 8월 322개로 증가
- 레버리지·인버스 ETF의 순자산총액은 같은 기간 8.2조원에서 24.4조원, 상품 수는 80개에서 103개로 증가
- 해외자산 ETF 상품 수도 같은 기간 131개에서 521개로 확대되며 투자 대상의 다양화가 진행

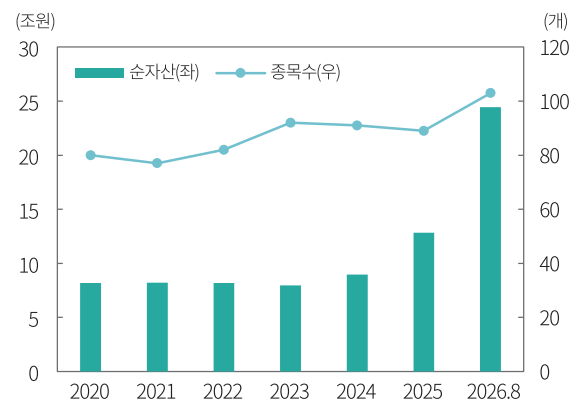
〈그림 6〉 국내 액티브 ETF



주 : 1) 국내·해외 상품 포함

자료: KRX

〈그림 7〉 국내 레버리지/인버스 ETF



— 미국 Novel ETF 의견 수렴에서, 일부 주요 기관은 획일적인 상품규제 강화보다 기존 규제 체계를 활용한 상품별 위험 기반의 심사·관리를 강조

- 상품구조·운용 규제 부문에서는 일률적 포트폴리오 제한보다 기존 규제 체제 활용과 상품의 복잡성 및 실질적 위험 중심에 따른 개별 심사를 제안
- 투자자 보호 측면에서는 기존 공시 규제를 활용하는 동시에 개인투자자의 상품 이해도 제고를 위해 ETF 명칭의 명확화를 강조

— 국내에서도 ETF 상품의 다양화에 대응하여, 상품 혁신을 저해하지 않으면서, 동시에 비전통적 자산·전략의 특성이 반영될 수 있는 규제 체계에 대한 지속적 논의가 필요

- 상품별 복잡성과 실질적 위험에 따른 차등적 심사·관리 체계를 검토하고, 위험 공시 및 투자자 이해도를 제고시킬 수 있는 방향으로 보완할 필요

선임연구원 이정은