

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

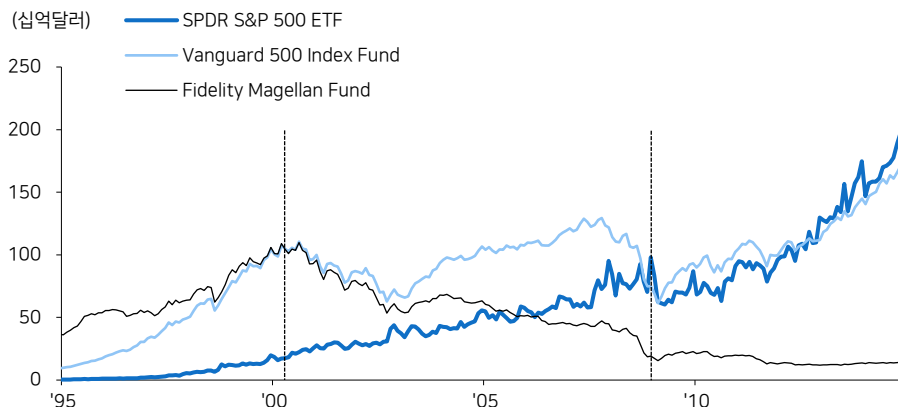
sanghyeon.lee@meritz.co.kr

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.

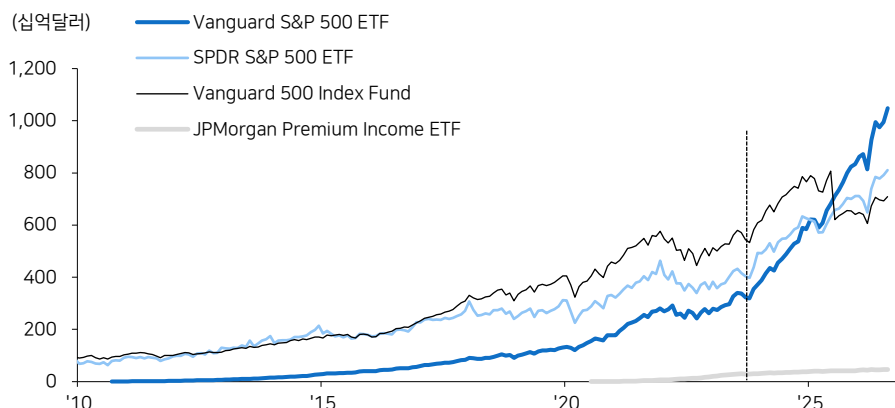
2008년 금융위기는 이러한 상품 구조의 차이를 더욱 부각시켰다. 금융위기 이후 시장이 회복되는 과정에서 인덱스 펀드와 ETF 모두 자산이 빠르게 증가했지만, 신규 자금이 향하는 중심은 점차 ETF로 이동했다. 투자자가 원하는 것은 더 이상 단순히 ‘패시브 운용’만이 아니었다. 같은 시장수익률을 제공한다면 거래가 편하고, 투명하며, 비용이 낮은 상품을 선호하기 시작했다.

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.

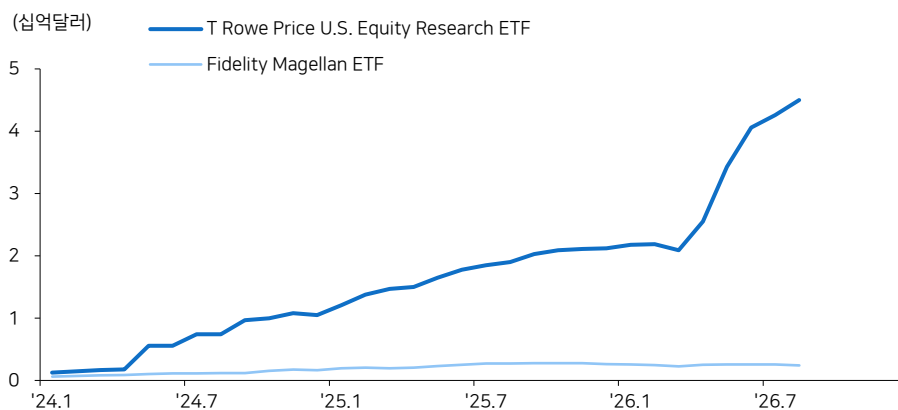
그러나 미국 비투명 ETF의 성장은 아직 제한적이다. 투자자들이 ETF에서 원하는 핵심적인 특성 중 하나가 바로 투명성이기 때문이다. 오히려 시장은 완전투명 액티브 ETF를 빠르게 받아들이고 있다.

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.

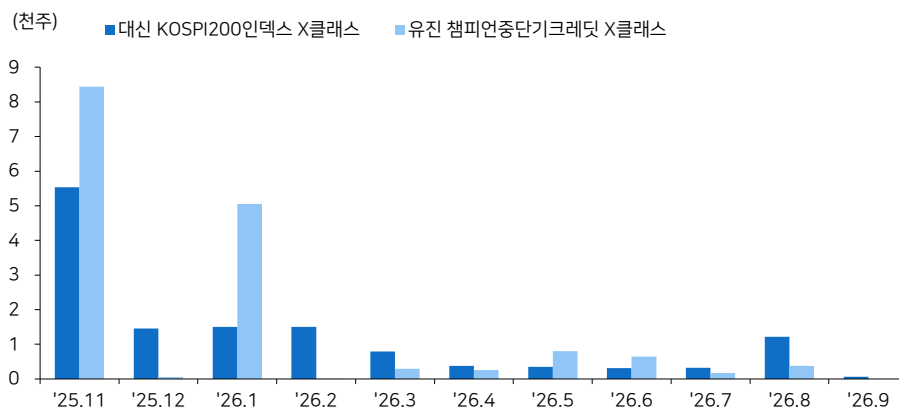
다만 출시된 X클래스는 대신KOSPI200인덱스와 유진 챔피언중단기크레딧 두 상품에 불과하다. 대형운용사의 경우 기존 공모펀드의 상장 보다는 새로운 ETF 상품 개발에 역점을 두었다. 시장 흥행에 실패하며 공모펀드 상장클래스는 거래량이 크게 감소했다.

그림4 공모펀드의 ETF화: 상장클래스(X Class) 시가총액



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림5 공모펀드의 ETF화: 상장클래스(X Class) 월평균거래량



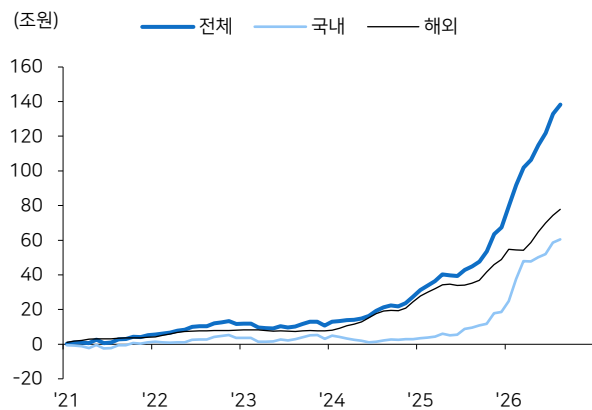
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

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.

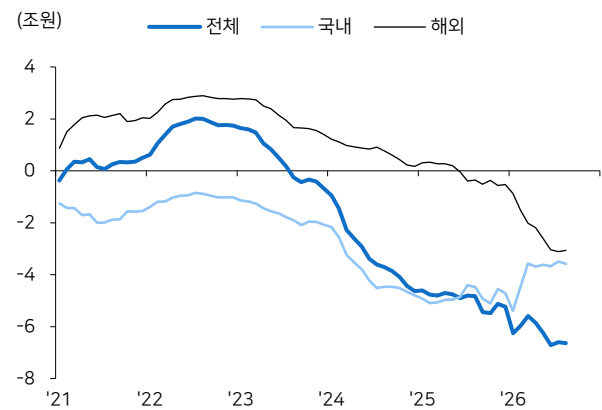
기존 공모펀드의 상장클래스 도입이 부진한 반면, 액티브 ETF는 꾸준히 성장해 합산 시총 30조원을 돌파한 바 있다. 다만 최근 기초지수와 상관계수 제약(패시브 0.9 이상, 액티브 0.7 이상)이 액티브 ETF의 발을 묶고 있는 형국이다. 해당 규제의 완화가 액티브 ETF 시장 활성화 및 대형주 아웃퍼폼의 흐름을 이어갈 것으로 보인다.

그림6 주식형 공모펀드 자금 누적 순유입: ETF포함



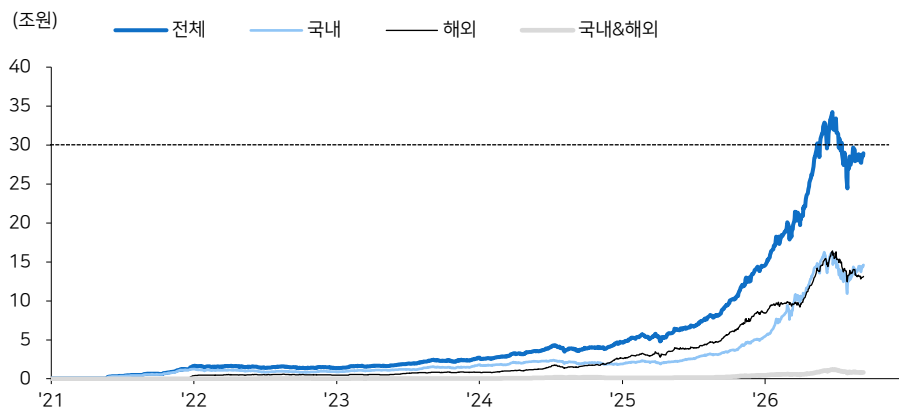
자료: 금융투자협회, 메리츠증권 리서치센터

그림7 주식형 공모펀드 자금 누적 순유입: ETF제외



자료: 금융투자협회, 메리츠증권 리서치센터

그림8 주식형 액티브 ETF의 성장: 합산 시총 30조원 돌파



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

- 본 조사분석자료는 제3자에게 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.
