

# 先物換 및 通貨先物의 현황 및 개선방향

閔 相 基

(서울大 經營大 教授)

## 先物換市場의 현황, 제약요인 및 개선방향

### 1. 先物換의 意義

先物換去來(forward exchange transaction)란 인도할 外換의 가격을 현재시점에서 확정하는 거래로서, 우리 나라의 경우 外國通貨와 內國通貨간의 先物換去來(이하 圓化先物換去來)와 外國通貨간의 先物換去來(이하 外貨先物換去來)로 나눌 수 있다.

한편 先物換去來를 이용하는 목적에 따라 나누면 수출입 등으로 야기된 환위험을 회피하기 위한 거래(헷징거래), 내외금리차에서 이익을 노리는 거래(이자재정거래), 미래환율예측에서 이익을 노리는 거래(투기거래) 등으로 나눌 수 있으나 우리나라의 경우는 국제간 자본통제가 엄격하여 이자재정거래는 불가능하며 수출입 등의 實需去來에 한해서만 先物換去來를 허락하고 있어 투기거래 역시 불가능하여 기본적으로 헷징목적의 거래만이 허용되고 있는 실정이다.

### 2. 先物換去來의 현황

#### 1) 圓化先物換去來

1980년 2월 27일부터 우리 나라의 환율제도가 복합동화연계제로 바뀐에 따라 圓化표시 外國通貨의 환율이 매일 변동하게 되었다. 이에 환율 변동으로 인한 환위험부담을 경감시켜 주고 또한

경영의 안정성을 제고시키기 위해 동년 7월 1일부터 圓化와 外貨간의 先物換去來를 허락하였다. 先物換率은 실시초기에는 外환시장협의회에서 결정하였으나 곧 外國환은행들이 은행별로 자율적 결정을 하게 되었다.

#### (1) 翌日(over night)先物換去來

##### 가) 翌日先物換去來의 현황 및 발생원인

圓化先物換去來는 기업가들의 인식부족, 圓化의 교환성결여, 圓化환율의 일방적 추세, 外國환은행의 포지션한도 등의 제약요인으로 크게 이용되지 못하다가 84년부터 현물환거래에서의 매매율 차이를 줄이기 위한 초단기(주로 over night) 圓化先物換去來가 성행하게 되어 통계만을 본다면 마치 우리 나라에서 圓化先物換去來가 성행하고 있는 듯한 오해를 불러 일으킬 정도로 거래량이 증가하였다.

우리 나라의 현행 현물환율의 구조는 한국은행 집중기준율을 중심으로 고정되어 있는 바, 한국은행의 대외국환은행 집중매매율은 기준율의 상하 0.35%로 고정되어 있고 外國환은행의 대고객 전신회환 매매율은 기준율의 상하 0.40%로 고정되어 있다. 환어음의 경우에는 우편기일 및 만기까지의 이자분에 해당하는 환가료를 전신회환 매입율에서 뺀 환율이 적용된다.

집중기준율을 중심으로 0.8%의 매매율차이가 지나치게 크다고 하여 이를 줄여 기업에게 보다 유리한 매입 및 매도환율을 제공하기 위해 개발된 방법이 초단기 先物換去來制度이다. 처음 이 제도가 도입되었을 때는 만성적인 무역적자로 달러에 대한 만성적인 수요과파가 있었고

이에 따라 원화표시 달러환율이 일방적으로 상승하던 상황이었다.

가령 예를 들어 한국은행 집중기준율이 800 W/\$일 경우 대고객 전신환 매입, 매도율은 각각 796.8W/\$ 및 803.2W/\$가 된다. 따라서 백만불을 수출한 기업체는 외국환은행에서 7억 9천 6백 8십만원을 받게 되고 반대로 백만불을 수입한 기업체는 8억 3백 2십만원을 지급해야 하며 당해 외국환은행이 수입과 수출을 일치시킨 경우 그 은행은 백만불 거래의 증개로 6백 4십만원의 外換買賣差益을 얻게 되는 것이다.

만약 무역수지가 적자인 상태에서 外換의 매입수요는 있으나 공급이 모자라면 외국환은행은 은행간거래를 통하거나 한국은행에서 外換을 구입할 수 밖에 없다. 은행간거래에 적용되는 환율은 시장에서 자율적으로 결정하게 되어 있으나 우리 나라의 외국환은행들은 거래고객들의 특징이 없기 때문에 한 은행이 외환매입 수요초과인 경우 여타은행들도 동시에 외환매입 수요초과가 되는 경우가 많아서 은행간 거래는 물동량이 크지가 못한 실정이고, 자연 한국은행으로부터 外換을 구입하여 이런 수급불균형을 해결하는 수 밖에 없다.

한편 한국은행은 집중매도율로 무한정의 외환공급을 하고 있으므로 은행간거래의 환율은 이 집중매도율을 상회할 수는 없으나 전술한 바와 같이 수요초과가 일방적으로 일어날 경우는 이 집중매도율에서 그리 크게 떨어지지도 않는게 사실이다. 한국은행 집중매도율은 집중율보다 0.35% 높으므로 802.8원이며 은행의 입장에서 볼 때 한국은행에서 外換을 구입하여 수입업자에게 매도할 경우 백만불의 거래에서 겨우 4십만원의 매매차익밖에 얻을 수가 없다.

外換의 수요와 공급을 외국환은행 자체내에서 일치시켰을 때와 일치시키지 못하여 한국은행에서 매입했을 때의 수익의 차이가 이같이 크기 때문에 우리 나라가 무역적자였을 때 은행들은 外換의 공급을 확보하기 위해 경쟁적으로 外換去來쟁탈전을 치른 것이며 이 쟁탈전의 파생으로 생긴 것이 翌日先物換인 것이다. 즉, 우리 나라의 현물환거래에서는 대고객매입율이 고정되어 있으므로 아무리 경쟁이 심하다고 해

도 고시된 환율보다 유리한 환율을 제시할 수는 없었다. 그러나 先物換率은 각 은행이 자율적으로 결정하게 되어 있으므로 翌日先物換率이란 명목으로 오늘의 한국은행 매도율보다 약간 낮은 환율을 제시하는 것이다. 수출업체의 입장에서는 하루 늦게 원화가 확보된다는 손해는 있으나 대고객매입율보다 무려 0.75% 정도 높은 환율로 外換을 팔 수 있다는 혜택이 있기 때문에 기준율이 800원이고 백만불의 外換賣度를 할 경우 최고로 무려 6백만원을 더 받을 수 있는 장점이 있다. 반면 은행의 입장에서는 한국은행에서 매입하는 것보다는 유리한 환율로 外換을 공급받을 수 있을 뿐 아니라 무역적자하에서 원화표시 한은집중기준율이 매일 조금씩이라도 상승추세에 있으므로 환율인상에 따른 이익의 기회도 있었던 것이다. 外換去來에 관계없이 우리 나라 전체의 수출은 변화하지 않으므로 외국환은행 전체로 볼 경우 外換去來확보쟁탈전은 제로섬게임이다. 따라서 특정은행이 翌日원화先物換去來를 통하여 다른 은행에 갈 外貨供給을 차지했다면 다른 은행은 그만큼 외화공급을 잃게 되며 따라서 外換의 수요, 공급의 불일치의 폭이 커지고 따라서 외환매매차익의 기회도 줄어들게 된다. 결국 翌日원화先物換去來의 증대는 전체 은행들의 외환매매차익을 희석시켜 특정은행의 외환매매차익을 높이는 것이므로 은행들로서는 그리 반갑지 않은 현상이다. 그러나 종래 外換의 수요공급의 불일치가 컸던 은행의 입장에서는 유혹이 큰 거래였으며 外換去來의 기초가 상대적으로 약했던 외국은행 한국지점을 중심으로 이 거래가 확대된 것은 이러한 이유 때문이다.

1986년부터 우리 나라가 무역흑자의 기조를 이룩하게 됨에 따라 나라 전체로 볼 때 外換의 공급이 수요를 초과하게 되었으며 외국환은행별로 보더라도 外換의 공급초과가 발생하게 되었다. 따라서 공급과잉의 外換을 한국은행에 매도할 경우 받을 수 있던 한국은행 집중매입율보다 조금이라도 더 높으면 翌日先物換制度의 형태를 빌려서라도 外換需要를 확보해야 하겠다는 경쟁 때문에 翌日先物換率로 결정되는 환율이 무역적자시절에 한국은행 집중매도율에서 무역

혹자시절에는 한국은행 집중매입율로 바뀌었을 뿐 翌日先物換制度 자체는 없어지지 않고 있다. 오히려 翌日先物換制度가 일반화됨에 따라 국내 시중은행들도 수입거래가 큰 기업체에 대해서는 翌日先物換을 해주지 않을 경우 고객울 잃을 가능성이 있기 때문에 울며겨자먹기로라도 翌日先物換去來를 하게 되는 경우가 생기게 되었다.

그러나 최근 원화절상의 속도가 빨라짐에 따라 한은 집중매입율이 때에 따라서는 하루에 1원 50전 정도로 하락하는 경우도 생기게 되었고 이 경우 오늘의 한은 집중매입율로 翌日先物換率을 책정하였을 때 이 환율은 다음날의 현물환율로 볼 때 그날의 한은 집중매입율 보다 1원 50전 정도나 높기 때문에 외국환은행의 입장에서는 한국은행에서 한은 집중매입율로 外換을 구입하기 보다는 싸나 보통 그날의 한은 집중매입율 근처에서 형성되는 은행간 거래환율보다는 훨씬 비싸게 되기 때문에 翌日先物換去來에서 이러한 환율변동위험을 지게 되는 것을 꺼리게 된다. 이때 翌日先物換率을 결정할 때 오늘의 한은 집중매입율에서 기대되는 환율변동폭의 최고치를 환율로 기준하면 외국환은행은 환위험을 회피할 수 있으나 外換을 매도하는 것보다 손해가 되기 때문에 翌日先物換去來를 할 유인이 없어지게 된다.

先物換去來에서는 만기에 관계없이 환율변동에 따라 기회손익이 생기는 것이 당연하나 원래 翌日先物換去來의 목적이 현물환거래의 매매율 차이를 줄이려는 게 목적이기 때문에 이와 같은 환위험을 확실하게 없애기 위해서 불법적으로 고안해 낸 방법이 바로 마감후 記帳制度이다. 원화자금거래는 外換去來이든 그날의 영업시간내에 모든 것이 마감되는 것이 원칙이나 우리나라는 관행상 翌日 오전까지 이루어진 거래를 전날에 이루어진 거래로 간주해 주는 경우가 있다. 이를 악용하여 실제로는 오늘 현물환율이 발표된 후 그날의 한은 집중매입율을 확인하여 이 환율로 전날에 翌日先物換去來를 한 것 같이 위장을 하는 것이다. 이 경우 사실상 오늘날짜의 현물환거래를 하면서 현물환거래를 할 경우 대고객매입율로 매입해야 하는 것을 전날 翌日

先物換去來를 체결해 놓은 것으로 가장했기 때문에 한은 집중매입율로 매입할 수가 있고 또한 매도할 수도 있다. 현재 한은 집중매입율을 680원으로 보면 한은 집중매입율은 677.68원, 대고객매입율은 677.28원으로 40전 밖에 차이가 없기 때문에 수출업체의 경우 특정일에 '네고'하는 금액이 백만원이 넘는 경우에는 翌日先物換去來의 유인이 생기며 '네고'단위가 작은 중소기업들은 별로 차이가 없다. 그러나 수입업체의 경우 원래는 오늘의 대고객매도율인 682.27원에 外換을 매입해야 하는데 가상의 翌日先物換制度를 사용할 경우 677.68원 정도에서 구입할 수가 있어 1\$당 무려 4원 59전의 이익이 있으므로 대기업은 물론 중소기업들도 翌日先物換制度를 체결해 주는 외국환은행으로 外換去來를 옮기려는 유인이 크며 따라서 고객 확보를 위해 외국환은행들은 소극적이기는 하나 응하지 않을 수 없는 실정이다.

#### 나) 翌日先物換去來의 개선방향

翌日先物換去來의 개선방향을 논하기 앞서 翌日先物換去來에 무슨 문제가 있는가를 살펴볼 필요가 있으며 이를 정리하면 다음과 같다.

첫째, 先物換去來란 재정거래 및 투기목적의 거래가 있기는 하나 기본적으로는 수출입거래에서 발생하는 환위험을 분산하기 위한 보험적인 성격의 거래이다. 그러나 현재의 翌日先物換去來는 현물환율매매차를 줄이는 목적으로만 사용되기 때문에 先物換去來에 대한 왜곡된 인식을 주어 장기적인 관점에서 우리나라에서 先物換去來를 안정시키는 데 장애요인이 될 가능성이 크다.

둘째, 최근 중소기업들도(특히 수입을 주로하는 기업체들은) 翌日先物換制度에 관심을 가지는 것은 사실이다. 그러나 지금까지 翌日先物換去來를 주로 사용한 기업체는 대기업체들이다. 현물환거래에서 대고객 매입-매도율을 고정시켜 놓은 현재의 제도에서 대기업들만이 거의 불법에 가까운 제도를 통해 이익을 누린다는 것은 형평의 원칙에 어긋난다.

셋째, 장기원화先物換去來에서도 마찬가지로 현상이지만 특히 단기원화先物換去來에 있어서는 外國銀行支店の 시장점유율이 지배적이다. 그

이유는 外銀支店들이 자체신용장거래가 적은 가운데 外換去來의 이익을 최대화하기 위해 1분당 10~20전의 이익만 있더라도 薄利多賣의 정신을 가지고 翌日先物換去來에 적극 참여하기 때문이다. 따라서 기업체들은 국내 시중은행에 신용장 거래를 하면서 수출내고는 국내은행과 하고 수입내고는 外銀支店과 주로 하게 된다. 결과적으로 국내은행은 外換서비스는 하면서 외환매매차익은 얻을 수 없게 된 것이다.

구체적인 자료는 수집하기 힘들지만 국내은행의 외환관계 관리자의 말을 빌리면 현재 시점에서 일별로 買入外換과 賣度外換이 일치되어 0.8%의 매매차익을 누리는 것은 30%정도 밖에 되지 못한다는 것이다. 물론 外銀支店의 매입외환과 매도의환의 일치비율은 이보다도 훨씬 낮은 5%정도라고는 하나 外銀支店의 매도 대부분이 翌日先物換去來에서 발생하는 것을 감안하면 翌日先物換去來로 인해 일치비율이 하락하여 외환매매차익이 줄어진 영향은 국내은행들이 더 크게 받고 있다고 보아야 할 것이다.

위에서 제시된 여러 이유로 翌日先物換制度를 없애는 것이 좋다고 판단될 때 이를 실행하는 방법은 <1> 매매율차의 자율화 <2> 현물환율의 운영방법개선 <3> 實行日(value date)의 변경 등을 생각할 수 있다.

전술한 바와 같이 翌日先物換制度가 태동된 근본적 원인은 대고객매입율과 대고객매도율의 차이가 컸기 때문이므로 이를 줄여야 한다는 것이다. 그런데 0.8%의 매입, 매도율 차이가 과연 큰 것인가? 일본의 경우 간사은행들이 공시한 고시환율을 중심으로 상하 1엔으로 대고객마진을 정하고 거래의 경우는 각 은행이 자율적으로 결정하게 되어 있다. 매입, 매도율의 차이가 최고 2엔이라면 현행환율을 125엔으로 볼 때 무려 1.6%나 되어 우리나라보다 두배나 된다. 다만 각 은행이 이 범위내에서 매입, 매도율을 결정하고 거래의 경우 마진이 더욱 줄어들므로 우리나라와 같은 翌日先物換制度가 생기지 않을 따름이다. 또한 외국의 은행간거래에서는 마진폭이 0.125%정도로 훨씬 적었으나 이는 어디까지나 거래의 거래일 따름이며 사실 은행간거래의 경우는 우리나라도 자율화되어 있어

0.125%보다 크지도 않다.

결과적으로 매매율차를 자율화한다는 것은 거래의 거래에 대해서 혜택을 줘야 한다는 것인데 이 경우 대규모 기업집단에 대한 국민의 심리현상에 비추어 볼 때 시기적으로 적절하지는 못하다.

또한 0.8%의 매매율차를 줄인다고 하더라도 外換集中制하에서 한은에 外換이 집중되어야 하는 것은 당분간 어쩔 수 없고 집중된다면 현재 한은의 집중매입·매도율차이가 0.7%이므로 한은의 집중매입·매도율차이를 줄이지 않고 자율화 한다면 오히려 대고객매입, 매도율차이가 늘어날 가능성마저도 배제할 수가 없다. 설사 매매율 차이를 현재의 0.8%에서 0.4%로 줄였다고 하더라도 현물환율이 현재와 같이 일방적으로 평가절상이 되고 있고 그 변화하는 폭이 0.375% 이내라면 翌日先物換率의 존재가치는 상존한다. 따라서 원화환율이 시장의 수요와 공급에 의해 결정된 균형환율이 되어 상승하는 확률과 하락하는 확률이 동일하여야만 외환매매차를 제정하기 위한 초단기 先物換制度가 없어질 것이다.

매매율 차이가 줄고 환율의 변동이 자유롭다고 하더라도 현재와 같이 마감후 記帳이 가능하다면 환위험이 전혀 없이 고객에게 유리한 매입율을 제공할 수 있기 때문에 가공의 翌日先物換이 상존할 가능성이 있다. 마감후 記帳制度 자체가 없어져야겠지만 만약 자금거래에서의 관행이 지속된다면 翌日先物換去來를 없애기 위해 先物換을 3영업일 이후에 실행되는 것만 허용하는 방법을 생각할 수 있다. 외국의 경우는 현물환거래의 실행일이 2영업일 이기 때문에 先物換去來는 당연히 3영업일 이상의 실행일을 가지게 된다. 다만 우리나라의 경우 한국은행의 外換集中制하에서 집중기준율이 고시되기 때문에 그날의 한국은행과의 외환거래는 그날의 집중기준율로 처리하기 때문에 외국과는 달리 그날이 바로 현물환거래의 실행일이 된다. 따라서 외국과 같이 先物換去來는 초단기라도 3영업일을 실행일로 할 경우 분명 현재 거의 불법적으로 시행되고 있는 마감후 記帳의 先物換去來는 사라질 것이다. 다만 우리나라 특수사정으로 현물환

거래의 실행일이 당일이고 先物換去來의 실행일이 3영업일 이상이 되면 이 사이에 공백기간에 해당되는 만기의 새로운 불법적(?)인 外換去來가 태어날 것 같은 가능성이 있다는 것을 간파해서는 안되겠다.

(2) 中長期원화先物換去來

가) 中長期원화先物換去來의 현황

전술한 바와 같이 1981년 원화先物換去來가 정식으로 인정된 이후 지금까지 일주일 이상의 만기를 가진 원화先物換去來의 실적은 극히 저조하다. <표 1>에는 1988년 1월부터 9월까지의 원화先物換去來量이 나와 있는데 이를 보면 대부분이 7일 이내 만기의 短期先物換去來임을 알 수 있다. <표 2>에는 1년 이상의 만기를 가진 長期원화先物換去來의 실적이 나타나 있는데 이를 보더라도 거래는 극히 한산하다.

나) 中長期원화先物換去來의 제약요인

中長期원화先物換去來가 활성화되지 않은 요

<표 1> 외화선물환 거래 실적 (1988.1~9 월중)  
(단위: 억달러)

	1~2일	3~7일	8일~1개월이내	1개월이상	계
원 화 / 외 국 통 화					
국내은행	11.7	1.5	1.4	2.5	17.1
[대고객]	11.5	1.4	1.4	2.5	16.8
[은행간]	0.2	0.1	-	-	0.3
외은지점	161.5	34.6	11.4	19.1	226.6
[대고객]	146.1	25.7	9.4	17.3	198.5
[은행간]	15.4	8.9	2.0	1.8	28.1
계	173.2	36.1	12.8	21.6	243.7
[대고객]	157.6	27.1	10.8	19.8	215.3
[은행간]	15.6	9.0	2.0	1.8	28.4
외 통 화 간					
국내은행	28.8	27.5	28.9	30.8	116.0
[대고객]	1.5	0.6	0.1	2.6	4.8
[은행간]	27.3	26.9	28.8	28.2	111.2
외은지점	116.9	209.7	247.4	278.7	852.7
[대고객]	19.0	31.3	36.2	142.4	228.9
[은행간]	97.9	178.4	211.2	136.3	623.8
계	145.7	237.2	276.3	309.5	968.7
[대고객]	20.5	31.9	36.3	145.0	233.7
[은행간]	125.2	205.3	240.0	164.5	735.0

자료: 한국은행

<표 2> W/US\$. 장기선물환율(실거래예)

(단위: 백만달러)

계약일자	만기일(계약기간)	거래금액	선물환율(W/US\$)
87.12.11	88.12.12(1년)	1.5	728.10
88.10.25	89.12.25(14개월)	1.6	620.00
88.11.24	89. 2.22(2개월)	6.0	668.00
88. 3.24	88.12.24(9개월)	5.0	684.75
88. 1.22	88.12.23(11개월)	1.0	713.92
88. 3.18	89. 2.27(11개월)	1.5	671.61
88. 3. 1	90. 6. 1(27개월)	3.0	638.00
88. 6.22	89. 5. 3(11개월)	3.0	659.10
88.10.28	89.11. 6(13개월)	1.5	701.30

자료: 한국은행

인들은 <1> 企業家들의 인식부족 <2> 현물환율의 운용방식 <3> 外換, 자본거래의 통제 등을 들 수 있다.

<1> 기업가들의 인식부족

원화先物換去來에 대해 기업가들은 i) “先物換去來는 투기이다” ii) “원화가 절상이 되고 있을 때 先物換去來는 수출업자나 하는 것이지 수입업자는 할 필요가 없다”는 인식을 가지고 있는 경우가 많다. 즉, 오늘 선물환매입(또는 매도) 거래를 했다가 미래시점에서 현물환율이 先物換去來보다 낮으면(또는 높으면) 손해를 볼 가능성이 있다는 것이다. 미래시점에 확인되는 가격에 따라 손익이 결정되는 것을 투기라고 정의할 때 미래시점의 현물환율에 따라 先物換去來의 손익이 결정된다면 先物換去來는 확실히 환투기이며 實需去來의 제한이 없는 외국에서 환투기자들은 현물환거래가 아니라 先物換去來를 통해서 환투기를 하고 있는 것이 사실이다. 그러나 수출과 수입 등으로 외화포지자산 또는 부채가 발생할 경우 그냥 방치하면 미래시점의 현물환율에 따라 그 기업의 현금흐름이 결정되므로 사실상 환투기를 하는 결과가 되며, 先物換去來를 통해 헷징을 해야만 미래의 현금흐름을 확정시킬 수 있는 것이다. 따라서 기업가들은 先物換去來를 단독적으로 고려해서는 안되며 실물거래에서의 환포지선과 연결하여 생각해야 할 것이다. 수출입에 의해 外貨포지선이 발생한 경우 先物換去來를 하는 것이 투기가 아니라 하지 않는 것이 투기라는 것을 인식할 필요가 있을 것

이다.

최근 원화결상이 거의 모든 사람들이 예측할 수 있듯이 지속되어 가고 있으므로 수출업자들은 원화선물환매도계약에 관심이 있는데 수입업자들은 원화선물환매입계약에 관심이 없어 원화先物換市場에서 수요와 공급이 심한 불균형을 이루고 있는 실정이다. 만약 先物換率이 현물환율과 동일하다면 원화결상이 예측되는 시점에서 수입업자들이 선물환매입계약을 하는 것은 어리석다. 그러나 先物換率은 기대미래현물환율의 불편추정치로서 오늘 시점에서 예상되는 결상폭을 감안하여 결정이 되는 것이기 때문에 원화결상 때는 꼭 수출업자가 先物換去來를 하는 것이 유리하다고 할 수는 없다. 중요한 것은 先物換率을 결정할 때 감안된 기대원화결상폭과 실제의 원화결상폭 중 어떤 것이 클 것이냐 이며, 만약 전자가 클 경우에는 수입업자가, 후자가 클 경우에는 수출업자가 先物換去來에서 이득을 보게 되는 것이다. 바꾸어서 본다면 결상이 거의 확실하게 예측되는 통화에 先物換去來가 발생할 여지가 없다면 결하가 예측되는 통화에도 先物換去來가 발생하지 않을 것이며 또한 앞으로 별로 변하지 않을 통화에는 원래부터 先物換去來가 필요없으므로 세계 모든 통화에 先物換去來가 발생할 가능성이 없어진다는 터무니없는 결론에 도달하게 된다. 일본엔의 경우 1970년대 이후 20~30個月에 걸친 엔화결상의 기간이 4년 있었으며 이 때는 거의 모든 사람들이 엔화결상의 지속을 믿고 있었다. 그러나 이 때에도 엔화에 대한 선물환매입·매도는 활발히 진행되고 있었다는 것을 상기하면 최근 원화결상시기에 수입업자들은 先物換買入去來를 할 필요가 없다고 생각하는 것이 얼마나 허구인가를 알 수 있을 것이다. 원화先物換去來가 도입되던 1980년에는 원화가 만성적으로 결하되고 있던 때였다. 그러나 그 당시 외환시장협의회에서 결정된 先物換率은 시장에서 기대하고 있는 절하폭을 이미 감안하고 있었다. 즉, 1980년 7월부터 1981년 초까지 수출업자와 수입업자들이 매일 동일한 액수의 先物換去來를 했다고 한다면 수출업자가 득을 볼 때가 반, 수입업자가 득을 볼 때도 약 반으로 나타나고 있는 것이다.

## 〈2〉 현물환율의 운용방법

우리 나라에 원화先物換을 도입하면서 그 목적을 수출업자들의 환위험회피에 둔다고 하고 있다. 그러나 환위험을 회피하는 수단으로서 先物換去來 기능을 논의하기 위해서는 환율변동에는 환율의 추세선과 그 추세선에서의 분산 두 종류가 있음을 알아야 한다. 전술한 바와 같이 환율의 변동이 기대되면 이 기대변동폭은 先物換率의 결정시 포함되어 버린다. 최근 원화결상이 예상되므로 기업들은 환위험을 회피하기 위하여 先物換去來를 하라고 하지만 先物換率에 이미 기대원화결상폭이 포함되어 있으므로 환위험을 회피할 방법이 없다. 다시 말해서 先物換去來로는 현재 시점에 예상되는 환율변동에 대해 헛것 할 수는 없으며 다만 기대되는 환율추세에서 벗어나는 변동의 위험에 대해서만 헛것이 되는 것이다. 그런데 최근 원화의 현물환율은 원화결상의 추세가 워낙 뚜렷하여 그 추세에서 분산하는 정도가 적어서 환율변동 전체의 크기는 크다고 하나 先物換去來로 헛것할 수 있는 환위험부분은 극히 제한되어 있다. 이 반대의 경우를 생각해 보자. 환율이 균형환율에 가까와 현시점에서 미래에 환율이 절상될지 또는 절하될지 모르는(즉, 추세선이 수평인) 경우, 과거의 경험으로 보아 이 추세선에서의 분산이 크다면 先物換去來가 수출업자나 수입업자 모두에게 의미 있는 환위험회피수단이 될 것이다. 따라서 정부가 미국의 원화결상압력에 따라 대개 예측할 수 있는 방향과 크기로 현물환율을 운용하고 있는 것이 원화先物換去來의 유용성을 제약시키고 있다고 해야 할 것이다.

## 〈3〉 外換, 資本去來의 統制

先物換去來는 그 거래자체의 성격으로 보면 외환거래이다. 따라서 先物換市場에서의 수요와 공급에 의해 그 가격과 물동량이 결정되어야 한다. 그러나 전술한 바와 같은 기업가들의 잘못된 인식으로 원화결상이 예상되는 현재시점에서 先物換賣度를 하려는 수출업자는 많으나 先物換買入을 하려는 수입업자는 극히 적어 先物換去來 자체만으로는 매도·매입이 일치되지 않는 경우가 대부분이다.

어떠한 이유로든 先物換市場에서 수요공급의

불균형이 일어나면 이를 해결하는 방법은 무엇일까? 첫째, 은행들이 先物換포지션을 가지거나, 둘째, 금융시장을 이용해서 先物換포지션과 반대거래를 하는 것이다.

현재 외국환은행은 한국은행으로부터 현물환포지션 및 종합환포지션의 감독을 받고 있다. 해외부문에서 발생하는 통화압력을 막고 또한 국내의 이자율 차이와 원화환율의 기대변동간의 불균형으로부터 폭리를 얻지 못하게 현물포지션은 매각초과를 인정하지 않고 있다. 한편 先物換포지션을 합한 종합포지션은 매각초과, 매입초과 공히 5백만불로 제한되어 있다. 따라서 현물환에서 은행이 스퀘어포지션을 가지고 있다면 은행은 5백만불을 한도로 선물환매도계약을 체결할 수 있으며, 우리나라는 현물환포지션의 매각초과가 허락되지 않아 매입초과일 경우가 대부분이므로 실제로는 현물환의 매입초과분과 5백만불을 합한 금액만큼 은행은 선물환매도계약을 체결할 수가 있을 것이다. 그러나 은행이 선물환매도계약을 체결하자면 기업들이 선물환매입계약을 체결해야 하는데, 현재와 같이 원화가 지속적으로 절상되는 시점에서는 수입업체들은 선물환매입계약에 그다지 흥미를 가지고 있지 못한 실정이다. 오히려 수출업체들이 선물환매도계약을 체결하고자 은행을 접촉하는 경우가 더 많으나, 이 경우 은행은 선물환매입계약을 맺어야 하는데 가뜩이나 현물환포지션도 매입초과인데 先物換에서조차 매입거래를 할 경우 종합포지션의 한도가 곧 문제가 되어 버린다. 따라서 간단하게만 생각한다면 은행의 종합포지션의 한도를 넓혀주면 원화先物換去來가 활성화될 것으로 믿기 쉽다. 그러나 은행들이 과연 환포지션을 크게 가지는 것이 바람직한 현상인가를 생각하면 포지션한도를 늘인다는 것은 별로 환영할 만한 정책이 될 수 없다는 것을 알 수 있다. 최근 은행경영의 자율화가 주장되고 있고 또한 금리자유화도 되어 모든게 자유로운 것이 좋다고만 본다면 환포지션의 한도도 없애버리는 것이 좋겠다고 생각할지 모르나 은행경영이 자율화될수록 공공성을 지닌 은행의 안정성에 대한 감독은 오히려 강화되어야 할 필요가 있다고 할 것이다. 은행의 안정성에 대한 지침으로서 은행자본에 대한

위험자산의 비율을 일정수준에서 규제하는 방법이 있는데 환포지션도 위험자산의 일부로 생각하여 자본의 일정비율로 규제하는 방법이 있을 수가 있다. 그러나 같은 위험자산이라 하더라도 대출금과 환포지션에는 그 위험의 크기에 있어서 큰차이가 있다. 대출금도 부실화될 확률이 없는 것은 아니나 환의 오픈포지션에 의해 생기는 위험에 비해 훨씬 적으며 1974년 환투기로 Herstadt은행이 파산한 후 세계유수의 은행들도 환포지션을 가지는 것을 극히 피하고 있는 것이 현실이다. 즉, 은행은 기본적으로 고객들의 外換에 대한 수요와 공급을 증개하는 기관이지 환포지션을 가지고 투기하는 기관이 아니라는 것을 감안하면 원화先物換활성화의 활로를 환포지션한도확대에서 찾는다는 것은 잘못된 발상이며 오히려 은행들이 환포지션을 해소시킬 수 있는 방법을 강구해야 할 것으로 믿는다.

외국에서는 先物換去來가 잘 이루어지고 있는데 왜 우리나라에서는 원화先物換去來가 잘 이루어지지 않는냐는 질문에 대해 제일 중요하고 정확한 대답은 외국에서는 外換市場과 금융시장이 연결되어 있는데 우리나라에서는 外換市場과 금융시장이 분리되어 있기 때문이라는 것이다. 우선 외국의 예를 살펴 보자. 가령 일본에서 先物換去來를 통해 미국달러를 팔려고 하는 매도계약과 미국달러를 사려는 매입계약이 일치하지 않을 때 이러한 先物換市場에서의 수요·공급의 불균형이 어떻게 해결될 것인가? 첫째, 엔은 이미 국제화되어 있어 외국인이 엔을 자유로이 소유할 수 있으므로 엔/달러 先物換去來는 일본에서만 아니라 외국에서도 일어나고 있을 것이다. 따라서 일본에서의 수요·공급불균형은 일차적으로 외국에서 수요·공급으로 보충할 것이다. 둘째, 일본 및 외국에서 공히 수요(또는 공급)초과가 발생했을 때는 先物換市場만으로는 도저히 균형에 도달할 수 없게 된다. 이 때 은행들이 자기들 위험으로 先物換포지션을 가질 수도 있겠으나 전술한 바와 같이 이는 금기사항으로 되어 있다. 따라서 先物換市場의 불균형을 어디선가 해소시켜야 하는데 이 때 먼저 생각할 수 있는 것이 通貨先物(Currency Futures)市場이다. 따라서 고객들의 선물환매입계약을 합과

동시에 通貨先物市場에서 매도계약을 체결함으로써 스퀘어포지션을 취하고 다만 증개료만을 추구한다. 셋째, 先物換市場과 通貨先物市場을 합쳐서도 매입(또는 매출) 초과가 일어난다면 이를 금융시장에서 해결할 수 밖에 없다. 즉, 고객들이 先物換賣度去來를 원하는데 先物換買入者 또는 通貨先物去來의 매입자가 없을 때 은행들은 단순히 스퀘어포지션이 되지 않는다고 포기할 수도 있으나 이는 국제금융의 기초도 모르는 데서 오는 오류이다. 왜냐하면 선물환매입거래는 현물환시장과 금융시장을 연결하면 인위적으로 만들 수 있기 때문이다. 예를 들어 先物換으로 달러를 사고 엔을 파는 거래(선물환 달러매입계약)는 결과적으로 특정미래시점에 달러 롱, 엔 숏포지션이 발생하는 거래인데 만약 오늘 시점에 엔을 빌려서 현물환시장에서 달러로 교환한 후 달러로 예금을 하면 先物換去來를 하지 않고도 달러 롱, 엔 숏포지션이 발생하는 거래를 창출할 수 있기 때문이다. 다만 이 경우 차입한 엔貨에 대한 이자와 예금한 달러의 이자가 차이가 나는데 이 이자율의 차이가 바로 先物換의 할증(또는 할인) 폭과 동일하여야 할 것이며 실제로 국제금융시장에서 外換, 자본거래에 제한이 없이 국제적으로 자유로이 거래가 되는 통화에 대해서는 先物換의 할증(또는 할인)폭이 두 통화의 이자율의 차이에서 결정되는 이유이기도 하다.

위에서 국내선물환시장에서 수요·공급의 불균형이 발생할 때 은행들이 헷징할 수 있는 방법을 <1> 외국에서의 先物換市場 <2> 通貨先物市場 <3> 금융시장의 이용의 세 측면에서 살펴 보았으나 우리 나라의 경우 <1>과 <2>는 원貨의 국제화가 이루어지지 않아 외국인의 원貨保有에 제한이 있어 시장자체가 존재하지 않고 <3>의 경우 역시 현물환거래에서 實需原則과 외국통화의 차입이 제한되어 있어 불가능한 실정이다.

#### 다) 원화先物換制度的 개선방향

지금까지의 논의에 의거하여 원화先物換制度的 개선방향을 정리해 보면 다음과 같다.

첫째, 교육을 통하여 先物換去來에 대한 인식을 제고시켜야겠다. 先物換去來가 투기라든가 원화절상시기에는 수입업자들은 先物換去來를 할

필요가 없다는 등의 잘못된 인식을 불식해야만 先物換去來에서의 수요·공급의 기본적 불균형이 해결될 것이다.

둘째, 현재는 현물환율의 운용을 정부가 담당하고 있어서 일정한 추세만 있고 그 추세를 중심으로 한 분산은 거의 없어 先物換去來 자체의 필요성이 크지 못하다. 따라서 하루빨리 현물환율이 시장에서 자유로이 결정되어 기대치로부터의 분산이 생긴다면 先物換去來가 급증할 것이다.

셋째, 고객들 사이에서 先物換去來에 대한 수요와 공급이 맞지 않을 때 은행들이 포지션을 헷징할 수 있는 시장들 중 특히 단기금융시장이 활성화되고 이를 이용하는데 外換 및 자본통제가 없어져야 할 것이다. 다만 현재와 같이 국내의 금리차와 원화의 기대변동 크기가 균형되지 못한 시점에서 완전한 자유화에는 문제가 있겠으나, 원화환율이 균형환율로 안정이 되고 국내 이자율도 현재보다는 낮은 수준에서 안정될 수 있도록 정책이 추진되어야 할 것이다.

#### 2) 外貨先物換去來

원화先物換去來制度가 도입된 것은 1980년이 지만 外貨先物換去來는 이보다 훨씬 전부터 허용이 되었다. 우리 나라의 환율제도는 1980년 2월까지의 사실상의 달러연계체로서 달러화에 대한 원화의 환율은 안정적이었으나 여타통화의 환율은 극심한 변동을 하였다. 따라서 여타통화 표시로 수출·수입 또는 자본거래를 하는 기업들은 비록 원화先物換去來가 없거나 있어도 시장이 형성되지 않아 원화표시의 헷징은 불가능하더라도 달러로라도 표시통화를 바꿔놓으려는 환위험 관리기법을 강구하게 된 것이다. 1980년 2월 공식적으로 환율제도가 복합통화연계제로 바뀌어 달러와 환율도 매일매일 변하나 아직까지도 정부가 여타통화의 환율보다 달러의 환율에 정책적 초점이 맞추어져 있는 것을 부인할 수 없는 실정이다. 또한 최근들어 달러 외의 여타 통화, 특히 엔화표시 무역거래이 비중이 커짐에 따라 (<표 3>을 참조) 異種通貨表示去來를 달러표시로 바꿀 필요성이 커졌으며 회사에 따라서는 異種通貨表示의 거래는 사내에서 통포지션과 숏포지션을 네팅(netting)한 후 그 잔여분을 무조건 外貨先物換去來를 통해 달러표시



〈표 3〉 경제통화별 수출입 실적(결계기준)

1) 수출 (단위 : 백만달러)

	1986	1987	1988. 1~10
US\$	30,970.2	40,856.3	40,191.5
£	124.2	213.0	335.3
DM	249.2	530.7	738.4
¥	1,262.2	2,549.9	3,902.8
기 타	257.8	426.4	661.1
계	32,863.6	44,576.3	45,819.1

2) 수입 (단위 : 백만달러)

	1986	1987	1988. 1~10
US\$	20,190.9	26,725.1	27,726.8
£	152.2	195.3	207.5
DM	735.8	958.0	969.2
¥	4,048.9	4,594.5	4,208.6
기 타	617.2	802.8	746.4
계	25,745.0	33,275.7	33,678.5

자료 : 한국은행

로 바꾸도록 내규로 정해 놓고 있는 경우도 있다.

(1) 外貨先物換去來의 현황

〈표 1〉에는 1988년 1월부터 9월까지의 단기별 外貨先物換去來의 현황이 국내은행과 외은지점 별로 제시되어 있으며 이에 의하면 다음과 같은 점들을 알 수 있다.

〈1〉 外貨先物換去來의 거래량이 초단기(overnight) 거래를 포함한 원화先物換去來量 보다 약 4배 이상으로 크다.

〈2〉 外貨先物換去來는 모든 만기에 고루 분포 되어 있다.

〈3〉 外貨先物換去來에서도 外銀支店들의 시장 점유율이 지배적이다.

(2) 外貨先物換去來의 제약요인

앞에서 원화先物換去來의 제약요인으로 〈1〉 고객들의 인식부족 〈2〉 현물환율의 운용방식 〈3〉 금융시장의 연계성 등을 지적했는데, 外貨先物換去來에 있어서는 여타통화로 무역거래를 하고 있는 기업체들마저 달러화로 교환해 놓아야겠다는 태도가 점증함에 따라 인식부족의 문제도 적고, 외국통화들은 기본적으로 균형환율이라 추세 뿐 아니라 분산도 크기 때문에 환율의 운

용방식의 문제도 없다. 무엇보다도 고객들이 엔지급조건으로 先物換買入去來를 요구해 올 때 은행들이 외국의 先物換市場에서 손쉽게 반대거래를 구할 수 있어서, 은행들이 포지션을 택하지 않고도 쉽게 헷징할 수 있다는 것이 원화先物換市場과의 근본적인 차이이다. 따라서 外貨先物換去來에는 구조적인 문제점은 없다고 보아야 할 것이다.

다만 현재의 외환관리규정상 先物換去來는 實需去來原則을 고수하고 있어서 실제로 거래를 하는데 금액과 만기가 맞는 신용장을 첨부하는 데에 불필요한 인력을 낭비하고 있으며 이러한 행정적인 문제로 外貨先物換去來가 많은 계약을 받고 있다. 實需去來原則이란 外換市場에서의 투기를 방지하기 위한 것이 목적이다. 그러나 外換市場에서의 투기가 과연 나쁜 것인가 하는데에는 견해의 차이가 있을 수 있으며, 1986년, 1987년 外貨先物換去來에서 이득을 보던 기업체들이 1988년초 기대치 않던 달러화 강세로 손해를 본 경험들도 있고 해서 實需去來原則이 없다면 기업체들이 분별없이 외환투기를 할 것이라는 것도 기업을 믿지 못하는 행정부의 편견이라고 할 수 있다.

물론 일본도 1960년대 중반 무역흑자를 이룩한 후 20년 가량 지난 1984년에야 實需去來原則을 폐지했고, 프랑스의 경우는 아직까지도 實需去來原則이 있기 때문에 우리 나라도 보수적으로 實需去來原則을 당분간 유지시켜야겠다는 것에 대해 전적으로 반대만을 할 수 없다. 더구나 아직 外換集中制가 엄연히 남아 있어서 현물환거래에 제약이 있는데 先物換去來에서만 實需去來를 철폐한다는 것은 오히려 논리에 맞지 않는 점도 있다. 그러나 현재 外貨先物換去來에 있어서는 實需去來原則이라고는 하지만 달러거래의 증명만 있으면 되고 外貨先物換去來의 기본목적인 달러 이외의 거래에 대한 증명은 필요조차 없다. 이는 實需去來原則의 기본목적이 기업들이 환투기를 하지 못하도록 하는데에 있는 것이 아니라 우리 나라의 외화자산부채현상을 유지시키는 데만 있다는 반증이다.

백보 양보하여 實需去來原則이 외화수급정책의 일환이라고 인정한다하더라도, 實需去來를

증명하는 방법을 지금과 같이 매 신용장별로 할 필요는 없을 것이며 단지 기업체별 外貨需給의 일정퍼센트 한도내에서만 할 수 있다고 규정하고 월별 또는 반기별로 기업체별 외화수급실적과 선물환거래실적을 감독하면 행정업무도 줄 것이고 外貨先物換去來도 더욱 원활히 추진될 것이다. 外換去來는 때에 따라 시간을 다룰 때가 허다하다. 따라서 꼭 필요하다고 인정되지 않는 한 행정적 절차로 거래의 불편을 주어서는 안되겠다.

實需去來原則이 없어지거나 약화되면 기업들의 투기가 늘어날지는 모른다. 그러나 外貨先物換去來는 기업체들끼리만은 할 수 없으며 거래의 한 쪽에 은행이 개입된다. 은행의 입장에서 볼 때 先物換去來의 경우 대출과는 달리 따로 담보를 요구할 수 없기 때문에 거래하는 고객에 대해 극도로 신중을 기한다. 따라서 투기의 성격이 강하고 또한 그 기업체가 투기의 결과로 파산할 가능성마저 있는 경우는 은행은 절대로 그 고객과 先物換去來를 할 수는 없는 것이다.

(3) 外貨先物換去來의 개선방향

이미 外貨先物換去來의 경우 實需去來原則이라고 하더라도 外貨先物換去來에 대상이 되는 두 통화 중 한 통화에 대해서만 實需의 증명이 있으면 되게 되어 있으므로 달러로 표시된 신용장만 있으면 여타통화와 先物換去來를 체결하여 환투기를 할 수도 있다. 따라서 實需去來原則의 기본정신이 기업들이 환투기를 하지 못하도록 한다는 것은 이미 불가능한 실정이다.

이제 實需去來原則의 남은 목적이 외환수급정책수립의 용이성에 있다면 굳이 신용장별 감독을 할 필요가 없으며 특정기간동안의 수출입 또는 자본거래 실적의 일정한도 내에서만 外貨先物換去來를 할 수 있다는 포괄적 관리방법으로의 전환이 필요하다.

金融先物の 현향, 제약요인 및 개선현향

1. 金融先物(Financial Futures)의 의의

金融先物去來에는 通貨先物(Currency Futures) (-cf- 앞의 '外貨先物換' (Forward Exchange)과

혼동하지 말 것), 利率先物(Interest Rate Futures), 株價指數先物(Stock Index Futures) 등이 있다. 정확하게 보면 옵션이나 스왑은 金融先物去來는 아니나, 우리 나라에서는 편의상 金融先物去來의 제목하에 함께 논의하는 경향이 있으므로 本稿에서도 함께 다루기로 한다.

通貨先物去來란 미래에 인도할 外換의 가격을 현시점에서 확정한다는 측면에서는 先物換去來와 성격이 비슷하나, 거래장소, 거래방법, 마아진의 유무, 일일결제여부, 유동성면에서 많은 차이가 있다(<표 4> 참조). 옵션거래란 先物換 또는 先物去來와 같이 미래에 교환할 가격을 확정시키기는 하나 미래시점에 인도할 권리만을 갖고 의무를 갖지 않는다는 점에서 다르며, 스왑이란 통화단위가 다른 자산 또는 부채를 서로 교환하는 계약이다. 이제 先物換, 선물, 옵션 및 스왑의 거래들을 상품시장, 금융시장, 외환시장

<표 4> 선물환거래와 통화선물거래의 차이

	선 물 환	통 화 선 물
1. 거래장소	점두(OTC)	거래소(Exchange)
2. 거래자	거래당사자	브로커
3. 결제방법	거래당사자간	청산소
4. 마진조건	없을 때가 많음	있음
5. 거래상품	당사자간 합의	표준화
6. 거래단기	당사자간 합의	정형화
7. 유통시장	없음	있음
8. 거래관행	단기일 결제	단기전반대거래
9. 일일정산	없음	있음
10. 가격제시	매입매도율	단일가격

<표 5> 금융상품의 관계

	확정거래		옵션거래		스왑거래
	점두시장	거래소	점두시장	거래소	
	상품	선물	상품	선물	
상시금시	선물	상품선물	상품	상품선물	상품선물
의시	FR	이자율선물	이자율	이자율선물	이자율선물
환장	선물환	통화선물	통화	통화선물	통화선물
주식	선물	주가선물	주가	주가선물	주가선물

및 주식시장의 시장별로 정리하면 <표 5>와 같다.

우리 나라에서는 통화스왑과 이자율스왑은 84년부터 허락이 되었으나 옵션先物去來는 1987년 10월에 들어서야 정식으로 허용이 되었다. 그러나 1986년부터 시작된 원화절상의 추세가 1987년에 들어서어도 계속되자 기업들은 이자율스왑을 이자율 위험의 헷징수단으로 사용하지 않고 고정금리와 유동금리의 교환은 하되 금리지금시점은 다르게 함으로써 상대적으로 유리한 외화자금을 도입하는 수단으로 사용하였고, 이에 한국은행은 이런 금리지금시점을 다르게 하는 이자율스왑을 금지하였으며, 1987년말경 통화스왑을 사용하여 외화자금을 조달하려는 움직임이 보이자 이마저 금지하였다. 1988년초 대기업들에 대한 수출금융이 없어지고 원화절상의 추세가 지속되자 기업들은 옵션을 사용하여 거액의 외화자금을 조달하였으며 가뜩이나 해외부문에서의 통화압력으로 고생하던 당국에서는 동년 2월 외환관리규정 2-23에도 불구하고 외국환은행은 국내거주자와 海外 金融先物去來所와의 옵션거래만을 할 수 있다는 통첩을 보내 점두(OTC: over the counter) 거래를 금지시켜 버렸다. (스왑 및 옵션을 통한 해외자금조달기법의 자세한 내용은 부록에 정리되어 있다.)

金融先物去來가 허락되지 얼마되지 않은 시점에서 金融先物去來의 원래목적인 위험헷징의 수단이 아니라 해외자금조달의 수단으로 변용되자 정부에서는 국내거주자와 외국환은행간의 모든 金融先物去來를 백안시하는 경향이 생기게 되었으며, 아직 국내거주자들의 해외거래소에서의 金融先物去來는 인식부족으로 활발히 이루어지지 못하고 있는 실정이다. 아래에서는 通貨先物에 국한하여 활성화되지 못한 요인들을 찾아보기로 한다.

## 2. 通貨先物の 현황과 개선방안

### 1) 通貨先物の 制約要因

아직 원화가 국제화되지 못했으므로 해외거래소에서의 通貨先物去來라 함은 당연히 이중통화간의 先物去來를 칭하게 된다. 전술한 바와

<표 6> 금융선물거래 등 실적(1988. 1~9월중)

(단위: 백만달러)

	건 수	금 액
* 통화옵션	16	116
┌ 대고객	3	76
└ 은행자체	13	40
* 통화선물	88	12
┌ 대고객	—	—
└ 은행자체	88	12
* 통화스왑	14	469
┌ 대고객	9	308
└ 은행자체	5	161
* 이자율옵션	10	39
┌ 대고객	—	—
└ 은행자체	10	39
* 이자율선물	4,602	4,049
┌ 대고객	—	—
└ 은행자체	4,602	4,049
* 이자율선물옵션	30	12
┌ 대고객	—	—
└ 은행자체	30	12
* 이자율스왑	21	468
┌ 대고객	5	95
└ 은행자체	16	373
* FRA	42	780
┌ 대고객	14	210
└ 은행자체	28	570

자료: 한국은행

같이 이미 기업들은 이중통화간의 先物換去來의 필요성은 인식하고 있고 사실 많이 하고 있으나 通貨先物은 1988년에는 한건도 실적이 없다는 것은 놀라운 사실이다.

<표 4>에서 先物換과 通貨先物の 차이점을 비교해 보았던 바와 같이 두 거래에는 차이점이 많으며, 따라서 기업의 자금조달계획에 따라 선호도가 다를 것이다. 그런데도 불구하고 현재까지 선물환계약만 존재하고 선물계약은 전무하다는 것은 외국의 경우 두 거래의 비중이 비슷하다는 점을 감안하면 이상한 현상이라고 할 것이다. 通貨先物去來가 활성화되지 못한 가장 큰 이유는 아무래도 通貨先物에 대한 인식부족일 것이다. 先物換去來는 은행과의 OTC 거래이기 때문에 은행에만 가면 모든 계약이 가능하나 通貨先物의 경우 우선 은행에 가서 계약의사를 밝히면

은행은 브로커를 통해서 외국의 거래소와 계약을 체결하게 되는 것이다. 우리나라에서는 외국 환관리규정상 先物去來도 은행을 통해서 하게 되어 있는데 생각해 보면 先物換과 通貨先物은 경쟁관계에 있는데 先物換을 취급하는 은행이 通貨先物去來를 체결하게 해 놓았으므로 은행들이 고객들에게 열심히 通貨先物去來를 권장할 이유가 없는 것이다. 또한 通貨先物去來를 하려면 거래개시에 일정액의 마아진을 입금시켜야 하는데 이로 인해 마아진요구가 없는 先物換去來 보다 시초부터 자금부담이 있다는 인상을 가지기 쉬우며 또한 通貨先物去來는 일일정산제도가 있어 매일매일 거래결과가 발표되어 거래의 가치가 평가되므로 투기적 압력이 심하게 느껴지는 것이다.

## 2) 通貨先物の 改善方案

通貨先物을 활성화하기 위해 제일 시급한 것은 국내거주자들이 通貨先物去來를 할 때 외국의 브로커와 바로 거래를 할 수 있게 외국환관리규정을 수정하는 것이다. 이해의 갈등을 가지는 은행에 通貨先物去來의 중개를 맡겨서는 도저히 활성화될 가능성이 없다고 볼 것이다. 물론 정부당국으로서는 외국과의 通貨先物去來의 물동량을 계속 확인할 필요는 있겠으나 이는 브로커들에게 의무화시킬 수도 있을 것이며, 또는 외국에 송금·입금을 하려면 어차피 은행을 통할 것이므로 그 때 집계하여도 될 것이다. 따라서 金融先物에 관한 외국환관리규정을 현재와 같이 '제 2장 외국환은행'의 장에다 두어서 외국환은행을 通貨先物去來의 주역으로 생각하는 것부터 바꾸어야 할 것이다.

우리 나라 기업들의 通貨先物去來가 활성화되면 외국 브로커들이 한국에서 영업활동을 하려고 지점 또는 현지법인을 설립하려고 할 가능성이 크다. 이미 대기업들이 商品先物去來를 많이 하고 있고 또한 그 물량이 커질 추세이므로 외국의 브로커들은 한국진출을 노리고 있으나 만약 通貨先物 또는 利率先物에 대해 우리 나라 거주자들의 수요가 커지면 한국에 진출하는 기업수는 더욱 늘어날 것이다. 현재시점에서는 외국의 거래소에 회원권을 가지고 있는 우리 나라 브로커가 없으나, 우리 나라의 은행들이나 증권

회사들도 미래에는 회원권을 가지는 것이 더욱 유리할지도 모른다. 국내외를 막론하고 증권거래소의 회원권은 한정이 되어 있어서 진입장벽이 높으나 상품거래소의 회원권은 금액이 문제이지 진입장벽은 없다. 머지않아 원화가 국제화 되면 원화와 外貨간의 通貨先物去來도 활성화되어야 할 것이며 이를 위해서는 우리나라에 金融先物去來所의 설립이 필요해 질 것이다. 사실 증권거래가 완전전산화되는 시점이 대개 1990년 경으로 보면 이때부터 株價指數先物去來도 국내에서 가능해질 것이므로 이때 맞추어 국내에서도 外貨간 通貨先物去來 및 원화와 外貨간의 先物去來가 도입되어야 할 것으로 보인다.

## 부 록

### 1. 스왑을 이용한 外貨차입기법

가) 이자율스왑(interest rate swap)

실제 금융시장(money market)에서 거래되고 있는 이자율스왑 중에서 유동이자율/고정이자율스왑(fixed rate/floating rate swap)을 활용한 것으로 특히 원화절상추세를 이용하기 위해 이자율 수취시점과 지급시점을 달리하는 기법임.

<거래에>

이자지급(변동금리)

시점  $t_0(e_0)$   $t_1(e_1)$   $t_2(e_2)$   $e_0 > e_1 > e_2$   
(환율)

이자수취(고정금리)

#1. 기업에서는  $t_0$ 시점에서 스왑계약에 따른 약정금리(고정)를 선취하여 원화로 환전, 기업의 자금으로 활용하고 지급이자  $t_1$ ,  $t_2$ 시점에서 후불함. 즉 선취이자  $t_0$ 시점에서 지급이자를 지불할 때까지 外貨차입됨.

#2. 이 때 국내이자율이 외국이자율보다 높기 때문에 자금을 저렴하게 조달할 효과가 있을 뿐만 아니라 원화의 평가절상이 지속되고 있음으로  $t_1$ ,  $t_2$ 시점의 지급이자  $t_0$ 시점의 원화 평가절상만큼 줄어들게 됨.

#3.  $t_1$ ,  $t_2$ 시점의 이자지급은 변동금리에 의해 이루어지기 때문에 이에 따른 이자율변동의 위험을 카버하기 위해서는 FRA를 이용함.

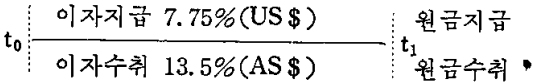
\* 86. 3월 한국은행은 이자지급시기에 차이가

나는 이자율스왑은 정상적인 거래로 인정할 수 없다고 판정하였음.

나) 이종통화간 스왑

—이자지급과 수취를 동시에 하되 이자율의 차이가 심한 이종통화(US \$ 7.75%, AS \$ 13.5%) 간의 통화스왑(currency swap)을 이용하는 방법

<거래예>



#1. 이때 13.5%의 이자수입과 7.75%의 이자지급의 차액이 US \$로 차입되는 금액으로 볼 수 있음.

#2. t<sub>1</sub>시점에서의 원금상환에 따른 환위험을 커버하기 위해 t<sub>0</sub>시점에서 선물환계약을 이용함.

\*87. 8월 한국은행에서는 이 방법을 자금조달용 스왑으로 규정하고 금지시킴.

→ 이에 따라 옵션을 이용한 금융기법이 등장함.

2. 옵션을 이용한 外貨차입

가) 기업과 은행간의 옵션거래 조작

<거래예>

<1> 콜옵션의 활용(US\$의 경우)

#1. 콜옵션(call option)을 deep in the money로 은행에 매도→프리미엄 수취→만기시점에 이와 비슷한 deep in the money의 콜옵션매입.

#2. 이때 상호간에 옵션을 행사하지 않기로 약정.

#3. 기업의 입장에서는 콜프리미엄(call premium)을 선취함으로써 만기에 프리미엄을 다시 지불할 때까지 外貨차입을 한 효과를 얻음.

<2> 풋옵션의 활용(엔화의 경우)

#1. 풋풋옵션(put option)매입→즉각 행사하여 차익수취

계약기간	계약금액	행사가액	행사시 현물가격
2/15-12/30	\$3천만 (¥306천만)	102¥/\$	128.90¥/\$

• 현물시장에서 \$23,739,332.82로 ¥3,060,000,000을 구입한다.

• ¥30,060,000,000에 대한 풋옵션을 행사하여 \$30,000,000을 수취한다.

• 차액 \$6,260,667.18(\$30,000,000~\$23,739,332.82)만큼의 外貨가 차입된 것과 같은 효과 발생

#2. 풋옵션 프리미엄은 만기에 지급

• cost : 8.8%(Libor+1.8%)

• 프리미엄 지급액 : \$6,260,667 × 8.8% × 322/360 = \$492,784

#3. 이러한 계약에 대한 댓가로 은행으로부터 CD(10.75%) 10억원 어치를 2/15~12/30까지 매입해 주기로 함.

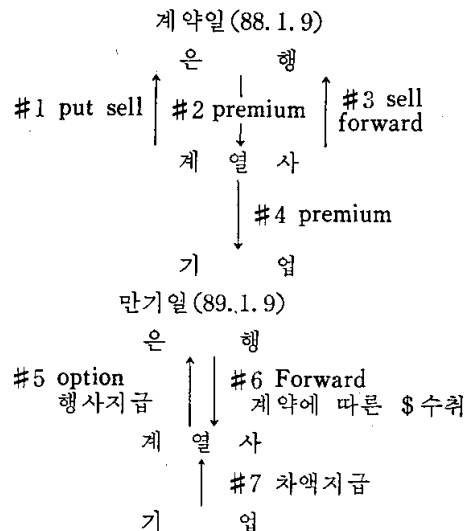
나) 가공회사를 개입시킨 기업과 은행간 옵션거래조작

—가)—<1>과 같은 경우 콜옵션이 deep in the money임에도 불구하고 행사하지 않는데 대한 책임을 추궁당하게 되면 이를 회피할 방법이 없음.

—이때 은행과 기업사이에 가공회사(대개 그룹 계열사)를 개입시켜 은행은 풋옵션을 매입한 후 만기에는 반드시 옵션을 행사하고 계열사는 동일한 만기를 가진 선물환계약을 은행과 체결함.

—계열사가 풋옵션을 매각한 댓가로 수취하는 프리미엄을 기업에서 이용하게 되는데 이것이 만기까지 外貨차입한 것과 같은 효과 있음.

<거래예 : ¥풋옵션 이용>



#1. ₩put sell : ₩1,393,750,000(\$12,500,000)에 대한 풋옵션을 행사가격 ₩111.50에 매각

#2. 옵션프리미엄 수취(10.73%)

$$\$12,500,000 \times 10.73\% = \$1,341,250$$

#3. 만기에 은행이 계열사를 상대로 옵션을 행사할 것에 대비하여 은행과 선물환 매도 계약을 체결

$$\begin{aligned} \text{₩}500,000,000 \text{ 매각} \div \text{先物換率 } 126.43 \\ = \$3,954,757.57 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{₩}500,000,000 \text{ 매각} \div \text{先物換率 } 126.49 \\ = \text{₩}3,952,881.65 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{₩}393,750,000 \text{ 매각} \div \text{先物換率 } 126.46 \\ = \$11,021,271.99 \end{aligned}$$

$$\begin{array}{r} \text{₩}1,393,750,000 \\ \hline \text{₩}11,021,271.99 \end{array}$$

#4. 프리미엄에 해당하는 자금을 기업에서 이용

#5. 만기 옵션행사에 대한 지급 : \$12,500,000

#6. 선물환매도에 대한 수취 : \$11,021,271.99

#7 #5~#6의 차액 \$1,478,728.01를 기업이 계열사에 지급

—기업입장에서 본 효과

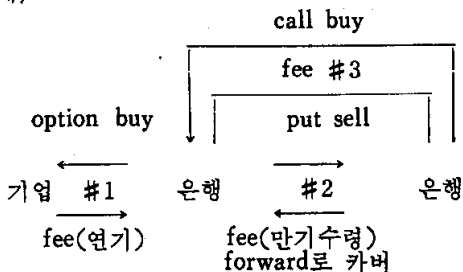
- 옵션프리미엄 \$1,341,250를 수취하고 \$1,478,728을 지불했기 때문에 실제 이자는 \$137,478이며 이자율은 10.03% (\$137,478/1,341,250, 360/368)
- 원화절상율을 8.5%로 본다면 실제 차입금리는 1.53% 밖에 되지 않음.

다) 옵션프리미엄의 후불(deferred payment)

를 이용한 기업—은행—은행간 조작

—주로 영국에서 개발된 방법으로서 3개의 계약을 동시에 하는 방법이다.

<거래예>



#1. 기업은 아메리칸옵션(American option)을 in the money로 매입, 당장 행사하여 차익을 활용하고 프리미엄의 지급은 연기시킨다.(사실상의 자금조달)

#2. 은행은 위의 옵션을 커버하기 위해 반대 거래(counter deal)를 하는데 그 방법은 유러피언풋옵션(European put option)을 deep in the money로 매도하고 프리미엄은 만기에 수령한다. 이때 선물환계약으로 커버해둔다.

#3 은행은 콜옵션을 out of money로 매입한다. 이때에는 보다 낮은 프리미엄을 지불하게 되고 그 지급도 연기시킨다.

: put premium > call premium.....premium의 차액 획득

—이때 프리미엄은 Libor+7%가 되어도 당시의 이자율에 비해서 저렴한 편임.

—이와 같은 거래는 OTC거래로 이루어지는데, 이는 전부 deep in the money이기 때문임.

라) 외국 증권회사의 개입에 의한 기업—은행간 옵션거래 조작

—기업은 옵션을 매입할 때에 프리미엄 지급을 연기시키고 옵션을 매도할 때는 프리미엄을 선취함.

—은행의 수익은 증권회사가 프리미엄의 만기조정에 의해 보장해 줌.

—결과적으로 기업의 경우 프리미엄의 차액을 Libor+2% 정도로 줄일 수 있게 됨.

—이 방법의 주요 장점은 각 은행이 옵션의 한쪽만 관여하고 있기 때문에 중앙은행에서 통제하기 힘들다는데 있음.

<거래예>

