

미국달러 선물시장과 미국달러 옵션시장 활성화 방안에 관한 고찰

태 석 준

요 약

외환시장의 효율성을 증대시키고, 기업이나 금융기관들의 원/달러환율 변동위험 관리가 보다 원활하게 이루어질 수 있도록 하며, 원/달러 환율과 연계된 다양한 투자전략 구사가 보다 용이하게 이루어질 수 있도록 하기 위하여 미국달러 선물시장과 미국달러 옵션시장에서의 유동성 확대 및 시장 활성화가 요구된다. 본 논문에서는 미국달러 선물시장과 미국달러 옵션시장의 유동성을 제고시키고 시장을 활성화시키기 위한 방안들을 제시하였다.

미국달러선물의 만기시 최종결제와 미국달러옵션 만기시 옵션매입자가 옵션을 행사할 때 권리행사에 따른 결제는 실물인수도 방식으로 결제되며, 이러한 실물인수도 방식의 결제는 현물환 포지션을 취하여야 하는 불편함과 현물환 거래와 관련된 거래비용 등으로 인하여 투자자들의 시장 참여를 제약하는 주요 요인으로 작용하고 있다. 미국달러선물과 미국달러옵션의 만기시 결제방식을 현금결제 방식으로 바꾸게 되면 헤지거래자 등 투자자들의 참여가 확대되어 시장 유동성이 증대되고 시장이 활성화될 것이며, 차익거래자들도 적극적으로 참여하게 되어 시장의 효율성이 향상될 것이다.

그리고 미국달러선물과 미국달러옵션을 이용한 투자기법 및 투자전략에 대한 투자자들의 이해 수준을 높이고 환율변동위험 관리의 중요성에 대한 기업들의 인식을 제고시키기 위한 적극적인 노력이 요구되며, 중장기적으로 선물회사들의 지점망 확충과 선물거래소 회원사 확대 방안도 모색되어야 할 것이다. 미국달러 옵션은 거래가 매우 부진한 상태이므로 미국달러 옵션시장에서 유동성이 어느 정도 확보될 때까지는 선물회사들의 시장조성 기능 강화가 요구된다.

* 서원대학교 경영학부 부교수

I. 서 론

한국의 환율제도는 1997년 말에 외환위기를 겪으면서 시장평균환율제도로부터 자유변동환율제도로 전환되었으며, 외환위기 이후 환율변동위험 관리의 중요성에 대한 인식이 제고되고 있으며 기업이나 금융기관들에게 환위험 관리는 경영의 핵심적인 요소 중의 하나로 작용하고 있다.

기업에서 사용할 수 있는 환율변동위험 관리 기법은 대내적 환위험 관리기법과 대외적 환위험 관리기법으로 구분할 수 있다. 대내적 환위험 관리기법은 기업에서 내부적인 관리를 통하여 환율변동위험을 관리하는 것이며, 매칭(matching), 리딩(leading)과 래깅(lagging), 네팅(netting), 가격정책(pricing policy), 자산-부채관리(asset-liability management) 등의 방법이 대내적 환위험 관리기법으로 사용될 수 있다. 대외적 환위험 관리기법은 금융시장에서의 거래를 통하여 환율변동위험을 관리하는 것이며, 선물환(forward exchange), 통화선물(currency futures), 통화옵션(currency option), 통화스왑(currency swap), 환율변동보험, 단기금융시장 거래 등이 환율변동위험 관리를 위하여 사용될 수 있다.¹⁾

대외적 환위험 관리기법 중 통화선물과 통화옵션을 이용하여 헤지(hedge)하는 것은 이용의 용이성이나 거래비용 면에서 효과적으로 이용될 수 있는 방법이라고 할 수 있다. 통화선물과 통화옵션은 환율변동위험을 낮은 비용으로 용이하게 관리할 수 있도록 하는 효율적인 헤징(hedging) 수단이다.

한국에서는 1999년 4월 23일부터 통화선물인 미국달러선물과 통화옵션인 미국달러옵션이 한국선물거래소에서 거래되기 시작하여 미국달러선물과 미국달러옵션을 이용한 원/달러 환율변동위험 관리를 위한 헤징 전략의 수행이 가능하게 되었다. 미국달러선물의 거래단위는 US\$50,000이고 미국달러옵션의 거래단위는 US\$10,000로 거래단위 규모가 크지 않아서 중소기업들도 원/달러 환율변동위험 관리를 위하여 용이하게 사용할 수 있는 효과적인 헤징 수단이라고 할 수 있다. 미국달러선물은 거래가 어느 정도 이루어지고 있어서 환위험 헤징을 위하여 사용할 수가 있으나 거래량 규모가 크지 않아서 기업이나 금융기관들이

1) 이강남, 국제금융론, 법문사, 1998, pp.267-296

환율변동위험 관리를 위하여 큰 규모의 미국달러선물 포지션을 취하는데 어려움이 생길 수가 있다. 미국달러옵션의 경우에는 거의 거래가 이루어지고 있지 않고 있어서 기업들이 원/달러 환율변동위험 관리를 위하여 한국선물거래소에서 미국달러옵션에 포지션을 취하는 것이 거의 불가능한 상황이라고 할 수 있다.

미국달러 선물시장과 미국달러 옵션시장에서 거래가 활발하게 이루어져서 유동성이 확보되어야 정보가 원활하게 가격에 반영되어 미국달러 선물시장과 미국달러 옵션시장에서 가격형성의 효율성이 증대될 것이며, 미국달러 선물시장과 미국달러 옵션시장의 활성화는 원/달러 현물환시장의 유동성 확대에 기여할 수 있으며 외환시장 전체의 활성화에 기여할 수 있을 것이다. 그리고 미국달러 선물시장과 미국달러 옵션시장에서 시장 유동성이 확보되어야 원/달러 환율변동위험 관리를 위한 기업이나 금융기관들의 참여가 활발하게 이루어질 수 있을 것이다.

선물시장 활성화와 관련된 연구로는 Garbade와 Silver(2000), 김미나(2003) 등이 있다. Garbade와 Silver(2000)는 선물 만기시 현금결제는 비용을 절감시킬 수 있고 현물가격과 선물가격의 수렴을 촉진시킴으로서 선물계약의 헤징기능과 위험전가 기능을 개선시킬 수 있다고 보고하였다. 김미나(2003)는 한국의 KOSDAQ 50 지수 선물시장을 활성화시키기 위한 방안으로 코스닥시장의 구조 개선, KOSDAQ 50 지수 개선, 한국선물거래소의 역할 제고 등을 제시하였다.

본 논문에서는 미국달러 선물시장에서 거래가 활발하지 못하고 미국달러 옵션시장에서 거래가 극히 부진한 원인을 분석하였으며 미국달러 선물시장과 미국달러 옵션시장의 유동성을 제고시키고 시장을 활성화시키기 위한 방안들을 제시하였다.

Ⅱ. 미국달러 선물시장과 옵션시장

1. 미국달러 선물시장

한국에서는 원/달러 환율에 대한 통화선물(currency futures)인 미국달러선물

이 1999년 4월 23일부터 한국선물거래소에서 거래되고 있다. 미국달러선물의 거래단위는 US\$50,000이며, 결제월 주기는 당월물 포함 연속 3개월과 3, 6, 9, 12월이고 6개 결제월이 상장되어 거래되고 있으나 만기가 가장 가까운 최근월 물 선물이 주로 거래되고 있다. 미국달러선물 만기에 최종결제는 실물인수도 방식으로 결제되며 최종거래일 시장 종료시점의 최종결제가격을 인수도 금액으로 하고 최종결제일에 달러와 원화를 교환한다.

미국달러선물 거래량 추이를 보면 도입 첫 해인 1999년에 일평균 거래량이 1,465계약이었으나 2000년에는 일평균 거래량이 5,556계약으로 증가하였고 2001년에는 6,817계약, 2002년에는 5,880계약 이었으며, 2003년에도 큰 변화를 보이지 않고 일평균 거래량이 비슷한 수준을 나타내고 있다. 미국달러선물의 경우 2000년 이후에는 일평균 거래량이나 미결제약정이 큰 변화를 보이지 않고 있으며 거래가 어느 정도 이루어지고 있으나 거래량이 크게 증가하지는 않고 있는 상황이다. (<표 1> 참조)

〈표 1〉 미국달러선물 거래량

(단위: 계약)

구 분	거래일수	총거래량	일평균 거래량	미결제약정
1999	177	259,249	1,465	22,516
2000	244	1,355,730	5,556	31,261
2001	246	1,676,979	6,817	23,754
2002	244	1,434,591	5,880	19,675
2003.1	21	109,877	5,232	20,196
2003.2	20	112,860	5,643	19,011
2003.3	21	127,868	5,863	17,833
2003.4	22	155,880	7,085	18,272
2003.5	19	116,907	6,153	20,162
2003.6	20	115,110	5,756	21,316
2003.7	22	119,742	5,443	22,826
2003.8	20	120,508	6,025	23,282
2003.9	19	98,981	5,210	26,668

자료: 선물시장, 한국선물협회, 2003.10, p.53.

2. 미국달러 옵션시장

한국에서는 원/달러환율에 대한 통화옵션(currency option)인 미국달러옵션이 1999년 4월 23일부터 한국선물거래소에 상장되어 거래되고 있다. 미국달러옵션의 거래단위는 US\$10,000이며, 결제월 주기는 당월물 포함 연속 3개월과 3, 6, 9, 12월 중 근월물 1개로 4개 결제월이 상장되어 있으나 거래는 극히 부진한 상황이다. 만기에 미국달러옵션 매입자가 옵션을 행사할 경우 권리행사에 따른 결제는 실물인수도로 이루어지며, 옵션행사 및 배정결과에 따라 옵션 매입자와 매도자가 미국달러화와 원화대금을 교환한다.

미국달러옵션 거래량 추이를 보면 도입 첫 해인 1999년에 일평균 거래량은 347계약으로 거래가 조금 이루어졌으나 2000년에는 일평균 거래량이 68계약으로 크게 축소되었고 2001년에는 거래가 전혀 이루어지지 않았다. 2002년에는 2

〈표 2〉 미국달러옵션 거래량

(단위: 계약)

구 분	거래일수	총거래량	일평균 거래량	미결제약정
1999	177	61,398	347	6,008
2000	244	16,705	68	-
2001	246	-	-	-
2002	244	1,600	7	-
2003.1	21	-	-	-
2003.2	20	-	-	-
2003.3	21	-	-	-
2003.4	22	-	-	-
2003.5	19	-	-	-
2003.6	20	-	-	-
2003.7	22	-	-	-
2003.8	20	-	-	-
2003.9	19	-	-	-

자료 : 선물시장, 한국선물협회, 2003. 10. p.54.

월을 제외하고는 거래가 이루어지지 않았고 2003년에는 9월까지 전혀 거래가 이루어지지 않고 있어서 한국선물거래소에서 기업이나 금융기관들이 원/달러 환율변동위험 관리를 위한 헤징 목적으로 미국달러옵션 포지션을 취하거나 원/달러 환율과 연계된 투자전략을 구사할 목적으로 미국달러옵션에 포지션을 취하는 것이 거의 불가능한 상황이다(<표 2> 참조).

Ⅲ. 미국달러 선물시장과 옵션시장 활성화 필요성

1. 환율변동위험 관리

환율의 변동은 수출업자와 수입업자, 외화표시자산이나 외화표시부채 보유 기업들에게 직접적인 영향을 미치게 되어 그 기업의 손익에 영향을 미치게 되며 이러한 기업들은 환율변동위험에 노출이 되어 있어서 불리한 환율변동위험으로부터 보호하기 위한 환위험 관리가 경영의 중요한 요소 중의 하나로 부각되고 있다.

한국의 환율제도는 1997년 말에 외환위기를 겪으면서 시장평균환율제도로부터 자유변동환율제도로 전환되었으며, 외환위기 이후 환율변동위험 관리의 중요성에 대한 인식이 높아졌으며 환율변동위험을 관리하고 있는 기업들의 비중이 점차 증가하고 있으나 중소기업들의 경우에는 아직도 많은 기업들이 환율변동위험 관리를 하지 않고 있어서 환위험에 노출되어 있다.

김운중(2002)의 조사에 의하면 한국에서 대기업의 경우에는 86.8%가 환율변동위험 관리를 하고 있으나 중소기업의 경우에는 67.8%가 환율변동위험 관리를 하고 있어서 2001년의 조사에 비해서는 큰 폭으로 증가하였으나 중소기업의 경우 아직도 32.6%의 기업들이 환율변동위험 관리를 하고 있지 않은 것으로 나타났다. 그리고 환위험 관리 내부 규정을 보유하고 있는 기업의 비중은 대기업의 경우 70.2%로 높게 나타났으나 중소기업의 경우에는 17.3%만을 차지하여 82.7%의 중소기업들이 환위험 관리 내부 규정을 보유하고 있지 않은 것으로 나타났다.

중소기업들의 환율변동위험 관리가 원활하게 이루어지지 못하고 있는 것은 환위험 관리에 대한 경영층의 인식이 아직 부족하고 환율변동위험 관리 방법들에 대한 이해가 부족하며 환율변동위험 관리를 위하여 사용할 수 있는 헤징 수단이 다양하지 못하기 때문이라고 할 수 있다.

기업에서 환율변동위험을 헤징하기 위하여 사용할 수 있는 환위험 관리 기법은 대내적 환위험 관리기법과 대외적 환위험 관리기법으로 구분할 수 있다. 대내적 환위험 관리기법은 기업에서 매칭(matching), 리딩(leading)과 래깅(lagging), 네팅(netting), 가격정책(pricing policy), 자산-부채관리(asset-liability management) 등 내부적인 관리를 통하여 환율변동위험을 관리하는 것이며, 대외적 환위험 관리기법은 대외적으로 금융시장에서 선물환, 통화선물, 통화옵션, 통화스왑, 환율변동보험 등을 이용하거나 단기금융시장 거래 등을 통하여 환율변동위험을 관리하는 것이다.

김운중(2002)의 조사에 의하면 한국에서 환율변동위험 관리 방법 중 대기업의 경우에는 대내적 환위험 관리 방법 사용 비중은 48.5%, 대외적 환위험 관리 방법 비중은 50.4%를 차지하였고, 중소기업의 경우에는 대내적 환위험 관리 방법 사용 비중은 54.6%, 대외적 환위험 관리 방법 사용 비중은 41.4%를 차지하였으며, 대외적 환위험 관리 방법 중에서 통화선물을 사용하여 환위험 관리를 하는 비중은 대기업의 경우 4.0%, 중소기업의 경우 5.2% 이었으며 통화옵션을 사용하여 환위험 관리를 하는 비중은 대기업의 경우 2.5%, 중소기업의 경우 1.6% 만을 차지하여 통화선물과 통화옵션을 이용한 환율변동위험 관리 비중이 매우 낮게 나타났다.

현재 한국에서 이용 가능한 대외적 환위험 관리 수단 중 선물환계약의 경우 대기업이나 금융기관들은 환율변동위험 관리를 위하여 사용할 수 있으나 거래 규모가 상대적으로 작은 중소기업들의 경우 환율변동위험 관리를 위하여 은행과의 선물환거래 이용하는 데는 어려움이 생길 수 있으며 이용 가능한 경우라 하더라도 일반적으로 통화선물거래에 비하여 거래비용이 높다.

한국선물거래소에서 거래되는 미국달러선물의 경우 거래단위가 US\$50,000로 상대적으로 큰 금액이 아니어서 대기업뿐만 아니라 중소기업들도 용이하게 이용할 수 있는 효율적인 헤징 수단이 될 수 있으나 거래가 원활하게 이루어지고

있지는 않아서 큰 규모의 헤징 포지션을 취하는데 어려움이 생길 수 있다.

한국선물거래소에서 거래되는 미국달러옵션의 거래단위는 US\$10,000로 규모가 크지 않아서 중소기업들도 쉽게 이용할 수 있는 헤징 수단이 될 수 있으나 거래가 거의 이루어지고 있지 않아서 기업들이 원/달러 환율변동위험 관리를 위하여 한국선물거래소에 상장된 미국달러옵션을 이용하는 것이 거의 불가능한 상황이라고 할 수 있다.

환율변동에 따라 수출업자가 입게되는 환차손을 보상하는 보험제도인 환율변동보험제도가 도입되어 한국수출보험공사에서 시행하고 있어서 수출업자들은 원화에 대한 달러화 절하 위험으로부터 헤지하기 위하여 환율변동보험제도를 이용할 수 있으나 수입업자들의 경우에는 원화에 대한 달러화 절상 위험으로부터 헤지하기 위하여 환율변동보험제도를 이용할 수가 없다.

선물환계약, 통화선물, 통화옵션은 단기적으로 환율변동위험을 관리하는데 효과적으로 이용될 수 있는 수단이며 통화스왑은 중장기적으로 환율변동위험을 관리하는데 이용될 수 있는 수단이라고 할 수 있다. 통화스왑은 대기업이나 금융기관들이 중장기적인 환율변동위험 관리를 위하여 이용할 수 있는 수단이나 거래규모가 작은 중소기업들은 실질적으로 이용하기 어려운 헤징 수단이라고 할 수 있다.

한국선물거래소에서 거래되는 미국달러선물과 미국달러옵션은 거래단위 규모가 크지 않아서 시장에서 유동성이 확보되고 시장이 활성화되면 중소기업들도 원/달러 환율변동위험 관리를 위하여 용이하게 사용할 수 있는 헤징 수단이 될 수 있다.

미국달러선물과 미국달러옵션은 이용의 용이성이나 거래비용 면에서 환율변동위험을 효과적으로 관리할 수 있는 수단이다. 미국달러선물을 이용하는 경우 헤지거래자(hedger)는 미국달러 현물환 포지션과 상반되는 포지션을 미국달러선물시장에서 취함으로써 전체 포지션의 위험을 감소시킬 수 있다. 미국달러옵션을 이용하여 헤지하는 경우, 미국달러화 가치가 절하될 위험으로부터 헤지하기 위해서는 미국달러 풋옵션(put option)을 매입하는 헤지포지션을 취하며, 미국달러화 가치가 절상될 위험으로부터 헤지하기 위해서는 미국달러 콜옵션(call option)을 매입하는 헤지포지션을 취함으로써 환율변동위험을 관리하게 된다.

선물환계약이나 통화선물계약을 이용하여 헤지하는 경우 환율이 불리하게 변동할 위험으로부터 전체 포지션의 가치를 보호해 줄 수 있으나 환율이 유리하게 변동할 경우에 얻게될 이익 기회도 포기하여야 한다. 그러나 통화옵션을 이용하여 헤지하는 경우 환율이 불리하게 변동할 위험으로부터 보호해주는 동시에 환율이 유리하게 변동할 경우에는 이익을 얻을 수 있는 포지션을 구성할 수 있다.

통화선물이나 통화옵션의 헤징효과에 대해 분석한 실증적인 연구로는 Dale (1981), Mamer(1986), Chang & Shanker(1986) 등이 있다. Dale(1981)은 파운드선물, 마르크선물, 엔선물을 이용한 헤징의 효과에 대하여 분석하였으며 통화선물을 이용한 환위험 관리의 헤징효과가 상품선물시장보다 큰 것으로 보고하였다. Mamer(1986)는 헤징하는 기간이 길수록 통화선물의 헤징효과가 증대하는 것으로 보고하였다. Chang & Shanker(1986)는 통화옵션과 통화선물을 이용한 헤징의 효과에 대해 분석하였으며 실증분석 결과 통화옵션을 이용한 헤징보다 통화선물을 이용한 헤징이 보다 효율적인 것으로 보고하였다.

미국달러선물과 미국달러옵션은 원/달러 환율변동위험 관리를 위한 효과적인 수단이 될 수 있으나 한국선물거래소의 미국달러선물은 거래 규모가 크지 않아서 큰 규모의 헤지 포지션을 취하는데 어려움이 생길 수 있으며 미국달러옵션의 경우에는 거래가 극히 부진하여 원/달러 환율변동위험 관리를 위하여 한국선물거래소에서 거래되는 미국달러옵션을 이용하는 것이 거의 불가능한 상황이다. 따라서 미국달러 선물시장과 미국달러 옵션시장에서 유동성이 체고되고 거래가 활성화되어야 기업이나 금융기관들의 원/달러환율 변동위험 관리가 보다 원활하게 이루어질 수 있을 것이다.

2. 시장의 효율성

미국달러 선물시장과 미국달러 옵션시장에서 거래가 활발하게 이루어져서 시장 유동성이 확보되어야 정보가 원활하게 가격에 반영되어 미국달러 선물시장과 미국달러 옵션시장에서 가격형성의 효율성이 증대될 것이다. 미국달러 선물시장과 미국달러 옵션시장에서의 효율성 증대는 원/달러 현물환시장에서 가격

형성의 효율성 증대를 가져와서 시장정보가 보다 원활하게 원/달러 현물환시장에 반영될 것이다.

통화선물시장의 효율성에 대해 분석한 연구로는 Frenkel & Levich(1975, 1977), Rhee & Chang(1992) 등이 있으며, 한국의 미국달러 선물시장의 효율성에 대하여 분석한 연구로는 김동석, 김인준, 윤주영(2001), 이재하, 임상규(2002) 등이 있다. Frenkel & Levich(1975, 1977), Rhee & Chang(1992)의 연구는 이자율 평형이론(Interest Rate Parity Theory)을 이용하여 통화선물시장의 효율성에 대하여 분석하였으며 거래비용을 고려할 경우에 무위험 차익거래 기회가 거의 존재하지 않아서 통화선물시장이 효율적이라고 보고하였다. 김동석, 김인준, 윤주영(2001)의 연구에서는 미국달러 선물시장이 시간이 흐를수록 점차 효율적인 시장이 되어가고 있으나 미국달러 선물시장과 현물환시장 사이의 차익거래 기회가 존재하며 미국달러 선물가격이 이론가치에 비하여 저평가되는 현상이 지속적으로 나타난 것으로 보고하였다. 이재하, 임상규(2002)의 연구는 사후적 차익거래 기회 분석에서는 미국달러 선물시장이 다소 비효율적으로 보이나 사전적 차익거래 기회 분석에 의하면 차익거래 이익이 크게 감소하여 미국달러 선물시장이 도입 초기임에도 불구하고 비교적 효율적인 것으로 보고하였다.

미국달러 선물가격, 미국달러 옵션가격과 원/달러 현물환율은 서로 밀접하게 연결되어 있다. 미국달러 선물가격, 미국달러 옵션가격, 원/달러 현물환율은 서로 독립적으로 움직일 수 없으며, 미국달러 선물시장, 미국달러 옵션시장, 원/달러 현물환시장 사이의 차익거래는 미국달러 선물시장, 미국달러 옵션시장, 원/달러 현물환시장을 연결시키고 통합시키는 역할을 한다. 미국달러선물, 미국달러옵션의 균형시장가격은 미국달러 선물시장과 미국달러 옵션시장의 헤지거래자(Hedger)와 투기거래자(Speculator) 뿐만이 아니라 원/달러 현물환시장에서의 수요와 공급 상황이 차익거래에 의하여 미국달러선물과 미국달러옵션의 시장가격에 반영되므로 차익거래자(Arbitrageur)에 의해서도 영향을 받는다. 그리고 원/달러 현물환시장에서의 균형가격은 미국달러 선물시장과 미국달러 옵션시장의 헤지거래자와 투기거래자의 활동이 차익거래에 의하여 원/달러 현물환시장으로 전달되므로 미국달러 선물시장 가격과 미국달러 옵션시장 가격의 영향을 받는다.

그리고 미국달러 선물시장과 미국달러 옵션시장에서 시장 유동성이 확보되어 거래가 활발하게 이루어져야 원/달러환율 변동위험 관리를 위한 기업이나 금융기관들의 참여가 보다 활발하게 이루어질 수 있을 것이다. 헤지에 의한 위험의 감소와 불확실성의 감소는 현물환시장의 확대를 가져올 수 있으며 현물환시장의 유동성 향상에 기여할 수 있다. 미국달러 선물시장과 미국달러 옵션시장의 활성화는 원/달러 현물환시장의 유동성 확대에 기여할 수 있으며 외환시장 전체의 활성화에 기여할 수 있을 것이다.

외환시장에서의 가격효율성을 증진시키고 기업이나 금융기관들의 원/달러환율 변동위험 관리가 보다 원활하게 이루어질 수 있도록 하기 위하여 미국달러 선물시장과 미국달러 옵션시장에서의 유동성 제고 및 시장 활성화가 요구된다.

3. 자산운용수단의 다양화

미국달러 선물시장과 미국달러 옵션시장은 투자자에게 새로운 투자 기회를 제공하고 투자자들이 이용할 수 있는 자산운용수단을 다양화하는 기능을 하게 된다. 미국달러선물과 미국달러옵션은 효율적인 원/달러 환율변동위험 관리 수단을 제공할 뿐만 아니라 원/달러 환율과 연계된 다양한 포지션을 취할 수 있게 하는 효과적인 투자 수단이 될 수 있다. 특히 미국달러옵션은 투자자의 환율예측이나 위험선호도에 따른 다양한 투자전략을 구사할 수 있도록 한다. 미국달러옵션을 이용하여 투자하는 경우 원화에 대하여 달러화가 강세를 나타낼 때 이익을 얻을 수 있는 강세형 투자전략, 원화에 대하여 달러화가 약세를 나타낼 때 이익을 얻을 수 있는 약세형 투자전략 혹은 중립형 투자전략이 수립될 수 있으며, 공격적 투자전략 혹은 방어적 투자전략이 사용될 수 있고, 원/달러 환율변동이 심한 경우에 이익을 얻을 수 있는 투자전략 혹은 원/달러 환율변동이 적은 경우에 이익을 얻을 수 있는 투자전략이 수행될 수 있으며, 다른 다양한 투자전략들이 수행될 수 있다.

투자자들이 미국달러 옵션시장과 미국달러 선물시장에서 다양한 투자전략을 구사할 수 있기 위해서는 시장에서 거래가 어느 정도 활발하게 이루어져서 투자자들이 용이하게 미국달러 옵션이나 미국달러 선물에 포지션을 취할 수 있어

야 하며 반대매매가 원활하게 이루어져서 만기 전에 어느 때라도 용이하게 포지션을 마감할 수 있어야 한다. 미국달러 선물시장과 미국달러 옵션시장에서 유동성이 증대되고 거래가 활성화되면 투자자들이 미국달러선물과 미국달러옵션을 이용하여 원/달러 환율과 연계된 다양한 투자전략을 구사할 수 있게 될 것이다. 그리고 이러한 투자자들의 참여 확대에 의하여 미국달러 선물시장과 미국달러 옵션시장의 유동성이 더욱 증대될 수 있을 것이다.

IV. 미국달러 선물시장과 옵션시장 거래 부진 이유

1. 실물인수도

미국달러선물의 경우 만기시 최종결제는 실물인수도 방식으로 결제되어 달러화와 원화가 교환되며, 미국달러옵션의 경우도 만기시 옵션매입자가 옵션을 행사할 때 권리행사에 따른 결제는 실물인수도 방식으로 이루어져서 옵션매입자와 옵션매도자가 달러화와 원화를 교환하게 된다.

만기에 실물인수도가 이루어지는 선물계약 중 대부분의 선물계약은 만기 전에 반대매매를 통하여 포지션이 마감되며 만기까지 포지션이 유지되어 실제로 실물인수도가 이루어지는 선물계약의 비중은 매우 작다²⁾. 따라서 대부분의 선물거래자들은 실제로 기초자산을 인수 혹은 인도하기 위하여 선물거래를 하는 것이 아니라 헤징 목적 혹은 투기적 목적 등으로 선물계약에 포지션을 취하고 선물계약 만기 전에 반대매매를 통하여 포지션을 마감하는 것이라고 볼 수 있다.

미국달러선물 만기시 결제와 미국달러옵션 만기시 옵션매입자가 옵션을 행사할 때 권리행사에 따른 결제가 실물인수도 방식으로 이루어지고 있는 것이 미국달러 선물시장과 미국달러 옵션시장의 거래 활성화를 저해하는 가장 중요한 요인들 중의 하나라고 할 수 있다. 미국달러선물과 미국달러옵션 만기시 실물

2) Garbade, K. D. and Silber, W.L., "Cash Settlement of Futures Contracts : An Economic Analysis", The Journal of Futures Markets, Vol. 20, 2000, p.19.

인수도 방식의 결제는 거래자가 달러 현물환 포지션을 취하여야 하는 불편함을 초래하며, 달러 현물환 거래시의 높은 거래비용은 잠재적인 거래자들의 미국달러 선물시장과 미국달러 옵션시장 참여를 제약하는 요인으로 작용하고 있다.

은행들의 대고객 외환매매에 적용되는 매입환율과 매도환율의 차이인 스프레드(bid-ask spread)는 은행의 입장에서는 매매 이익의 성격을 갖고, 고객의 입장에서는 거래비용의 성격을 갖게되며, 한국의 경우 은행들의 대고객 외환매매에 적용되는 미국달러 매입환율과 매도환율 사이의 스프레드는 미국달러선물이나 미국달러옵션 거래시에 거래자가 선물회사에 지불하는 위탁수수료에 비하여 훨씬 높은 수준을 나타내고 있다. 이러한 한국 은행들의 높은 수준의 달러매매율 스프레드는 미국달러선물이나 미국달러옵션 만기시 실물인수도 방식의 결제에 따라 거래자가 취하게 되는 달러 현물환포지션과 관련된 거래비용을 크게 높이는 결과를 초래하여 미국달러 선물시장이나 미국달러 옵션시장의 유동성을 저하시키는 요인으로 작용하게 된다.

2. 선물 및 옵션 투자기법에 대한 인식 부족

미국달러선물과 미국달러옵션은 원/달러 환율변동 위험을 효율적으로 관리할 수 있는 수단을 제공할 뿐만 아니라 효과적인 투자수단이 될 수 있다. 특히 미국달러옵션은 투자자의 환율예측이나 위험선호도에 따른 다양한 투자전략을 구사할 수 있도록 하는 자산운용수단이다. 그러나 미국달러선물과 미국달러옵션을 이용한 투자기법에 대한 투자자들의 인식 부족으로 인하여 투자자들의 시장 참여가 부진하며, 이러한 투자자들의 인식 부족이 미국달러 선물시장과 미국달러 옵션시장의 거래를 부진하게 하는 요인중의 하나로 작용하고 있다.

3. 시장조성 기능 및 지점망 미흡

미국달러옵션은 도입 초기에는 선물회사들의 시장조성 노력 등으로 어느 정도 거래가 이루어졌으나 현재는 미국달러 옵션시장에서 선물회사들의 시장조성 노력 중단 등으로 인하여 거의 거래가 이루어지지 않고 있는 상황이 지속되고 있다.

한국선물거래소의 정회원인 선물회사는 12개 회사가 있으며, 이들 선물회사들은 지점 없이 본사만 있거나, 지점이 있더라도 1개 혹은 2개 지점 정도만 운영하고 있으므로 한국선물거래소에 상장된 선물, 옵션 거래에 관심을 갖는 투자자들이 쉽게 접근할 수 없는 경우가 생길 수 있다. 이러한 선물회사들의 지점망 미흡은 잠재적인 거래자들의 선물시장과 옵션시장 참여를 제약하는 요인으로 작용할 수 있다.

V. 미국달러 선물시장과 옵션시장 활성화 방안

1. 현금결제

미국달러선물 만기시의 실물인수도 방식의 결제는 달러 현물환 포지션을 취하여야 하는 불편함과 현물환 거래시 부담하여야 하는 거래비용 등으로 인하여 거래자들의 참여를 제약하는 요인으로 작용하고 있다. 미국달러선물 만기에 실물인수도를 하지 않고 현금결제를 하게되면 거래자가 달러 현물 포지션과 관련된 비용을 부담하지 않아도 되며 보다 용이하게 결제가 이루어질 수 있게 된다.

미국달러선물 만기시 결제방식을 현금결제 방식으로 바꾸게 되면 헤지거래자 등 투자자들의 참여가 확대되어 시장 유동성이 증대될 것이며 차익거래자들도 적극적으로 참여하게 되어 미국달러 선물시장이 활성화되고 시장의 효율성이 향상될 것이다. 그리고 미국달러 선물시장의 유동성이 확대되고 시장 효율성이 증대되면 홍콩 및 싱가포르 NDF(Non-deliverable Forward)시장에서 이루어지는 원/달러 NDF거래를 어느 정도 미국달러 선물시장으로 흡수할 수 있을 것이다.

미국달러선물 만기시 현금결제 방식으로 결제방식을 전환하면 만기가 가까워짐에 따른 선물가격과 현물가격과의 수렴을 촉진시킴으로서 가격 형성의 효율성을 증대시키고 보다 효과적인 헤징이 이루어질 수 있도록 한다.

만기시 현금결제가 이루어지는 미국달러 선물계약은 실물인수도 되는 선물계약에 비하여 비용을 절감시키고 거래의 용이성을 제고시키며 가격 형성의 효율성을 증진시킴으로서 보다 우수한 헤징 수단이 될 수 있어서 원/달러 환율변동

위험 관리를 위한 기업이나 금융기관들의 참여가 확대될 것이다.

미국달러옵션 만기에 옵션이 행사될 때 실물인수도 방식으로 결제하는 것도 거래자가 달러 현물환 포지션을 취해야 하므로 거래의 용이성과 비용 면에서 거래자들의 참여를 저해하는 요인으로 작용하고 있다. 미국달러옵션 만기에 옵션이 행사될 때 결제방식을 실물인수도 방식에서 현금결제 방식으로 전환하게 되면 현물환 포지션과 관련된 비용이 절감되고 거래가 보다 용이하게 이루어질 수 있어서 헤지거래자들과 투기거래자들의 참여가 확대되어 시장의 유동성이 증대될 것이며 차익거래자들의 참여도 활성화될 것이다.

차익거래자들의 참여가 활성화되면 미국달러 선물시장, 미국달러 옵션시장 및 미국달러 현물환시장 사이의 차익거래가 활발하게 이루어지게 되고 미국달러 선물시장, 옵션시장, 현물환시장에서의 가격 효율성이 증진될 것이다.

만기시 옵션이 행사될 때 현금결제가 이루어지는 미국달러 옵션계약은 실물인수도 되는 옵션계약에 비하여 비용을 절감시키고 거래의 용이성을 제고시키며 시장 유동성을 증대시키고 가격 형성의 효율성을 증진시킴으로서 보다 효과적으로 헤지 포지션을 취할 수 있도록 하고 기업이나 금융기관들이 원/달러 환율변동위험 관리를 위하여 보다 활발하게 미국달러 옵션시장에 참여할 수 있도록 할 것이다.

미국달러 선물시장과 미국달러 옵션시장에서 유동성이 점차 증가함에 따라 국내 기업 및 금융기관, 외국인투자자, 일반투자자들의 참여가 확대될 것이다. 그리고 미국달러 선물시장과 미국달러 옵션시장의 활성화는 원/달러 현물환시장의 유동성 확대에 기여할 수 있으며 외환시장 전체의 활성화에 기여할 수 있을 것이다.

2. 선물 및 옵션 투자기법에 대한 인식 제고

미국달러선물과 미국달러옵션을 이용한 투자기법 및 투자전략에 대한 투자자들의 이해 수준을 높이고 환율변동위험 관리의 중요성에 대한 기업들의 인식을 제고시키기 위한 적극적인 노력이 요구된다. 미국달러선물과 미국달러옵션은 효율적인 위험관리 수단을 제공할 뿐만 아니라 효과적인 투자 수단이 될 수 있다.

대외적인 환위험 관리 수단 중 미국달러선물이나 미국달러옵션은 낮은 거래 비용과 이용의 용이성 등으로 대기업이나 금융기관들 뿐 만이 아니라 중소기업들도 쉽게 이용할 수 있는 효과적인 원/달러 환율변동위험 헤징 수단이다.

선물회사나 은행 등의 금융기관들이 기업들에 대해 원/달러 환율변동위험 관리를 위한 자문 서비스를 강화하고 미국달러선물과 미국달러옵션 등을 이용한 원/달러 환율변동위험 관리 방법들에 대한 교육 및 홍보를 확대함으로써 환율변동위험 관리에 대한 인식을 제고시키고 특히 중소기업들의 참여를 활성화시켜야 할 것이다.

미국달러선물과 미국달러옵션을 이용한 투자전략과 투자기법이 대한 투자자들의 이해 수준이 높아지면 투자자들의 참여가 보다 활발해질 것이며 미국달러선물시장과 미국달러 옵션시장의 유동성이 증대될 것이다.

3. 시장조성

도입 초기에 조금 거래가 이루어졌던 미국달러 옵션은 현재 거의 거래가 이루어지고 있지 않은 상태가 지속되고 있으므로 미국달러 옵션시장에서 유동성이 어느 정도 확보될 때까지는 한국선물거래소 회원사인 선물회사들의 시장조성자로서의 기능 확대가 요구된다. 선물회사들의 적극적인 시장조성 노력에 의하여 미국달러 옵션시장에서 유동성이 어느 정도 확보가 되면 헤지거래자 등 투자자들의 참여가 확대될 수 있고 미국달러 옵션시장이 활성화될 수 있는 기반이 형성될 수 있을 것이다.

4. 지점망 확충

투자자들이 선물시장 및 옵션시장에 보다 용이하게 참여할 수 있도록 하기 위하여 선물회사들의 규모 확대와 지점망 확충이 중장기적인 관점에서 추진되어야 할 것이다. 그리고 중장기적으로 선물거래소 회원사 확대 방안도 모색되어야 할 것이다.

VI. 요약 및 결론

한국의 환율제도는 1997년 말에 외환위기를 겪으면서 시장평균환율제도로부터 자유변동환율제도로 전환되었으며, 외환위기 이후 환율변동위험 관리의 중요성에 대한 인식이 높아졌으며 환율변동위험을 관리하고 있는 기업들의 비중이 점차 증가하고 있으나 중소기업들의 경우에는 아직도 많은 기업들이 환율변동위험 관리를 하지 않고 있어서 환위험에 노출되어 있다.

기업에서 환율변동위험을 헤징하기 위하여 사용할 수 있는 환위험 관리 기법 중 통화선물과 통화옵션을 이용하여 헤징하는 것은 이용의 용이성이나 거래비용 면에서 효과적으로 이용될 수 있는 방법이다. 그러나 한국에서 환위험 관리를 위하여 통화선물이나 통화옵션을 이용하는 기업들의 비중은 매우 낮은 상황이다.

한국선물거래소에서 거래되는 미국달러선물의 거래단위는 US\$50,000이고 미국달러옵션의 거래단위는 US\$10,000로 거래단위 규모가 크지 않아서 중소기업들도 원/달러 환율변동위험 관리를 위하여 용이하게 사용할 수 있는 효과적인 헤징 수단이 될 수 있다. 그러나 미국달러선물과 미국달러옵션은 거래가 부진하여 기업이나 금융기관들이 실질적으로 원/달러 환율변동위험을 관리하기 위하여 사용하는 데 어려움이 있으며, 특히 미국달러옵션의 경우에는 거래가 극히 부진한 상황이다

미국달러 선물시장과 미국달러 옵션시장에서 거래가 활발하게 이루어져서 유동성이 확보되어야 정보가 원활하게 가격에 반영되어 시장에서 가격형성의 효율성이 증대될 것이며, 미국달러 선물시장과 미국달러 옵션시장의 활성화는 원/달러 현물환 시장의 유동성 확대에 기여할 수 있으며 외환시장 전체의 활성화에 기여할 수 있을 것이다.

외환시장에서의 가격효율성을 증대시키고, 기업이나 금융기관들의 원/달러 환율 변동위험 관리가 보다 원활하게 이루어질 수 있도록 하며, 원/달러 환율과 연계된 다양한 투자전략 구사가 보다 용이하게 이루어질 수 있도록 하기 위하여 미국달러 선물시장과 미국달러 옵션시장에서의 유동성 확대 및 시장 활성화가 요구된다.

미국달러선물의 만기시 최종결제와 미국달러옵션 만기시 옵션매입자가 옵션을 행사할 때 권리행사에 따른 결제는 실물인수도 방식으로 결제되며, 이러한 실물인수도 방식의 결제는 달러 현물환 포지션을 취하여야 하는 불편함과 현물환 거래시 부담하여야 하는 거래비용 등으로 인하여 거래자들의 참여를 제약하는 요인으로 작용하고 있다. 미국달러선물과 미국달러옵션의 만기시 결제방식을 현금결제 방식으로 바꾸게 되면 헤지거래자 등 투자자들의 참여가 확대되어 시장 유동성이 증대될 것이며, 차익거래자들도 적극적으로 참여하게 되어 시장이 더욱 활성화되고 시장의 효율성이 향상될 것이다.

미국달러선물과 미국달러옵션을 이용한 투자기법 및 투자전략에 대한 투자자들의 이해 수준을 높이고 환율변동위험 관리의 중요성에 대한 기업들의 인식을 제고시키기 위한 적극적인 노력이 요구된다. 미국달러선물과 미국달러옵션은 효율적인 위험관리 수단을 제공할 뿐만 아니라 효과적인 투자 수단이 될 수 있다. 특히 미국달러옵션은 투자자의 환율예측이나 위험선호도에 따른 다양한 투자전략을 구사할 수 있도록 하는 자산운용수단이다.

미국달러 옵션은 거의 거래가 이루어지고 있지 않으므로 미국달러 옵션시장에서 유동성이 어느 정도 확보될 때까지는 한국선물거래소 회원사인 선물회사들의 시장조성자로서의 기능 확대가 요구된다. 그리고 투자자들이 선물시장 및 옵션시장에 보다 용이하게 참여할 수 있도록 선물회사들의 지점망 확충이 중장기적인 관점에서 추진되어야 할 것이며, 중장기적으로 선물거래소 회원사 확대 방안도 모색되어야 할 것이다.

참 고 문 헌

- 김동석, 김인준, 윤주영, “미국 달러선물을 활용한 차익거래에 관한 실증연구”, 2001년도 한국재무관리학회 추계학술대회 발표논문집, 2001.11.3, 119-142.
- 김미나, “KOSDAQ 50 선물시장의 활성화 모색 방안”, 선물시장, 한국선물협회, 2003.7, 10-18.
- 김운중, “국내기업의 환위험 관리실태에 대한 조사”, 선물시장, 한국선물협회, 2002.9, 16-23.
- 이강남, 국제금융론, 법문사, 1998.
- 이재하, 임상규, “원/달러 현물과 선물간의 일중 사전적 차익거래 수익성”, 증권학회지, 제30집, 2002, 267-296.
- 한국선물협회 기획조사팀, “국내 통계”, 선물시장, 2003.10., 52-54.
- Chang, J.S.K. and Shanker, L., "Hedging Effectiveness of Currency Option and Currency Futures", *The Journal of Futures Markets*, Vol.6, No.2, 1986, 289-305.
- Dale, C., "The Hedging Effectiveness of Currency Futures Markets", *The Journal of Futures Markets*, Vol.1, 1981, 77-88.
- Frenkel, J. A. and Levich, R. M. "Covered Interest Arbitrage : Unexploited Profits?", *Journal of Political Economy*, No.83, 1975, 325-338.
- Frenkel, J. A. and Levich, R. M. "Transaction Costs and Interest Arbitrage: Tranquil versus Turbulent Period", *Journal of Political Economy*, No.85, 1977, 1209-1226.
- Garbade, K. D. and Silber, W.L., "Cash Settlement of Futures Contracts: An Economic Analysis", *The Journal of Futures Markets*, Vol.20, 2000, 19-40.
- Marmer, H., "Portfolio Model Hedging with Canadian Dollar Futures : A Framework for Analysis", *The Journal of Futures Markets*, Vol.6, 1986. 83-92.
- Rhee, S. G. and Chang, R. P., "Intra-day Arbitrage Opportunities in Foreign Exchange and Eurocurrency Markets" *Journal of Finance*, No.47, 1992, 363-379.