

# 통화선물거래 도입에 관한 연구

閔 相 基\*

## 《目 次》

- |                                   |                                    |
|-----------------------------------|------------------------------------|
| I. 서 론                            | IV. 통화선물거래 도입을 위한 선결과제             |
| II. 통화선물거래의 의의 및 통화선물<br>시장의 발전역학 | 1. 외환시장 규모의 확대를 위한 과제              |
| 1. 통화선물거래의 의의                     | 2. 원/달러 환율의 변동성 관리                 |
| 2. 통화선물시장의 발전역학                   | 3. 외환시장의 시장구조에 대한 연<br>구를 통한 효율성제고 |
| III. 통화선물거래 도입의 여건 검토             | 4. 외환시장과 자금시장과의 연계강<br>화를 위한 과제    |
| 1. 외환시장의 규모                       | 5. 통화선물거래 도입과 금융선물거<br>래소 설립       |
| 2. 환율의 변동성                        | V. 결 론                             |
| 3. 외환시장의 효율성                      |                                    |
| 4. 현물가격과 선물가격의 정상적<br>인 관계        |                                    |

## I. 서 론

96년 한국증권거래소에서 주가지수선물거래가 시작됨에 따라 우리나라에서도 선물거래라는 새로운 거래방식이 도입되었다. 선물거래란 대상 상품의 인도는 특정한 미래시점에 일어나지만 그 인도가격을 현재시점에 확정을 하는 거래로서 현물의 가격의 변동이 큰 경우 가격위험을 관리하기 위한 수단으로서 외국에서는 이미 오래 전에 도입된 거래방식이다. 세계화를 통한 국제경쟁력 제고를 국정의 최고 목표로 삼고 있는 우리나라에서 금융산업의 국제경쟁력이 낮아 실물경제의 국제경쟁력 제고에 언제나 걸림돌이 되고 있다는 국내외의 지적이 많았으나, 이제 금융선물의 하나인 주가지수선물거래가 도입됨에 따라 금융산업의 국제경쟁력도 제고될 것으로 기대된다.

선물거래란 현물의 가격변동이 큰 경우 그 대상이 어떤 상품이든 적용될 수 있는 거래방식으로서 금융상품을 대해서는 이미 가격변동이 큰 단기금리, 채권, 통화 등에 대한 금

\* 서울대학교 經營大學 教授

음선물이 외국에서 활발하게 거래되고 있다. 우리나라도 마찬가지로이지만 외국에서도 환율과 금리에 대해서 과거에는 정부의 규제가 심해서 가격변동이 제한되었기 때문에 선물거래의 필요성이 적었으며, 따라서 선물거래는 주로 농산물, 광산물 등을 대상으로 이루어져 왔었다. 그러나, 1971년 8월 닉슨 성명을 계기로 브레튼우드 협정체제가 붕괴되어 환율의 변동성이 커짐에 따라 미국에서 금융선물로서는 통화선물이 처음으로 도입되었고, 1970년대 중반부터 금리자유화가 추진됨에 따라 채권선물도 도입되었으며, 1980년대 들어와 주가지수선물거래가 도입되었다. 우리나라는 아직 농산품에 대한 선물거래가 없을 뿐만 아니라 금융선물거래에서도 주가지수에 대한 선물거래가 먼저 도입이 되어, 외국보다 선물거래의 도입이 상당히 늦었을 뿐만 아니라 선물거래의 도입순서도 다른 양상을 보여주고 있다.

통화선물이란 환율을 대상으로 하는 선물거래를 지칭한다. 우리나라에서도 1990년 3월부터 시장평균환율제를 채택되어 환율의 변동성이 커짐에 따라 국제거래가 많은 기업들의 경우 환율변동이 기업의 손익에 미치는 영향이 커지게 되었다. 따라서, 이러한 환위험을 관리하는 수단으로서 통화선물 도입의 필요성이 거론되고 있다. 정부에서도 96년 선물거래법을 제정하고, 이에 따라 선물기획단을 구성하여 우리나라에 통화 및 금리에 대한 선물거래 도입을 위한 제도 수립을 검토하고 있다.

이에 본고에서는 2장에서 통화선물거래의 의의 및 통화선물시장의 발전연혁을 살펴보고, 3장에서는 우리나라에서 통화선물을 도입하기 위한 여건을 검토한 후, 4장에서 통화선물이 빠른 시일 내에 성공적으로 도입되기 위한 정책적 과제를 제시하고자 한다.

## Ⅱ. 통화선물거래의 의의 및 통화선물시장의 발전연혁

### 1. 통화선물거래의 의의

외환시장에는 현재시점(통상적으로 2 영업일 후)에 외환을 인도하는 현물거래(Spot Exchange)와 미래 특정시점에 외환을 인도하되 그 인도가격을 현재시점에 결정하는 선물거래(Currency Futures or Forward Exchange), 미래 특정시점에 외환을 현재시점에 미래 결정한 행사가격에 거래를 할 수 있는 옵션거래(Currency Option), 특정통화로 표시된 외화부채 또는 자산을 다른 통화표시로 된 외화부채 또는 자산과 교환하는 통화스왑거래(Currency Swap)가 있다. 현물거래는 우리나라 등 몇 개국을 제외하고는 장외거래의 형태로 이루어지고 있으나, 선물거래와 옵션거래는 거래소거래(장내거래)와 장외거래가 대부

분 나라에서 공존한다. 선물거래 중 거래소에서 거래되는 외환선물을 통화선물(Currency Futures)이라 부르며, 은행창구 등 장외에서 거래되는 외환선물을 선물환(Forward Exchange)이라 부른다. 장외선물거래를 일본의 용어를 빌어 先度換이라고 부르는 경우도 있으나, 장외선물거래 또는 선물환이라고 부르는 것이 보다 타당하다. 선물환거래는 다시 단독선물환(Outright Forward)과 동일한 액수의 현물환과 선물환, 또는 선물환과 선물환을 만기만 틀리면서 반대방향으로 동시에 거래를 하는 선물환스왑(Forward Swap)이 있다. 단독선물환은 현물환율의 가격위험을 관리하거나 투기하는 거래로서 외환거래의 일종이나 선물환스왑은 두 개의 외환거래를 하고 있으나 환위험없이 이자율차이의 위험을 관리하는 이자거래라는 근본적 차이가 있다. 옵션거래는 대상상품이 현물환인 경우에는 장내거래와 장외거래가 공존하나 대상상품이 장내선물인 경우(Option on Currency Futures)에는 장내에서만 거래된다. 만기가 긴 외화부채의 통화교환을 하는 통화스왑은 대부분 장외에서 은행을 통해 이루어진다.

Rolling Spot, Currency Forward, FX Swap 거래는 1994년 시카고상업거래소(CME: Chicago Mercantile Exchange)에서 상장시킨 통화관련 선물거래로서 종래까지 장외거래에서만 거래되던 외환거래들을 장내거래화한 것이다. Rolling Spot 거래는 현물환거래를 장내거래화한 것으로서 계약을 보유하고 있는 동안의 환율변화에 대한 일일정산(Marking To Market)과 두 통화간의 이자율차이를 반영하는 일일조정(Daily Adjustment)으로 현물환거래를 하는

〈표 1〉 외환거래의 종류

거래형태		거래장소	
		장 외	장 내
현 물		현물환(Spot Exchange)	*Rolling Spot
선 물		단독선물환(Outright Forward) 선물환스왑(Forward Swap)	통화선물(Currency Futures) *Currency Forward *FX Swap
옵 션	현물대상	통화옵션(Currency Options)	통화옵션(Currency Options)
	선물대상		통화선물옵션(Options on Currency Futures)
스 왑		통화스왑(Currency Swap)	

\* : 1994년 시카고상업거래소에 상장된 신상품

것과 비슷한 거래효과를 가져 오도록 상품이 설계되어 있다. Currency Forward 거래는 전통적인 장내선물(Futures)과 마찬가지로 만기월, 만기일이 표준화되어 있다. 그러나, 만기에 인도되는 외환이 현물환이 아니라 Rolling Spot이기 때문에 표준화된 만기와 개인적으로 원하는 만기가 틀리더라도 그 차이기간 중 거래를 Rolling할 수가 있으므로 마치 만기를 자유로이 정할 수 있는 Forward 거래와 성격이 비슷한 선물상품이어서 장내선물거래이면서도 Currency Forward라고 불린다. Currency Forward는 만기가 정해져 있으므로 일일조정 필요는 없으며 선물거래기간 중 일일정산으로 손익이 결정되는 점은 전형적인 선물거래와 동일하다. 시카고상업거래소(CME: Chicago Mercantile Exchange)에는 FX Swap이라고 불리는 별도의 선물상품이 있는 것은 아니다. 다만 Rolling Spot과 Currency Forward, 또는 만기가 상이한 두개의 Currency Forward 거래를 동시에 체결함으로써 마치도 장외거래에서 행하는 통화스왑과 비슷한 거래효과를 가져오도록 한다.

외환시장의 경우 여타 실물 또는 금융상품의 장외거래와는 달리 은행간 시장을 통한 효율적인 장외거래가 이루어지고 있어 현물거래는 물론이고 선물거래인 경우에도 장외거래의 규모가 장내거래의 규모보다 큰 것이 특징이었다. 그러나, 장외거래에서 상존하는 거래상대방의 신용위험(Credit Risk), 비싼 거래비용(Transaction Cost), 결제위험(Settlement Risk), 시장의 투명성문제(Market Transparency) 등의 문제를 장내거래에서 줄일 수 있다는 장점이 있으므로 앞으로의 시장성공여부가 관심을 모으고 있다.

## 2. 통화선물시장의 발전연혁

통화선물시장이 처음으로 개설된 것은 1971년 미국의 시카고상업거래소(CME: Chicago Mercantile Exchange)였다. 브레튼우드 협정의 붕괴로 환율의 변화 폭이 커짐에 따라 환위험을 관리하기 위한 수단으로 도입된 통화선물거래는 금융상품을 대상으로 하는 금융선물거래 중에는 역사가 가장 깊다. 그 후 미국 각지에서는 통화선물을 거래하는 선물거래소가 늘어났으나 외국에서는 1982년에 이르러서야 영국과 네덜란드에서 통화선물시장이 개설되었고, 1980년대 후반부터 기타 국가에서 통화선물거래가 도입되었다. 1996년 현재 미국, 일본, 영국, 캐나다 등 선진국 및 중진국이면서도 국제금융센터인 싱가포르, 홍콩은 물론이고 브라질, 칠레, 헝가리, 필리핀 등 우리나라보다 경제발전이 뒤진 나라들도 활발한 통화선물시장을 가지고 있다. 이자, 채권, 통화 및 주가지수 등을 대상으로 하는 금융선물거래 중에서 통화선물은 이자, 채권에 대한 선물거래보다는 규모가 적으나 주가지수에 대한 선물보다는 거래가 크다.

외환시장에서 차지하는 통화선물거래의 비중은 아직 높지 못하다. 국제결제은행이 세계 25개국의 중앙은행의 협조를 얻어 1992년 시점 외환시장의 규모 및 구조를 조사한 바에 의하면 조사한 바에 의하면 세계 외환시장의 규모는 일일거래량으로 볼 때 약 1조 달러이며 이중 현물환거래의 비중이 48.0%로 압도적이다. 선물거래로는 단독선물환, 선물환스왑 등 장내선물거래가 전체외환시장의 46%나 되어 현물시장과 거의 비슷한 규모인 반면 장내거래인 통화선물거래는 1.0%에 지나지 않은 극히 적은 규모이다. 장내선물거래 중에는 수출입 등에서 발생하는 환위험을 관리하기 위한 단독선물환거래의 비중은 7.0%에 지나지 않는 반면 환위험을 이자율차이의 위험으로 전환하는 선물환스왑의 거래비중이 39.0% 매우 높은 수준이다. 한편 외환관련옵션거래는 장내외거래를 합쳐 약 5%의 비중을 가지고 있다.

우리나라의 외환시장의 경우 그 규모도 적을 뿐더러 선물환거래의 비중은 극히 낮다. 한 때 현물환거래가 당일 결제일 때는 익일 선물환거래 등도 있어 선물환거래가 많은 듯도 했으나 최근 현물환거래를 익일 또는 국제관행에 따른 2 영업일 결제로 바꿈에 따라 선물환거래의 비중이 10%도 되지 않게 되었다.(<표 2>) 아직 우리나라에서는 금융선물거래소가 없어서 통화선물거래는 도입되지 않고 있으며, 장외선물의 경우에도 외국에서는 선물환스왑거래가 많은 반면에 우리나라에서는 단독선물환거래만 간헐적으로 일어나고 있다.

세계화를 표방하는 우리나라에서 외국과의 실물거래 및 자본거래는 급증하는 데에도 불구하고 이러한 국제거래에서 당연히 수반되는 환위험을 관리하기 위한 수단은 거의 존재

<표 2> 은행간 외환 거래 추이(일평균 기준)

(단위: 백만 달러)

	1994년	1995년		1996년 1/4	
		연 간	1/4		4/4
1. 현물환	1,133(54.8%)	1,833(92.5%)	1,939(91.6%)	1,694(94.7%)	1,612(96.9%)
2. 선물환	936(45.2%)	149(7.5%)	177(8.4%)	95(5.3%)	53(3.1%)
3. 합 계	2,069	1,982	2,116	1,789	1,664
• 당일결제거래	939	623	712	586	388
• 익일결제거래	889	1,211	1,227	1,107	960
• 익익일결제거래	129	91	119	62	289

자료: 한국외환은행 외화자금부(1996. 5), 원/달러 환율 및 국제금융시장 전망

하지 않고 있는 것은 앞으로 국제거래가 지속적으로 성장하는데 주요한 제약요인이 될 것이며, 따라서 건전한 장내외선물거래시장의 육성이 시급한 과제라 할 것이다.

### Ⅲ. 통화선물거래 도입의 여건 검토

대상상품에 관계없이 선물거래가 도입되기 위해서는 첫째, 현물시장의 규모가 클 것, 둘째, 현물가격의 변동성이 클 것, 셋째, 현물시장이 효율적일 것, 넷째, 현물가격과 선물가격간의 정상적인 관계가 존재할 것 등이 요구된다. 이러한 관점에서 우리나라에서 통화선물거래가 도입되기 위한 여건으로서 1) 외환시장의 규모, 2) 환율의 변동성, 3) 외환시장의 효율성 및 4) 현물환율과 선물환율의 관계 등을 살펴보고자 한다.

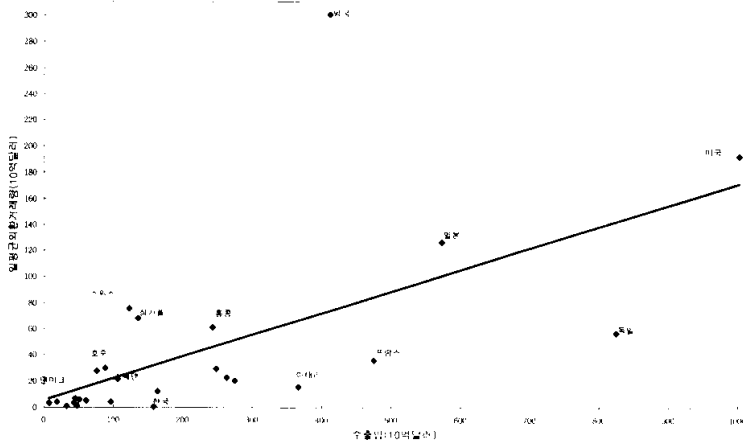
#### 1. 외환시장의 규모

1995년 우리나라의 은행간 외환거래로 정의되는 협의의 외환시장 규모는 일평균거래를 기준으로 19억 8천만달러였다. 1995년 영국의 외환시장의 규모가 4,645억 달러에 이르는 것에 비교하면 우리나라의 외환시장규모는 그 규모가 200분의 1에도 미치지 못한 크기이다. 실제로 국제결제은행은 세계 25개국의 중앙은행의 협조를 얻어 세계 외환시장의 규모를 3년마다 추정하고 있는데 한국은 조사대상국에 포함되지도 않은 실정이다.

런던, 뉴욕, 동경의 외환시장은 세계 주요국의 외환시장이라 그 규모가 크다고 하지만, 우리나라가 바레인, 뉴질랜드, 그리스, 남아공화국, 핀란드, 포르투갈 같은 나라들보다 외환시장이 적다는 것은 수출입규모에서 세계 10위권에 달하는 거래규모를 가지고 있는 우리나라에서는 정상적인 시장발전이라 할 수 없다. (<그림 1>)

우리나라의 외환시장은 1993년 시점 일평균거래가 11억 8천만달러에 지나지 않다가, 1994년에는 20억 8천만달러로 무려 100%에 다다른 급성장을 하였으나, 1995년에는 오히려 시장규모가 축소되는 현상을 보이고 있다.

외환시장의 규모는 이론상 외환의 수급에 영향을 미치는 외화자금 유출입의 추이와 관계가 있어야 한다. 외화자금의 유출입은 경상거래(무역거래, 무역외거래) 및 자본거래(장기자본거래, 단기자본거래)에 의하여 결정된다. 1995년 수출은 전년에 비해 28.6% 성장하였으며 수입은 이보다 높은 37.4% 성장을 하였다. 무역외수지도 전년에 비하여 약 30% 정도의 성장을 하여 경상거래에 따른 외환거래의 수요는 급속도로 성장하고 있음을 알 수 있다. (<표3>)



〈그림 1〉 무역규모와 외환시장 규모

주:

한국을 제외한 국가의 일 평균 외환거래량은 1992년 4월 시점

한국의 일 평균 외환거래량은 1992년 평균

각국의 수출입액은 1992년 수입액과 수출액을 합한 금액

한국은행 외환기획과(1993.4), 세계 외환시장의 외환거래 동향, 외환업무자료 93-B-9

한국은행 외환시장과(1996.1.9), 95년중 외환시장 동향, 보도자료

IMF(1996.4), International Finance Statistics

자본거래는 아직 자본자유화의 추진이 미미하여 그 거래규모가 크지 않지만 95년 개발 기관차입, 외화증권발행, 단기무역신용 및 중금사차입면에서 그 규모가 급성장하였다. 앞으로도 수출입은 지속적으로 성장할 것으로 전망되며 OECD 가입을 계기로 자본거래의 자유화도 보다 급속도로 추진될 것으로 전망됨에 따라 우리나라에서 외환시장이 커질 기본적인 여건은 충분하다고 하겠다.

그러나, 1995년 경상거래 및 자본거래가 모두 크게 성장하여 은행들의 대고객매입과 대고객매도가 공히 약 40% 이상 성장했는데도 불구하고 외환시장의 규모는 오히려 축소되었는데, 이것은 대고객거래의 규모, 특히 수출규모와 외환시장의 관계가 크지 않다는 것을 보여주고 있다고 하겠다. 사실 외국의 경우에도 그 나라의 수출입규모와 외환시장의 규모와는 반드시 정비례하지는 않는다. 선진국 중 무역규모가 그리 크지 않은 영국이 세계에서 가장 큰 외환시장을 가지고 있는 반면 무역의 규모가 큰 독일의 외환시장이 싱가포르나 홍콩보다도 외환시장이 적다는 것이 특히 눈에 띈다. (〈그림 1〉)

외환시장 중에는 자국통화와 외국통화(특히 미국 달러)와의 외환거래를 중심으로 하는 시장과 자국통화와는 관계없이 제 3 국 통화와 미국 달러와의 외환거래를 중심으로 하는

〈표 3〉 외환수급의 추이

(단위: 백만 달러, %)

	1993년	1994년	1995년
경상거래	-1,647.9	-2,530.8	-11,868.7
무역거래	1,165.9	847.7	-6,939.7
수 출	77,487.5	91,905.0	118,205.0
수 입	(7.6)	(18.6)	(28.6)
무역외거래	76,321.6	91,057.3	125,144.7
수 입	(11.6)	(19.3)	(37.4)
지 급	-2,813.8	-3,378.5	-4,929.0
	18,730.5	22,385.7	29,538.9
	21,544.3	25,764.2	34,467.9
장기자본수지	8,833.2	4,817.6	8,173.8
차 관	-3,102.7	-979.2	-1,078.5
개발기관차입	1,242.6	1,537.1	2,239.1
중장기연불수출	2,043.9	401.1	859.5
해외투자	-765.	-1,361.6	-1,253.6
외화증권발행	3,011.0	1,670.2	2,184.4
외국인투자	6,595.5	3,718.2	4,663.4
(국내주식투자)	5,699.2	1,910.5	2,359.9
단기자본거래	527.8	3,108.4	5,930.0
단기무역신용	-216.8	1,948.7	3,255.4
원유단기차입	227.8	519.3	584.8
수출선수금	635.9	734.5	845.9
기업해외외화보유	74.4	-594.4	-560.1
종금사차입	-319.9	252.2	1,045.6
NFA 증감	6,606.9	3,525.2	3,294.8
대고객 매매차	4,827.0	5,721.0	4,635.0
대고객 매입	94,632.0	116,335.0	185,423.0
대고객 매도	89,806.0	110,614.0	153,788.0

주:

( )내는 전년동기대비 증감률

한국은행 국제부 외환분석과(96.1.11), '95년중 외화자금유출입 동향, 보도자료

한국은행 외환시장과(1996.1.9), 95년중 외환시장 동향, 보도자료



시장이 있다. 전자의 경우에는 미국, 일본이 대표적이며 후자의 경우에는 런던, 싱가포르, 홍콩 등이며 모두가 외환 및 자본거래의 자유화가 보장되는 국제금융센터로서 유명한 국가들이다. 우리나라의 경우 역외금융시장이 발달되어 있지 않고 세계적으로 유명한 동경, 홍콩, 싱가포르 등이 같은 시간대에 위치하고 있어서 빠른 시일 내에 외화간 외환거래가 커질 가능성은 크지 않다고 하겠다. 따라서 기본적으로 한국의 외환시장은 원화와 미국 달러간의 외환거래를 중심으로 이루어 질 것이다. 또한 원화가 국제화되어 있지 않아 외국인이 원화를 소지하는데 제한이 많기 때문에 원화의 외환시장은 외국의 외환시장에서 발달되기는 힘들기 때문에 한국의 외환시장은 외국의 외환시장과는 분리된 Local Market로 존재할 가능성이 크다고 하겠다.

1994년에 급성장한 예가 있기는 하나, 우리나라의 외환시장은 경상거래 및 자본거래 등 대외거래의 크기에 비하면 너무나 적은 규모이다. 외환시장은 실물 및 자본시장에서 외국과 국내를 연결하는 동맥이라 할 수 있다. 대외거래에 비하여 동맥의 관이 적을 경우 동맥경화증 현상이 일어나며 대외거래 특히 자본거래가 일시적으로 대량유입 또는 유출될 경우에는 심장마비가 발생할 가능성도 크다고 하겠다. 물론 중앙은행이 최종의 매입자 또는 매도자로서 시장의 일시적인 불균형을 조정할 수는 있으나, 국내 통화공급에 미치는 영향 때문에 자유롭게 개입하는 데 한계가 있다. 따라서, 세계화를 표방하면서 대외거래를 넓히고 있는 우리나라의 입장에서는 외환시장의 확대가 무엇보다도 시급한 과제라 할 수 있을 것이다.

## 2. 환율의 변동성

선물거래는 현물가격이 변동성이 클 때 그 가격위험을 관리하는 헤징수단이나 그 위험을 이용하여 이익을 획득하기 위한 투기수단으로도 이용되므로, 현물가격의 변동성이 클수록 선물거래의 도입 필요성이 더 커진다고 하겠다. 환율의 변동성은 장기추세의 예측가능성, 환율의 단기 변동성 두 측면에서 그 중요성을 가진다.

### 1) 장기추세의 예측가능성

우리나라의 환율제도는 1945년 해방 이후 고정환율제도를 채택하다가 1964년 5월부터 단일환율변동제를 채택하면서 변동환율제로 이전을 하였다. 그러나, 고정환율제도 하에서도 지속적인 인플레이션으로 단속적인 평가절하가 발생하여 공정환율제도라고 할 수는 없었으며, 1964년 이후의 변동환율제 하에서도 매일 환율의 미조정이 있기는 하였으나 거의 고정되어 있었고, 1969, 1971, 1974, 1980년 4차례에 걸쳐 대폭적인 원화표시 달

러환율(이하 원/달러 환율) 상승 즉, 원화의 가치하락이 이루어져 고정환율제 하에서 단속적인 평가절하와 차이가 없었다.

1980년 환율제도가 복수통화바스켓제도로 바뀔에 따라 원화의 가치가 미국 달러에 연계되는 과거와는 달리 복수통화바스켓에 연계됨으로서 달러가 여타 통화에 강세인가 여부에 따라 원/달러 환율이 매일 대폭으로 변화하는 제도로 바뀌게 되었다. 실제로 이 제도가 도입된 1980년 초반에는 한때 달러가 여타 국제통화에 비해 가치가 하락함에 따라 역사상 처음으로 원/달러 환율이 하락 즉, 원화의 가치가 상승한 경우도 있으며, 1980년 후반에 이르러 달러가 여타통화에 대해 대폭적인 강세를 보이자 원/달러 환율도 급등하여 10월 한달 동안에 30원 이상이 상승하는 현상을 보이기도 하였다. 1980년 2월 복수통화바스켓제도가 도입된 후 연말까지 달러환율이 580원에서 660원으로 대폭 상승하였으나, 이 과정 중 환율이 하락과 상승을 하는 등 환율의 변화방향 및 변화크기에 위험이 많아져 이러한 환위험을 관리하기 위하여 1980년 7월부터 원/달러 선물환거래가 허용되기도 하였다.

그러나, 1981년에 들어와 복수통화바스켓제도는 그 진정한 의미를 상실하고 달러에 대한 *Gliding Peg*의 성격을 띠기 시작하였다. 복수통화바스켓제도 하에서는 원/달러 환율이 달러의 여타통화에 대한 환율에 따라 결정이 되므로, 1년 후의 원/달러 환율을 예측하는 것은 거의 불가능한 일이라고 하겠다. 그러나, 정부에서는 1981년 1월 연말까지의 원/달러 환율을 700원으로 관리하겠다는 계획을 발표하였으며, 연말에 가서 원/달러 환율은 정확하게 700원이 되었다. 정부가 1년 후의 달러와 여타통화의 환율을 예측할 수도 없었는데 복수통화바스켓 하에서의 원/달러 환율계획을 발표한다든지, 또는 이 계획대로 연말에 정확하게 달러환율이 결정되었다는 것은 그 당시의 환율제도가 복수통화바스켓제도가 아니라 *Gliding Peg* 제도-*Gliding Devaluation*이라고 하는 것이 더 정확할 지 모른다-의 성격을 가지고 있었다고 할 것이다. 이는 마치도 정부에서 미래환율에 대하여 선물가격을 제시하는 것과 마찬가지로 효과를 가지고 있었으며, 기업들은 변동환율제 하에서도 환율의 변동방향과 변동크기에 대한 우려를 하지 않게 되었다. 원/달러 환율은 1985년 10월 895원을 정점으로 하여 국제시장에서 달러가치의 하락 및 우리나라의 국제수지 호전으로 역사상 처음으로 원/달러 환율의 장기하락현상이 1989년 4월 665원으로까지 이어졌다. 그러나, 이때에도 외환의 수급현황에 대한 정보가 모두에게 알려져 있어 원화의 가치가 상승하여 원/달러환율이 하락할 것이라는 것에 대해서는 동질적인 예측이 가능했으며, 실제로 원/달러 환율의 변화는 그 방향 및 하락폭이 연초의 예측치에서 크게 벗어나지 않았다.

1990년 3월부터 환율제도가 시장평균환율제도로 바뀐에 따라 원/달러 환율을 종래에 한국은행이 매일 발표하던 제도에서 이제는 전일 외환시장에서 거래된 환율의 가중평균으로 결정되는 제도로 바뀌어 환율결정에서 정부 또는 한국은행의 개입여지가 적어지게 되었고, 따라서 환율의 변동폭이 커질 것으로 예상되었다. 그러나, 실제로는 정부에서 매년 초 경상수지 적자 또는 흑자폭을 예상하고, 이에 따라 자본거래를 조정함으로써 1년에 걸친 외화수급을 대략적으로 예측할 수 있었기 때문에, 1년간 원/달러 환율의 변화방향 및 변화크기에 대하여 예측이 가능했으며 신기하게도 1년 중 환율은 이러한 추세예측에 크게 벗어나지 않고 결정이 되었다. 이러한 환경에서 개인 및 기업들은 정부의 공식적인 부정부에도 불구하고 환율은 정부에서 결정하는 것이라는 인식이 깊어지게 되었으며, 환위험을 관리하는 선물환 또는 통화선물에 대한 필요성이 크지 않았다.

정부가 원/달러 환율을 안정시키거나 변화시키더라도 예측가능하게 Gliding시키는 것이 우리나라 기업의 국제경쟁력에 어떤 영향을 미치는 가하는 것은 우리나라의 경쟁국을 어느 국가로 가정하느냐에 따라 틀린다. 노동집약산업이 경공업의 경우에는 경쟁국가들이 태국, 인도네시아, 홍콩 등 동남아국가들이며, 이들 국가들이 대개 달러화에 대해 자국통화의 가치를 고정시키고 있으므로 우리나라도 기본적으로 달러 Peg을 유지하는 것이 환율변동에 의한 국제경쟁력 변화가능성을 극소화하는 데 기여할 것이다. 그러나, 최근 우리나라의 수출을 주도하는 산업은 전자, 자동차 산업 등이며, 이들 산업은 일본과 경쟁을 하고 있기 때문에 원/달러 환율보다 원/엔 환율에 의해 국제경쟁력이 결정된다. 실제로 우리나라의 대외거래는 원화표시 명목달러환율의 변화보다 실질실효환율의 변화에 더욱 민감하게 반응한다는 실증적인 분석 결과에도 불구하고 아직도 원화표시 명목달러환율의 안정에 더 치중하고 있다. 때문에 우리나라의 수출경쟁력은 엔화가 달러에 대해 강세를 보인 1986년부터 1988년까지 강해지다가, 엔화가 약세를 보인 1989년부터 1992년까지는 약해졌으며, 다시 1995년 4월까지 엔화 가치가 급상승할 때 강해지다가, 그 후 엔화가 약세로 반전함에 따라 다시 국제경쟁력이 약해지는 등 엔화 환율의 변화에 따라 수출의 국제경쟁력 및 경제의 성장률이 필요 이상으로 등락을 거듭하고 있다.

시장평균환율제 하에서 정부가 환율결정에 미칠 수 있는 힘에 한계가 있고, 더구나 무역수지보다는 자본수지가 환율결정에 미치는 영향이 큰 시점에서 원/달러 환율이 실질실효환율에 근접하게 결정이 될 것인가에 대해서는 의문의 여지가 있다고는 하나, 정부의 개입의 여지가 있는 한 환율의 운영을 원/달러 환율을 안정시키는 데 초점을 두지 않고, 실질실효환율을 안정시키는 데 초점을 두어야 할 것이다. 환율운영의 이러한 초점의 변화

는 당연히 원/달러 환율이 현재보다는 더욱 자주, 크게 변하는 결과를 초래할 것이나, 이러한 환위험은 기업의 차원에서 선물환 또는 통화선물을 이용하여 관리를 하여야 할 것이다.

## 2) 환율의 단기적인 변동성

환율의 단기적인 변동성은 기준환율의 일일변동폭 또는 환율의 일중변동폭으로 측정하기도 하고, 때에 따라서는 환율 변화율의 표준편차로 측정하기도 한다.

1990년 3월 시장평균환율제로 환율제도를 바꿀 시점에는 원/달러 환율의 일일변동폭은 전일 시장평균환율의 상하 0.4%로 제한되었었다. 이 후 이 한도는 1991년 9월 0.6%, 1992년 7월 0.8%, 1993년 10월 1.0%, 1994년 11월 1.5%로 계속 확대되다가, 1995년 12월 1일부터는 상하 2.25%까지 확대되었다. 일본, 독일 등 변동환율제를 택하고 있는 나라 통화들의 일일 평균변동폭이 0.7%이고, 일일변동폭이 1%를 넘는 날이 한 달에 3일 이상이 되는 점을 감안하면, 1993년 이전까지 일일변동폭을 1.0% 이하로 제한한 것은 지나친 제약이라고 할 수도 있지만, 실제로 환율의 변화가 이러한 한도에 다다른 것은 며칠에 지나지 않았다.

기준환율의 변동폭을 원화로 표시하면 1990년 0.49원, 1991년 0.67원, 1992년 0.60원, 1993년 0.54원 등으로 매년 조금씩 증가하다가 1994년에는 0.54원으로 전년에 비해 변화하지 않았으며, 1995년에는 1.20원으로 크게 증가하였다. 그러나, 이러한 절대변화를 변화율로 환산하면 일일변동폭이 1995년에 와서도 0.15%에 지나지 않아 외국보다는 환율이 훨씬 안정적임을 알 수 있다.(<표 4>)

<표 4> 환율변동폭 추이

(단위: 원, %)

	1990년	1991년	1992년	1993년	1994년	1995년
일중변동폭(원)	0.85	1.16	0.90	0.89	0.98	2.01
일중변동폭(%)	0.12	0.16	0.12	0.11	0.12	0.26
기준환율변동폭(원)	0.48	0.67	0.60	0.54	0.54	1.20
기준환율변동폭(%)	0.07	0.09	0.08	0.07	0.07	0.15

주: 수치는 연도별 평균

일중변동폭(원)은 당일 최고환율-최저환율

일중변동폭(%)은 일중변동폭(원)/시장평균환율

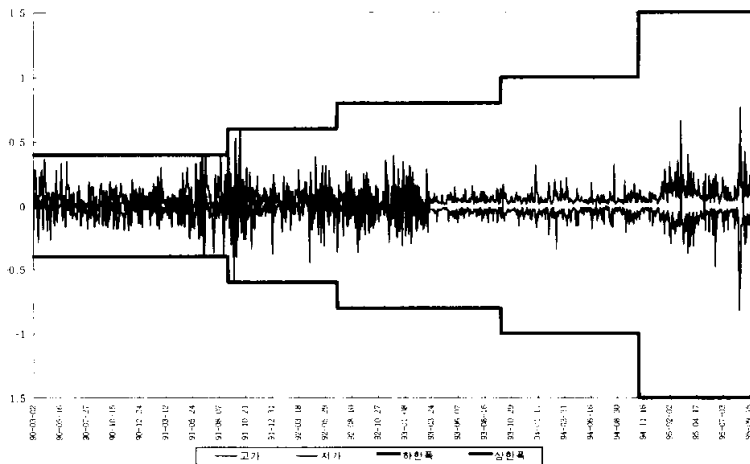
기준환율변동폭(원)은 당일 시장평균환율-전일 시장평균환율을 절대값 취한것

기준환율변동폭(%)은 기준환율변동폭(원)/전일 시장평균환율

일중변동폭이란 하루 중 환율의 최고치와 최저치의 차이를 측정하는 수치로서 기준환율의 일일변동폭보다 높다. 그 이유는 첫째, 환율변화의 한계가 상하 1%라고 할 때 환율은 하루 중에 2% 범위 내에서 움직일 수 있기 때문이며, 둘째, 기준환율은 거래가 모든 가격을 거래량으로 가중평균한 수치이기 때문이다. 실제로 일중변동폭은 1990년 시장평균 환율제 이후 언제나 기준환율의 일일변동폭보다 컸으며, 특히 1993년 이후에는 그 차이가 더욱 커져서 거의 두배에 이르고 있다. 만약, 하루 중 시장에서 환율변동방향에 대하여 동일한 기대를 한 경우에는 일중 최고치 및 최저치가 모두 기준환율에 대하여 동일한 방향으로 위치할 가능성이 크나, 하루 중에도 수요공급상황의 변동으로 환율변동방향에 대하여 시장의 기대가 바뀔 때는 일중 최고치와 최저치는 기준환율에 대하여 서로 반대방향에 위치하게 된다. (<그림 2>)에서는 일중 최고치와 최저치를 보여주고 있는데 1993년 3월 이전에는 최고치와 최저치가 기준환율의 같은 방향에 위치한 반면, 그 이후에는 대부분 반대방향에 위치하여 일중변동폭이 커지고 있음을 보여주고 있으며, 특히 95년에 이르러서는 일중변동폭이 급격하게 상승하였음을 보여주고 있다.

재무관리에서 변동성을 측정할 때는 평균으로 측정하는 것이 아니라 분산으로 측정하므로, 환율의 변동성을 측정함에 있어서 기준환율의 일일변동폭을 보기보다는 환율 변화율의 표준편차로 측정하는 것이 이론적으로는 보다 타당하다고 하겠다. 표준편차를 기초로 한 변동성을 보더라도 1990년 시장평균환율제가 도입된 초기 시점보다 시간이 갈수록 변동성이 커짐을 알 수 있어 변화의 평균만이 아니라 변화의 분산도 최근에 더 커지고 있다.

전절에서 우리나라의 환율은 일정한 추세를 가지고 변화하고 있음을 보았다. 환율이 일



<그림 2> 가격제한폭과 일중 최고치 및 최저치(%)

정한 추세를 가질 경우 기준환율의 일일변동은 누적적으로 같은 방향으로 분산하기보다는 추세선으로 환원하는 경향이 있다는 것을 의미하며 이를 **Mean Reverting Process**라고 지칭한다. 만약 환율의 변화가 같은 방향으로 지속되지 않고 반대방향으로 환원하는 경향을 보일 경우 빠른 시일 내에 환율이 제자리에 돌아온다는 기대 때문에 기업들은 매일의 환율 변동에 관심을 보이지 않을 것이다. 환율의 환원현상을 측정하는 여러 가지 방법론이 있지만 제일 간단하게 환율변화의 **Run Test**를 해보면 과거에는 확실하게 환율이 환원하는 경향이 강했으나, 최근에는 환원하는 경향이 약해져 일일변화가 누적되는 경향마저 보이고 있다. 따라서, 기업들은 일일 변동폭만큼이나 여러 날에 걸쳐 누적되는 환율변화에 관심을 보이지 않을 수 없게 되었다.

### 3. 외환시장의 효율성

선물거래를 도입하려고 할 때는 대상 현물시장이 효율적이어서 어떤 시장참여자도 체계적이고 지속적으로 초과이익을 가질 수 없어야 한다는 조건이 있다. 현물시장이 비효율적일 경우 현물시장에서도 초과이익을 얻을 수 있겠지만, 선물시장의 경우에는 보다 적은 자금으로 더 많은 이익을 얻을 수 있기 때문에 시장의 교란 가능성이 훨씬 커진다. 또한 현물시장의 경우에는 가격이 바라지 않는 방향으로 움직일 경우 계속 보유할 수 있는 선택의 여지가 있는 반면 선물거래인 경우에는 만기가 되면 청산을 해야 하며 또한 만기 전이라고 하더라도 일일정산을 해야 하므로 현물시장에서 특정인이 가격을 조작한다든지 또는 가격을 다른 사람에 비해 우월하게 예측할 수 있을 경우 혼란이 야기될 가능성이 더 큰 것이다.

시장의 효율성은 과거의 가격자료를 기초로든지(약형 효율성: **Weak Form Efficiency**), 현재 수집가능한 시장정보를 바탕으로든지(준강형효율성: **Semi Strong Form Efficiency**), 또는 내부정보를 가지고서도(강형 효율성: **Strong Form Efficiency**) 어느 누구나 체계적이고 지속적으로 초과이익을 얻을 수 없는 상태를 지칭한다.

외환시장의 경우 어느 나라나 환율정책의 일환으로 중앙은행이 시장개입을 하는 것이 사실이다. 이는 내부정보를 이용하는 정도가 아니라 거대한 자금력으로 직접 시장에 참여함을 뜻하므로 외환시장에서 강형 효율성은 존재하지 않는다고 볼 수도 있겠다. 그러나, 선진국의 경우 외환시장의 규모가 워낙 커서 중앙은행이 적극적으로 개입을 한다고 하더라도 원하는 방향으로 환율을 유도할 수 없는 경우가 허다하여 강형 효율성이 성립한다는 반증도 만만치 않게 있다. 그러나, 우리나라의 경우에는 외환시장의 규모가 크지 않아 중

양은행이 시장개입을 할 경우 아직은 환율을 원하는 방향으로 유도할 수 있다. 다만, 선물거래의 경우에는 선물매도계약이 언제나 선물매입계약과 계약수가 같아서 중앙은행이 현물시장에 개입하여 환율을 변화시킬 경우 이익을 보는 집단이 있는 반면, 손해를 보는 집단도 있기 때문에 통화선물거래가 도입되면 중앙은행의 시장개입이 과거보다 자유롭지 못하게 될 것이다.

시장의 정보를 이용하여 초과이익을 추구하는 준강형 효율성의 경우에는 검증모델을 정립하기 힘들어 실증조사가 힘들다. 시장정보를 제일 빨리 수집할 수 있는 최첨단의 기술을 장비하고 외환의 매매를 하는 각 은행들의 딜링룸 외환딜러들이 외환시장에서 초과이익을 얻고 있는 가를 분석하면 되겠으나, 이에 대한 정보가 외부에는 기업 비밀로 되어 있기 때문에 자료를 얻기 불가능한 실정이다. 딜링룸의 수익성과를 분석할 때 이론적으로 재미있는 쟁점의 하나는 시장참여 딜러들의 매도포지션과 매입포지션이 동일한가 하는 것이다. 모든 매도계약은 당연히 상대방의 매입계약이 수반되기 때문에 동일하다고 생각할 수도 있으며 이러한 결론을 얻게 되면 한 딜러의 이익이 상대 딜러에게는 손실이 되는 전형적인 제로섬게임이 되기 때문에 딜러 전체로 볼 때는 순이익이 제로가 되고 다만 딜러들은 상대 딜러의 희생하에서만 이익을 얻을 수 있다는 논리가 성립한다. 이와 비슷한 논리로 선물거래의 경우 제로섬게임이라는 이론이 지배적이다. 그러나, 딜러들이 특정통화에 대하여 매입초과 또는 매도초과 포지션을 가질 때는 자기가 소속하고 있는 기관의 여타 환포지션과 연관이 되어 있기 때문에 딜링 포지션만을 가지고 환포지션을 논의해서는 곤란하다. 가령 딜링 포지션만으로는 매입초과포지션이라고 하더라도 그 기관이 이미 매도초과포지션을 가지고 있었다면 딜링상의 매입초과포지션은 기관 전체로 볼 때는 투기포지션이 아니라 스쿼어포지션이 될 수도 있기 때문이다. 또한, 딜링하는 두 상대방이 서로 투자 성과를 자국의 통화로 기준으로 측정하기 때문에 회계적으로는 측정의 단위가 틀려서 딜링에서의 손익에 대한 개념이 서로 상이할 가능성도 크다. 결론적으로 딜러들의 딜링 포지션만을 보면 딜링이 제로섬게임이라고 할 수 있을 지 모르나, 소속기관의 전체 포지션, 딜링손익을 계산하는 통화단위 및 회계방법상의 차이 때문에 딜링룸의 손익을 모두 합하더라도 제로 섬이 아닐 가능성이 존재할 수 있어 딜링룸의 실적을 기초로 준강형 효율성을 조사하는 것은 용이한 일이 아닐 수가 있다고 하겠다.

외환시장에서의 약형 효율성은 과거의 환율자료가 미래 환율을 예측하는데 도움이 되는가 여부로 검증한다. 이동평균법, 또는 박스젠킨스모델 등 시계열분석을 근거로 환율의 예측모델이나 필터모델을 만들어 이 모델들을 근거로 미래 환율을 예측할 수 있는 가를

검증하는 것이다. 이외에도 최근에는 시장에서의 가격변화의 비정상성(anomalies)의 존재 여부를 검증하기도 한다.

우리나라 외환시장의 효율성에 대해서는 아직 실증연구가 일천하여 시계열분석의 환율 예측모델이나 필터모델들이 공개된 것이 없으며, 따라서 이들에 대한 검증이 되지 않고 있다. 다만, 우리나라 시장에서 가격변화의 비정상성이 있는가에 대한 연구는 저자가 과거 몇 년간 해 오고 있는데 주로 원/달러 환율에 일중효과, 주중효과, 월중효과들의 비정상성이 존재하는가를 검증해보았다. 결론만 말하면 우리나라의 경우 하루 중에는 오전에 환율 상승이 크고 그 후 환율이 안정되는 일중효과가 있으며, 일주일 중에는 월요일에 환율이 상승하다가 화요일, 수요일에는 하락하고 금요일에는 다시 상승하는 주중효과가 있으며, 한달 중에는 월초에 환율이 상승하다가 월말에는 환율이 하락하는 월중효과가 있는 것으로 나타났다. ((그림 3))

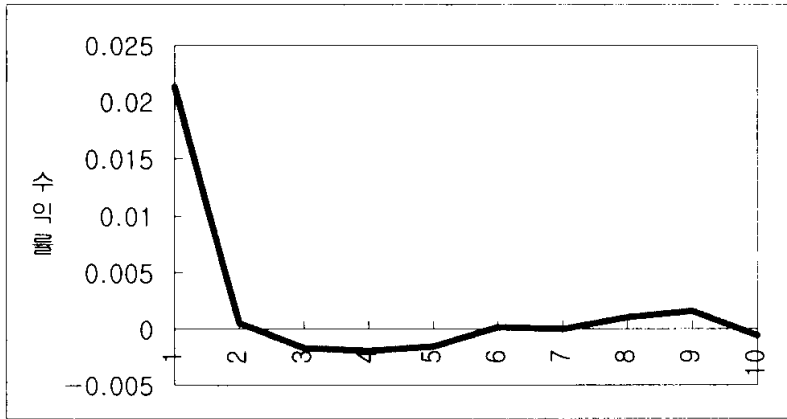
이러한 환율변화의 일정한 패턴은 1990년 시장평균환율제도가 도입된 시점부터 지금까지 계속되고 있는 "비정상성"이다. 따라서, 외환딜러들이 이러한 패턴을 분석하여 외환의 매입, 매도시점을 선택하면 분명하게 초과이익을 얻을 수 있는 기회가 존재하며, 이러한 차익거래행위(Arbitrage)가 많아지면 시장에서 이러한 비정상적인 패턴은 사라질 것이다. 그러나, 일중, 주중, 월중효과는 1990년 시장평균환율제도가 도입된 시점에서도 존재하였고 최근의 환율 움직임에도 존재하고 있는 패턴이다. 이와 같이 비정상성이 고쳐지지 않고 5년 넘게 동일한 패턴이 유지된다고 하는 것은 아직 한국외환시장이 효율적이지 못하여 초과이익을 누릴 수 있는 기회가 상존하고 있다는 것을 역설적으로 증명해 주고 있다고 하겠다.

위에서 제시한 것은 현물시장의 비효율성에 대한 하나의 발견일 뿐이며 현물가격을 더욱 연구하면 얼마나 많은 비정상성이 존재하고 있는지 현재로서는 알 수가 없다. 따라서 통화선물시장을 개설하지는 논의에 앞서 현물시장에서 가격움직임에 대한 보다 심도 깊은 연구가 필요하다고 하겠으며 이러한 연구를 바탕으로 숨어 있는 비정상성을 발견하고 차익거래로 이러한 비정상성이 사라질 때에만 선물시장 도입으로 인한 현물가격의 왜곡가능성이 줄어들 것이다.

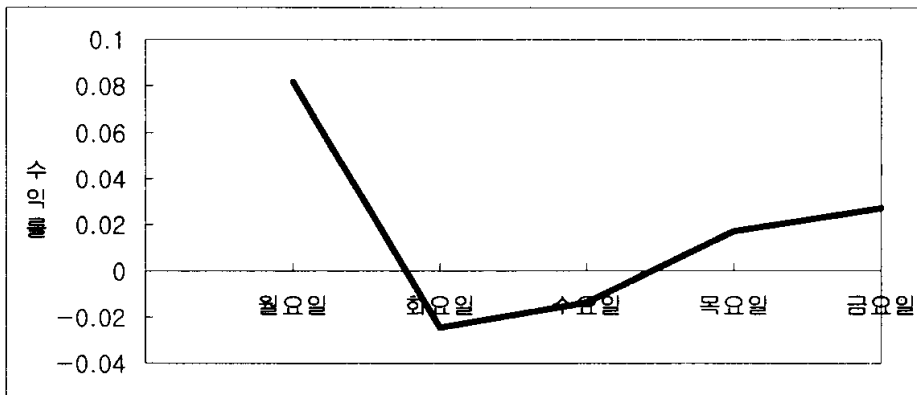
#### 4. 현물가격과 선물가격의 정상적인 관계

선물가격은 기대되는 미래 현물가격에 대한 예측치이기도 해야 하고 동시에 현물을 미래까지 보유하는 보유비용으로 현물가격과 연결되어 있기도 해야 한다. 만약, 선물가격이

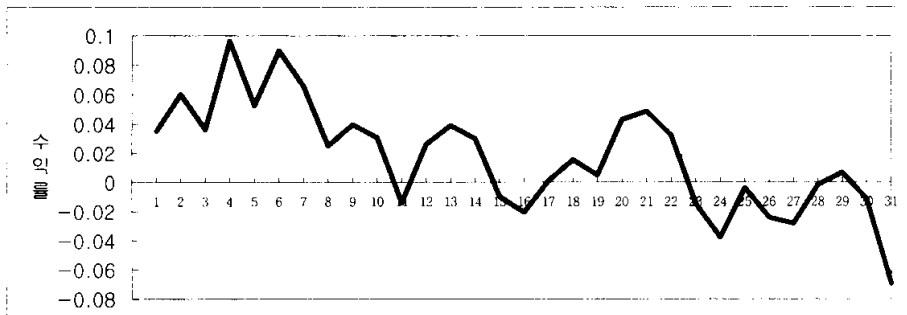




〈그림 3-1〉 한국외환시장에서의 일중효과



〈그림 3-2〉 한국외환시장에서의 주중효과



〈그림 3-3〉 한국외환시장에서의 월중효과

주: 민상기(1993. 6), 환율변화율, 변동성과 외환거래량, 경영논집 27호, 106-150

이 두 가지 조건을 동시에 만족하지 못할 경우에는 선물거래의 수요와 공급이 일치하지 않아 선물시장이 존재하기 어렵게 된다.

일반상품의 경우에는 보유비용이 실물을 보관하는 창고비 및 보유하는 기간동안의 금융비용 등으로 구성되어 있지만 금융상품의 경우에는 실물을 보관하는 비용이 없으므로 선물가격은 현물을 보유하는 금융비용으로 현물가격과 연결되어 있는 것이 정상적인 관계이다. 따라서, 주가지수선물의 경우에는 주가지수선물가격은 이론적으로 지수에 포함되어 있는 주식을 현물로 보유하고 이를 지수선물과 만기가 동일하게 보유하는데 소요되는 금융비용만큼 현물가격보다 높을 것이다. 주식의 현물과 주가지수선물을 적절하게 조합하면 채권에 투자하는 것과 같은 효과가 나타나는 것도 현물가격과 선물가격과의 관계 때문이다.

통화선물의 경우 보유비용은 다른 금융상품의 보유비용과 또 다른 점이 있다. 외환을 현물로 구입하여 보유하기 위해서는 이에 필요한 자금을 차입해야 하고, 따라서 차입한 자금에 대하여 이자를 지불하여야 하기 때문에 현물보유에 따른 금융비용이 발생하는 것은 동일하다. 그러나, 통화의 경우 보유하고 있는 상품에 대해서도 이자수익이 발생하기 때문에 현물의 보유비용은 차입금리 그 자체가 아니라 차입한 통화에 대한 지불금리와 외환현물시장에서 전환하여 보유하고 있는 통화에서 발생하는 수입금리의 차이가 금융비용이 된다. 때문에 통화의 경우에는 다른 상품의 경우와는 달리 금융비용이 언제나 양의 수치가 아니라 음의 수치가 될 수도 있다는 차이가 있다. 이론적으로나 실제적으로 통화선물의 가격(또는 선물환율의 가격)은 현물가격에다 두 나라의 이자율차이를 곱한 수치와 일치하고 있다.

우리나라의 경우 국내 이자율이 최근에 하락하고 있다고 하지만 아직 10%를 넘고 있으며 달러화에 대한 이자율은 리보금리로 볼 때 현재 약 5.5%정도여서 내외금리의 차이가 약 5% 정도 된다. 이러한 이자율 체제하에서는 선물로 달러를 보유하는 비용이 5%가 되므로 원/달러 선물가격은 현물가격보다 5% 높아야 할 것이다. 현재 원/달러 현물환율을 780원이라고 한다면 현물보유에 따른 금융비용을 감안하면 1년 만기 원/달러 선물가격은 819원이 적정가격이라는 결론이다.

그러나, 문제는 원/달러 환율은 국제수지의 적자에도 불구하고 자본거래의 자유화 추진에 따른 해외자금의 유입으로 적어도 단기적으로는 원화의 가치가 상승(원/달러 환율의 하락)할 것으로 기대되고 있다는 점이다. 기관에 따라 1년 후에 기대되는 원/달러 환율에 대한 예측치에는 차이가 있으나 종합수지의 흑자로 760원까지 하락할 것이라는 예측이

지배적이다.

원/달러 선물환율은 미래 예측치로는 760원이 적정치이나, 내외금리차를 감안한 현물 가격과의 관계로는 819원이 적정치이기 때문에 선물가격이 이 두 수치 사이에 어느 수준에서 결정이 되더라도 균형선물환율이 될 수 없다. 외환 및 자본거래가 완전히 자유화되어 있다면, 이론적으로 시장의 차익거래의 압력에 의해 한국의 금리는 하락, 미국의 금리는 상승하여 내외금리차가 줄고 현물가격도 상승하는 현상이 발생하여 미래기대치로서 선물환율과 내외금리차로 계산된 선물환율이 일치하게 되겠지만 우리나라의 경우에는 국내적 이유로 국내이자율이 하락하는 데 한계가 있으며, 미국의 이자율이 우리나라와의 관계 때문에 상승할 리도 없고 현물환율도 종합수지흑자 때문에 상승하기는커녕 하락할 가능성이 커서 단기간에는 두 수치가 접근할 가능성이 보이지 않는다. 때문에 우리나라에서는 은행창구에서 거래되는 선물환거래가 활성화되지 않고 있으며 통화의 경우 선물환거래가 활성화되지 않은 나라에서 거래소거래인 통화선물이 활성화될 것을 기대하기도 힘든 형편이다.

만약, 국내자금시장에 대하여 외국인의 접근이 금지되어 있고, 외국자금시장에 대해 내국인의 접근이 금지되어 있다면, 통화선물거래는 내외금리차에 기초한 선물가격과는 관계 없이 순수하게 미래에 기대되는 현물가격을 중심으로 이루어질 것이다. 사실 브라질의 경우 외국인들의 차익거래를 방지하기 위하여 외국 자금의 국내유입을 철저히 막고 있고 내국인의 해외자금접근도 막고 있기 때문에 통화선물가격은 내외금리차가 아니라 기대되는 미래현물가격에 의거하여 결정되고 있음에도 세계 4위의 거래량을 가진 통화선물시장으로 성장하고 있다. 브라질의 통화선물이 활성화된 것은 브라질 통화인 헤알의 환율의 변동성이 크기 때문이기도 하다.

이러한 관점에서 우리나라에 통화선물이 성공할 수 있는 방법은 두 가지가 있다고 하겠다. 첫째는 브라질과 마찬가지로 외국인의 국내자금시장접근과 내국인의 외국자금시장접근을 막아서 미래현물가격의 예측치로서 통화선물시장을 육성하는 것이다. 다만 이 때에도 기본조건으로 원/달러 환율의 급격한 변동이 전제가 되어야 한다. 둘째는 국내 금리가 계속 하락하여 내외금리차가 줄고 원화의 환율도 상승추세로 전환하여 내외금리차와 원/달러 환율의 기대변동이 일치되는 것이다.

OECD 가입을 계기로 외환 및 자본자유화를 적극적으로 추진하고 있는 우리나라의 입장에서 시계를 뒤돌려 브라질과 같은 폐쇄된 선물시장을 만들 수는 이제 없게 되었다. 수출입거래가 2,000억달러 이상이 되는 나라에서 자본거래에 대한 규제를 하더라도 수출입을

가장한 자본거래의 가능성이 워낙 크기 때문에 폐쇄된 선물시장을 만든다는 것이 실제적으로 불가능하기 때문이다.

#### Ⅳ. 통화선물거래 도입을 위한 선결과제

전절에서 우리는 통화선물거래 도입의 여건을 검토하는 과정에서 1) 외환시장의 규모가 아직 적고, 2) 원/달러 환율의 변동성도 크지 못하며, 3) 현물시장에서 가격형성도 효율적이지 못하여 도입을 위한 현물시장의 여건이 성숙되지 못한 것을 알 수 있었다. 나아가 통화선물거래는 외환시장과 자금시장(Money Market)을 연결하는 거래인데 현재 내외금리차와 기대환율변동과의 불일치로 두 시장 여건을 동시에 만족하는 선물환율이 존재하지 못하고 있다는 것도 확인하였다. 본 절에서는 이러한 시장상황이 개선되기 위한 과제들에 대해서 살펴보고자 한다.

##### 1. 외환시장 규모의 확대를 위한 과제

외환시장은 국내결제수단과 외국결제수단이 교환되는 시장이다. 미국과 같이 자국통화로 국제거래를 할 수 있는 나라는 문제가 적겠지만, 모든 외국과의 거래를 외국 통화로 해야하는 우리나라의 입장에서는 모든 국제거래의 결제가 외환시장을 거치지 않을 수 없다. 따라서, 외환시장이 실물거래와 발맞추어 적절한 규모로 성장을 하지 않을 경우 동맥경화증현상을 겪을 가능성이 높다고 하겠다.

외환시장은 특별한 조치가 없더라도 앞으로 급성장할 것으로 전망되기는 한다. 무역거래를 포함한 경상거래의 높은 성장도 기대될 뿐만 아니라 자본시장의 지속적인 개방으로 외환거래 자체가 급성장할 것이기 때문이다. 그러나, 현재 우리나라의 외환시장은 국제결제은행이 세계의 외환시장 추계를 위하여 요청하는 25개국 내에도 들어가지 못할 정도로 왜소하여 외환시장 규모 확대를 위해 다음과 같은 조치 및 인식의 전환이 필요하다고 판단된다.

첫째, 외환브로커제도의 도입이다. 현재 우리나라는 외환시장참여자인 외국환은행들의 외환 매입, 매도의 주문이 금융결제원에 집중되는 거래소거래의 형태를 취하고 있다. 그러나, 금융결제원은 수동적으로 거래주문을 수용할 뿐 시장의 정보를 고객들에게 제공하여 적극적으로 외환거래를 유도하는 역할을 하지 않고 있다. 외국에서는 외환 및 자금에 대한 브로커들의 활동이 활성화되어 외환거래 특히 은행간의 외환거래가 활성화되고 있다.

둘째, 외국환은행의 외환포지션에 대한 규제가 완화되어야 한다. 외국환은행의 외환포지션에 대한 규제는 지나친 외환투기로 인하여 은행의 안정성에 위협을 가져올 위험이 있기 때문에 외국의 은행감독원들도 이를 규제하고 있기는 하다. 그러나, 우리나라는 외국환은행의 외환포지션을 관리하는 목적이 은행의 안정성보다 통화관리에 더 치중하여 왔었다. 내외금리차가 큰 현시점에서 이해는 할 수 있으나, 통화관리의 책임을 은행이 져야한다는 것은 은행의 자율적인 경영, 나아가서는 은행의 국제경쟁력 제고에 제약적 요인이 되고 있는 사실도 부정할 수 없는 현실이다.

셋째, 외환실수요거래에 대한 인식전환이다. 최근 외환의 현물 및 선물거래에 대한 실수요원칙 규제는 거의 완화가 되었다고는 하지만 아직도 외환은 필요한 때 필요한 만큼의 거래를 하는 것으로 일반적으로 오해하고 있다. 그러나, 거액의 수입거래가 있는 기업의 경우 결제일에 가서 한꺼번에 외환을 구입하는 경우 시장에 자신의 의도가 노출되어 다른 시장 참가자들이 해당 기업의 거래를 이용해 초과적인 수익을 올리려고 시도할 것이며, 결국 환율을 올려 자신에게 불리한 환율에서 외환을 구입할 가능성이 크다. 따라서, 미래 거액의 거래가 예측될 경우 결제일 훨씬 전부터 외환을 조금씩 매입하지 않을 수 없으며 매입기간중에도 계속 매입만 하는 것이 아니라 때에 따라서는 매각도 하면서 Fine Tuning 하는 것이 필요할 때가 많다. 일본에서 1985년 소화 60년을 기념하기 위하여 금화를 발행하기로 결정하였을 때 이에 필요한 금을 구입하기 위하여 이 구입을 미국의 Citi 은행에 부탁하였으며 Citi 은행은 거의 1년에 걸쳐 매도, 매입을 계속하는 등 시장의 가격을 혼란시키지 않으면서 가장 유리한 가격으로 금을 매입한 것은 좋은 예이다. 결과적으로 외환이 필요한 기업이 외환시장에서 잠시나마 외환을 매각한다면 실수요원칙에 어긋나기도 하고 경우에 따라서는 외환투기를 하는 것으로 오해를 받을 수도 있으나 경쟁시장에서 가장 유리한 가격에 거래를 하기 위해서는 오랜 기간동안 시장의 가격움직임을 자세하게 관찰하면서 매도와 매입을 거듭하는 Fine Tuning의 업무가 필요하다. 외국의 경우 외환시장의 규모가 수출입거래보다 100배나 되는 것을 단순히 투기거래의 산물이라고만 할 수가 없으며 이러한 거래방법을 배워야만 외환시장이 커질 뿐 아니라 외환시장에서 경쟁력도 제고될 것이다.

## 2. 원/달러 환율의 변동성 관리

우리나라의 수출입거래는 원/달러 명목환율보다는 원화의 실질실효환율에 더욱 민감하게 반응한다는 연구결과에도 불구하고 정부당국이나 일반 기업들은 원/달러 환율의 변화

에 더 높은 관심을 가지고 있고, 따라서 정부당국에서도 원/달러 환율의 안정에 환율정책의 초점이 맞추어지고 있다.

그러나, 일본으로부터의 자본재, 원자재 수입 등이 많고 자동차, 전자 상품, 제철, 조선 등 우리나라의 전략외국시장에서 일본 기업과의 경쟁하는 경우가 많은 것이 사실인 이상 원화의 가치는 실질실효환율의 변화 또는 엔화의 가치변동과도 연계를 가지는 것이 더욱 합리적인 것이다. 작년 4월 엔/달러 환율이 80엔 이하로 떨어졌을 때, 우리나라는 엔고의 혜택을 누리기 위해 모든 기업들이 투자를 확대하는 계획을 발표하였다. 그러나, 불과 몇 개월이 지나지 않은 시점에 엔/달러 환율이 100엔 이상으로 상승함에 따라 이러한 계획을 전부 취소하지 않을 수 없게 되었다. 이와 같이 엔/달러 환율 움직임에 따라 우리나라 경제가 지나치게 과열되거나 또는 냉각된다는 것은 도움이 되지 못한다고 하겠다.

1990년 3월 이후 환율제도가 시장평균환율제도로 바뀜에 따라 환율은 시장에서 수요와 공급상황에 따라 결정된다고 하지만, 어느 나라나 중앙은행이 외환시장에 개입하는 것이 사실이고, 우리나라의 중앙은행도 때에 따라 개입을 해야한다면 그 개입의 원칙이 원/달러 명목환율의 안정이 아니라 원화의 실질실효환율의 안정이어야 할 것이다.

환율이란 명목환율이 안정된다는 것이 중요한 것이 아니라 국가간의 인플레이 차이나 무역거래, 자본거래에 따른 외환수급의 변화를 정확하게 반영하는 것이 보다 중요하다. 기본 여건으로 볼때 환율이 바뀌어야 하는 데도 불구하고 명목환율이 안정된다는 것은 경제를 안정시키기보다는 오히려 국제거래를 왜곡시켜 미래 한 시점에 모든 불합리가 한꺼번에 폭발하는 결과만 초래하기 때문이다. 환율의 단기조정을 미루었던 멕시코의 1994년 외환위기가 이를 가장 잘 증명해준다.

명목환율을 안정시킨다는 것은 마치 정부당국이 모든 국제 거래자들에게 무상으로 선물환거래를 제공하는 것으로 오해를 할 수가 있으나, 기업에 따라서는 환노출의 형태에 따라 선물환거래를 해야 하는 기업이 있는가 하면 선물환거래를 하지 않아야 하는 기업이 있으며, 이의 판단은 전적으로 기업에게 맡겨야 할 것이다. 따라서, 정부는 명목환율을 안정시키려는 노력보다는 명목환율의 변동성은 현실에 따라 방치하되, 필요한 기업은 선물거래를 할 수 있도록 선물거래를 활성화시키는 것이 더욱 합리적인 대처방안이라고 하겠다.

### 3. 외환시장의 시장구조에 대한 연구를 통한 효율성제고

전장에서 우리는 우리나라의 외환시장에서 일중효과, 주중효과 및 월중효과라는 외환가

격형성상의 일정한 패턴이 존재하고 있음을 살펴 보았다. 이러한 일정한 패턴이 존재하고 이 패턴을 이용할 경우, 그 거래자는 다른 거래자에 비하여 비정상적인 이익을 얻을 수 있을 것이다. 효율적 시장의 경우에도 잠시 이러한 가격패턴이 존재할 수 있지만 참여자들의 차익거래 활동으로 인하여 이러한 비정상적인 패턴은 곧 사라지게 마련이다. 그러나, 우리 나라의 경우에는 시장평균환율제도가 도입된 지 6년이 지난 현재까지 이 패턴이 그대로 존속한다는 것은 시장이 효율적이지 않다는 증거로 밖에 볼 수 없다.

최근 외환딜러에 대한 관심이 높아지면서 많은 대학 졸업생들이 장래에 외환딜러가 되어 국제금융전문가가 되겠다는 희망을 가지고 있지만, 아직 우리 나라의 외환딜러들은 각각적으로 거래를 하는 경향이 많으며 과거환율을 전문적으로 분석하여 보다 과학적인 딜링을 하는 훈련이 절대적으로 부족하다. 그러나, 외환딜러들을 타하기 전에 과거 원/달러 환율에 대한 시계열자료마저 체계적으로 정비가 되어 있지 않은 실정이다. 물론 한국은행이 일별 원/달러 환율자료를 집계하고 정리하고 있지만, 시장분석을 위하여서는 거래자료(Transaction Data)가 있어야 하는 데 이 자료가 존재하지 않고 있는 것이다. 외국에서는 외환거래가 장외거래이기 때문에 외환에 대한 거래자료를 축적하기 힘든 데도 불구하고 은행별로 거래자료를 모으는 등 외환시장의 시장미시구조분석(Market Micro-Structure Analysis)이 많이 진행되고 있다. 그러나, 우리 나라는 현재 금융결제원이라는 한 장소에서만 외환거래가 집중되어 있어 자료를 축적하는 데 절대적으로 유리한 데도 불구하고 거래자료의 축적이 최근까지는 되지 않고 있었다는 것은 오히려 놀라운 사실이다.

외환거래에서 특히 선물, 옵션거래가 도입되면 고도의 수학적 분석모델이 필요하게 되며 감각에 의한 외환거래는 한계가 있다. 따라서, 통화선물이 도입되기 전에 적어도 2년 전부터 외환거래에 대한 거래자료가 축적되어야 하며, 시장의 미시구조분석에 대한 연구 활동이 시장참여자 및 학계에서 활발하게 이루어져야 할 것이다.

#### 4. 외환시장과 자금시장과의 연계강화를 위한 과제

우리 나라에서는 금융기관 간의 업무영역이 분할되어 있을 뿐만 아니라 금융시장 특히 외환시장과 자금시장이 서로 분리되어 운영되어 있어 금융시장 전체의 효율성 증대에 장애가 되고 있다. 즉, 외환가격인 환율은 외환의 수급에 의해서만 결정을 하고 자금가격인 금리는 자금의 수급에 의해서만 결정을 하다보니 두 가격 간의 연결고리가 끊어져 버린 것이다. 외환시장과 자금시장의 연계가 깊으며 한 시장에서의 충격이 다른 시장에도 미쳐 시장의 안정성을 해칠 위험이 있다는 강변을 할 지도 모르나, 현실의 국제금융시장은 한

나라 내에서 금융시장 간에 연계가 되어 있는 것은 물론이고, 국제적으로도 시장들이 연계되어 있는 실정이고, 앞으로의 자본자유화 및 자본시장 개방화 추세를 감안하면, 우리나라의 금융시장이 국제금융시장과 연계가 이루어지고, 그 전에 국내적으로 금융시장간의 연계성이 강화되는 것은 피할 수 없는 추세이다.

최근에 금융시장에서 금융공학(Financial Engineering)이란 단어가 유행하며, 금융산업의 경쟁력을 제고하기 위해서는 금융공학 기법을 발전시키는 것이 필요하다고 한다. 그러나, 금융공학이란 한 금융상품을 다른 금융상품들의 결합으로 합성, 제조하는 과정을 말하는데 우리 나라와 같이 금융시장들이 분할되어 있고 각 금융시장 간의 가격이 연계되지 않은 환경에서는 금융공학이란 개발하기 불가능한 기법이며, 따라서 금융기법의 고도화란 하나의 슬로건에 지나지 않을 것이다.

선물환이나 통화선물은 분명히 외환거래인 것이 사실이나, 그 가격이 현물의 보유비용인 두 나라 이자율차이와 동일하여야 하므로 통화선물거래가 도입되려면 외환시장과 자금시장간의 자유로운 거래가 전제되어야 한다. 그러나, 우리 나라에서는 국내통화에 대한 압력 때문에 외국자금의 도입이 통제되어 있고 따라서 내외금리차가 기대되는 환율변동과 차이가 있으므로 기본적으로 선물환 또는 통화선물거래가 육성될 토양이 되지 못하고 있는 것이다.

시장에서 선물환율이 형성되기 힘든 환경에서는 필요한 국제거래가 일어나기 힘들기 때문에 중앙은행에서는 과거에는 외화자금의 유입을 촉진하기 위하여, 최근에는 외화자금의 유출을 촉진하기 위하여 중앙은행 스왑이라는 비상수단을 동원하기도 하였다. 즉, 외화자금이 부족하던 시절에는 외국은행들을 통해 외화자금을 국내에 반입을 촉진하기 위하여, 최근에는 국내 기관투자자들의 해외증권투자를 촉진하기 위하여 중앙은행 스왑거래를 도입한 것이다. 그러나, 이렇게 계산된 스왑율은 적어도 단기적으로는 기대되는 원/달러 환율과 괴리가 있어 시장가격으로는 성립할 수가 없는 특수 가격일 따름이다.

외환 및 자본거래의 자유화 문제는 우리 나라 거시경제에 미치는 영향이 워낙 크기 때문에 통화선물거래를 도입하기만을 위하여 그 자유화 시기를 앞당길 수는 없는 것은 사실이다. 그러나, 통화선물 도입을 토론함에 있어서 앞으로 우리 나라에서도 통화시장, 금리시장, 채권시장, 주식시장은 물론 상품시장에까지도 거래에 대한 장벽이 하루 빨리 무너져야 하며, 시장 간의 가격이 서로 합리적이 연계성을 가져서 총체적인 효율성을 가질 수 있어야 할 것이다.



### 5. 통화선물거래 도입과 금융선물거래소 설립

선물환거래와 통화선물거래는 전자는 장외거래이고 후자는 장내거래라는 엄연한 차이가 있으나, 두 거래 모두 우리 나라에서 활성화되지 않고 있고, 또한 두 거래가 활성화되는 여건들이 비슷하기 때문에 거의 같은 의미로 사용하였다. 2장에서 세계 외환시장의 규모와 구성을 살펴 보면서도 알 수 있었던 사실이나 국제적으로는 외환에 관한 장외거래인 선물환거래가 장내거래인 선물거래보다 그 규모가 크다.

장내거래(또는 거래소거래)는 장외거래와 비교하여 거래의 집중화, 거래상품의 표준화 및 거래상대자의 신용위험 감소로 유동성을 높이고 가격을 투명화할 수 있다는 장점이 있다. 따라서, 농산품과 같이 표준화되어 있지 않고 장외거래시 정보가 집중되지 않으며 거래당사자들의 신용분석이 어려운 경우에는 장내거래가 장외거래보다 시장유동성 제고에 커다란 기여를 하고 있다.

그러나, 외환의 경우 은행간 거래망이 컴퓨터로 연결되어 있어 모든 은행의 가격정보가 순간적으로 시장참여자에게 알려지고 있어 거래소에서 거래를 집중시킴으로써 얻는 정보효과가 크지 않으며, 거래상품도 더 이상 표준화할 필요가 없는 특정 국가의 통화이며 선물환거래는 어차피 신용도가 높은 기업들이 대부분 많이 이용하므로 장내거래의 장점이 크지 않다. 외국의 경우에는 거래소에서 통화선물거래가 도입되기 훨씬 이전부터 선물환거래가 활성화되어 있었고 위에서 지적한 대로 장내거래의 장점도 크지 않아, 아직도 장외거래인 선물환거래 규모가 장내거래인 통화선물거래 규모보다 훨씬 큰 실정이다.

우리 나라의 경우 아직 장외거래인 선물환거래도 활성화되지 않고 있는데 통화선물거래를 도입할 필요성이 있는가에 대해서 회의를 있는 것은 사실이다. 그러나, 선물환과 통화선물은 어느 한 쪽이 다른 쪽보다 결정적인 우위가 없다는 것이지 반드시 선물환시장이 발달되어야 통화선물이 가능한 것은 아니다. 실제로 위에서 논의한 여건의 변화들이 만족되면 선물환시장 및 통화선물시장이 동시에 활성화될 가능성이 크다고 하겠다. 특히, 1994년 과거의 장외거래였던 현물환, 선물환, 통화스왑 등을 장내거래화하면서 시카고상업거래소(CME: Chicago Mercantile Exchange)가 밝혔듯이 외환거래의 경우에도 장내거래는 장외거래에 비하여 신용위험의 감소, 거래비용의 감소, 결제위험의 감소 및 가격의 투명성 제고라는 장점을 가지고 있기도 하다.

통화선물을 개설할 경우 아직 우리 나라에서는 외화간 외환거래의 비중이 낮고 또한 동경, 싱가포르, 홍콩 등 국제금융시장이 동일 시간대에 위치하여, 외화간 통화선물거래는 상

장되기 힘들것으로 전망된다. 따라서, 기본적으로는 원/달러 환율에 대한 통화선물이 거래되어야 할 것이다. 통화선물거래의 계약의 크기, 최소가격변동폭, 시초 및 유지증거금 등 선물상품의 설계 및 거래방법의 결정을 위해서는 외환시장의 구조분석이 필요할 것이다. 또한, 현재 통화선물을 거래할 수 있는 금융선물거래소도 없기 때문에 선물거래소 설립을 위한 준비도 해야 할 것이다.

우리 나라는 현물시장에서는 금융기관 간의 업무영역이 분할되어 있어서 증권회사들은 현물 및 선물환거래를 할 수가 없으므로 이들에게 통화선물거래를 허용할 것인가도 이슈가 될 수는 있다. 그러나, 전세계적으로 금융기관의 업무영역규제를 완화 또는 철폐하는 추세에 있는 점을 감안하면 장외거래에서는 어떤 이유로든지 업무영역의 철폐가 힘들다고 하더라도 통화선물 등 장내거래에서는 업무영역의 규제가 적용되지 않는 것이 타당할 것이다. 현물시장에서는 자금시장, 채권시장, 외환시장, 주식시장의 업무가 금융기관 간에 분할되어 있는 것이 현실이나, 선물시장의 경우 시장 간의 연계를 강화하기 위하여 동일한 선물거래소에서 모든 선물거래가 동시에 일어날 수 있게 하는 것 또한 중요하다고 하겠다.

## V. 결 론

정부에서는 1998년 초에 우리 나라에 선물거래소를 개설할 계획을 발표하였다. 96년 5월 3일 주가지수선물거래가 도입되어 우리 나라에도 선물거래가 도입되었다고는 하지만 아직 선물거래소가 아닌 증권거래소에서 증권거래법의 적용을 받으면서 거래되는 데 반하여, 1998년부터 거래될 선물거래는 선물거래소라는 독립된 거래소에서 선물거래법이라는 새로운 법률의 적용을 받는 거래가 탄생한다는 차이가 있을 것이다.

선물거래소 개설 계획이 확정됨에 따라 선물거래소에 상장될 선물상품에 대해 관심이 집중되고 있다. 외국의 경우에는 통합선물거래소에서 상품, 이자, 채권, 통화, 주식 등 현물가격의 변동성이 큰 모든 대상에 대한 선물상품이 거래되고 있다. 우리 나라도 이미 거래가 시작된 주가지수선물거래를 선물거래소에도 상장시킬 가능성이 크다고 하겠으며, 이에 더하여 새로이 상장시킬 선물 상품의 하나로서 이자, 채권 및 통화선물거래의 상장 가능성이 검토되고 있다.

일반적으로 특정 현물상품에 대한 선물거래의 도입이 성공하기 위해서는 현물시장의 규모가 커서 유동성이 높고, 현물가격의 변화가 커서 변동성도 크며, 현물가격 형성 과정에

서 특정 개인, 기관 또는 거래방법이 가격에 영향을 미치지 않아야 한다. 이러한 관점에서 볼 때, 한국의 외환시장의 규모는 아직 크지 못하며, 원/달러 환율의 변화도 억제되어 있고, 현물환율의 형성과정도 효율적이라고 할 수가 없어서 현재의 상태라면 선물거래로서 통화선물도입의 여건이 성숙되어 있다고는 할 수 없을 것이다.

통화의 경우 다른 실물 또는 금융상품과는 달리 비록 은행 창구를 통한 장외거래이지만 선물거래가 우리 나라에도 이미 1980년부터 거래되고 있다. 당시 환율제도가 복수통화바스켓제도로 바뀔 때 따라 원/달러 환율의 변화폭이 커지게 되어 환율변동위험을 관리하기 위한 수단으로 선물환거래가 도입된 것이다. 그러나, 선물환거래가 도입된지 16년이 지난 현재에도 우리 나라에서는 선물환거래가 그 거래실적은 미미하며 특히 만기가 1개월 이상이 되는 선물환거래는 거의 전무한 실정이다.

장내선물거래가 활성화되어있는 외국에서도 장외거래인 선물환거래가 장내거래인 통화선물거래보다 거래량이 많은 것이 일반적이다. 그 이유는 장내거래가 장외거래에 비하여 상품 및 거래방법의 표준화로 유동성이 제고되고 신용위험과 결제위험이 감소된다는 장점이 있으나, 통화의 경우 상품을 표준화할 필요가 없고 장외거래도 역사가 깊고 은행간 정보망도 발달되어 있어 거래의 유동성과 가격의 투명성도 높기 때문이다.

이러한 의미에서 국내에서 통화선물의 도입 타당성 논의는 일반 상품에 대한 선물의 도입 타당성 논의와는 달리 이미 도입된 선물환거래가 어떤 이유로 활성화되어 못하고 있는가를 분석하는 것이 보다 현실적인 접근방법일 것이다. 도입된지 오래된 선물환거래가 현재까지도 활성화되지 않는 이유로는 현물시장인 외환시장에서 외환거래의 규모가 적고, 원/달러 환율의 변동성이 적다는 일반적 이유 이외에도 외환시장과 금융시장에서의 거래가 자유롭지 않아 선물환율을 결정짓는 두가지 요인인 기대 환율변동폭과 내외금리차 사이에 괴리가 큰 것이 더 주요한 이유일 것이다.

세계화를 국정의 주요과제로 삼고 있고 기업들도 국경을 넘어선 거래가 심화되고 있는 데도 불구하고 아직 우리 나라의 외환시장이 발달되지 않고 환율변동의 위험을 관리할 수 있는 선물환 또는 통화선물거래가 활성화되지 않고 있다는 것은 심각한 문제가 아닐 수 없다. 따라서, 1998년 금융선물거래소를 개설하는 것을 계기로 통화선물거래를 도입하는 것이 현재 시점에서 볼 때 타당성이 있느냐 하는 검토보다는 그 시점에 통화선물거래가 도입되어 기업들의 대외거래에 도움을 주기 위해서는 2 년이란 얼마남지 않은 기간동안 어떤 과제들이 선결되어야 하는가에 초점을 맞추는 시각의 전환이 필요하다고 하겠다. 장외거래든, 장내거래든 우리 나라에서 통화의 선물거래가 활성화되기 위해서는 현물

시장인 외환시장의 규모가 커져야 하고, 환율의 변동성이 커져야 하는 것은 물론이거니와 내외금리차와 환율의 기대변동간의 괴리가 줄어야 한다.

외환시장의 규모가 커지기 위해서는 외환브로커의 도입이 시급하며 또한 외환시장참여자에 대한 포지션관리도 완화되어야 할 것이다. 환율의 변동성은 현재와 같이 적은 것이 국제거래에 도움이 된다고 볼 수도 있겠으나 최근에 경험한대로 원/달러 환율의 안정에만 치중하다가 보면 일본의 엔화가 달러에 대해 약세가 될 때 본의 아니게 엔화에 대해 강세가 되어 국제경쟁력이 약화될 수도 있다. 따라서 원화환율은 원/달러 환율의 안정보다는 실질실효환율의 안정에 초점이 맞추어져야 할 것이며, 이에 따른 원/달러 환율의 변동성은 기업들이 개별적으로 관리를 할 수 있는 여건을 만들어야 할 것이다. 내외금리차와 환율의 기대변동간의 괴리를 단기일에 줄이는 것은 제일 어려운 과제일 것이다. 국내 경제성장율이 외국보다 높아 국내 금리가 외국 금리보다 높은 것은 당분간 바뀔 수 없는 추세이다. 그러나, 국제수지적자의 증가에도 불구하고 자본자유화에 따른 해외자금의 유입으로 원화의 가치가 상승하고 있다는 점이 큰 문제이다. 때문에, 자본자유화의 속도를 조정하여 해외자금 유입의 압력을 줄이는 것이 중요하며 보다 근본적으로는 거주인의 해외투자를 촉진하여 자본거래 자체에서 균형을 맞추도록 노력하여야 할 것이다.

통화에 대한 선물거래 여건이 조성되면 우리 나라에서는 외국과는 달리 장외거래인 선물환거래보다 장내거래인 통화선물거래가 더욱 활성화될 가능성도 있다. 금융기관의 업무영역에 대한 규제로 선물환거래는 외국환은행들만이 거래할 수 있으나, 장내거래인 통화선물은 거래소회원자격을 가진 모든 금융기관이 거래할 수 있기 때문이다. 또한, 통화선물은 금융선물거래소라는 동일거래소에서 이자, 채권, 주가지수선물거래와도 동시에 거래를 할 수 있어 금융시장, 증권시장, 외환시장 등의 연계성이 강화되는 데에도 커다란 기여를 할 수 있을 것이다.

통화선물도입에 대한 논의는 일개 현물상품에 대한 장내선물거래의 도입의 차원을 넘는 주요한 과제이다. 통화선물거래가 성공적으로 도입되기 위해서는 환율정책, 금리정책, 외환 및 자본자유화에 대한 추진정책, 금융기관의 업무영역에 대한 정책 등 거시경제 및 금융산업 전반에 걸친 정책의 조화를 이루어져야 한다. 그러나, 이러한 과제들은 단순히 통화선물의 도입만을 위해서가 아니라 우리 나라 금융시장이 세계의 금융시장과 조화를 이루어 우리 나라 실물산업 및 금융산업의 국제경쟁력을 제고시키기 위해 필요불가분의 과제이기도 하다.

## 참 고 문 헌

- Fama & French(1988), Permanent and temporary components of stock prices. *Journal of Political Economy* 96, 246-273.
- Fama(1970), Efficient capital markets: A review of theory and empirical work, *Journal of Finance* 25, 383-417.
- Fama(1991), Efficient capital markets: II, *Journal of Finance* 46, 1575-1617.
- French & Roll(1986), Stock return variances: the arrival of information and the reaction of traders, *Journal of Financial Economics* 17, 5-26.
- Harris, Sofianos & Shapiro(1994), Program trading and intraday volatility, *Review of Financial Studies* 7, 653-685.
- IMF(1996.4), *International Finance Statistics*
- Keim & Stambaugh(1984), A further investigation of weekend effect in stock return, *Journal of Finance* 39, 819-840.
- Summers(1986), Does the stock market rationally reflect fundamental values?, *Journal of Finance*, 5914-602.
- Wood, McInich & Ord(1985), An investigation of transactions data for NYSE stocks, *Journal of Finance* 40, 723-739.
- 민상기(1992.5), 최근의 외환시장-그 전망과 대책, 대한상공회의소.
- 민상기(1992.6), 외환시장 및 외화콜시장의 현황과 과제, 투자금융.
- 민상기(1993.6), 환율변화율, 변동성과 외환거래량, 경영논집 27호, 106-150.
- 한국은행 국제부 외환분석과(1996.1.11), 1995년중 외화자금유출입 동향, 보도자료
- 한국은행 외환기획과(1993.4), 세계 외환시장의 외환거래 동향, 외환업무자료 1993-B-9.
- 한국은행 외환시장과(1996.1.9), 1995년중 외환시장 동향, 보도자료 telecommunication.