

OPINION

선임연구위원
권민경

국내 ETF 시장의 보수 인하 경쟁에 대한 소고*

최근 미국 대표지수 추종 ETF를 중심으로 자산운용사 간 공격적인 보수 인하 경쟁이 나타났는데, 이는 시장 선점 효과, 투자자 수요 급증 및 미국 현지 ETF와의 경쟁 심화에 따른 전략적 선택으로 분석된다. 이러한 경쟁은 투자자에게 전례 없이 낮은 비용으로 투자할 기회를 제공하는 긍정적 측면이 있으나, 동시에 업계의 과도한 출혈 경쟁과 수익성 악화에 대한 우려도 야기하고 있다. 분석 결과, 국내 ETF 시장에서의 가격 경쟁은 시장대표지수형에 국한되며, 이 상품군이 전체 운용보수 수익에서 차지하는 비중은 과거 대비 상당 부분 감소하였으므로, 현재 관찰되는 가격 경쟁이 ETF 산업 전체의 수익성을 심각하게 저해할 정도에는 이르지 않을 것으로 판단된다. 특히, 최근 급성장한 테마형 ETF는 높은 보수율을 유지하고 있어 업계 수익성 우려를 완화하고 있다. 투자자들은 저비용 ETF의 이점을 적극 활용하되 동시에 테마형 ETF의 잠재적 위험성을 인지해야 하며, 금융당국은 오히려 테마형 상품에서 과열 마케팅 및 불공정 거래 행위 방지를 통해 시장의 건전성을 제고할 필요가 있다.

최근 국내 자산운용사들 사이에서 ETF(Exchange Traded Fund) 보수 인하 경쟁이 심화되며 업계의 주요 현안으로 부상하고 있다. 이러한 경쟁은 2025년 2월 6일 TIGER 미국S&P500 및 나스닥100 ETF가 총보수를 기존 대비 10분의 1 수준인 0.68bp로 인하한 것을 기점으로 촉발되었다. 이에 대응하여 KODEX 미국S&P500 및 나스닥100 ETF가 다음 날 총보수를 0.62bp로 인하하였고, 이어 2월 11일에는 RISE 미국S&P500 및 나스닥100 ETF가 각각 0.47bp와 0.62bp로 보수를 낮추며 경쟁에 가세하였다. 이와 같은 ETF 보수 인하 경쟁의 격화에 대해 일각에서는 과도한 경쟁으로 치닫고 있다는 지적이 제기되고 있으며, 특히 대형 운용사 중심의 가격 경쟁이 중소형 운용사의 시장 경쟁력을 약화시키고 업계 전반의 수익성 악화를 초래할 수 있다는 우려가 나타나고 있다.

적극적인 보수율 인하 경쟁의 결과로 해당 상품들에 대해 실제 투자자가 부담하는 비용은 이론적으로 낮은 수준에 도달한 것으로 보인다. 예를 들어, 해당 ETF에 1억원을 투자할 경우 연간 총보수는 4~7천원 수준에 불과하다. 이는 동일 투자금액을 기준으로 일반적인 국내 주식형 공모펀드의 연간 보수가 약 120만원, 국내 주식형 ETF의 경우 약 25만원임을 고려할 때 매우 낮은 수준이다. 심지어 동일 지수를 추종하는 미국 운용사의 대표 ETF들이 같은 조건에서 연간 3만원에서 20만원의 보수를 부과하는 것과 비교하면, 국내 해당 ETF의 보수율이 현저히 낮음을 다시 한번 확인할 수 있다. 미국상장 대표 ETF들은 자국 시장 투자에 따른 운영 효율성이 높고, 개별 상품의 순자산 규모가 통상 400~900조

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

원에 달하여 순자산 규모가 1~8조원 수준인 국내 유사 ETF 대비 규모의 경제에서 월등한 경쟁력을 보유하고 있다. 이러한 점을 감안할 때, 국내 투자자들은 글로벌 시장과 비교하여서도 매우 낮은 비용으로 해당 지수 ETF에 투자하는 이점을 누리고 있는 것으로 평가된다. 그러나 자산운용사의 관점에서 보면, 이처럼 극단적으로 낮은 보수율은 결국 수익성 악화로 귀결될 수밖에 없어 지속가능성에 대한 심각한 우려를 낳고 있는 실정이다.

가격 경쟁의 배경

미국 S&P500 및 나스닥100 지수를 추종하는 ETF 상품에서 극단적인 가격 경쟁이 나타나게 된 배경으로, 첫째, ETF 시장의 신규 상품군에서 강력한 선점 효과가 작용한다는 점을 들 수 있다. 자산운용 업계는 과거 사례를 통해 ETF 시장에서 선점 효과가 매우 강력하게 작용한다는 점을 경험적으로 인지하고 있다. 대표적인 예로, 2002년 국내에 최초로 상장되어 ETF 시장의 포문을 연 KODEX 200은 약 20년간 국내 전체 ETF 중 순자산 규모 1위 자리를 지속적으로 유지한 바 있다. 현재도 KOSPI 200을 추종하는 14개 ETF 중 KODEX 200은 두 번째로 높은 총보수율(15bp)을 부과하고 있으며, 이는 최저 보수율 상품(1.7bp) 대비 약 9배 높은 수준임에도 불구하고, 여전히 압도적인 순자산 규모로 해당 유형 ETF 중 1위를 차지하고 있다.

유사한 사례는 미국 시장에서도 찾아볼 수 있는데, 1993년 미국 최초의 ETF로 상장된 SPDR S&P500 ETF(SPY)는 2011년 금 가격 급등기에 SPDR Gold Shares(GLD)에 일시적으로 선두 자리를 내준 것을 제외하고는 약 30년간 전 세계 ETF 시장에서 규모 1위를 유지하며 강력한 선점 효과를 입증해왔다. 비록 최근 Vanguard S&P500 ETF(VOO)에 1위 자리를 넘겨주었으나, 여전히 경쟁 상품 대비 약 3배 높은 보수율에도 불구하고 순자산 규모에서 선두권을 유지하며 그 영향력을 지속하고 있다. 나스닥100 지수를 추종하는 ETF 시장에서도 Invesco QQQ Trust(QQQ)가 1999년 상장 이래 선점 효과를 바탕으로 시장 지배적 지위를 유지하고 있는 유사한 양상이 관찰된다.

국내 시장의 경우, 미국 증시 추종 ETF가 비교적 최근 투자자들의 높은 관심을 받기 시작하였고 아직 특정 상품이 시장 점유율 우위를 확고히 하지 못한 초기 경쟁 단계에 해당한다. 따라서 자산운용사들은 향후 시장 지배력을 확보하기 위한 선점 경쟁의 일환으로 해당 상품군에서 적극적인 보수 인하 경쟁을 전개하고 있는 것으로 해석된다.

둘째, 미국 주식시장에 대한 국내 투자자들의 폭발적인 수요 증가를 들 수 있다. 지난 10년간 미국의 S&P500 총수익지수는 연평균 13.1%라는 높은 수익률을 기록하였다. 이는 동일 기간 국내 KOSPI 총수익지수의 연평균 수익률(5.6%)을 크게 상회할 뿐만 아니라, 영국, 프랑스, 캐나다, 호주, 일본 등 여타 주요 선진국 증시와 비교해서도 현저히 높은 수치이다. 이러한 높은 수익률과 더불어, 애플

(Apple), 테슬라(Tesla), 엔비디아(NVIDIA)와 같이 국내 투자자에게도 친숙한 다수의 글로벌 선도 기업이 미국 증시에 상장되어 있다는 점 또한 미국 시장에 대한 높은 관심으로 이어지고 있다. 특히 장기 투자자를 중심으로 확산되는 글로벌 자산배분 관점에서도 미국 증시는 포트폴리오 내에서 핵심적인 역할을 수행한다. 예를 들어, MSCI 전 세계 국가 지수(All Country World Index: ACWI) 내에서 미국 시장이 차지하는 비중은 64%에 이른다. S&P500과 나스닥100 지수는 미국 증시에 투자하는 가장 대표적인 수단이므로, 이를 추종하는 상품이 시장에서 대표 상품으로 자리매김한다면 해당 운용사는 전체 ETF 시장에서 상당한 입지를 확보할 수 있을 것이다.

셋째, 미국 자산운용사들이 운용하는 ETF 상품과의 직접적인 경쟁 구도가 심화되고 있다는 점 역시 중요한 배경으로 작용한다. 국내 투자자들의 미국 시장 접근성은 거래 비용 및 편의성 측면에서 국내 증시와 비교해도 손색이 없을 정도로 현저히 개선되었다. 이에 따라 투자자들은 국내 운용사의 상품을 통해 미국 증시에 투자하는 전통적인 방식을 넘어, 미국 현지에 상장된 주식이나 ETF에 곧바로 투자하는 비중을 확대하는 추세다. 이러한 상황은 미국 주식형 ETF 시장이 단순한 국내 운용사 간의 경쟁을 넘어, 미국 현지 운용사의 상품들과 직접 경쟁하는 국면으로 진입했음을 시사한다. 한국예탁결제원에 따르면, 국내 투자자들의 S&P500 및 나스닥100 지수 추종 미국상장 ETF 보유 규모는 총 11.3조원(QQQ 3.7조원, VOO 2.9조원, SPY 2.6조원, QQQM 0.8조원, IVV 0.7조원, SPLG 0.6조원)에 달하며, 이는 동일 지수를 추종하는 국내상장 ETF의 순자산 총액(26.2조원)의 약 43%에 해당하는 규모다. 미국상장 ETF 투자가 금지된 연금 계좌에서 국내상장 ETF를 대거 보유하고 있는 만큼, 미국상장 ETF에 자유롭게 투자할 수 있는 일반 증권계좌에서는 미국상장 ETF에 대한 투자 규모가 이미 국내상장 ETF를 초과했을 가능성이 높다.

더욱이 미국상장 ETF는 거래 유동성이 풍부하며, 대부분 현물 설정 방식으로 운용되어 효율성이 높고 장기투자에 유리하다는 구조적 장점을 보유하고 있다. 국내상장 ETF와는 달리 양도소득 분리과세 혜택이 적용될 수 있다는 점에서, 고소득층 및 고액 자산가들은 절세 효과를 고려하여 국내 운용사 상품 대신 미국상장 ETF를 선호하는 경향 또한 존재한다. 결국, 미국상장 상품이 지닌 다층적인 경쟁 우위를 극복하고 투자자를 유치하기 위한 전략적 판단 하에, 국내 자산운용사들이 핵심 경쟁 요소인 운용보수를 공격적으로 인하했을 가능성이 존재한다.

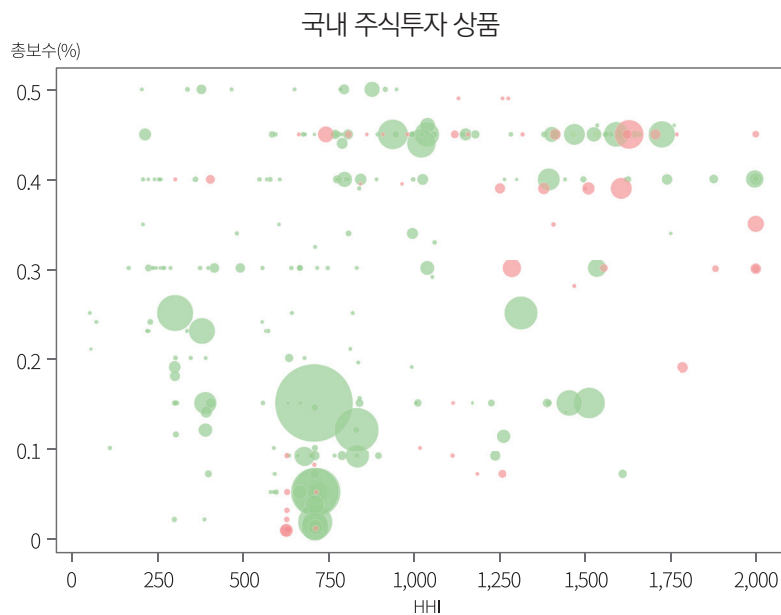
이분화된 시장 구조

다음으로, S&P500 및 나스닥100 ETF 상품에서 관찰되는 치열한 가격 경쟁이 여타 주식형 ETF 상품에서도 유사하게 나타나는지 여부를 분석한다. 아래 그림은 이러한 양상을 시각적으로 보여준다. 그림에서 각 점은 개별 ETF 상품을 나타내며, 점의 크기는 해당 ETF의 순자산총액 규모에 비례한다.

다. 가로축은 개별 ETF 포트폴리오 내 주식 보유 집중도를 나타내는 허핀달-허쉬만 지수(Herfindahl-Hirschman Index: HHI) 값으로, HHI 값이 낮을수록 분산투자가 잘 되어 있음을 의미한다. 즉, 시장 대표지수형 ETF일수록 HHI 값이 낮은 경향을 보이며, 특정 테마에 집중투자하는 ETF일수록 HHI 값이 높게 나타난다. 세로축은 각 ETF의 총보수비율을 나타낸다.

주목할 점은 주식형 ETF 시장이 뚜렷하게 이분화된 양상을 보인다는 것이다. 국내 주식형 및 미국 주식형 ETF 시장 모두에서, 일반적으로 순자산 규모가 큰 시장대표지수형 상품들(낮은 HHI 값)¹⁾은 통상 10bp 미만의 낮은 총보수비율을 적용받고 있다.²⁾ 반면, HHI 값이 상대적으로 높은 테마형 ETF의 경우 총보수비율이 40~50bp에 이르는 경우가 일반적이다. 이는 ETF 시장 내 가격 경쟁이 특정 상품군에 집중되어 있으며, 그 외 상품군에서는 상대적으로 높은 보수율이 유지되고 있음을 시사한다.³⁾

〈그림〉 국내상장 주식형 ETF의 HHI와 총보수율의 관계 산점도



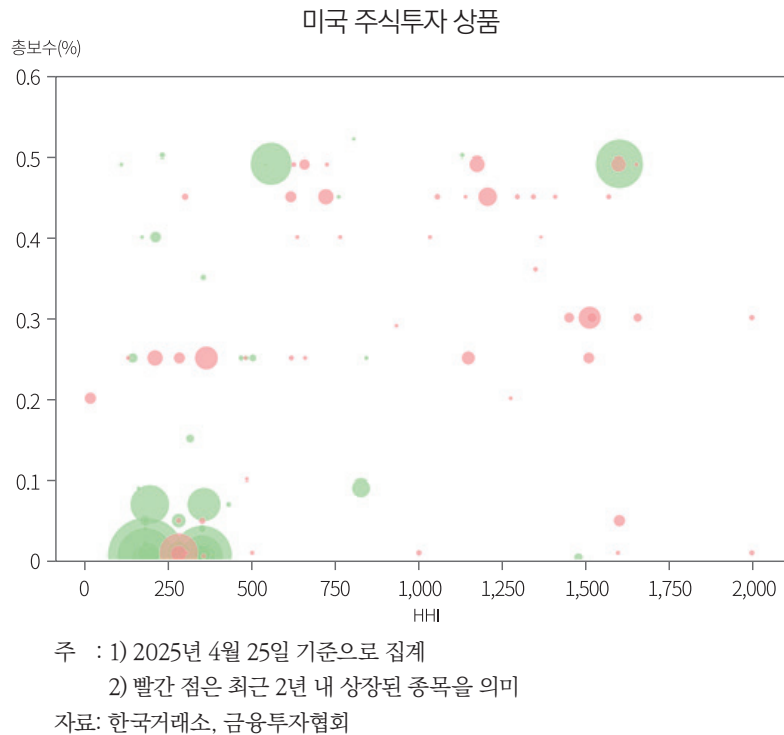
1) 2025년 4월 25일 현재, 코스피200과 코스닥150 지수의 HHI는 각각 710과 300 수준이며, S&P500과 나스닥100 지수의 HHI는 각각 190과 350 수준이다.

2) HHI가 낮으면서 총보수비율이 10bp를 초과하는 상품은 대개 시장대표지수에 커버드콜 또는 배당가중 등의 전략이 추가된 경우라고 보면 된다. 단, 앞서 논의된 바와 같이 KODEX 200은 순수한 시장대표지수형임에도 불구하고 예외적으로 15bp의 총보수비율을 적용하여 여타 시장대표지수형 상품보다 다소 높은 수준을 유지하고 있다.

3) 아래 논문은 미국 시장에서도 이와 유사한 양상이 나타남을 보고하였다.

Ben-David, I., Franzoni, F., Kim, B., Moussawi, R., 2023, Competition for attention in the ETF space, *The Review of Financial Studies* 36, 987-1042.

〈그림〉 국내상장 주식형 ETF의 HHI와 총보수율의 관계 산점도(계속)



ETF 시장에서 가격 경쟁이 특정 분야에 집중되고 다른 분야에서는 그렇지 않은 원인은 다음과 같다. 우선 시장대표지수의 경우, 국내의 주요 지수(예: 코스피200, 코스닥150, S&P500, 나스닥100)의 수가 제한적이며, 이들 지수를 추종하는 ETF 상품 간에는 본질적인 차별화 요소가 거의 없어 가격이 핵심적인 경쟁 변수로 작용하게 된다. 반면, 테마형 ETF로 갈수록 가격 이외에 상품의 컨셉, 편입 종목 구성, 전략의 독창성 등 다양한 차별화 요인이 존재한다. 이는 앞서 그래프에서 테마형 ETF의 HHI 값이 매우 넓은 범위에 분포하는 것을 통해 간접적으로 확인할 수 있으며, 각 상품의 기초자산 구성이 매우 다양함을 시사한다. 결과적으로 투자자들은 테마형 ETF 선택 시 가격보다는 해당 테마의 성장 가능성이나 상품의 특수성 등 다른 요인에 더욱 주목하는 경향을 보인다.

과거 ETF 시장에서는 시장대표지수형 상품의 점유율이 지배적이었으며, 따라서 해당 상품군에서의 경쟁이 자산운용사의 주된 관심사였다. 그러나 코로나19 팬데믹 이후 테마형 ETF의 시장 점유율이 급격히 확대되면서, 이들 상품이 운용사 수익에 기여하는 비중 또한 유의미하게 증가한 것으로 나타났다. 김재철·권민경(2025)⁴⁾에 따르면 2024년 6월말을 기준으로 테마형 ETF의 순자산 기준 시장 점유율은 26%에 달하는 것으로 제시되었다. 테마형 ETF의 순자산가중평균 총보수비율(34.3bp)이 시장대표지수형 ETF(6.5bp)에 비해 5배 이상 높은 수준임을 감안하였을 때, 테마형 ETF가 전체 주식형 ETF

4) 김재철·권민경, 2025, 『ETF시장의 상품구조 변화와 시사점』, 자본시장연구원 이슈보고서 25-02.

운용보수 총액의 50%를 점유하는 핵심 수익원으로 부상하였음을 유추할 수 있다. 반면, 시장대표지수형 ETF가 전체 운용보수에서 차지하는 비중은 20%로 축소되어, 과거에 비해 그 중요도가 상대적으로 낮아졌다.

이상의 분석 결과를 종합해 볼 때, 현재 ETF 시장의 가격 경쟁이 시장 전반으로 확산되고 있다고 단정하기에는 무리가 있다. 주식형 ETF 시장 내에서 치열한 가격 경쟁은 주로 시장대표지수형 상품군에 국한되며, 이 상품군이 전체 운용보수 수익에서 차지하는 비중은 과거 대비 대폭 감소하였다. 따라서 현재 관찰되는 시장대표지수형 ETF 중심의 가격 경쟁이 ETF 산업 전체의 수익성을 심각하게 저해할 정도에는 이르지 않을 것으로 판단된다. 더욱이, 최근 성장세가 두드러지는 테마형 ETF 시장은 가격보다는 상품의 차별성을 통한 경쟁이 주를 이루고 있어, 대형 운용사뿐만 아니라 창의적인 아이디어를 가진 중소형 운용사에게도 충분한 시장 진입 및 성장 기회가 존재한다고 볼 수 있다. 이러한 맥락에서 시장대표지수형 상품군의 가격 경쟁이 중소형 운용사의 전반적인 경영 환경에 미치는 부정적 파급 효과 또한 제한적일 것으로 예상된다.

결론 및 시사점

최근 국내 대형 자산운용사 간에 전개된 ETF 운용보수 인하 경쟁은 과거 국내에서 유례를 찾아보기 어려울 정도로 치열한 양상을 보였으며, 특히 시장 자금이 집중되는 일부 대표 상품을 대상으로 이루어졌다는 점에서 운용사의 수익성에 일부 부정적 영향을 미칠 가능성이 제기된다. 그러나 이러한 현상은 앞서 논의된 바와 같이 ETF 시장 고유의 강력한 선점 효과, 해당 상품군의 높은 성장 잠재력, 그리고 미국 현지 운용사 상품과의 직접적인 경쟁 구도 심화 등 복합적인 요인을 고려할 때 일정 부분 불가피한 전략적 선택으로도 해석될 수 있다. 더욱이 최근 상대적으로 높은 운용보수율을 특징으로 하는 테마형 ETF 시장이 빠르게 성장하고 있다는 점은 이러한 보수 인하 경쟁이 운용업계 전반의 수익성에 미치는 부정적 영향을 완화하는 요인으로 작용할 수 있어, 과도한 우려는 지양할 필요가 있다. 더욱이, 자산운용사 간의 보수 인하 경쟁은 대체로 투자자에게는 긍정적인 편익을 제공한다. 특히 S&P500 및 나스닥100 지수 추종 ETF는 글로벌 자산배분 포트폴리오에서 핵심적인 역할을 담당하므로, 장기 투자자들은 이러한 저보수 상품을 활용하여 투자 비용을 절감하고 장기적인 투자 성과를 제고할 수 있는 기회를 얻게 된다.

투자자 관점에서 오히려 주의해야 할 지점은 최근 두드러지는 테마형 ETF의 급격한 성장세다. 테마형 ETF는 본질적으로 특정 이슈나 트렌드에 기반하여 출시되며, 일부 상품은 단기간에 개인 투자자의 자금을 대거 유치하기도 한다. 그러나 해당 이슈에 대한 시장의 관심이 약화되거나 새로운 트렌드

가 부상하면 기존 테마형 상품의 수익률은 하락하고 투자 자금이 빠르게 유출될 수 있다.⁵⁾ 이 과정에서 손실을 경험하는 투자자가 상당수 발생할 수 있으며, 특히 시장 과열기에 고점에서 매수한 경우에 발생한 투자 손실은 장기간 회복되지 않을 가능성도 배제할 수 없다.

테마형 ETF의 성장은 근본적으로 해당 이슈에 대한 투자자들의 높은 관심에 주로 기인하지만, 자산운용사의 적극적인 상품 출시 및 마케팅 활동 또한 중요한 요인으로 작용한다. 자산운용사의 마케팅 비용이 빠르게 증가하는 추세를 고려할 때, 투자자들이 쉽게 접하는 소셜미디어(SNS) 등에서의 광고 활동이 규정을 위반하거나 지나치게 낙관적인 전망으로 투자자를 오도하지 않도록 금융당국의 세심한 감독이 필요하다. 아울러, 운용사 간 과도한 경쟁으로 인해 테마형 ETF 상장 과정에서 유동성공급자를 이용하여 몸집을 인위적으로 부풀리는 등의 불공정 거래 행위로 이어질 가능성에 대해서도 철저히 감시할 필요가 있다.⁶⁾

5) 한국과 미국 시장 모두에서 이러한 현상이 관찰됨을 아래의 문헌에서 확인할 수 있다.

김민기, 2022, 테마형 ETF의 성장과 위험요인, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2022-06호.

Ben-David, I., Franzoni, F., Kim, B., Moussawi, R., 2023, Competition for attention in the ETF space, *The Review of Financial Studies* 36, 987-1042.

6) 동아일보, 2024. 10. 7, [단독]자산운용사, 증권사에 고객주식 헐값 대여 논란.

OPINION

연구위원
장보성안전자산으로서 미 국채에 대한 재평가
움직임*

금년 4월의 시장 불안 이후 안전자산으로서 미 국채의 위상에 대한 의구심이 커지고 있다. 트럼프 행정부의 감세안으로 인한 재정 악화 위험, 급진적인 환율 및 금융 정책 강행 가능성, 연준의 독립성 약화에 대한 우려 등으로 미 국채시장의 구조적인 취약성이 커진 것이 그 배경이라 할 수 있다. 이에 따라 글로벌 금융시장에서는 독일 국채 등 대체 안전자산에 대한 선호가 높아지는 한편, 유럽 연합(EU)의 공동 채권 발행에 대한 논의가 부상하고 있다. EU 공동 채권이 발행된다면, 안전자산 공급자로서 미국의 독점적 지위가 약화될 가능성이 높다. 이와 같은 변화는 미국 정부에 대한 시장의 규율을 강화하는 계기가 될 것으로 기대된다.

금년 4월, 미 국채시장에서는 헤지펀드의 유동성 위험이 부각되면서 일주일 사이에 10년물 국채 금리가 약 50bp 급등하는 등 불안감이 고조되었다. 트럼프 정부의 상호관세 유예 발표 이후 진정되기는 했지만, 미국의 정책 방향이나 경제 지표에 따라 변동성이 재차 확대될 가능성이 여전히 높은 실정이다. Summers(2025)는 이와 같은 상황을 두고 미국 국채시장이 마치 신흥국과 같은 모습을 보이고 있다고 논평한 바도 있다.¹⁾

그 원인이 명확히 규명되지 않았지만, 일차적으로는 스왑 스프레드나 베이스스 거래 전략을 운용하는 헤지펀드의 포지션 청산이 최근 시장 불안에 영향을 미친 것으로 생각되고 있다. 이러한 단편적인 측면만을 조명한다면, 당시의 금리 급등은 편향된 기대²⁾를 따른 투자 실패가 촉발한 일시적 가격 조정으로 여길 수도 있다. 하지만, Krugman(2025), Eichengreen(2025) 등 학자들³⁾과 다수의 시장 참가자들⁴⁾은 안전자산으로서 미 국채의 위상이 약화되었다는 시각을 가지고 보다 근본적인 측면의 문제를 제기하고 있다.

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

- 1) Summers, L., 2025, 'Top economist Larry Summers: U.S. Treasuries were trading 'like those of an emerging market nation'', Forbes 참조
- 2) 헤지펀드들은 트럼프 행정부의 금융규제 완화 기조에 따라 보완 레버리지 비율(Supplementary Leverage Ratio: SLR) 규제가 단기간 내에 완화될 것으로 기대하고 미 국채 가격이 상승(금리가 하락)하는 방향에 대규모로 투자한 것으로 보인다(Bloomberg, 2025. 4. 9, Tariffs turbocharge collapse of favored hedge-fund rates bet).
- 3) Krugman, P., 2025, 'Tariff-induced recession risk', Goldman Sachs Top of Mind 및 Eichengreen, B. 2025, 'Sterling's past and the dollar's future', Project Syndicate 참조
- 4) CNBC, 2025. 4. 9, 'Investors flee to German bonds as Trump tariffs spark Treasury sell-off', Financial Times, 2025. 4. 9, 'US Treasuries sell-off deepens as 'safe haven' status challenged', Reuters, 2025. 4. 18, 'PIMCO bearish on dollar, long-term Treasuries as US safe-haven status wavers' 참조

Brunnermeier et al.(2016)⁵⁾, Bletzinger et al.(2022)⁶⁾ 등에 따르면, 안전자산은 신용도와 유동성이 높고, 위기 시에도 그 가치가 유지되며 구매력이 안정된 통화를 기초로 발행되어야 한다는 조건을 만족해야 한다. 통상 미국의 장단기 국채는 안전자산으로 평가되면서 글로벌 금융시장의 불안 발생 시 대체 투자처로 인식되는 것이 보편적이었다. 하지만, 코로나19 위기가 본격화된 2020년 3월, 현금 확보를 위한 금융기관들의 투매(dash for cash)와 가격 급락이 발생하면서 미 국채시장도 위기를 맞은 바 있다. 그리고 최근 다시 발생한 불안은 안전자산으로서의 위상에 대해 의구심을 불러일으킨 중요한 계기가 되었다. 이는 기본적으로 트럼프 2기 행정부의 경제 정책으로 인해 미 국채시장의 취약성이 커진 데 따른 결과로 판단되는데, 아래에서는 그 배경에 대해 자세히 논의하도록 하겠다.

미 국채시장의 취약성 증가 배경

미 국채시장이 불안한 모습을 보이는 데에는 여러 요인이 영향을 미치고 있다. 그중 주요한 한 가지로 재정 건전성에 대한 우려가 커졌다는 점을 들 수 있다. 트럼프 행정부는 금년에 만료되는 감세와 일자리 법(Tax Cuts and Jobs Act: TCJA)을 영구화하려는 계획을 추진하고 있다. TCJA는 미국 역사상 가장 큰 폭의 법인세 인하 조치로 재정 부담을 가중시켜 왔는데, 의회예산처(Congressional Budget Office)는 TCJA가 영구화될 경우 GDP 대비 정부 부채비율이 향후 10년간 10%p, 30년간 47%p 추가로 증가할 것으로 전망하였다. 이와 같은 채무 부담 증가 우려는 미국의 국가 신용등급에도 직접적인 영향을 미쳤다. 지난해 8월에는 피치(Fitch), 금년 5월에는 무디스(Moody's)가 미국의 신용등급을 한 단계 하향 조정한 바 있다. 특히, 무디스는 금번 하향 조정에서 TCJA로 인한 세수 감소 문제를 지적하였는데, 이는 미 정부 부채를 향후 10년간 총 4조 달러(이자 비용 제외) 증가시킬 것으로 전망하였다.⁷⁾ 무디스의 신용등급 하향으로 미국은 3대 신용평가기관 모두에서 최고 등급을 상실했고 글로벌 안전자산이라는 미 국채에 대한 수식어도 무색해지게 되었다.

트럼프 행정부가 급진적인 금융 및 환율 정책을 강행할 위험이 잠재하고 있다는 점도 중요한 불안 요인 중 하나이다. 잘 알려진 바와 같이 백악관 경제자문위원회(Council of Economic Advisers) 의장인 Miran은 미국 제조업 재건을 위해 궁극적으로는 미 달러화 가치하락을 유도해야 한다고 주장하면서 몇 가지 실행 전략을 제시하였다.⁸⁾ 그중 하나는 관세와 안보 문제로 압박하여 주요국들의 통화 가치 상승을 인위적으로 유도하는 다자간 협정(Mar-a-Lago Accord)이나 양자 간 협정을 체결하는 것이다.

5) Brunnermeier, M.K., Langfield, S., Pagano, M., Reis, R., Van Nieuwerburgh, S., Vayanos, D., 2016, ESBies: Safety in the tranches, European Systemic Risk Board Working Paper Series 21.

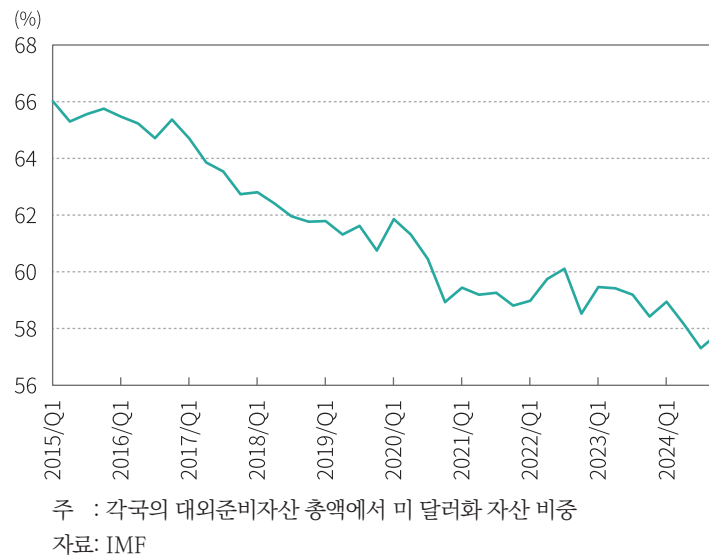
6) Bletzinger, T., Greif, W., Schwaab, B., 2022, Can EU bonds serve as euro-denominated safe assets? ECB Working paper series No 2712.

7) <https://ratings.moody.com/ratings-news/443154>

8) Miran, S., 2024, A user's guide to restructuring the global trading system 참조

Miran(2024)은 이를 위해 여타 국가가 외환보유고(foreign exchange reserve)에서 미 국채 등 달러화 자산을 축소·매각하도록 유도⁹⁾하는 방안을 제안하였다. 미 국채 보유 구성을 보면, 미국 외 국가가 대외 준비자산으로 보유하고 있는 금액의 비중(2025년 2월 국채 발행 잔액 대비 기준)은 약 14%로, 이는 민간 투자자들의 비중보다 낮은 것이 사실이다. 하지만, 최근 미 국채시장의 불안이 이보다 훨씬 작은 규모¹⁰⁾의 일부 헤지펀드에서 비롯되었다는 점을 고려하면, 외환보유 주체들에 대한 압박은 미 국채시장에 혼란을 불러올 소지가 다분하다. 또한, 각국이 대외 준비자산을 다각화하면서 미 달러화 자산의 비중을 축소하고 있는 와중에(<그림 1>) 트럼프 행정부가 투자유인 약화를 자초할 경우 이러한 추세가 가속화될 수도 있다.

〈그림 1〉 글로벌 외환보유액 중 미 달러화 자산 비중



아울러 연준의 독립성에 대한 위협이 강해졌다는 점도 또 다른 문제점으로 작용하고 있다. 금년 4월에는 트럼프 대통령이 파월 연준 의장의 해임 가능 여부를 검토하겠다고 언급하는 한편, 행정부는 직간접적으로 연준의 금리인하를 요구하고 있다, 이와 함께 Miran(2024)은 달러 약세 유도를 목적으로 연준이 외국 국채를 중심으로 해외 통화표시 자산을 매입하는 등의 역할을 수행하는 방안을 제시하기도 하였다. 이러한 행정부의 간섭은 물가와 고용 안정이라는 이중책무(dual mandate)를 기본 원칙으로

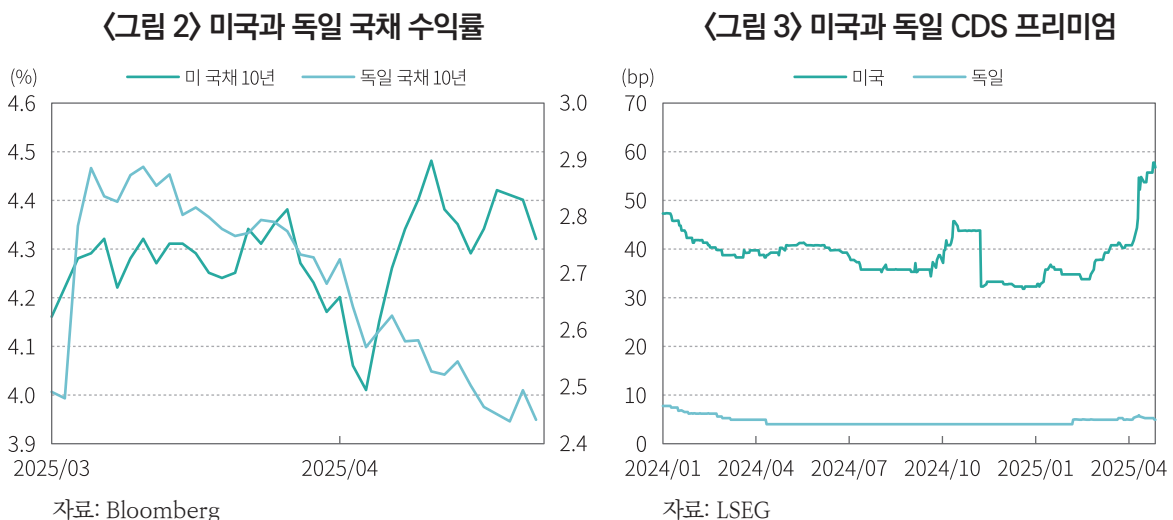
9) Miran(2024)은 그 실행 방안 중 하나로 대통령이 국제경제긴급권한법(International Emergency Economic Powers Act)을 활용하여 상대국의 미 국채 보유에 대해 수수료(user fee)를 부과하는 방법을 제시하였다.

10) 미 재무부 금융연구청(Office of Financial Research) 자료에 따르면 미 국채에 투자하는 헤지펀드의 규모는 약 3조달러(2024년 말 기준, 이하 동일)이며, 이 중 최근 불안의 진원으로 생각되는 베이스스 및 스왑 스프레드 거래 등 상대가치(relative value) 전략 헤지펀드의 전체 규모는 약 1조달러로 추정된다(Financial Times, 2025. 4. 25, How the Treasury market got hooked on hedge fund leverage). 2024년 말 기준 미국 외 국가들이 대외준비자산으로 보유한 미 국채는 약 3.8조달러로 상기 헤지펀드 규모의 4배에 가깝다.

하는 연준의 독립성에 대한 위협이 되고 있다. 연준의 독립성 약화는 인플레이션에 대한 적절한 대응을 어렵게 하고, 연준의 정책 신호나 통화정책의 일관성을 훼손함으로써 정책의 예측 가능성을 저하하여 채권 시장의 혼란을 높게 될 것이다. 특히 내년에는 파월 의장 임기가 종료되는데 후임 의장이 친 행정부적인 방향으로 통화정책을 운영한다면 미 국채시장에 충격이 발생할 수 있다.

대안 모색과 시사점

미 국채에 대한 투자유인이 약화되면서 금과 같은 실물자산이나 독일 국채와 같은 고신용 국채에 대한 선호가 커지고 있는 모습을 보이고 있다. 특히, 성격상 미 국채에 대한 대체성이 큰 독일 국채는 트럼프 행정부의 상호관세 부과가 발표된 4월 2일 이후에도 가격이 상승(수익률이 하락)하고, CDS 프리미엄도 안정적인 모습을 보이면서 미 국채와는 뚜렷한 대비를 나타낸다(〈그림 2〉 및 〈그림 3〉). 이러한 현상은 투자자들이 법치주의에 보다 충실하고 경제 정책을 신뢰할 수 있는 국가를 찾는 데 따른 결과로도 해석된다.¹¹⁾



다만, 규모를 비교하면 2025년 3월 말 기준으로 독일 국채의 발행 잔액은 약 1.8조유로로, 28조 달러를 넘어서는 미 국채시장에 크게 미치지 못한다. 따라서 단기적으로 미 국채를 충분히 대체할 수 있는 안전자산이 부재한 실정이다. 하지만 미 국채시장의 반복된 불안과 취약성으로 인해 글로벌 안전자산 시장이 점차 재편될 가능성이 높아졌다는 점을 무시할 수 없다. 특히, 최근 EU의 공동 채권(European common bond 또는 EU bond) 발행 필요성에 대한 논의가 진행되고 있다는 점에 주목

11) Financial Times, 2025. 4. 19, German bonds rise with euro as investors head for Europe's haven 참조

할 필요가 있다. 공동 채권 발행은 이전에도 건의된 바 있지만¹²⁾, Draghi(2024)¹³⁾ 이후 그 필요성에 대한 인식이 높아지고 있다. Draghi(2024)는 유럽의 경쟁력 강화를 위해 유로 권역의 공공재 투자를 확대하는 한편, 해당 지출에 연계한 공동 채권의 발행을 제안하였다. 이는 일차적으로 공공재 투자에 수반된 부채를 EU 국가들이 상호 분담(mutualization)하기 위해 필요한 수단으로 볼 수 있다. 비단 그뿐만 아니라, 공동 채권은 높은 신인도와 유동성이 뒷받침될 수 있기 때문에 개별 국가 수준의 발행보다 조달 비용을 절감할 수 있다는 점에서 유용성이 큰 방안으로도 평가된다.¹⁴⁾

다만, 전술한 기대 효과에도 불구하고 EU 회원국들의 이해관계 등 공동 채권의 발행을 제약하는 몇 가지 요인들이 존재한다. Janse et al.(2025)은 공동 채권으로 조달한 자금이 목적(EU 내 공공재 공급)에 적합한 용도로 사용될 것인지에 대한 회원국들의 의구심을 그 한 가지로 들었다. 그리고 국가에 따라 공공재로부터의 수혜 정도나 부채 부담이 차별적일 수 있다는 점, 국가 부채의 전반적 확대로 각국의 조세 부담이 가중될 수 있다는 우려도 장애요인이 되고 있다고 보았다. 이러한 이슈에 대한 합의가 선행되어야 한다는 점을 고려하면 실행에는 다소 시간이 소요될 수 있다.

하지만, 이미 EU는 코로나19 대응 과정에서 SURE(Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency)와 NGEU(Next Generation EU)라는 임시 프로그램을 통해 고신용의 공동 채권을 발행한¹⁵⁾ 경험이 있고, 지금이 발행(상설화)의 적기라는 인식이 커지고 있어 그 검토가 빠르게 진행될 수 있는 여건이 마련되었다. 특히, 트럼프 2기 행정부 출범 이후에는 미국에 대한 정치·경제적 신뢰 하락과 EU의 대폭적인 공동 방위비 증대 계획 등 여러 이유로 EU가 공동 채권을 상설 발행해야 한다는 제안이 계속되고 있다.¹⁶⁾ 또한 금년 3월말에는 EU 거시건전성 감독의 최고 협의기구인 유럽 시스템 리스크 위원회(European Systemic Risk Board)의 이사회에서도 그 필요성을 적시한 바 있다.¹⁷⁾ 이처럼 EU 공동 채권 발행에 대한 공감대가 커지면서 정치적·실무적인 논의에도 탄력이 붙을 수 있을 것으로 생각된다.

아직까지는 EU 공동 채권이 자리 잡은 국제 금융시장의 모습에 대해 명확히 그려 보기가 쉽지 않다. 다만, 기본적으로는 강력한 대체 수단이 공존함에 따라 미 국채 금리가 미국 경제 상황과 정부

12) Bank of France, 2021, A European safe asset: New perspectives, Bulletin 234/6; Bloomberg, 2024. 1. 26, ECB's Panetta sees common safe asset as crucial for Europe 등 참조

13) European Commission에서 2024년 9월 발간된 보고서로 'The Draghi report'로 불리며 원제목은 The future of European competitiveness이다.

14) Janse, K.A., Beetsma, R., Buti, M., Regling, K., Thygesen, N., 2025, Gaining efficiencies by financing European public goods together, Vox EU 참조

15) SURE(2020~2022년)에서는 1,000억유로, NGEU(2021~2026년)에서는 8,069억유로 규모로 공동 채권이 발행되었는데, 동 채권의 신용등급은 최고 수준(피치: AAA, 무디스: Aaa, S&P: AA+)에 가깝다.

16) Bloomberg, 2025. 2. 19, How the EU can capitalize on America's economic chaos; Reuters, 2025. 2. 26, Markets eye new wave of joint European bonds in rush to boost defence; Bloomberg, 2025. 4. 23, US chaos is an opportunity Europe should seize; Financial times, 2025. 5. 5, Trump has created a chance for the euro to rival the dollar 등이다.

17) <https://www.esrb.europa.eu/news/pr/date/2025/html/esrb.pr250403~02f9ee518f.en.html>

정책에 한층 민감하게 반응할 가능성이 커지리라 예상된다. 영국 트러스 총리의 실각이나 트럼프 행정부의 상호 관세 유예에서 국채시장의 불안이 중요한 역할¹⁸⁾을 했다는 점을 상기할 때, 이러한 금융지형의 변화는 미국 정부에 대한 시장의 규율을 강화하는 계기가 될 것이다. 즉, 안전자산 공급자로서 독점력이 약화됨에 따라 미국 정부가 합리성과 일관성을 견지해야 하는 또 하나의 중요한 이유가 생길 것으로 보인다.

18) <https://edition.cnn.com/2025/04/11/business/bond-market-trump-treasury-yield-rates>,
<https://www.cnbc.com/video/2025/05/08/trump-understands-if-he-loses-the-bond-market-his-whole-agenda-goes-in-the-wastebasket-joe-amato.html> 등을 참조할 수 있다.

ZOOM
-IN

미국 사모펀드 시장 규제변화 및 시사점

- 미국 사모펀드 시장은 양적 성장과 함께 파생상품 및 차입 확대 등 구조적 복잡성이 심화되며 시스템 리스크에 대한 우려가 증가
- 이에 따라 SEC는 Form PF 개정과 사모펀드 운용사 규칙 제정을 통해 리스크 식별 및 투자자 보호 강화 방안 마련
- Form PF는 2023~2024년 세 차례 개정되었으며, 사건 기반 보고(1차), 유동성 보고(2차), 질적 정보 보고(3차)를 중심으로 순차 시행 중
- 사모펀드 운용사 규칙은 투자자 대상 정보 공개, 비용 전가 제한, 공정성 평가 확보 등을 포함하고 있었으나 법원은 SEC의 권한 초과로 판단해 전면 무효화
- 유럽은 AIFMD II 시행을 통해 감독을 강화하고 있으며, 미국 역시 사모펀드의 리스크 관리와 정보 투명성 제고를 위한 규제 개편을 추진하고 있는 만큼, 국내도 이러한 국제적 흐름을 참고해 제도 개선 방향을 검토할 필요가 있음

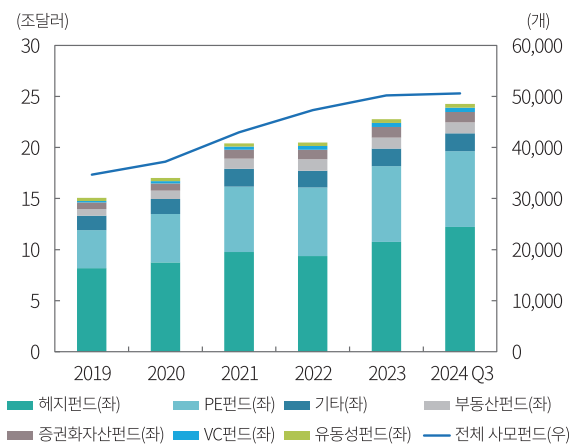
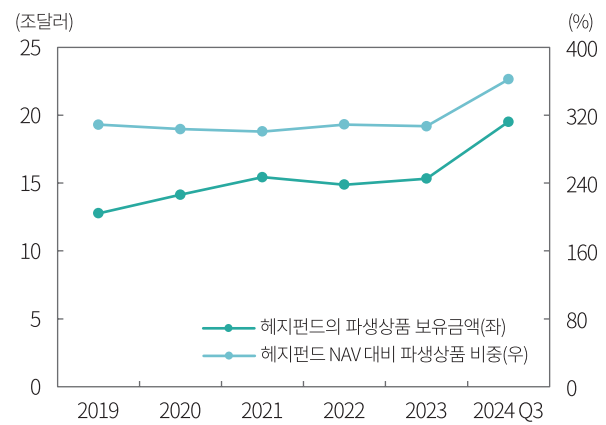
- 미국 사모펀드(Private Fund)¹⁾ 시장은 양적 성장과 함께 파생상품 노출 확대와 차입 비율 증가라는 질적 구조 변화도 동반되며 시스템 리스크에 대한 우려를 높임에 따라 규제 당국은 리스크 식별 및 대응 수단으로서 Form PF 보고 체계의 개편과 운용사²⁾ 행위 규제를 추진³⁾
 - 미국 사모펀드 시장 총자산가치(Gross Asset Value: GAV)는 2019년말 15조달러에서 2024년 3분기말 24.3조달러로 61% 증가하였으며, 동기간 사모펀드 수는 34,694개에서 50,612개로 46% 증가(<그림 1> 참고)
 - 사모펀드 유형별로는 헤지펀드와 PE펀드가 2019년 이후 각각 GAV 기준 4.1조달러, 3.7조달러 증가하며 성장을 주도
 - 2024년 3분기말 기준 GAV 비중은 헤지펀드 50.4%, PE펀드 30.5%, 부동산펀드 4.4%, 증권화자산펀드 4.2%, VC펀드 1.6%, 유동성펀드 1.6% 등의 순

1) 본고에서 사모펀드(Private Funds)는 헤지펀드, PE(Private Equity) 펀드, 부동산펀드, 증권화자산펀드, VC(Venture Capital) 펀드, 유동성펀드 등을 모두 포함하는 의미로 PE펀드와 구분

2) SEC의 Adviser는 우리나라의 자본시장법상의 '집합투자업자'에 해당하고 통상 자산운용사로 사용

3) 본고에서 사용된 모든 통계 자료는 별도로 언급하지 않은 경우 SEC Form PF에 보고된 내용을 바탕으로 작성된 SEC(2025), Private Fund Statistics를 참고로 하고 있음

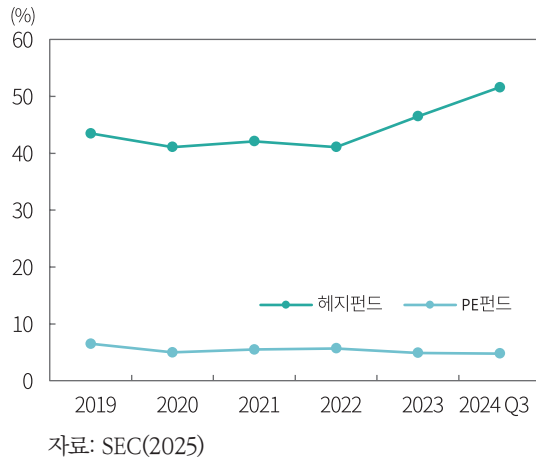
- 사모펀드가 보유한 파생상품의 대부분은 헤지펀드가 보유하고 있으며⁴⁾ 2024년 3분기말 기준 헤지펀드가 보유한 파생상품 규모는 19.5조달러로 2019년 이후 53%(6.7조달러) 증가한 수치(<그림 2> 참고)
 - 헤지펀드 순자산가치(Net Asset Value: NAV) 대비 파생상품 비율은 308.8%에서 362.3%로 확대되었으며 이는 순자산 대비 파생상품 평가액이 3~4배에 해당하는 수준임을 의미
- 헤지펀드는 차입 또한 최근 큰 폭으로 증가하여 <그림 3>에서 보면 2024년 3분기말 헤지펀드 GAV 대비 차입 비율이 51.6%로 2022년 이후로만 10.5%p 증가
- <그림 4> 사모펀드 시장 실질 소유자(beneficial ownership) 비중에 따르면 2024년 3분기말 기준 연기금 및 기관투자자 비중이 각각 21%, 17%에 달하는 등 간접적으로 일반 투자자 노출이 확대되는 방향으로 투자자 구성이 변화하고 있는 것으로 판단됨
 - 실제로 CalPERS는 2024년 2분기말 기준 전체 자산 중 15.6%를 PE(Private Equity)에 투자 중이며, 이는 797억달러에 해당⁵⁾
- 미국 사모펀드 시장이 급성장하며 시장의 복잡성과 시스템 리스크 노출이 증가하고, 특히 대형 헤지펀드 및 사모펀드 운용사의 파생상품 활용과 레버리지 확대는 금융시스템 전반에 연쇄 충격을 초래할 수 있다는 점에서 증권거래위원회(SEC) 및 금융안정감독위원회(FSOC)는 리스크 식별 및 대응 수단으로서 Form PF 보고 체계의 개편과 운용사 행위 규제를 추진

<그림 1> 미국 사모펀드 시장 규모**<그림 2> 헤지펀드의 파생상품 보유 추이**

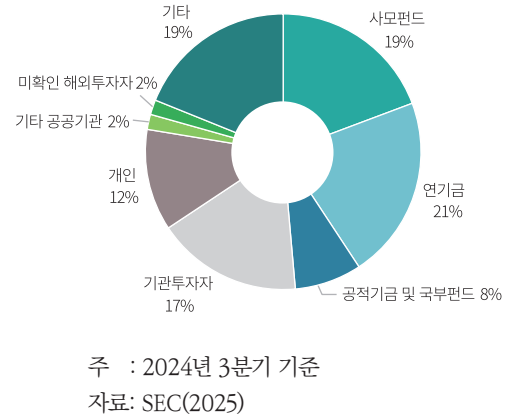
4) 2024년 3분기말 기준 전체 사모펀드가 보유한 파생상품 19.8조달러 중 19.5조달러를 헤지펀드가 보유

5) CalPERS, 2024, *CalPERS Facts at a Glance*, FY 2023-24

〈그림 3〉 사모펀드 GAV 대비 차입 비율



〈그림 4〉 사모펀드 시장 실질 소유자 비중



□ Form PF는 대형 사모펀드 운용사의 시스템 리스크 보고를 위한 SEC · CFTC 제출 문서로, 2023~2024년 세 차례 개정되었으며 1 · 2차는 시행 중이고 3차는 2025년 6월 시행 예정

- Form PF는 미국 증권거래위원회(SEC) 및 상품선물거래위원회(CFTC)에 등록된 대형 사모펀드 운용사들이 SEC에 제출하는 비공개 보고서로, FSOC의 시스템 리스크 모니터링을 위한 핵심 수단이며 2023~2024년 총 세 차례에 걸쳐 개정안이 발표됨
- (1차 개정) 2023년 5월에 발표되었으며, 사건 기반(event-driven) 실시간 보고 체계 도입
 - 주요 내용: 운용자산(AUM) 15억달러 이상 대형 헤지펀드 운용사는 사건⁶⁾ 발생 시 72시간 내 SEC에 보고, 사모펀드 관련 사건⁷⁾은 분기 단위 보고 항목으로 신설, 클로백(Clawback)⁸⁾ 적용 상황은 연 1회 정기 보고로 명시
 - 시행 일정: Section 5, 6은 2023년 12월 11일, 기타 항목은 2024년 6월 11일 시행
- (2차 개정) 2023년 7월에 발표되었으며, 머니마켓펀드와 유사한 리스크 구조를 갖는 사모 유동성펀드에 대한 감독 사각지대 해소
 - 주요 내용: 대형 유동성펀드 운용사(AUM ≥ 10억달러)는 머니마켓펀드와 유사한 지표 중심 보고 의무 이행, 일일/주간 유동성 비율, 자산 구성, NAV 안정성 전략 등 보고, 투자자 환매 조건 및 유동성 스트레스 대응 방안 포함
 - 시행 일정: 2024년 6월 11일부터 적용
- (3차 개정) Form PF 전면 개편을 통한 질적 보고 확대
 - 주요 내용: Section 1~2 전면 개편으로 펀드 식별, 전략, 구조, 성과, 투자자 유입/유출 등 고정밀 항목 보고, 디지털 자산 전략의 보유 여부 및 평가 기준 보고, 거래상대방 리스크 및 시장 리스크 민감도 분석, 조정 노출(Adjusted Exposure) 개념 도입

6) 20% 이상 급격한 펀드 손실, 마진콜 미이행, 주요 브로커 관계 종료, 환매 요청 폭증, 운영 차질 등

7) GP(General Partner, 운용사) 해임, 펀드 해산 요청 등

8) 사모펀드 운용사가 일정 시점에 성과보수를 선취했으나, 펀드 전체 운용 종료 시점에 성과 기준이 충족되지 않거나 투자자 수익률이 낮아졌을 경우, 성과보수의 일부를 투자자에게 돌려주는 제도

• 시행 일정: 2025년 6월 12일

- 1차 개정은 비상 상황 대응력 강화, 2차 개정은 유동성 리스크 관리 강화, 3차 개정은 보고 품질 및 시장 전반 구조 파악에 중점을 두고 있음
- Form PF 1차 및 2차 개정안은 각각 2023년 12월 11일 및 2024년 6월 11일부로 단계적으로 시행되었으며, 제3차 개정안은 당초 2025년 3월 12일 시행 예정이었으나, SEC와 CFTC의 결정에 따라 2025년 6월 12일로 연기

〈표 1〉 Form PF 1~3차 개정안 요약

구분	적용 대상	기준 AUM 및 범위	보고 내용	보고 시점 및 주기
① 1차 개정 (2023. 5. 3 발표) Advisers Act Rel. No. 6297	대형 헤지펀드 운용사	헤지펀드 AUM ≥ 15억달러 (Related persons 포함)	72시간 내 사건 기반 보고: ① 20% 이상 손실 ② 마진콜 미이행 ③ 브로커 관계 종료 ④ 대규모 환매 요청 ⑤ 운영 중단 등	실시간 보고 (event-driven) 해당 사건 발생 시 72시간 내
	사모펀드 운용사	사모펀드 AUM ≥ 15억달러	분기별 사건 기반 보고: ① GP 교체 ② 투자 종료 ③ 펀드 해산 요청 ④ Key Person Event ¹⁾ ⑤ 투자자 대표 해임 등	분기별 보고 분기 종료 후 60일 내
② 2차 개정 (2023. 7. 12 발표) Liquidity Fund Rule	대형 유동성펀드 운용사	유동성 펀드 + MMF AUM ≥ 10억달러	유동성 리스크 보고: ① 일일·주간 유동성 비율 ② NAV 안정화 전략 ③ 환매 구조 및 유동성 압박 시나리오 ④ 포트폴리오 구성 ⑤ 만기별 자산 분포 등	정기 보고 (분기) 분기 종료 후 60일 내
③ 3차 개정 (2024. 2. 8 발표) Advisers Act Rel. No. 6546	전체 보고 대상 운용사 (일반 사모펀드 운용사)	사모펀드 AUM ≥ 1.5억달러 (SEC 등록 요건 충족 시)	섹션 1, 2 개편: ① 펀드 구조(Master-Feeder, 병렬) ② 디지털 자산 보유 여부 ③ 투자자 유입/유출 내역 ④ 수수료 구조 ⑤ 전략별 분류 등	연 1회 보고 회계연도 종료 후 120일 이내
	대형 헤지펀드 운용사 (추가 의무)	적격 헤지펀드 ²⁾ NAV ≥ 5억달러	세부 포지션 보고(섹션 2): ① 월별 수익률, IRR, 최대 낙폭 ② 롱/숏-레버리지 구조 ③ 거래상대방별 B/CR ³⁾ , L/PC ⁴⁾ ④ 스트레스 테스트 결과 ⑤ Adjusted Exposure ⁵⁾ 등	분기별 보고 달력 기준 분기 종료 후 60일 이내

주: 1) Key Person Event: 핵심 운용 인력의 부재, 해임, 계약 종료 등

2) 적격 헤지펀드(Qualifying Hedge Fund): 개별 NAV ≥ 5억달러 이상인 헤지펀드

3) B/CR: Borrower-to-Counterparty Ratio

4) L/PC: Lender-to-Principal Counterparty

5) Adjusted Exposure: 레버리지 및 헤지 고려 조정된 순위험 노출

□ SEC는 사모펀드 운용의 불투명성과 이해상충 문제를 해소하고 투자자 보호를 강화하기 위해 사모펀드 운용사 규칙을 제정했으나, 제5순회항소법원은 이에 대해 SEC가 법적 권한을 초과한 것으로 판단해 전면 무효화

- 2023년 8월 23일, 미국 SEC는 사모펀드 산업의 불투명한 운용 관행과 이해상충 문제를 해결하고 투자자 보호를 강화하기 위해, 1940년 투자자문업자법(Investment Advisers Act of 1940)에 근거한 ‘사모펀드 운용사 규칙(Private Fund Adviser Rules)’을 최종 채택
- 사모펀드 운용사 규칙은 분기 보고, 외부 감사, 공정성 평가 확보 등 정보 공개를 강화하고, 투자자에 대한 차별적 대우 또는 부적절한 비용 전가를 금지하거나 제한하는 조치를 포함하고 있으며 등록 운용사에게만 적용되는 규칙과 모든 운용사를 대상으로 하는 규칙으로 나뉨
- (등록 운용사 대상 의무) 등록 운용사에 대해서는 분기 보고서 제출, 연간 외부 감사, 2차 거래 시 공정성 평가 확보 등 정기적 공시와 내부통제 강화를 의무화
 - 분기 보고 규칙(Quarterly Statement Rule): 펀드 성과, 수수료, 비용, 운용사 보상 등 항목을 포함한 정기 보고서 제공 의무
 - 연간 사모펀드 감사 규칙(Private Fund Audit Rule): 펀드 재무제표에 대해 외부 회계법인을 통한 연간 감사를 필수화
 - 운용사 주도 2차 거래 규칙(Adviser-led Secondaries Rule): 펀드 이익 분할·전환 등의 구조조정 거래 시, 공정성 의견 또는 평가 의견 확보 필요, 의견 제공자와의 과거 거래 관계 내역까지 공개
- (모든 운용사 공통 의무) 모든 운용사는 비용 전가와 특정 투자자에 대한 우대 제공이 제한되며, 연간 컴플라이언스 검토 결과를 문서화해야 함
 - 제한된 활동 규칙(Restricted Activities Rule): SEC 조사비용·규제 비용 등 비용 전가 제한, 클로백(clawback) 시 세금 공제 등 특정 행위는 사전 동의 또는 명확한 공시 요구
 - 우대적 대우 제한 규칙(Preferential Treatment Rule): 특정 투자자에게 환매 우선권 부여 또는 비대칭 정보 제공을 금지하거나 전면 공시, 투자자 모집 전·후 모두 문서화·공개 요구
 - 연간 컴플라이언스 문서화: 모든 등록 투자자문사(사모펀드 운용사 포함)는 연간 내부통제 검토 결과를 서면 기록해야 함
- 연간 컴플라이언스 문서화 규칙은 2023년 11월 13일 시행, 나머지 규칙들에 대해서는 운용자산 15억달러 이상 운용사의 경우 2024년 9월 14일, 운용자산 15억달러 미만 운용사의 경우 2025년 3월 14일 시행 예정이었음
- 그러나 2023년말부터 MFA(Managed Funds Association), SIFMA(Securities Industry and Financial Markets Association), AIC(American Investment Council) 등 사모펀드 업계 단체들은 해당 규칙이 SEC의 법적 권한을 초과한다며 행정소송을 제기하였고, 2024년 6월 5일 한국의 고등법원에 해당하는 제5순회항소법원(Fifth Circuit)은 이들의 주장을 받아들여 규칙을 전면 무효화

- 제5순회항소법원은 SEC가 투자자문업자법 211(h)⁹⁾ 및 206(4)¹⁰⁾를 근거로 사모펀드 운용사 규칙을 제정한 것이 법적 권한을 초과한 것으로 판단
 - 투자자문업자법 211(h) 조항은 '소매투자자(retail investors)' 보호에 초점이 있으며, 사모펀드는 해당하지 않음
 - 206(4) 조항은 '사기 방지 규정'이므로, 공시 및 거래조건 제한까지 확대 해석할 수 없음
 - SEC는 명시적인 의회 권한 부여 없이 사적 계약 관계에 대한 내재적 개입 권한이 없다고 판시
- SEC가 상고 기한(45일) 내에 추가 조치를 취하지 않아 제5순회항소법원의 판결이 확정된 가운데, 2025년 4월 새로 취임한 폴 앳킨스(Paul Atkins) SEC 위원장은 사모펀드 등 사적 시장(private markets)에 대한 소매투자자의 접근 확대 방안을 검토 중이라고 밝혔으며, 이는 기존 규제 기조에서의 변화 가능성을 시사¹¹⁾

〈표 2〉 Form PF 개정안과 사모펀드 운용사 규칙 비교

항목	Form PF 개정안	사모펀드 운용사 규칙
목적	시스템 리스크 감지 및 FSOC 보고	투자자 보호 및 정보 불균형 해소
근거 법률	투자자문업자법 §204(b), Dodd-Frank법 §404	투자자문업자법 §206(4), §211(h)
적용 대상	SEC 등록 사모펀드 · 헤지펀드 운용사	SEC 등록 사모펀드 운용사 (일부는 전체 운용사 대상)
주요 내용	사건 기반 보고(1차), 유동성 보고(2차), 정밀 정보 보고(3차)	분기 보고, 외부 감사, 공정성 평가, 비용 전가 및 우대 제공 제한 등
보고 주체	운용사 → SEC (비공개)	운용사 → 투자자 (공개), 일부는 SEC
보고 방식	전자 양식(Form PF), 정량적 정보 중심	투자자 통지 · 문서화, 정성적 정보 포함
시행 여부	1·2차 시행 완료, 3차는 2025년 6월 시행 예정	2023년 11월 일부 시행 → 2024년 6월 전면 무효화

- 유럽 또한 AIFMD II 도입을 통해 시스템 리스크 관리와 투자자 보호 강화를 위한 사모펀드 규제 체계를 정비해 나가고 있는 만큼, 국내도 이러한 흐름을 참고해 제도적 보완 방안을 검토할 필요가 있음
 - 유럽은 대체투자펀드운용자지침(Alternative Investment Fund Managers Directive: AIFMD)을 중심으로 사모펀드 운용사의 인가, 공시, 리스크 관리, 이해상충 방지 등 운용 전 과정에 걸쳐 체계적인 감독을 적용하고 있음

9) 2010년 도드-프랭크법(Dodd-Frank Act)에 의해 투자자문업자법에 추가된 투자자 보호 조항으로, SEC는 투자자와 투자자문사 간의 관계에 대한 명확하고 간단한 공시를 촉진하고, 투자자 보호를 위해 특정 판매 관행, 이해상충, 보상 체계를 제한하거나 금지하는 규칙을 제정할 수 있음

10) 사기 방지 조항으로 투자자문사가 사기적, 기만적 또는 조작적인 행위를 하는 것을 금지하며, SEC는 이러한 행위를 방지하기 위한 규칙을 제정할 수 있음

11) Wall Street Journal, 2025. 5. 19, SEC chair signals investor access to private markets could soon broaden.

- 인가(authorization) 요건: AIFMD에 따르면 운용사가 EU 역내에서 대체투자펀드(AIF)를 운용하거나 마케팅하려면 해당 국가 감독당국의 사전 인가를 의무적으로 받아야 함¹²⁾
 - 정기 공시(disclosure) 요건: 인가를 받은 운용사는 감독당국과 투자자에게 투자전략 및 주요 자산, 레버리지 사용 여부 및 규모, 환매 조건, 유동성 관리 방식, 수수료 구조, 감사 재무제표 등에 대한 정보를 정기적으로 보고하거나 사전에 공시해야 함¹³⁾
- 2024년 4월 AIFMD II가 발효되면서, EU 회원국들은 이를 국내법에 반영하기 위한 이행 절차를 진행 중¹⁴⁾
- AIFMD II는 직접 대출형 펀드(loan-originating fund)에 대한 감독 도입, 위임(delegation) 구조에 대한 보고 강화, 유동성 위험관리 도구의 도입, 투자자 공시 항목 확대 등을 포함
 - EU 회원국은 2026년 4월까지 이를 국내법으로 전환해야 하며, 유럽증권시장감독청(ESMA)은 세부 규칙 마련을 위한 기술 표준 정비를 진행 중
- 국내는 사모펀드 운용사에 대해 등록 중심의 사후 규제 체계를 운영하고 있으며, 일정 수준의 자율성과 유연성이 확보된 측면이 있음
- 다만 운용 구조에 대한 사전 점검이나 정보 공시의 질적 측면에서는 보완 필요성이 지속적으로 제기되고 있으며, 이에 따라 미국의 Form PF 개정안에서 도입된 사전 기반 실시간 보고 체계나, 유럽 AIFMD에서 운영 중인 사전 인가 및 공시 중심의 감독체계(〈표 3〉)를 참고하여 제도 설계를 보다 다각화할 수 있을 것으로 보임

〈표 3〉 AIFMD 사전 인가 및 공시 중심 감독체계

구분	주요 내용	세부 항목
사전 인가 (Authorization)	운용사가 EU 역내에서 AIF를 운용·마케팅하기 위해 감독당국의 인가 필수	· 지배구조 및 내부통제 체계 · 수탁기관(depositary) 지정 · 리스크/유동성 관리 체계 · 이해상충 방지 절차 · 위임(delegation) 구조의 적정성 · 자본요건 충족 (최소 자기자본 기준 등)
정보 공시 (Disclosure)	감독당국 및 투자자 대상 정기 보고 및 사전 공시 의무	· 투자 전략 및 주요 자산 · 레버리지 사용 여부 및 규모 · 환매 조건, 유동성 관리 방식 · 수수료 구조(성과보수 포함) · 감사 재무제표, 연례 활동보고서
정책 목적	사전적 리스크 통제 및 투자자 보호	· 감독당국의 사전 점검 기능 확보 · 투자자 정보 비대칭 완화 · 시스템 리스크 전이 억제

선임연구원 심수연

12) Linklaters, 2021. 6. 3, Authorisation requirements.
13) Linklaters, 2021. 6. 3, Disclosure and reporting.
14) Debevoise & Plimpton, 2024, AIFMD II - Loan Origination and Liquidity Management.

ZOOM
-IN

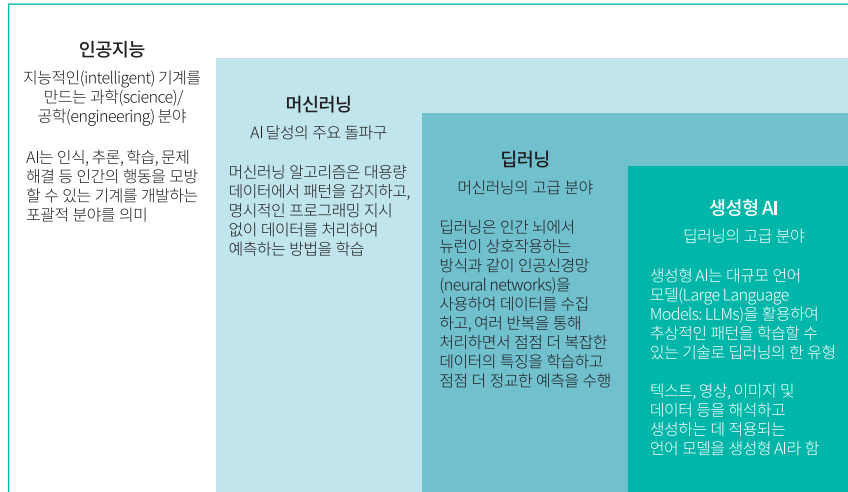
글로벌 은행 산업의 AI 도입 및 시사점

- AI 도입과 함께 생성형 AI의 등장으로 활용 범위가 확대되고 있으며, 특히 금융업에서도 글로벌 생성형 AI 규모가 가파르게 증가
- 글로벌 은행 산업에서 AI는 도입 초부터 프론트 오피스(front office) 중심으로 활용되어 왔으나, 최근에는 업무 전반으로 광범위하게 확대되는 추세
- 글로벌 주요 투자은행을 살펴보면, 업무 전반에 걸쳐 생성형 AI를 적극적으로 활용하고 있으며, 외부 공급업체 솔루션뿐만 아니라, 자체적으로 AI 부문 연구/개발을 수행하여 내부 시스템에 활용
- 한편, 글로벌 은행 산업에서 AI 활용이 확대되면서 인재 확보 및 연구·개발 부문에 투자가 증가하고 있으며, 연구·개발뿐만 아니라 AI의 실제 구현과 배포를 실행하기 위한 조직으로 역량을 강화
- 글로벌 은행 산업은 AI 부문의 투자 및 기술 도입으로 향후 수익성 및 업무 효율성이 크게 제고될 것을 기대하고 있으며, 국내 은행 산업에서도 수익성과 효율성 제고를 위해 AI 인재 확보와 인프라 구축을 고려할 필요

- AI(Artificial Intelligence)는 인간의 행동을 모방할 수 있는 지능적 기계를 만드는 과학(science) 및 공학(engineering) 분야로, 머신러닝(Machine Learning), 딥러닝(Deep Learning), 생성형 AI(Generative AI) 등을 포괄적으로 포함¹⁾
 - 머신러닝은 방대한 과거 데이터/합성데이터 또는 인간의 입력 등 다양한 정보를 처리하고, 적용할 수 있는 인공지능의 한 유형을 의미
 - 명시적인 지시 없이 데이터 분석을 통해 패턴을 감지하고, 예측 및 추천 방안을 학습할 수 있으며, 새로운 데이터와 경험을 통해 시간이 지남에 따라 알고리즘이 개선될 수 있는 것이 특징
 - 딥러닝은 머신러닝의 하위 부문으로 알고리즘 패턴을 인식하고 스스로 학습하는데 특화되어 있는 것이 특징
 - 생성형 AI는 대규모언어모델(Large Language Models: 이하 LLMs) 기반으로 추상적 패턴을 학습하고, 텍스트, 이미지 및 데이터 등을 해석하고 생성하는데 적용되는 언어 모델로 딥러닝의 한 유형

1) McKinsey&Company, 2024. 4. 3, What is AI (artificial intelligence)?

〈그림 1〉 인공지능의 발전 과정

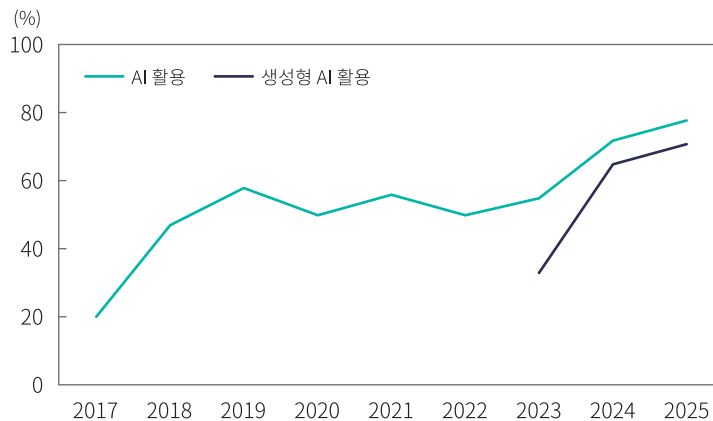


자료: McKinsey&Company(2024. 4. 3)

□ 최근 AI 도입과 함께 머신러닝 기법의 보편화, 2022년 이후 생성형 AI의 등장으로 활용 범위가 확대되고 있으며, 특히 금융업에서도 생성형 AI 규모가 가파르게 증가²⁾

— 산업 전반에 AI 이용이 확대되고 있으며, 생성형 AI는 출시 이후 산업 전반에 빠른 속도로 확산

〈그림 2〉 AI 및 생성형 AI 이용 추이



주 : 설문 대상 응답자 중 AI를 최소한 1개 이상의 사업 부문에 활용한 응답자 비중을 의미

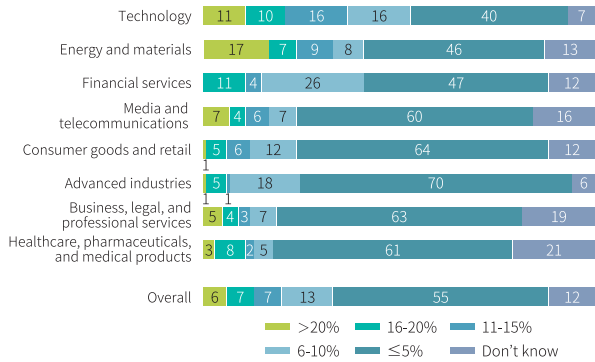
자료: McKinsey Global surveys(2025)

— 각 산업별 AI 투자 비중을 살펴보면 대체로 전체 투자 예산 중 5% 이상을 배정하고 있으며, 글로벌 은행 산업의 경우 전체 산업 중 소프트웨어 및 정보 서비스 산업 다음으로 큰 규모로 지출

2) 홍지연, 금융권의 AI 활용 확대와 해외 각국의 감독 방향, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2025-10호.

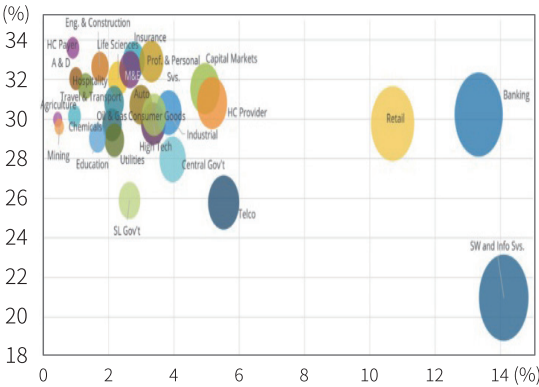
- 2024년 기준 글로벌 은행 산업의 AI 부문 투자 규모는 313억 달러 수준으로, 전체 산업 중 소프트웨어 및 정보 서비스 산업(330억 달러) 다음으로 큰 규모를 차지하는 것으로 추정³⁾

〈그림 3〉 산업별 AI 기술 투자 비중



자료: Mckinsey Global surveys(2024)

〈그림 4〉 산업별 글로벌 AI 및 생성형 AI 지출



자료: IDC(IDC's Worldwide AI and Generative AI Spending - Industry Outlook(2024))

- 글로벌 은행 산업⁴⁾에서 AI는 도입 초부터 프런트 오피스(front office) 중심으로 활용되어 왔으나, 최근에는 사내 업무/커뮤니케이션과 위험관리/컴플라이언스 등 업무 전반으로 확대되는 추세⁵⁾
 - 글로벌 은행 산업에서 AI는 도입 초부터 고객 응대 챗봇과 같은 프런트 오피스 부문의 활용이 가장 큰 비중을 차지하고 있으며, 그 뒤로 백 오피스(back office)와 미들 오피스(middle office) 순으로 활용
 - 전체 은행 업무 중 AI 활용 비중은 프런트 오피스 부문이 60.3%, 그 뒤로 백 오피스는 23%, 미들 오피스는 16.7% 수준
 - 각 업무별로 살펴보면 프런트 오피스의 소매 및 개인 금융(retail & personal banking) 부문의 AI 활용 비중이 34.1%(43건) 수준으로 가장 높게 나타났으며, 백 오피스의 IT/보안(security) 부문과 지급/결제(Payment & Settlement Services) 부문도 10% 내외 수준을 차지
 - 글로벌 은행 산업에서 백 오피스 및 미들 오피스 부문의 AI 도입은 현재 초기 단계이지만, AI가 전통적인 프런트 오피스에서 업무 전반에 점진적으로 적용되고 있는 것으로 평가

3) IDC, 2024, IDC's Worldwide AI and Generative AI Spending - Industry Outlook(2024)

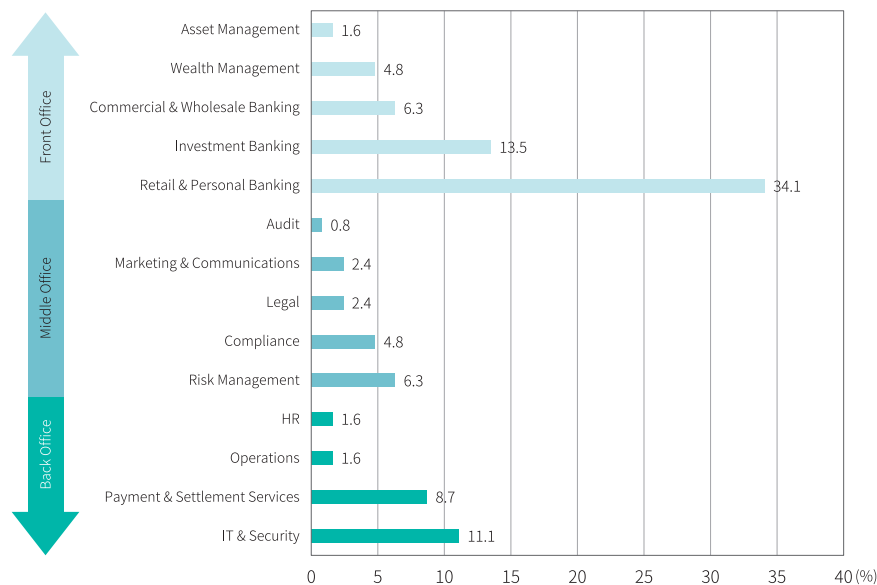
4) 글로벌 은행 산업은 상업은행(commercial banking), 투자은행(investment banking), 리테일뱅크(retail banking), 등을 포함

5) EVIDENT, 2025. 2. 20, Special Edition | 167 ways banks use AI.

〈표 1〉 업무별 AI 적용

구분	주요 AI 적용 업무
Back office	- 반복적인 업무나 문서 작성 - IT/보안, 지급·결제 서비스 등
Middle office	- 리스크관리/컴플라이언스 - 성과분석/상품관리 등
Front office	- 고객 응대 및 고객 맞춤 서비스 등

〈그림 5〉 글로벌 은행 업무별 AI 활용 현황



주 : 글로벌 은행(50개사)들의 각 업무별 AI 이용 비중(%)

자료: EVIDENT, 2025. 2. 20, Special Edition | 167 ways banks use AI., 저자 재구성

□ 글로벌 주요 투자은행을 살펴보면, 업무 전반에 걸쳐 생성형 AI를 적극적으로 활용하고 있으며, 외부 공급업체 솔루션뿐만 아니라, 자체적으로 AI 부문 연구/개발을 수행하여 내부 시스템에 활용

— 글로벌 최대 규모 은행인 JP Morgan의 경우 글로벌 은행 중 AI 도입 및 활용 부문 1위로 평가⁶⁾ 받고 있으며, 다양한 AI 시스템을 도입하여 업무 효율성을 제고하는 한편, 자체 AI 솔루션을 개발/활용하여 외부 공급업체의 AI 활용으로 인해 발생할 수 있는 취약점(보안 등)을 보완

- LLM Suite : 사내 LLMs 기반 플랫폼으로 문서 요약/작성, 아이디어 생성 등에 활용되며, OpenAI의 GPT 기술을 바탕으로, JP Morgan 내부에서 한정적으로 작동하여 보안성을 제고
- Contract Intelligence(CoiN) : 법률 문서 데이터를 머신러닝 기반으로 분석하는 플랫폼으로 대출 계약 및 위험 분석, 규정 준수 여부 확인, 계약 검토 등에 활용

6) EVIDENT, 2024, *EVIDENT AI Index: Banks*.

- Quest IndexGPT : 기관투자자를 대상으로 LLMs 기술 기반의 주식 인덱스를 구성하는 도구로, 특정 주제 키워드를 생성하여 관련 기업의 기사를 식별하여 주제별 지수를 구축⁷⁾
- LOXM : AI 알고리즘 트레이딩 시스템으로 대규모 주식 주문 실행 시 속도 향상 및 거래 최적화 지원⁸⁾
- Goldman Sachs의 경우에도 사내 업무 효율성 제고를 위해 사내 챗봇을 배포하고, 개발자들을 위한 AI 기반의 코딩 어시스턴스(coding assistant) 프로그램을 배포
 - GS AI assistant : 생성형 AI 기반의 사내 AI 애플리케이션으로 문서 요약/교정/정리 등의 사내 업무를 효율적으로 처리
 - Legend AI Query : 사내 데이터 플랫폼 Legend에 연계된 자연어 기반 생성형 AI 검색 도구
 - 또한 사내 엔지니어에게 AI 코딩 지원 도구인 GitHub Copilot 및 Gemini Code Assist도 배포⁹⁾
- Morgan Stanley의 경우 사내 챗봇과 통화정책 방향을 예측하는 AI 기반 분석 프로그램이 대표적
 - AskResearchGPT : 트레이딩/연구 분야 등 사내 업무를 지원하는 OpenAI 기반으로 생성형 AI 챗봇^{10) 11)}
 - MNLPFEDS : 연방준비제도(Fed)의 발언 및 문서를 분석하여 통화정책 방향을 예측하는데 도움이 되는 AI 기반 도구로 2023년에 특허를 취득¹²⁾

〈표 2〉 글로벌 주요 투자은행 AI 도입 및 활용 현황

은행	주요 AI 플랫폼	주요 목적 및 특징
JP Morgan	• LLM Suite • COiN • Quest IndexGPT	• 생산성 향상 • 문서 자동화 • 투자 상품 구성
Goldman Sachs	• GS AI Assistant • Legend AI	• 생산성 향상 • 문서 자동화
Morgan Stanley	• AskResearchGPT • MNLPFEDS	• 생산성 향상 • 문서 자동화 • 매크로 예측

자료: 각 사 보도자료 및 기사 정리

7) J.P.Morgan, 2024. 7. 22, Quest IndexGPT: Harnessing generative AI for investable indices.

8) FT, 2017, 7. 31, JPMorgan develops robot to execute trades.

9) Fortune, 2025. 3. 19, Why Goldman Sachs' CIO is taking a measured approach to rolling out AI across the business.

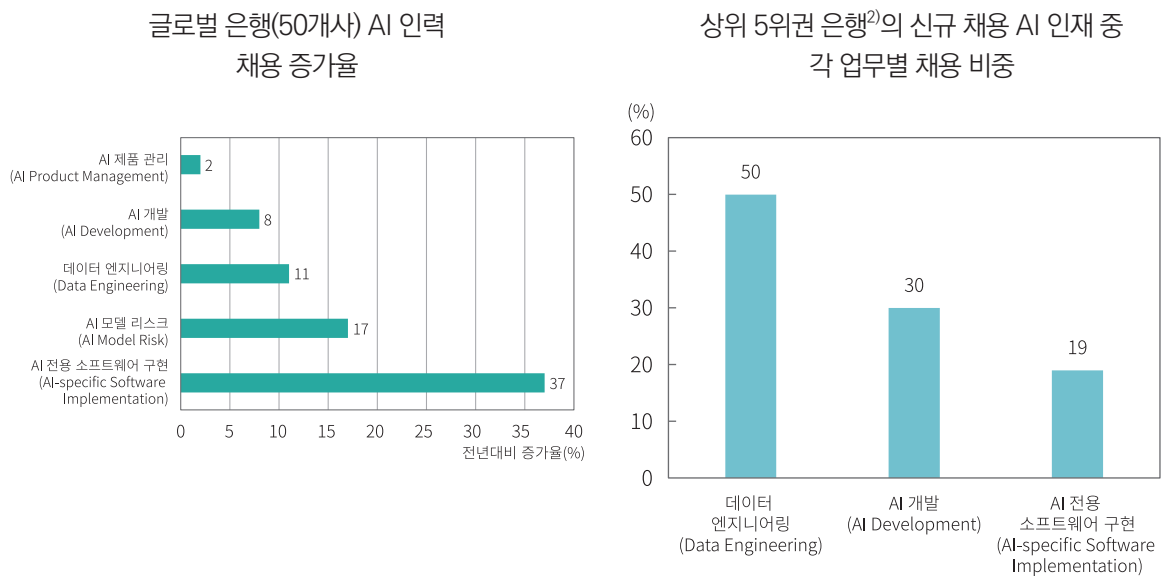
10) CNBC, 2024. 10. 23, AI on the trading floor: Morgan Stanley expands OpenAI-powered chatbot tools to Wall Street division.

11) Morgan Stanley, 2024. 10. 23, Morgan Stanley Research Announces AskResearchGPT Powered by OpenAI.

12) Morgan Stanley, 2023. 4. 25, Sensing the Fed's Direction with the Help of AI.

- 한편, 글로벌 은행 산업에서 AI 활용이 확대되면서 인재 확보 및 연구/개발 부문에 투자가 증가하고 있으며, 연구/개발뿐만 아니라 AI의 실제 구현과 배포를 실행하기 위한 조직으로 역량을 강화
- 최근 글로벌 은행 산업에서 AI 관련 인력 영입을 확대¹³⁾
- 2024년 글로벌 은행(전체 50개)의 AI 인력은 전체 인력 대비 2%(370만명) 수준이며, 전년 대비 17% 증가
- 업무별로는 AI 도입이 증가하면서, AI의 실제 구현/배포를 담당하는 AI 전용 소프트웨어 구현(AI-specific Software Implementation) 부문의 인력 영입이 가장 큰 폭으로 확대
- AI 전용 소프트웨어 구현 부문은 2024년 기준 전년 대비 37% 증가
 - 그 뒤로 AI 모델리스크(AI Model Risk), 데이터 엔지니어링(Data Engineering) 순
- 전체 글로벌 은행 중 AI 활용 상위 5위권 은행의 경우, 생성형 AI 관련 인력 보유에 중점을 두고 있으며, 업무별로는 데이터 엔지니어링(data engineering) 부문이 큰 비중을 차지
- 전체 글로벌 은행(50개사)의 생성형 AI 기술 인력 중 AI 활용 상위 5위권 은행의 생성형 AI 기술 인력 비중은 37% 수준
 - 신규로 채용된 AI 관련 인재 중 각 업무별 채용 비중을 살펴보면, 데이터 설계/엔지니어/DB 관리 업무를 담당하는 데이터 엔지니어링 부문이 50%로 가장 큰 비중을 차지

〈그림 6〉 글로벌 은행 산업 AI 인재 등용 현황¹⁾



주 : 1) 2024년 10월 기준

2) 글로벌 은행 50개사 중 AI 도입 및 활용 부문에서 상위 5위권으로 평가받은 은행을 의미

자료: EVIDENT(2024), 저자 수정

13) EVIDENT, 2024, *EVIDENT AI Index: Banks*.

- 한편, 글로벌 주요 투자은행의 경우 전담 AI팀을 구축하고, AI 인력 비중을 확대하는 가운데, 주요 경영진에 AI 전문가를 등용
 - JPMorgan은 사내 AI팀을 구축하고, 해당팀 내에 2,000명 이상의 AI/Machine Learning(ML) 전문가를 보유¹⁴⁾
 - JP Morgan은 머신러닝팀인 Machine Learning Center of Excellence(MLCOE)를 설립하였으며, MLCOE는 머신러닝 기술 연구/개발과 관련 특허 출원을 수행
 - Goldman Sachs의 경우 전체 직원의 1/4수준(1만 2천명 이상)의 개발자(developer)를 고용¹⁵⁾하는 한편, 아마존(Amazon) 출신 AI 전문가를 AI 엔지니어링(engineering) 부문의 글로벌 책임자로 영입¹⁶⁾
- 또한 글로벌 주요 투자은행은 인재 영입 외에도 AI 관련 특허를 취득하는 등 AI 부문에 투자를 확대¹⁷⁾
 - JP Morgan의 경우 106억 달러 이상의 규모로 AI 부문에 투자하였으며, AI 관련 특허는 120여건에 이른 것으로 나타남
 - CITI의 경우 43억 달러 이상의 규모로 AI 부문에 투자
 - Bank of America는 80여건 이상의 AI 관련 특허를 보유

□ 글로벌 은행 산업은 AI 부문의 투자 및 기술 도입으로 향후 수익성 및 업무 효율성이 크게 제고될 것을 기대하고 있으며, 국내에서도 수익성과 효율성 제고를 위해 AI 인재 확보와 인프라 구축을 고려할 필요

- Evident(2024)에 따르면 현재 AI 도입은 투자 비용 대비 수익이 미미한 수준이지만, 향후 산업이 성숙(mature) 단계에 도달할 경우 큰 수익을 낼 것으로 평가
 - 현재 AI가 전체 수익 구조에 미치는 실질적 영향은 약한 양의 상관 관계를 나타내지만, 향후 2~3년 내 CIR(Cost to Income Ratio) 등 수익성 지표에 더 명확한 영향이 나타날 것으로 예상
- 또한 Tulsi et al.(2024)¹⁸⁾에 따르면 AI 도입 시 비용 절감 이외에도 각 업무영역의 생산성이 향상되고, 업무 수행 시 오류 발생률도 개선된 것으로 평가

14) JPMorganChase, 2024. 8. 13, How JPMorgan Chase is preparing the workforce for the future of AI.

15) PYMNTS, 2025. 3. 20, Inside Goldman Sachs' Big Bet on AI at Scale.

16) Reuters, 2025. 1. 30, Goldman Sachs hires Amazon exec in senior AI engineering role.

17) Tulsi, K., Dutta, A., Singh, N., Jain, D., 2024, Transforming financial services: The impact of AI on JP Morgan chase's operational efficiency and decision-making, *International Journal of Scientific Research & Engineering Trends* 10(1), 207-213.

18) 각주 17) 상동.

- Tulsi et al.(2024)는 JP Morgan사에서 각 업무별 AI 도입 이후 1) 사기 탐지¹⁹⁾, 2) 리스크 관리 시 생산성 향상, 3) 알고리즘 트레이딩 처리 지연(latency) 시간 개선 및 수익률 증가, 4) 고객 서비스 대기시간 축소, 5) 문서 자동화 처리시간이 감소하는 등 업무 전반에 효율성이 개선된 것으로 평가
- 그 밖에 시장에서도 AI 기술의 가치를 높게 추산
 - JP Morgan 최고운영책임자(COO) Daniel Pinto는 은행에서 사용되고 있는 AI 기술의 가치를 약 10억~15억 달러로 추산²⁰⁾
- 국내에서도 AI 인재 확보와 연구/개발을 수행하는 전담팀을 구성하는 과정에서 수익성과 효율성에 대한 사전 평가와 연계를 강화할 필요

선임연구원 이정은

19) 사기 탐지(fraud detection)의 경우 CoiN 등의 도입으로 연간 2억5천만 달러 수준의 비용을 절감하였으며, 오류율의 경우 AI 도입 이전 3%수준에서 1% 수준으로 개선된 것으로 평가

20) FT, 2024. 7. 26, JPMorgan pitches in-house chatbot as AI-based research analyst.