

전략공감 2.0

Strategy Idea

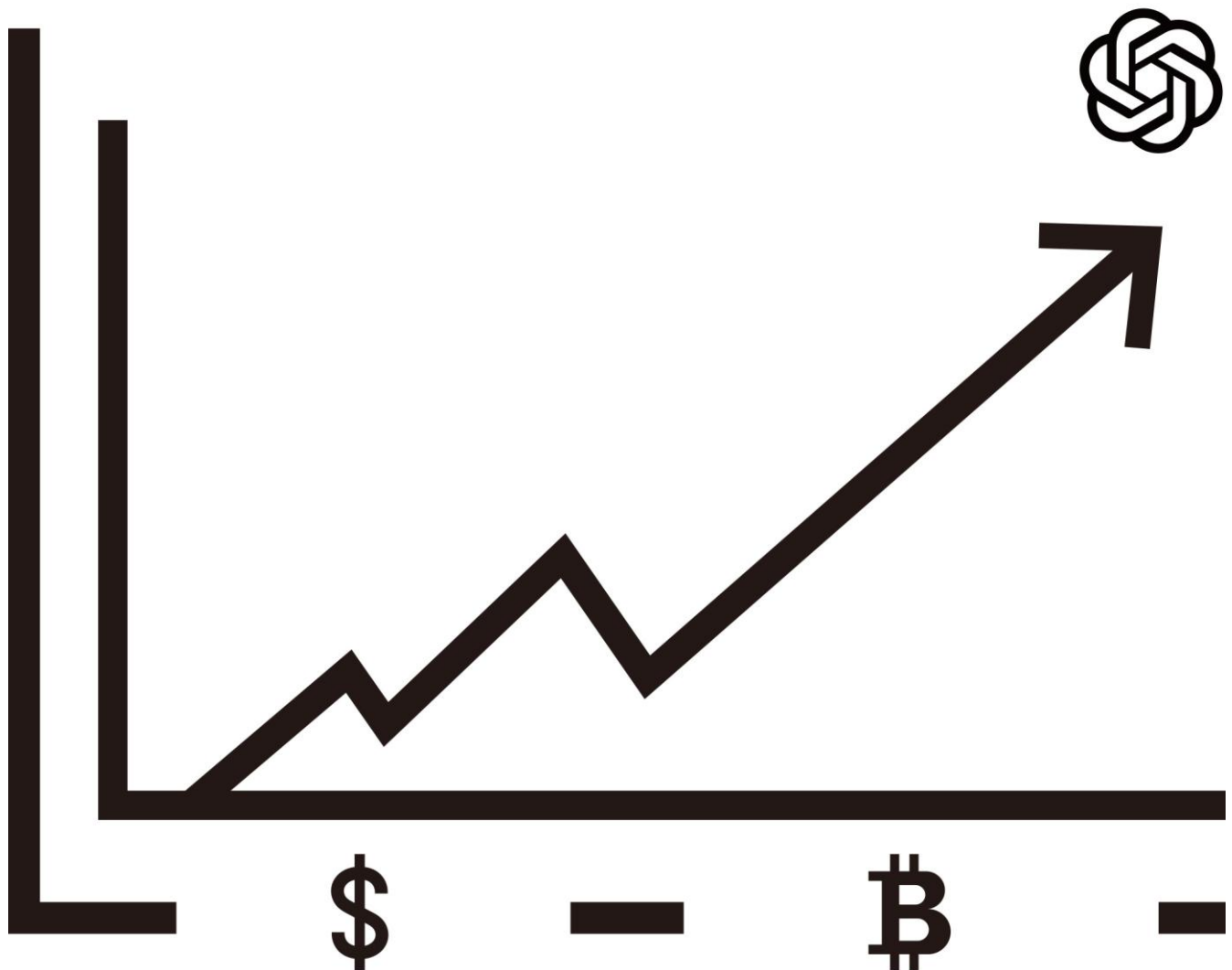
액티브 펀드 → 인덱스 펀드 → ETF

오늘의 차트

중간선거 불확실성, Split 의회 기대가 관건

칼럼의 재해석

예측시장 플랫폼, 무기한 선물 시장까지 진출



본 조사분석자료는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

Strategy Idea

액티브 펀드 → 인덱스 펀드 → ETF

- ✓ 투자자 선호도는 인덱스 펀드에서 ETF로
- ✓ 공모펀드의 ETF화. 미국은 비투명 ETF의 부진, 한국은 상장클래스의 부진
- ✓ 국내 액티브 ETF 활성화 위해서는 상관계수 제약 조건이 풀려야 할 것



퀀트/ETF

Analyst 이상현

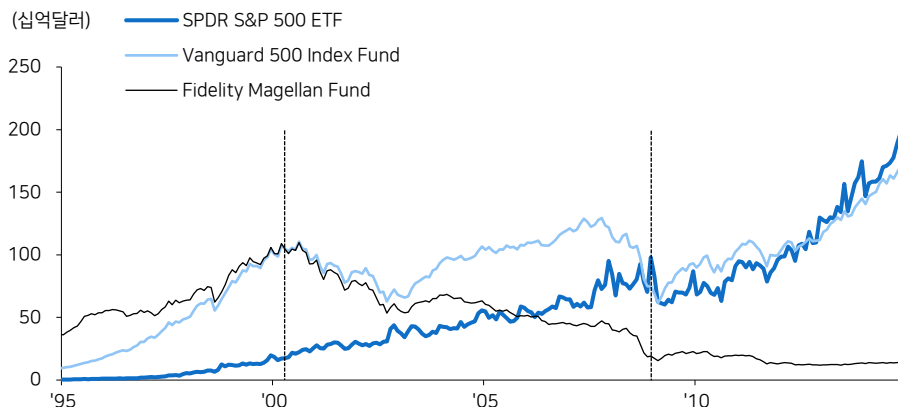
sanghyeon.lee@meritz.co.kr

액티브 펀드 → 인덱스 펀드 → ETF

피터 린치가 운용한 피델리티의 마젤란 펀드는 액티브 펀드의 전성기를 상징한다. 린치는 1977년 약 1,800만 달러에 불과했던 마젤란 펀드의 자산을 13년 만인 1990년 약 140억 달러까지 키웠다. 같은 기간 연평균 수익률은 29%를 넘어섰다. 뛰어난 종목을 고르는 펀드매니저의 능력이 곧 상품의 경쟁력이었던 시대였다.

1990년 피터 린치가 은퇴한 뒤에도 마젤란 펀드는 모리스 스미스, 제프리 비닉, 로버트 스탠스키 등 후임 매니저 아래에서 성장을 이어갔다. 1999년 말에는 운용 자산이 1,059억 달러까지 증가했다. 그러나 2000년 4월, 마젤란은 상징적인 자리를 내준다. 종목을 고르지 않고 S&P 500을 그대로 추종하는 Vanguard 500 Index Fund의 자산이 마젤란 펀드를 처음으로 추월했다. ‘좋은 주식을 고르는 방법’에서 ‘시장을 가장 효율적으로 보유하는 방법’으로 투자자의 관심이 옮겨가기 시작한 순간이었다.

그림1 액티브 펀드 → 인덱스 펀드 → 패시브 ETF (AUM 추이)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

1993년 미국 최초의 ETF인 SPDR S&P 500 ETF Trust(SPY)가 등장하면서 동일한 S&P 500에 투자하더라도 투자자는 새로운 선택지를 갖게 됐다. 장중에 주식처럼 사고팔 수 있고, 거래소에서 가격을 실시간으로 확인할 수 있으며, 설정·환매 구조를 통해 대규모 자금을 보다 유연하게 운용할 수 있는 ETF였다.

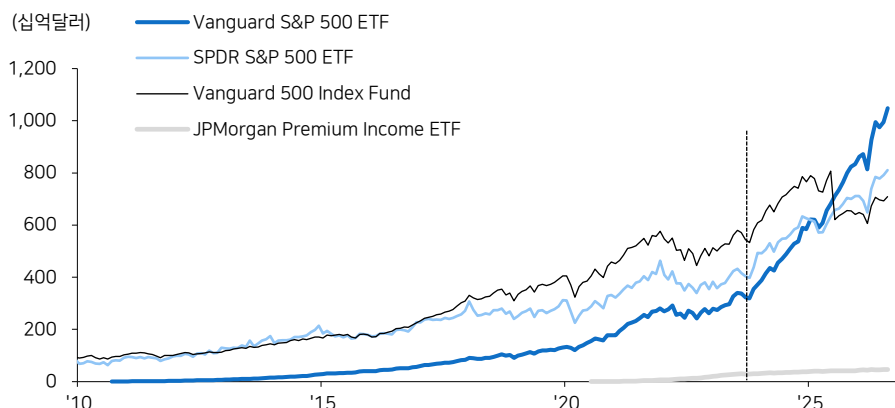
2008년 금융위기는 이러한 상품 구조의 차이를 더욱 부각시켰다. 금융위기 이후 시장이 회복되는 과정에서 인덱스 펀드와 ETF 모두 자산이 빠르게 증가했지만, 신규 자금이 향하는 중심은 점차 ETF로 이동했다. 투자자가 원하는 것은 더 이상 단순히 ‘패시브 운용’만이 아니었다. 같은 시장수익률을 제공한다면 거래가 편하고, 투명하며, 비용이 낮은 상품을 선호하기 시작했다.

이러한 흐름은 최근 더 강화되었다. SPY와 Vanguard S&P 500 ETF(VOO)는 투자 대상이 사실상 같다. 두 상품 모두 S&P 500을 추종한다. 그러나 비용 구조에는 차이가 있다. VOO의 총보수는 0.03%로 SPY의 약 0.09%보다 낮다. 2023년 하반기 이후 VOO의 AUM 증가 속도는 SPY를 뚜렷하게 앞서기 시작했다. 단순히 액티브와 패시브 사이에서 선택하는 것이 아니라, 동일한 패시브 상품 중에서도 비용과 구조가 가장 효율적인 상품을 선택하고 있는 것으로 해석된다.

ETF 시장이 성장하면서 최근에는 기존 공모펀드가 가지고 있던 투자전략 자체가 ETF의 구조 안으로 이동하고 있다. 전통적인 공모펀드와 ETF의 가장 큰 차이는 운용전략이 아니다. 공모펀드에서도 인덱스 운용이 가능하고 ETF에서도 액티브 운용이 가능하다. 본질적인 차이는 거래·환매 방식과 정보 공개, 유동성 공급 구조에 있다.

전통적인 공모펀드는 하루 한 번 산출되는 기준가격으로 가입과 환매가 이루어진다. 반면 ETF는 거래소에서 장중 거래되며 AP와 LP, 설정·환매 메커니즘을 통해 시장가격과 순자산가치의 괴리를 조정한다.

그림2 2023년 10월 이후 패시브 ETF 중에서도 저비용(VOO) 선호 확대 (AUM 추이)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

문제는 완전한 액티브 운용이다. ETF가 매일 전체 포트폴리오를 공개해야 한다면 펀드매니저의 종목 선정 아이디어와 매매 계획이 시장에 노출될 수 있다. 이를 보완하기 위해 미국에서는 Non-Daily-Transparent ETF, 즉 비투명 또는 반투명 액티브 ETF가 등장했다. Fidelity는 Tracking Basket을 통해 T.Rowe는 Proxy Basket을 통해 ETF의 구성종목 공시 및 iNAV를 대체하고 있다.

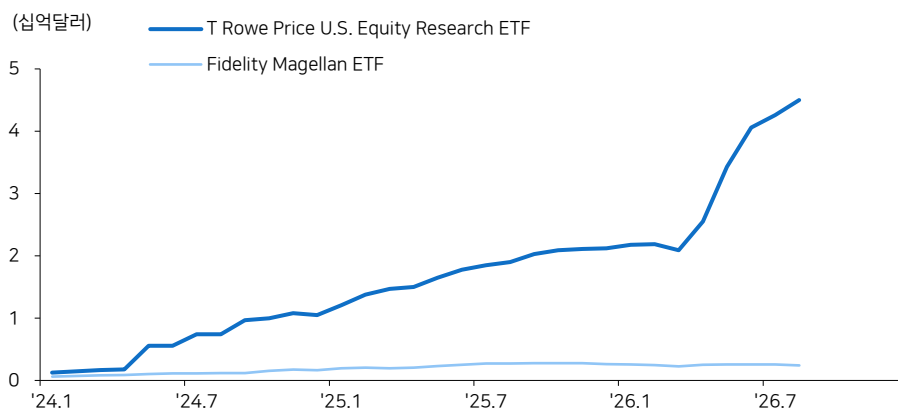
그러나 미국 비투명 ETF의 성장은 아직 제한적이다. 투자자들이 ETF에서 원하는 핵심적인 특성 중 하나가 바로 투명성이기 때문이다. 오히려 시장은 완전투명 액티브 ETF를 빠르게 받아들이고 있다.

표1 ETF와 공모펀드, 비투명 ETF의 구조적 특징

구조적 특징	전통적 ETF	전통적 공모펀드	비투명 ETF
시장가격의 NAV 대비 프리미엄·디스카운트 발생 가능	✓		✓
장중 시장가격으로 거래	✓		✓
종가 기준 NAV로 매매		✓	
지정가 주문 가능	✓		✓
세금 효율성	✓		✓
현물 설정·환매 활용	✓		✓
매수·매도 호가 스프레드 존재	✓		✓
보유종목을 매일 공개하지 않음		✓	✓
장중 거래 횟수 제한 없음	✓		✓

자료: ETF.com, 메리츠증권 리서치센터

그림3 공모펀드의 ETF화: 비투명 ETF AUM



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

한국에서도 시작된 '공모펀드의 ETF화'

국내에서도 비슷한 변화가 시작되고 있다. 2025.10.27.부터 일반 공모펀드 중 일부 상품에 상장클래스가 신설되었다. 상장클래스는 한국거래소 유가증권시장에 상장되며, 투자자는 상장클래스를 통해 일반 공모펀드를 주식·ETF처럼 유가증권시장에서 실시간으로 직접 거래할 수 있다. 기존 공모펀드에 거래소에서 거래할 수 있는 상장클래스, 이른바 X Class를 추가하는 기존 펀드의 운용전략과 포트폴리오는 유지하면서 투자자가 해당 펀드의 지분을 거래소에서 직접 사고팔 수 있도록 만드는 것이다.

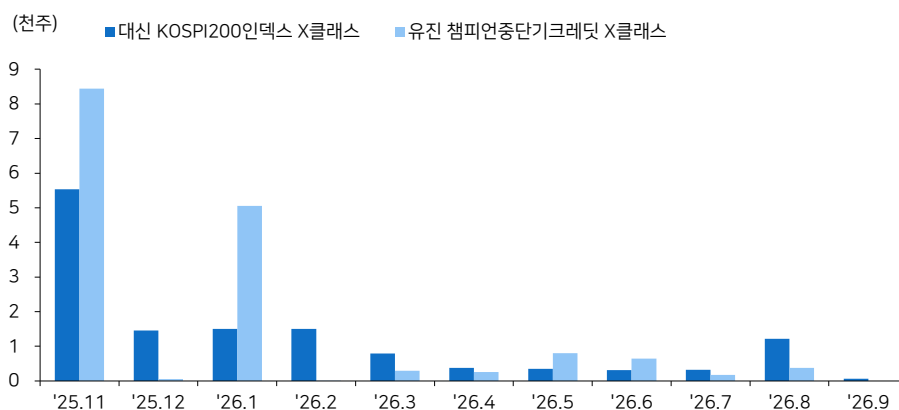
다만 출시된 X클래스는 대신KOSPI200인덱스와 유진 챔피언중단기크레딧 두 상품에 불과하다. 대형운용사의 경우 기존 공모펀드의 상장 보다는 새로운 ETF 상품 개발에 역점을 두었다. 시장 흥행에 실패하며 공모펀드 상장클래스는 거래량이 크게 감소했다.

그림4 공모펀드의 ETF화: 상장클래스(X Class) 시가총액



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림5 공모펀드의 ETF화: 상장클래스(X Class) 월평균거래량



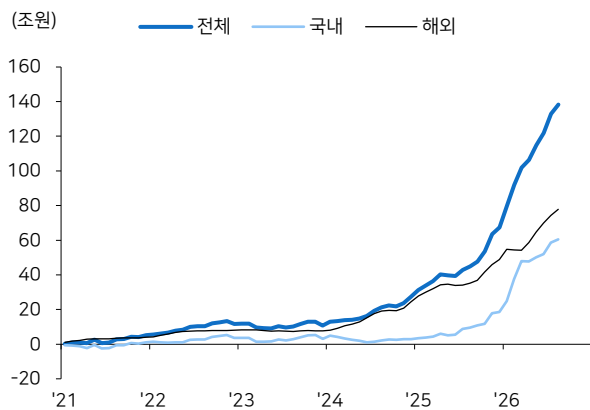
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

ETF로 향하고 있는 자금

국내 주식형 펀드의 자금 흐름에서도 ETF의 영향력은 뚜렷하다. ETF 포함한 공모 펀드의 경우 2021년 이후 총 130조원 이상 자금 유입이 관찰되지만, ETF를 제외하게 되면 -7조원 가량의 순유출로 ETF 강세, 공모펀드 약세의 상반된 방향성이 극명하다.

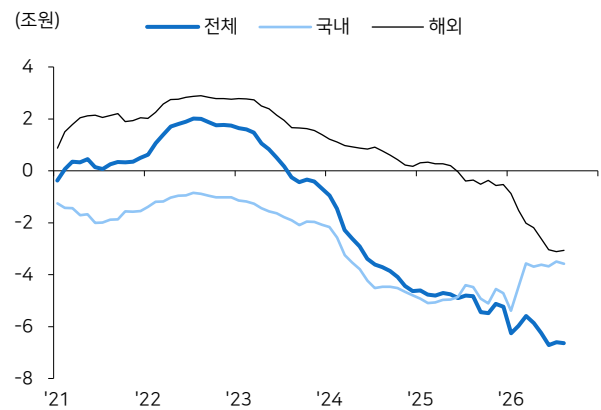
기존 공모펀드의 상장클래스 도입이 부진한 반면, 액티브 ETF는 꾸준히 성장해 합산 시총 30조원을 돌파한 바 있다. 다만 최근 기초지수와 상관계수 제약(패시브 0.9 이상, 액티브 0.7 이상)이 액티브 ETF의 발을 묶고 있는 형국이다. 해당 규제의 완화가 액티브 ETF 시장 활성화 및 대형주 아웃퍼폼의 흐름을 이어갈 것으로 보인다.

그림6 주식형 공모펀드 자금 누적 순유입: ETF포함



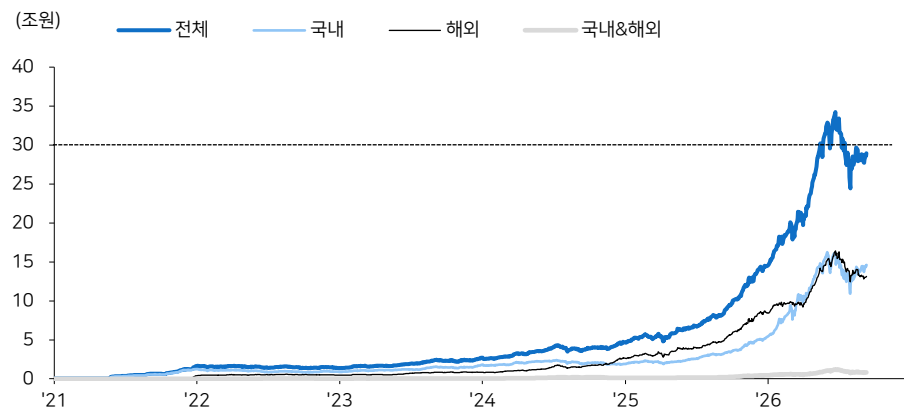
자료: 금융투자협회, 메리츠증권 리서치센터

그림7 주식형 공모펀드 자금 누적 순유입: ETF제외



자료: 금융투자협회, 메리츠증권 리서치센터

그림8 주식형 액티브 ETF의 성장: 합산 시총 30조원 돌파

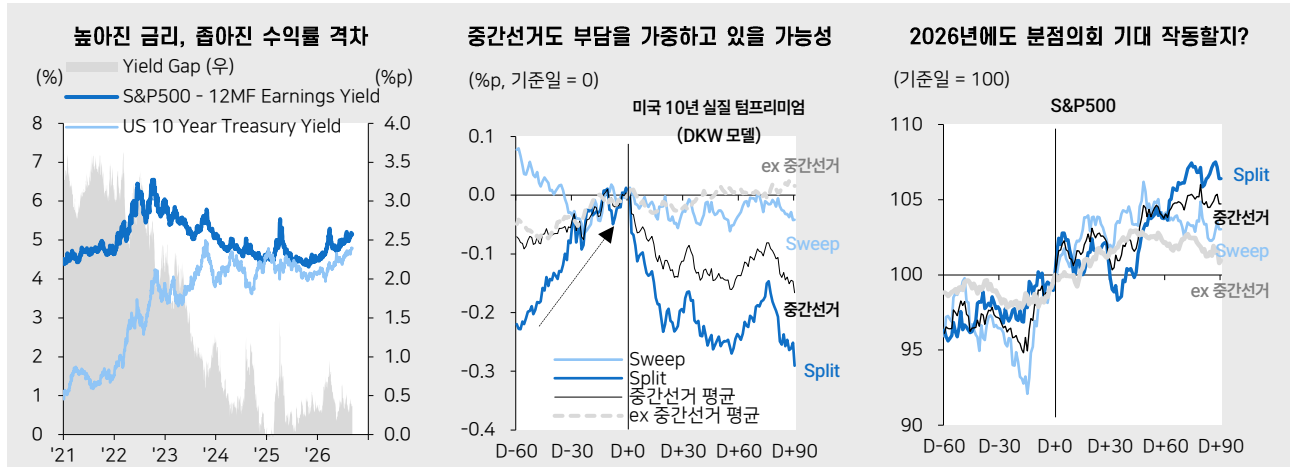


자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

박보경 연구원

중간선거 불확실성, Split 의회 기대가 관건



주: Split, Sweep은 의회 내부에 한정. 1983년 이후 대상, 기준일은 중간선거가 시행되는 11월 첫째주 화요일
 자료: Bloomberg, 미 연방준비제도 이사회(FRB), 메리츠증권 리서치센터

Earnings Yield 개선에도 불구하고, 금리 상승이 수익률 격차를 압박하고 있다. S&P500 Earnings Yield는 작년동기 4.49%에서 5.15%까지 개선된 반면 Yield Gap은 0.45%p에서 0.36%p까지 하락하며 멀티플 추가확장에 부담으로 작용 중이다.

금리 상승의 배경으로 유가·수급이 주 원인으로 지목되는 가운데 중간선거 불확실성도 금리 상방압력에 가세했을 수 있다. 1986년 이후 미국 10년 실질 텀프리미엄 꺾적이 중간선거일 전후로 상승-하락 패턴을 보인다. 이는 금리에 물가 불확실성·국채수급과 더불어 선거 불확실성이 반영되고 있을 가능성을 시사한다.

중간선거 유무와 무관하게, 11월 첫째주 화요일까지는 텀프리미엄이 대체적으로 상승했다. 다만 90 영업일 이후, 중간선거 해에 -0.17%p 하락한 반면 미실시 해는 +0.02%p 상승했다. 선거 결과에 따른 차이도 존재한다. 한 정당이 상·하원을 장악했던 Sweep 대비, 분점의회(Split) 형성 시 프리미엄이 더 큰 폭으로 하락했다. 분점의회가 대통령의 추가 재정입법에 제약으로 작용할 수 있기 때문이다.

선거구도만으로 수익률을 설명하기는 어려우나, 증시도 분점의회 형성 시 가장 높은 수익률을 보인 바 있다. 기준일 이후 90일 S&P500 수익률은 Split(+6.4%), Sweep (+3.0%), 미실시 해(+1.0%) 순서로 높았다. 한편 2026년 분점의회 구성 여부는 상원에 달려있다. Polymarket 민주당 하원 장악 확률은 89%로 유력하게 반영된 반면, 상원은 트럼프 지지율 하락에 52%로 확대되며 접전을 보이고 있다.

단기적으로 예측시장에 영향을 줄 만한 이벤트로는 공화당 전당대회(9/9)와 상원 후보 토론회(10/8)가 예정되어 있다. 민주당 상·하원 장악 시의 재정경계감 가능성도 언급되고 있는 가운데, 상기 이벤트 소화하며 공화당 상원 유지 가능성이 회복되는 지 지켜볼 필요가 있을 것이다.

칼럼의 재해석

공건희 연구원

예측시장 플랫폼, 무기한 선물 시장까지 진출 (Reuters)

무기한 선물(Perps)은 만기가 없는 파생상품 계약으로, 롤오버 없이 무기한 포지션을 보유할 수 있고 높은 레버리지로 손익을 확대시키는 구조다. CFTC는 올해 초 암호화폐 거래소 코인베이스와 예측시장 플랫폼 칼시에 대해 미국 최초의 Perps 계약을 승인했다. 칼시는 9월 중 CFTC에 WTI 원유 Perps를 신청할 예정이며, 해당 계약이 승인되면 미국 규제 플랫폼 최초의 원유 Perps가 된다. 이번 움직임은 칼시가 이벤트 계약을 넘어 무기한 선물을 통해 다양한 자산군으로 확장함으로써 전통적 거래소와 경쟁하려는 전략을 보여준다. 칼시는 이미 추가지수·금속·외환·금리 등 전통자산군의 Perps에 대해서도 규제당국에 신청한 상태이다.

돈을 거는 확률 게임, 예측시장의 가파른 성장

예측시장이란 '현실에서 발생할 수 있는 특정 사건(스포츠, 정치 등)에 참가자들이 계약을 사고팔아 그 확률을 가격으로 반영하는 시장'이다. 대표적인 플랫폼으로는 칼시, 폴리마켓이 있으며, 두 플랫폼은 1) 중앙화 여부, 2) 상품 카테고리, 3) 거래대금 변동성 측면에서 차이가 있다.

칼시는 CFTC(미국 상품선물거래위원회)의 규제를 받는 지정계약시장(DCM)으로, 달러 기반의 중앙화된 거래소 형태로 운영된다. 반면, 폴리마켓은 블록체인 기반 탈중앙화 구조로, 스테이블코인(USDC) 결제와 자기 지갑 보관 방식을 통해 전통 금융 시스템을 거치지 않고 미국 규제 밖에서 운영된다 (Polymarket US는 제외).

중앙화 여부에 따른 규제 방향성이 플랫폼 내 상장 가능한 카테고리 구성을 좌우한다. 칼시는 상품이 게이밍 등 금지 활동에 해당하지 않는 '이벤트 계약(파생상품)'으로 성립해야 상장 가능한 반면, 폴리마켓은 별도의 규제 승인 없이도 이슈에 대해 신속하게 상장할 수 있다.

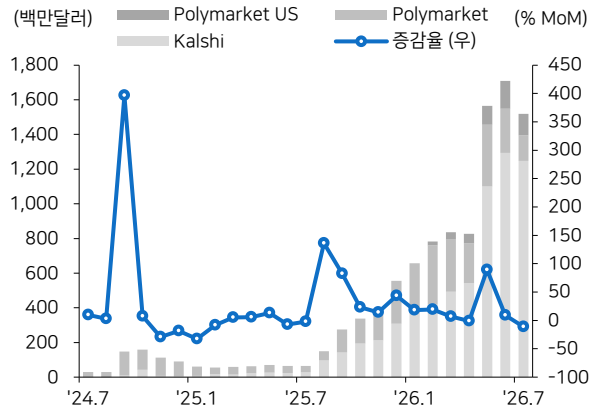
따라서 칼시는 미국 스포츠 베팅 수요에 집중하며 거래대금이 비교적 안정적으로 분산된다. 반면, 폴리마켓은 정치·지정학 이벤트 비중이 높아 예측 불가능한 시점에 발생하는 이슈에 따라 거래대금 변동성이 크게 나타난다 (ex. 4Q24 미국 대선, 1H26 이란 지정학 이슈 등). 즉, 예측시장은 칼시 중심으로 가파르게 성장하고 있다 (9월 첫째주 거래대금 기준 M/S 칼시 84% vs. 폴리마켓 16%).

표1 예측시장 플랫폼: 칼시 vs. 폴리마켓

	Kalshi	Polymarket
기반 인프라	미국 달러 기반 전통 금융 인프라	폴리곤(이더리움 L2) 블록체인
자금 보관	Kalshi Klear LLC(CFTC 등록 청산기관)가 보관·관리	유저가 자기 지갑에 직접 보관 (Non-custodial)
입출금 수단	법정화폐 기반	지갑 기반 (스테이블코인 등)
결과 판정 주체	자체 내부 판정팀	UMA Optimistic Oracle (탈중앙 프로토콜)
판정 방식	사전 정한 규정에 따라 회사가 직접 선언	제안 → 의의제기 → 분쟁 시 UMA 토큰홀더 투표
구조적 유사 대상	선물거래소·증권사 계약	크립토 프로토콜
접근성	미국 표준 결제수단으로 접근 쉬움, 특정 주(州)는 차단	전 세계 어디서나 가능 (단, 지갑·스테이블코인 필요)

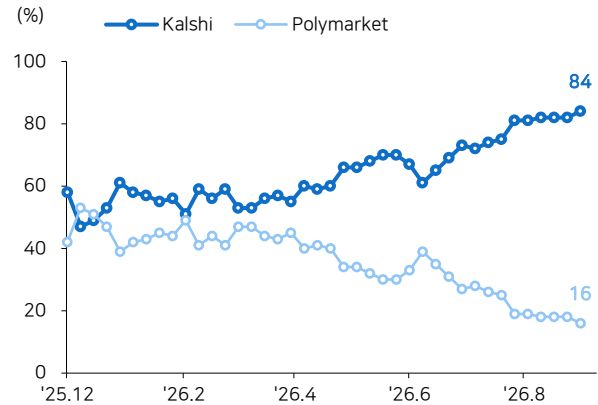
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 예측시장 일평균 거래대금 추이



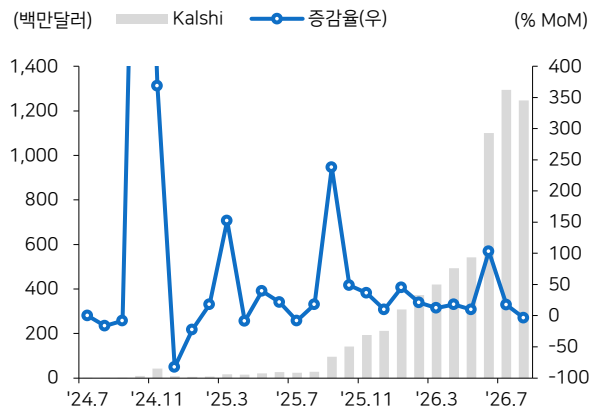
자료: The Block, 메리츠증권 리서치센터

그림2 칼시 vs 폴리마켓 거래대금 점유율 추이



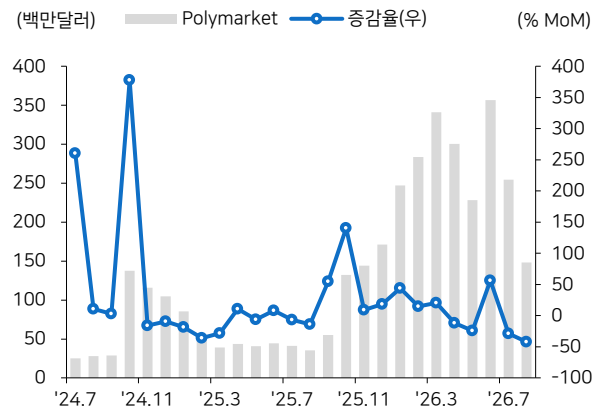
자료: defirate, 메리츠증권 리서치센터

그림3 칼시 일평균 거래대금 추이



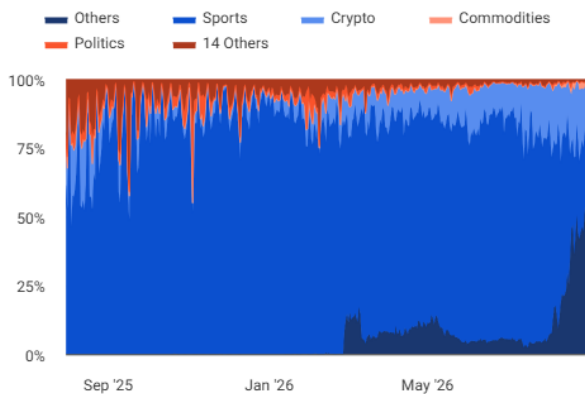
자료: The Block, 메리츠증권 리서치센터

그림4 폴리마켓 일평균 거래대금 추이



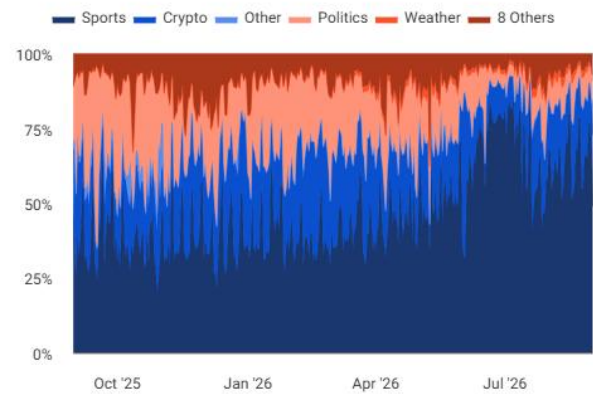
자료: The Block, 메리츠증권 리서치센터

그림5 칼시 카테고리별 거래 비중 추이



자료: The Block, 메리츠증권 리서치센터

그림6 폴리마켓 카테고리별 거래 비중 추이



자료: The Block, 메리츠증권 리서치센터

다음 단계는 무기한 선물 시장 진출

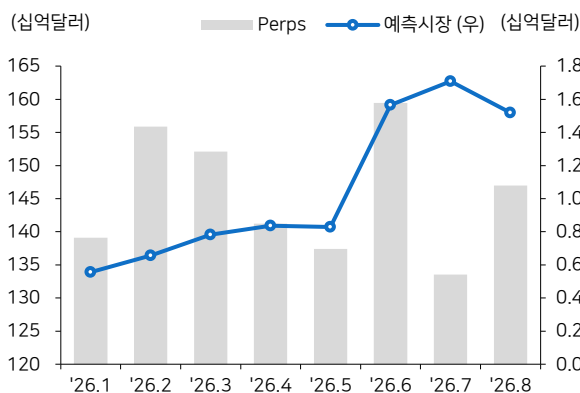
예측시장은 가파른 성장세를 보이고 있지만 이벤트 종료에 따른 기존 계약 소멸이나 소송 리스크 같은 불확실성이 있다. 이에 예측시장 플레이어들은 ‘이벤트에 베팅하는 시장’에서 ‘모든 자산을 거래하는 금융 플랫폼’으로 확장하기 위해 무기한 선물 시장에 진출하고 있다.

무기한 선물(Perps; Perpetual Futures)은 ‘만기일이 없고 레버리지 거래가 가능한 파생상품’이다. 2016년 크립토로 시작해서 현재는 주식, 원자재, 외환, 지수 등 실물자산(RWA)까지 자산군이 확장되고 있다. 즉, 거래 가능한 시장이 넓고 레버리지 거래 특성 상 증거금보다 큰 명목가치가 거래대금으로 잡히는 만큼 규모가 큰 시장이다 ('26.1~8월 평균 Perps 거래대금 예측시장 대비 138배 수준).

그동안 미국에서는 정식 거래소가 없어 접근이 제한적이었으나, 2026년 5월말, CFTC가 칼시의 BTCPERP 계약(비트코인 무기한 선물) 승인을 시작으로 미국에서도 Perps 시장이 본격적으로 개방되었다. 이에 기존 파생상품 거래소들의 주가는 즉각 반응했다 (3거래일 누적 기준 시카고상품거래소(CME) 그룹 -10%, 시카고옵션거래소(CBOE)글로벌마켓 -21%). 무기한 선물이 향후 크립토를 넘어 주가지수·상품 등 전통자산으로 확장되면, 이들의 기존 선물·옵션 상품과 직접 경쟁할 수 있다는 우려가 선반영된 것이다.

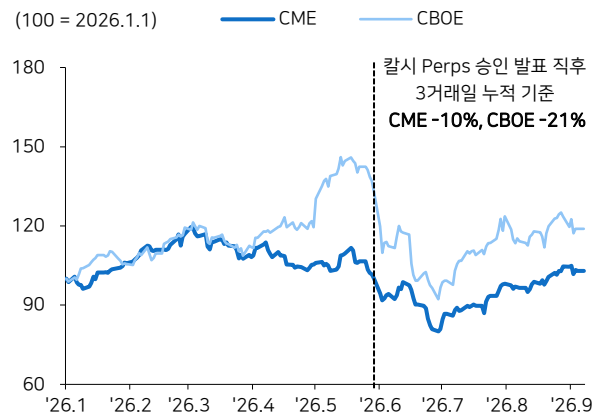
이는 앞으로 칼시에서 전통자산군 Perps 거래가 개시된 이후 1) 24/7 거래 기반으로 그동안 기존 파생상품 거래소에서 거래 시간에 제약이 있었던 고객들의 수요를 흡수하는지 (CME 전통자산 24/5, CME 크립토 24/7, CBOE 정규장 위주), 또는 2) 기존 파생상품 거래소 대비 낮은 진입장벽을 원하는 리테일 등 신규 고객군을 발굴하는지 확인해볼 부분이다.

그림7 Perps 시장 일평균 거래대금 추이 (vs. 예측시장)



자료: Loris.tools, The Block, 메리츠증권 리서치센터

그림8 미국 첫 Perps 승인 직후 파생상품 거래소 주가 반응



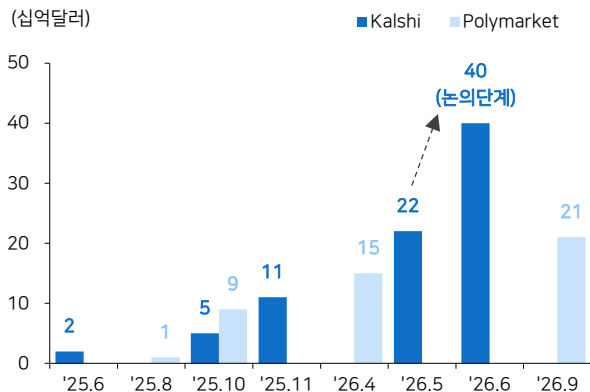
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

투자자들도 칼시의 Perps를 밸류에이션에 반영하고 있다. 칼시는 2026년 6월 기준, Series F(2026.5, 220억 달러)와 비교하여 400억 달러 수준의 밸류에이션을 타겟으로 신규 투자 유치를 추진하고 있다. 언론보도에 따르면, 스포츠 계약뿐 아니라 신규 출시된 크립토 Perps가 고객 유치·유지의 핵심 동력 중 하나로 꼽히고 있다. 즉, 시장이 칼시를 예측시장 플랫폼을 넘어 종합 파생상품 거래소 인프라로 재평가하기 시작했다는 신호로 볼 수 있다.

실제로 칼시는 Perps 시장에 진입한 지 불과 3개월만에 20위까지 올랐으며, 동사 예측시장 대비 거래대금 비중도 7월 17%에서 8월 39%까지 급증했다. 신규 Perps 이용자 확보를 위해 한시적으로 거래 수수료를 면제한 것도 초기 흥행에 기여한 요인으로 판단된다. 현재는 비트코인, 이더리움 등 크립토 19종만 제공 중이나, 귀 금속, 주가지수, 구리, FX, 금리 등 전통자산군까지 커버리지를 넓혀가고 있다.

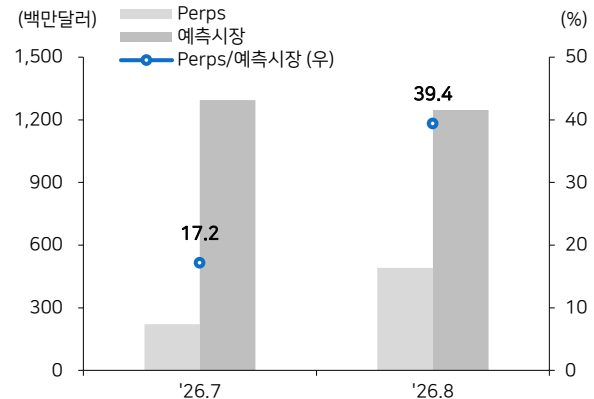
다만 신규 시장 확보를 위해 초기 수수료를 희생해야 하는 구조이기 때문에 실제 매출 기여도를 가늠하기는 어렵다. 또한, 이제 막 상장을 신청한 전통 자산군 영역에서 얼마나 확장할 수 있는지도 관건이다. 9월 초 폴리마켓까지 Perps 플랫폼을 정식 출시(국제 사용자 대상, 미국인 접근 불가)하며 경쟁에 뛰어든 상황 속에서 칼시가 초기 성장세를 이어나가며 종합 거래소로 자리잡을 수 있을지 지속적으로 확인해볼 필요가 있다.

그림9 예측시장 플랫폼 기업가치 현황



자료: Tracxn, 언론보도, 메리츠증권 리서치센터

그림10 칼시 Perps 시장 일평균 거래대금 (vs. 예측시장)



자료: Loris.tools, The Block, 메리츠증권 리서치센터

원문: Prediction market Kalshi to file for US crude oil 'perps', source says (Reuters)