



미국달러선물 상장 후 10년의 평가*

연구위원 이인형

올해는 미국달러 통화선물이 한국거래소에 상장된 지 10년이 되는 해이다. 그동안 거래량이 꾸준히 증가하여 개장 당시 일평균 864억원이던 거래대금이 금년 1분기에는 2.7조원으로 크게 증가했다. 이 정도의 규모는 상장 통화선물로는 거래대금 기준으로 아시아에서 최대 규모이다. 거래되는 내용측면에서도 기관들의 헤지성 거래 및 단기 유동성 거래가 적절하게 취급되어 상품 본연의 역할을 충실하게 수행하였다. 이러한 성장의 배경에는 경제적 수요의 증가를 제도적으로 뒷받침한 거래소의 노력도 한몫하였다. 본고에서는 미국달러 통화선물 시장의 성장 배경을 구체적으로 되짚어 보고 동 시장이 국내 외환시장에서 수행하는 역할의 의미와 향후 발전 방향에 대해 논의해 보기로 하겠다.

경제적 수요 확대

舊 한국선물거래소는 2001년 12월에 장외선물환 수요의 일부분을 장내로 통합하기 위해 협의대량거래제도를 도입하였다. 협의대량거래는 장외시장의 상대매매와 장내시장 청산결제의 장점을 결합한 거래방식으로, 경쟁적

래로 처리하기 곤란한 대량물량을 시장충격 없이 신속하고 원활하게 처리할 수 있도록 하기 위한 제도이다. 협의대량거래는 시행 후 몇 년간 전체 거래에서 차지하는 비중이 별로 높지 않았다. 그러나 2006년 이후부터 국내 운용사들이 환헤지 수요의 일환으로 협의대량거래를 외국환은행들과 사용하면서 전체 거래량의 30~50%를 차지하는 등 미국달러 통화선물의 성공적 정착에 기여했다. 외국환은행들은 운용사들과의 신용한도설정 제약에 따른 지급결제 불이행 위험을 거래소 일일결제기능을 통해 완화할 수 있게 됨으로써 운용사의 실질적인 환헤지 수요를 충족시킬 수 있었던 것이다. 원화의 대 달러 환율이 절상추세를 보였던 2002~2007년 동안에 전체 거래 주체들 중 투신권의 비중이 0.9%에서 27.5%까지, 그리고 은행권의 비중이 33.4%에서 42.6%까지 증가한 것은 경제적 니즈와 제도적 유연성이 상장 상품의 성공에 얼마나 중요한 것인가를 보여주는 사례라 할 수 있다.

변동성 확대와 상품 효용성

원달러 환율 움직임의 특징 중 하나는 변동성 점프에 있다. 원달러 시장이 평상시에는 잠잠하다가 대내외 충격 발생 시에는 변동성

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



이 급격히 높아진다. 원달러 환율의 연율화된 변동성은 1999~2007년 동안에는 평균 7.65%였으나 2008~2009.1Q의 기간에는 평균 31.63%로 급증하였다. 변동성의 증가는 선물거래의 상품성을 높여준다. 이는 변동성 급증시기인 최근 2년 동안에 개인의 시장 참여 비율 및 일평균 활동계좌수가 모두 3배 이상 증가했다는 사실로 확인할 수 있다. 또한 동 기간 거래 회전율도 3배 가까이 급증하여 거래량의 상당 부분이 단기 유동성 거래와 관련이 깊음을 알 수 있다. 같은 기간에 전체 경쟁거래에서 선물회사들이 차지하는 비중이 33~40%에 달한 점으로 비추어볼 때 주로 개인과 선물회사들이 단기 유동성 공급의 주체였음을 알 수 있다.

한편 통화선물의 가격은 거래소 규정에 따라 상하 4.5%의 가격제한폭이 적용된다. 가격제한폭 적용은 선물가격의 급격한 변동에 따른 투자자 보호차원의 제도지만 원달러 현물환율은 가격제한폭이 적용되지 않는다는 점에서 환위험 헤지 상품으로는 문제점을 내포하고 있다. 실제로 2008년 하반기 급증한 현물환율의 변동성을 거래소 선물환율의 변동성이 제대로 추적하지 못하는 것으로 나타났다. 좀 더 세밀한 관찰을 해보면, 헤지효용성 측면에서는 원달러 통화선물이 현물환율 변동의 73.7% 만을 제거하는 것으로 나타나고 있다. 외환시장이 장기 추세에 따라 안정적으로 변하는 상황에서는 가격제한폭의 설정이 헤지의 효용성을 저해하지는 않지만 시장 충격 시에는 문제가 될 수 있다. 헤지에

대한 수요가 변동성이 급증할수록 늘어날 수 있다는 점에서 가격제한폭이 헤지효용성에 미치는 영향에 대해서는 추가적인 검증이 필요하다 하겠다.

전 세계 달러선물시장의 현황

2008년 전 세계 거래소 선물거래에서 통화선물이 차지하는 비중은 6.8%에 지나지 않는다. 대부분이 주식이나 채권 관련 선물거래이다. 이는 환 관련 선물거래의 대부분이 장외거래로 이루어지기 때문이다. 그러나 2004~2008년 중 통화선물 거래량은 연평균 45% 정도로 빠르게 증가하는 특성을 보이고 있다. 이는 세계 경제의 글로벌화 진전과 이에 따른 환율의 변동성 확대로 상품성이 증대되었기 때문이다. 또한 CME 등 전통적 통화선물시장 외에 RTS(러시아), TURKDEX(터키), ROFEX(아르헨티나), MICEX(러시아) 등 신흥 거래소들의 미니상품 도입으로 투자자의 접근성이 제고된 것도 거래소 거래 증가의 주요 요인이라 할 수 있다. 미니상품이란 계약당 거래단위가 낮아서 개인들의 참여가 손쉬운 상품을 말한다. 한국거래소도 계약당 거래단위를 올해 4월 27일 50,000에서 10,000 단위로 낮춘 바 있다. 이렇게 거래단위를 낮춘 것은 거래 접근성을 제고하여 개인들의 참여를 높이기 위함이다.

통화선물시장의 역할확대 필요

작년의 국내 원달러 장외 선물환시장의 규모는 일평균 95.1억 달러였다. 이에 비해 거래



소 상장 원달러 통화선물의 경우는 13.7억 달러로 장외거래의 약 14% 수준이다. 원달러 환율변동에 따른 위험을 헤지하려고 하는 주체들이 조선사들과 같은 대기업들이고 이들은 외국환은행들과 주로 장외에서 선물환 거래를 한다. 거래소의 유동성은 이러한 대규모 선물환 거래를 소화하기에는 충분하지 않고, 또한 선물계약의 만기일이 표준화 되어 있어 헤지 수요자들이 굳이 베이스 위험을 감수하면서 거래소의 선물 계약을 몰오버하지는 않을 것이다. 또한 신용한도가 설정될 수 있는 한, 굳이 통화선물 거래의 일일결제에 따른 현금 관리에 신경 쓰고 싶지는 않을 것이다.

반면에 중소기업의 입장에서는 거래소 통화선물이 현실적인 환헤지 상품이 될 수 있다. 이는 대부분의 중소기업이 자사의 신용도만으로는 외국환은행으로부터 담보의 요구 없이 장외거래 상대방으로 인정받기 어렵기 때문이다. 설령 중소기업이 담보를 제공하면서 외국환은행과 선물환 계약을 맺는다 하더라도 그 기회비용이 통화선물 계약 시 필요한 증거금의 기회비용보다 클 수도 있다. 또한 KIKO 사태의 경험에서 알 수 있듯이 수수료 수입이 우선인 금융기관과의 장외거래 시 비대칭 정보력에 의한 불투명한 거래에 유인될 수 있다. 다만 거래소 통화선물의 정형화된 거래조건은 헤지효과의 효율성을 떨어뜨리는 요인이 될 수 있기 때문에 거래소 입장에서는 보다 유연한 거래 제도를 도입할 필요가 있다. 거래소 통화선물 거래에서 수출입업체가 차지하는 비중이 아직 6% 내외라는 점을 고려할

때 거래 접근성 제고를 통해 중소 수출입업체들의 참여를 유도할 필요가 있는 것이다.

전향적 제도개선의 필요성

실제로 한국거래소는 제도개선을 통해 장내 및 장외거래의 장점을 결합하는 방향으로 통화선물시장의 진화를 도모하고 있다. 즉, 중소기업의 비정형화된 환수요 및 공급에 대응하면서 중앙 청산 및 결제 기능이 가져다주는 안정성을 결합할 수 있는 조기실물인수도(EFP)제도와 플렉스(FLEX)선물거래를 다음 달에 도입할 예정이다. EFP는 선물계약 만기 이전에 조기 인수가 필요할 경우 보유하고 있는 외환 실물로 직접 선물계약의 조기 청산을 가능하게 한다. 만기 이전 인수도가 불가능할 경우 외화보유자는 보유외화를 현물환시장에 매도하고 선물포지션은 선물시장에서 반대거래하는 이중 거래비용 및 베이스 위험이 뒤따르게 된다. 시장 변동성이 커질 경우 베이스 위험이 커질 수 있기 때문에 변동성이 큰 장에서 더욱 유용한 제도가 될 수 있다.

FLEX제도는 거래자들이 최종거래일 및 최종결제방식을 자유롭게 선택할 수 있는 제도이다. 현행 장내 통화선물의 경우 만기, 결제방식 등 거래조건이 표준화되어 있어 다양한 거래수요의 장내 유치에 어려움이 있는 점을 해결하기 위한 조치이다.

양 조치 모두 기업들이 환위험 관리를 보다 정교하고 효율적으로 수행할 수 있도록 도와준다. 거래소 역할에 있어서 중요한 진화과정이라 평가할 수 있다. 다만 좀 더 제도개선



의 취지에 맞게 다음과 같이 제도 보완을 전향적으로 검토할 필요가 있을 것이다. 첫째, EFP의 경우 기존의 상장 달러스프레드 거래의 성공에서 얻은 경험을 바탕으로 현-선 스프레드 호가창을 만들어 참여자들이 자유롭게 거래할 수 있게 하면 거래의 활성화에 도움이 될 것이다. 둘째, 거래당사자 모두 선물 포지션이 있는 경우에만 허용하는 거래신청 제한 조건을 완화하여 모든 거래자가 참여할 수 있게 할 경우 장내에서 실질적으로 외환스왑이 거래되는 효과가 생기게 될 것이다. 은행들이 형편에 따라 장외에서 형성하던 스왑포인트가 거래소 상장 달러스프레드의 호가들과 비교되면서 어느 정도 효율화된 점을 고려할 때, EFP의 활성화도 효율화에 기여할 것으로 생각된다. 마지막으로 직전 약정가격의 0.5% 이내로 한정하고 있는 당사자 간 가격 설정 범위를 완화해서 헤지의 효율성을 도모할 수 있도록 하는 것이 원래 EFP 취지에 부합될 것이다. 제도개선 이후 더욱 확대된 미국달러 통화선물 시장의 역할을 기대해 본다.