OPINION

선임연구위원
남길남

무기한선물의 제도권 편입과 파생상품시장의 변화*

무기한선물은 만기가 없는 선물계약으로 월물 교체가 필요하지 않고 거래 유동성을 단일 계약에 집중할 수 있다는 장점으로 가상자산시장에서 빠르게 성장하였다. 특히 2026년 들어 무기한선물은 주식·주가지수 ETF 등 전통적 파생상품 기초자산으로 영역을 넓히고 있으며 미국에서는 비트코인 무기한선물이 정식 선물계약으로 승인되면서 제도권에 편입되었다. 무기한선물의 성장세는 정기적인 롤오버 거래와 제한된 거래시간을 전제로 발전해 온 전통적 파생상품거래소의 거래방식과 수익구조에 변화 압박을 가하고 있다. 국내에서도 무기한선물에 대한 대응 방안을 마련해야 한다. 국내 주식 관련 역외 무기한선물의 성장에 따른 국내 투자자 보호 대책이 필요하며 주요 글로벌 파생상품거래소의 무기한선물 대응을 참조해서 국내 파생상품시장의 경쟁력을 유지할 수 있는 전략 수립이 요구된다.

가상자산시장에서 발달한 무기한선물(perpetual futures)은 2026년 들어 개별주식, 주가지수 ETF 등 전통적 기초자산으로 영역을 확대하고 있으며 미국에서 장내파생상품으로 정식 승인되면서 국제적 영향력이 커지고 있다. 이에 본고에서는 무기한선물의 개념과 가격구조를 알아보고 최근 이슈를 중심으로 무기한선물의 파생상품시장 파급 효과와 대응 방안에 대해 논의해 보고자 한다.

무기한선물이란?

무기한선물은 예정된 최종 만기 없이 기초자산의 가격변동에 대한 노출을 제공하는 파생계약을 통칭한다. 1992년 예일대학교 로버트 실러 교수는 거래가 드물거나 표준화되어 있지 않은 실물자산의 가치를 파악하기 위해 무기한선물을 제안하였다.[1] 실러 교수는 부동산, 비상장 기업처럼 직접 관측하기 어려운 자산가치를 시장에서 발견할 수 있는 무기한선물을 고안했다.[2] 당시 무기한선물은 배당 · 임대료 등 지속적인 현금흐름에 대한 청구권 형식이었기에 특정 만기보다 현금흐름과 정산구조가 중요했다.

---

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

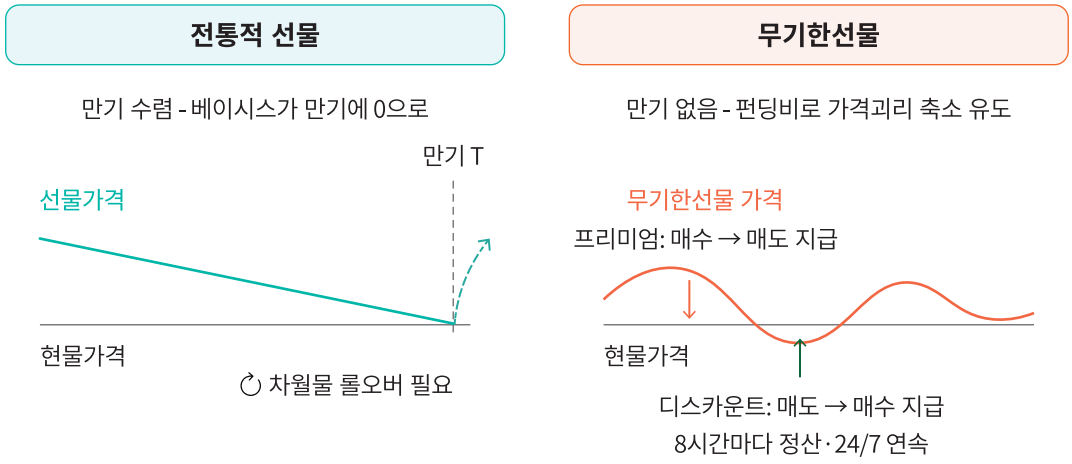
1) 실러 교수의 이론적인 무기한선물 제안 외에도 20세기 홍콩의 금·은 거래에서 하루짜리 선물계약이 매일 자동 연장되는 거래 방식이나 1990년대 초 런던에서 등장한 차액결제거래(CFD)는 모두 지속적으로 기초자산에 대한 가격 노출을 이어갈 수 있다는 점에서 무기한선물과 유사하다고 할 수 있다.

2) 실러 교수의 무기한선물에 대한 구체적 내용은 Journal of Finance 1993년 7월호 Measuring asset values for cash settlement in derivative markets: hedonic repeated measures indices and perpetual futures에서 확인할 수 있다.

무기한선물의 상품화와 가격구조

실러 교수의 무기한선물과 유사한 구조는 2016년 5월 가상자산거래소 BitMEX가 기존 비트코인 선물의 대안으로 비트코인 무기한선물을 출시하면서 상품화되었다.[3] 당시 BitMEX는 후발 가상자산 거래소로서 개인투자자들이 선물계약을 만기 시점에 그다음 만기의 선물계약으로 롤오버하는 거래방식에 어려움을 느끼고 있으며 여러 만기물로 유동성이 분산된다는 점에 착안해 만기가 없는 비트코인 무기한선물을 개발하였다. BitMEX는 현물과 무기한선물 간 가격괴리를 축소하는 방안으로 가격괴리의 시간가중 평균과 금리 요소로 펀딩비율을 산출한 뒤 포지션 가치에 이 비율을 적용한 펀딩비를 매수자와 매도자 간에 서로 주고받게 하였다. 또한 BitMEX는 최대 100배의 레버리지와 24시간 · 주 7일 연속 거래를 결합했는데(두 요소 모두 무기한선물에만 가능한 것은 아니다), 이 구조가 레버리지 투자를 선호하는 투자자를 겨냥한 표준적 무기한선물의 원형이 되었다.

〈그림 1〉 전통적 선물과 무기한선물의 가격구조 개념도



주: 무기한선물의 가격구조는 BitMEX의 무기한선물 참조

무기한선물의 영역 확장과 제도권 편입

2017년부터 가상자산 시장에서 무기한선물이 표준적인 상품으로 자리 잡으면서 다수의 가상자산 거래소에서 가상자산 무기한선물을 출시하였다. 그런데 기존 코인증거금 체제에서 가상자산 하락기에 담보 가치가 함께 떨어져 청산위험이 커지는 문제가 있었다. 2019~2020년부터 USDT(달러 스테이블코인 테더) 증거금 · 정산 방식의 무기한선물이 확산되면서 코인 담보의 가치변동과 복잡한 손익 계산에 따른 참여 부담이 완화되었다. 또한 무기한선물의 USDT 채택으로 공통 담보를 이용한 다종목 거래가

3) 두 구상은 만기가 없는 계약이라는 점에서 공통점이 있지만 실러 교수는 비유동적 자산의 가격발견에 BitMEX는 만기 관리 부담의 완화와 거래 유동성의 집중에 초점을 맞추었다.

쉬워져 시장 확대에 기여하였다.

특히 2026년 들어서는 무기한선물시장이 전통적 기초자산과 제도권 시장으로 영역을 확장하고 있다. 세계 최대 가상자산거래소 바이낸스는 주식, ETF, 귀금속, 산업금속, 에너지 등 전통적 선물계약의 기초자산을 대상으로 무기한선물 카테고리 'TradFi Perpetual Futures' 서비스를 출시해 1월 금·은을 시작으로 이후 개별주식, 주가지수 ETF 등으로 확대하고 있다.

또한 무기한선물의 제도권 편입에도 큰 진전이 있었다. 미국 파생상품 규제당국 CFTC는 2026년 5월 29일, KalshiEX의 비트코인 무기한선물을 장내파생상품으로 승인하였다. CFTC의 무기한선물 승인 과정에서 주요 쟁점은 만기가 없는 계약을 선물계약으로 볼 수 있는가였는데 KalshiEX는 만기일 또는 최종결제일이 선물계약의 필수조건이 아니며 무기한선물도 장래의 이행의무와 미래에 결정되는 가치에 의한 계약으로 선물계약의 속성인 미래성(futurity)이 있다고 주장하였다.[4] 이에 대해 CFTC는 비트코인 무기한선물이 법령을 위반하지 않았다고 판단하였으며 추가적으로 비트코인 현물이 여러 시장에서 폭넓게 분산되어 24시간 거래되므로 기준가격을 연속적으로 관측할 수 있고, 비트코인 현물시장의 유동성이 깊어 참조가격의 조작이 어렵고, 무기한선물과 현물 간 차익거래가 가능한 점을 언급하였다.[5]

파생상품거래소의 대응 방향

CFTC의 비트코인 무기한선물 승인은 전통적 파생상품시장에 큰 충격을 주었다. 기존 선물거래에서는 만기마다 롤오버가 주기적으로 발생하여 파생상품거래소가 이에 따른 거래수수료 수입을 안정적으로 얻을 수 있었는데, 이러한 수익구조가 위협을 받게 되었다. 또한 무기한선물의 일반적 거래환경으로 자리 잡은 24시간·주 7일 연속 거래 방식도 전통적인 거래시간과 청산 및 결제방식의 변화를 불러올 수밖에 없다. CFTC의 비트코인 무기한선물 승인 다음 거래일인 6월 1일 미국 주요 파생상품거래소 CME, Cboe, ICE의 주가가 각각 -5.8%, -9.8%, -2.0%로 하락하면서 주요 파생상품거래소의 주가가 동반 약세를 보였다(〈그림 2〉 참조). 이는 새로운 경쟁 가능성에 대한 투자자의 우려가 주가에 반영됐을 가능성을 시사한다.[6]

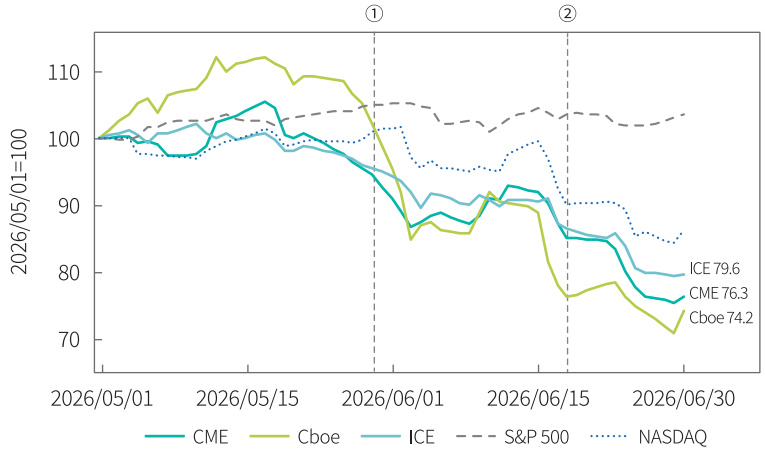
---

4) 그밖에 KalshiEX는 비트코인 무기한선물이 동일한 고정 계약단위와 조건으로 표준화되어 거래되고, 동일 조건의 계약을 반대거래로 포지션을 종료할 수 있고, 중앙청산소(CCP)의 계약경개(novation)를 통해 계약이행이 보장되고, 증거금이 있고, 위험이전 목적으로 거래되며, 인가받은 중앙화된 거래소에서 거래되고, 개인투자자를 비롯한 일반 대중에게 제공된다는 점을 선물계약의 근거로 제시하였다.

5) 또한 CFTC는 이번 승인절차의 분석이 디지털상품 이외의 기초자산군을 참조하는 무기한선물에 대해서는 적용되지 않음을 명확히 하였는데 구체적으로 농산물은 특히 무기한선물에 부적합할 가능성이 높으며 개별주식 등 증권 무기한선물은 CFTC와 SEC 모두의 검토가 바람직하다고 적시하였다.

6) 승인 전일 5월 28일부터 6월 29일까지 CME -21%, Cboe -33%, ICE -17%의 하락세를 보였다. 다만 같은 기간 무기한선물의 영향을 상대적으로 덜 받는 나스닥거래소의 주가도 약세를 보여 CME, ICE, Cboe 주가 하락이 무기한선물 승인 한 가지 요인 때문만이라고 단정할 수는 없다. 한편 Cboe의 주가 하락이 더 컸던 것은 무기한선물 승인으로 인한 경쟁 환경 변화에 Cboe가 더 취약한 것으로 해석할 수 있다.

〈그림 2〉 무기한선물 승인 전후 미국 주요 파생상품거래소의 주가 변화



주 : 1) CME, Cboe, ICE, NASDAQ은 각 거래소 또는 모회사 주가를 의미함
2) ① 5/29 CFTC 비트코인 무기한선물 승인, ② 6/18 CME 제소
자료: Yahoo Finance 일별 종가(배당 미반영) 기준

전통적 파생상품거래소들은 급부상하는 무기한선물에 대해 2025년부터 다양한 방식으로 대응하고 있다. 첫째, 무기한선물의 선물 분류와 승인절차의 적법성을 다투는 법적 대응이다. CME는 KalshiEX의 해당 무기한계약이 정해진 미래 시점의 최종 인도·현금결제 의무가 없다는 이유로 선물이 아니라 스왑 계약이라고 주장하며 2026년 6월 18일 CFTC 승인 명령에 대해 소송을 제기하였다.[7] 둘째, 무기한선물의 일부 특징을 반영한 장기 만기 상품의 도입이다. CME는 2025년 6월 비트코인·이더리움과 미국 4대 주가지수를 대상으로 현물가격 기준으로 호가되는 롤오버 없이 최장 5년(초기 발표 기준) 보유할 수 있고 일일 금융비용 조정 방식의 소액·장기물 선물 'Spot-Quoted Futures'를 상장하였다. Cboe도 2025년 말 비트코인·이더(Ether)를 대상으로 펀딩 방식의 일일 금융비용 조정을 하는 만기 10년의 장기 선물을 상장하였다. 이는 무기한선물의 편의성을 채택하면서 동시에 기존 선물의 계약 및 청산체계를 유지하는 대응이라고 할 수 있다. 셋째, 거래시간의 확대이다. CME는 2026년 5월 29일부터 가상자산 선물·옵션, 7월 24일에는 1온스 금선물, 9월 11일에는 100온스 은선물의 거래시간을 24시간·주 7일로 확장함으로써 무기한선물과 같은 연중무휴 거래를 일부 장내파생상품에 도입하였다. 넷째, 라이선스 또는 지분 제휴를 통한 수익화이다. ICE는 2026년 3월 가상자산거래소 OKX에 대한 전략적 지분 투자를 발표했으며 7월 2일 OKX가 ICE 브렌트·WTI 벤치마크를 기준가격으로 한 원유 무기한선물을 출시했는데, ICE는 이를 통해 새로운 벤치마크 라이선스 사업과 고객 접점을 확보하는 방식으로 대응하고 있다. 다섯째, 무기한선물의 상장이다. 전통적 증권·파생상품거래소인 싱가포르거래소(SGX)는 2025년 11월 24일 비트코인·이더리움 무기한선물을 출시하였다.

7) 이에 대해 9월 2일 CFTC의 CME 소송 각하 신청이 이어졌다.

국내 대응 필요성

무기한선물의 제도권 편입이 일방적으로 신규 거래소의 승리로 이어진다고 단정할 수는 없다. 역외 시장에서 제공되는 높은 레버리지가 제도권 상품에 그대로 적용되는 것은 아니며 장내파생상품의 안정적인 중앙청산체계나 기초자산에 대한 벤치마크 정보가 기존 파생상품거래소의 경쟁력으로 작동할 수 있기 때문이다. 그럼에도 불구하고 무기한선물의 제도권 편입은 파생상품시장의 만기별 롤오버와 특정 시간에만 거래해야 하는 거래시간의 제약[8] 등 거래방식과 수익구조를 변화시킬 가능성이 있기에 국내에서도 대응 방안 마련이 필요하다.

아직 국내 가상자산거래소에서는 무기한선물이 거래되지 않고 있으며 국내 장내파생상품 출시 움직임도 표면화되지 않고 있다. 그러나 바이낸스의 TradFi 등 역외 가상자산거래소에 상장된 삼성전자·SK하이닉스 및 한국 관련 주가지수 ETF 고배율 무기한선물시장이 빠르게 성장하고 있어 국내 투자자 보호 필요성이 커지고 있다.[9] 역외 가상자산 거래와 관련해서는 그동안 특정금융정보법을 근거로 미신고 가상자산사업자의 국내 영업에 대해 규제했지만 가상자산이 아닌 주식 · 주가지수 ETF 무기한선물의 경우 금융투자업 규제와 투자자 보호 규제가 필요하다. 현행 자본시장법에서는 무기한선물이 파생상품으로 명시적으로 열거되어 있지 않지만 먼저 계약구조 또는 경제적 실체[10]에 따른 파생상품 포섭 가능성을 검토하고 필요하다면 만기가 없거나 기한이 연장되는 파생계약을 자본시장법 시행령 개정을 통해 파생상품으로 추가하는 입법 보완책을 마련해야 할 것이다.

또한 무기한선물의 장내파생상품시장 도입에 대해서도 제도적 준비가 필요하다. 역외 시장에서 연속적으로 거래되는 한국 주식 관련 무기한선물이 더욱 활성화되면 자칫 가격발견 기능이 해외로 분산되어 국내 시장의 가격발견 기여도와 주문 집중도가 낮아질 수 있다. 따라서 무기한선물에 대한 파생상품거래소의 대응 사례를 참조하여 무기한선물의 출시가 아니더라도 현행 제도에서도 가능한 장기만기 상품의 상장, 거래시간의 확대, 경우에 따라서는 벤치마크 정보 수익화 등 국내 파생상품시장의 경쟁력을 유지할 수 있는 전략 수립이 요구된다.

---

8) CFTC 마이클 셀리그 위원장은 비트코인 무기한선물 승인 당일 '전통적 선물계약은 야간과 주말에 닫히는 시장을 위해 설계되었다'고 언급하였다.

9) 2026년 8월 12일 유진투자증권 보고서에 따르면 2026년 2월 19일부터 8월 8일까지 글로벌 역외 가상자산거래소 11곳에서 거래된 한국 개별주식 무기한선물의 누적 거래대금은 약 1,760억달러였다. 이 중 SK하이닉스 연동 계약의 거래대금은 약 1,610억달러로 전체의 약 92%를 차지했으며, 삼성전자는 144억달러, 현대차는 5억3,000만달러였다. 일부 상품의 최대 레버리지는 50배에 이르고 있다.

10) EU 금융규제당국 ESMA는 2026년 2월 무기한선물이 CFD 정의에 부합하면 관련 규제 대상일 가능성이 높다고 밝혔는데 이는 무기한선물의 경제적 실체를 따져 기존 금융 상품의 규제를 적용할 수 있다는 의미이다.