

파생상품시장 거래 유동성 해외 유출 현황과 시사점

맹승주*

- I. 서론
- II. 유동성 유출 현황
- III. 유동성 해외 유출 원인 분석
- IV. 시사점



I. 서론

변동성 축소 등에 따른 국내증시의 매력도 저하와 연이은 파생상품시장에 대한 규제 강화로 국내 파생상품시장 유동성 유출 광풍이 불고 있으며, 국내 규제가 미치지 않는 해외파생상품시장으로 국내 투자 수요 이탈이 가속화되고 있다. 이에 2011년 991백만 계약에 달했던 국내 파생상품 거래는 2014년 31.6% 감소한 678백만 계약으로 크게 감소하였으며, 거래금액 기준으로 2011년 1경 6,442조원 대비 45% 감소하여 2014년 기준 9,107조원을 기록하였다. 금융위기 이후 세계적인 파생거래 위축 경향을 감안하더라도 국내시장의 축소 규모는 우려할만한 수준이다. 이에 반해 해외파생상품 거래는 2011년 대비 27.0% 증가한 2,007조 원으로 집계되었다.

* 신한은행 부부장



표 1 파생상품 관련 규제 경과

시행시기	내용
2011. 08	- ELW 최초 거래 시 기본예탁금(1500만원) 부과 - 옵션매수시 기본예탁금 부과(옵션매수 전용계좌 폐지)
2012. 06	- KOSPI200 옵션승수 상향 조정(10만원 → 50만원) - 개인투자자 현금예탁비율 상향 조정(1/3→1/2) - ELW LP 호가(스프레드 15% 초과 시 8~15%) 및 상장종목 수(100→50종목) 제한
2013. 01	- 우정사업본부 현선 차익거래 시 현물 거래세(0.03%) 면세 폐지
2014. 12	- 적격개인투자자제도 도입 : 사전교육(30시간) 및 모의거래(50시간) 이수 - 기본예탁금(3000만원) 부과

그림 1 국내 파생상품시장 거래금액

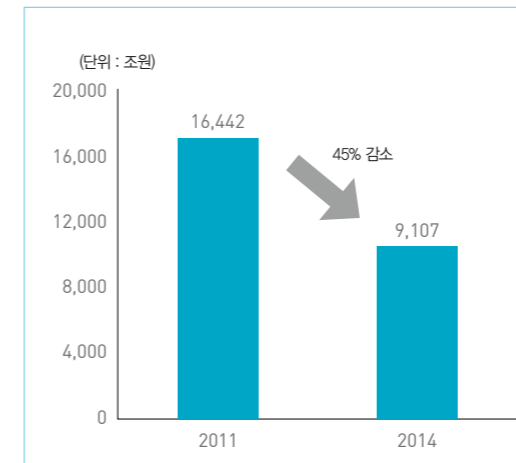


표 2 거래소별 거래량 변화

거래소명	거래계약수 증감률*
KRX	△31.6%
CME	△ 1.6%
Eurex	△27.8%
MOEX	23.5%
BOVESPA	△ 3.8%
SHFE	158.0%

* '11년 대비 '14년의 거래량(계약수) 증감률 (KOSPI200 옵션거래승수 조정 반영)

문제는 최근 정부에서 경상수지확대에 따른 외환수급 불균형을 해소하기 위하여 발표한 “해외투자 활성화 방안(2015. 6. 29, 기획재정부/금융위원회)”에도 불구하고, 이러한 유동성 유출로 국내 파생상품시장의 경쟁력이 저하될 뿐만 아니라 규제사각지대가 양산되어 투자자보호의 loophole이 생기는 것은 우려할 측면이 있다. 또한 국내 투자자들의 해외 이탈은 중국시장의 대외개방 및 지수선물, 옵션 등 신상품 도입으로 향후 더욱 가속화될 것으로 예상되기에 적절한 조치가 필요하다. 특히 파생상품시장의 경우 전 세계적으로 시장구조가 유사하여 유동성 이탈 진행속도가 매우 빠르고 증권시장과는 달리 한 번 이탈한 유동성은 회복이 어렵기에 적시를 놓치지 않는 것이 중요하다. 이에 본 보고서에서는 파생상품시장 규제에 따른 해외시장으로의 유동성 유출 현상에 대해 살펴보고 향후 대응방안을 모색하고자 한다.

II. 유동성 유출 현황

1) 국내 파생상품시장 유동성 감소 현황

2014년 세계 파생상품시장의 거래규모는 2013년보다 1.5% 증가한 218억 계약으로 금융위기 이후 꾸준히 지속되던 시장축소 추세에서 벗어나려는 움직임을 보이고 있다. 이는 국제 변동성 확대에 따른 주가지수 파생상품의 거래량 회복(8.3%)과 에너지·금속 등 일반상품 파생상품의 성장세에 따른 것으로 보인다.

표 3 전 세계 파생상품의 기초자산별 거래량

(단위: 백만 계약)

구분	'11년	'12년	'13년	'14년	증감률*
주가지수	8,462	6,048	5,382	5,828	8.3
개별주식	7,063	6,470	6,390	6,493	1.6
금리	3,491	2,932	3,331	3,268	-1.9
통화	3,147	2,434	2,496	2,119	-15.1
농산물	997	926	1,210	1,400	15.7
에너지	815	1,254	1,315	1,160	-11.8
귀금속	342	319	434	371	-14.5
비귀금속	435	554	646	873	35.1
기타	229	253	347	355	2.3
총계	24,981	21,190	21,551	21,867	1.5

* 2013년 대비 증감률

※ 자료 : FIA 통계

이처럼 일반상품 파생상품 분야가 급격하게 증가함에 따라 일반상품 파생상품 비중이 큰 Shanghai Futures Exchange(SHFE), Dalian Commodity Exchange(DCE), Bombay Stock Exchange(BSE) 등의 거래소는 급격한 성장세를 보였다. 금융상품 파생상품 비중이 큰 Chicago Merchantile Exchange(CME), Eurex, National Stock Exchange of India(NSE) 등의 거래소도 거래량 감소폭이 줄어들면서 점차 회복세를 보이고 있다.

표 4 세계 주요 거래소 거래규모 추이

(단위: 백만 계약)

순위	거래소	'11년	'12년	'13년	'14년	증감률*
1	CME Group	3,387	2,890	3,161	3,443	8.9
2	ICE	1,497	1,472	2,558	2,276	-11.0
3	Eurex	2,822	2,291	2,191	2,098	-4.2
4	NSE	2,200	2,010	2,127	1,880	-11.6
5	BM&F bovespa	1,500	1,636	1,604	1,418	-11.6
6	MOEX	1,099	1,062	1,134	1,413	24.6
7	CBOE Holdings	1,217	1,134	1,188	1,325	11.5
8	Nasdaq OMX	1,296	1,115	1,143	1,127	-1.4
9	SHFE	308	365	642	842	31.2
10	DCE	289	633	701	770	9.8
11	BSE	3	244	255	726	184.7
12	KRX**	991	823	821	678	-17.4
총계		22,044	21,190	21,566	21,438	-0.6

* 2013년 대비 증감률

** 2011년 거래량 중 KOSPI200옵션 거래량을 1/5로 조정 비교

※ 자료 : WFE

그러나 국내 파생상품시장은 이러한 세계적인 회복 추세에서는 예외로 2014년 전체 거래량(6.78억 계약)은 2011년 거래량(9.91억 계약) 대비 31.6% 감소하는 등 세계 주요 거래소 중 거래규모가 가장 큰 폭으로 감소하였다. 이에 2011년 세계 거래소 중 거래량 순위로 2위를 차지하였던 한국거래소는 2012년 5위, 2013년 9위, 2014년 12위로 지속적으로 추락하였다.

또한 국내 전체 파생상품시장의 거래대금도 2011년을 정점으로 대폭 감소하는 추세이다. 특히 장내 파생상품 중 가장 거래가 활발하고 규모가 큰 KOSPI200선물의 거래가 2011년 11,260조원에서 2014년 4,880조원으로 56.7% 급감하면서 전체 파생상품시장의 유동성 감소를 주도하고 있다. KOSPI200옵션거래 역시 2011년 436조원에서 179조원으로 59.1% 감소하였다.

표 5 국내 파생상품 거래대금 추이

(단위 : 조원)

	'08년	'09년	'10년	'11년	'12년	'13년	'14년
KOSPI200선물	6,237	7,653	9,946	11,260	7,944	6,421	4,880
주식선물	7	16	22	35	60	62	66
3년국채선물	1,703	2,210	3,098	3,536	3,128	3,108	2,298
10년국채선물	0	0	3	379	1,479	1,381	1,155
미국달러선물	373	684	761	780	606	570	515
KOSPI200옵션	287	257	318	436	305	263	179
파생 총계	8,621	10,831	14,161	16,442	13,535	11,821	9,107

이러한 유동성 감소는 전체 시장참가자 부문에서 공통적으로 나타나는 현상이나 개인투자자의 거래 금액(거래비중)이 2011년 4,212조원(25.6%)에서 2014년 1,657조원(18.2%)으로 60.7% 감소하는 등 상대적으로 크게 감소하였다. 기관투자자의 거래금액 또한 2011년 8,009조원(48.7%)에서 2014년 3,927조원(43.1%)으로 51.0% 감소하였다. 이에 비해 외국인 투자자의 거래금액은 2011년 대비 16.5%로 상대적으로 크게 감소하지 않았으며, 오히려 전체에서 차지하는 거래비중은 25.7%에서 38.7%로 13%p 증가하였다.

표 6 투자자별 거래대금 추이

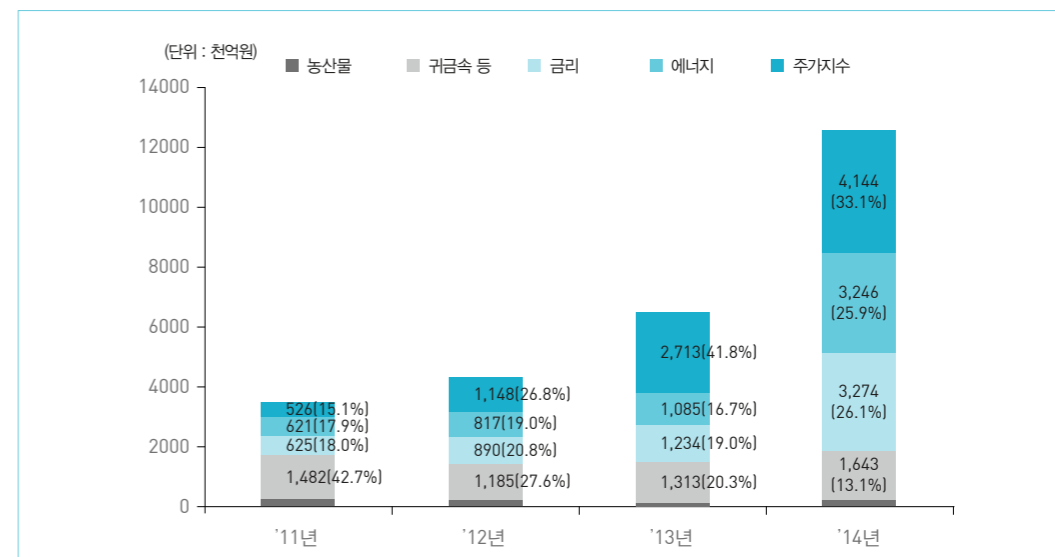
(단위 : 조원)

	'08년	'09년	'10년	'11년	'12년	'13년	'14년
개인	2,482 (28.8%)	2,950 (27.2%)	3,221 (22.7%)	4,212 (25.6%)	2,853 (21.1%)	2,267 (19.2%)	1,657 (18.2%)
기관	4,277 (49.6%)	5,629 (52.0%)	7,547 (53.3%)	8,009 (48.7%)	6,766 (50.0%)	5,644 (47.7%)	3,927 (43.1%)
외국인	1,862 (21.6%)	2,251 (20.8%)	3,393 (24.0%)	4,221 (25.7%)	3,915 (28.9%)	3,909 (33.1%)	3,523 (38.7%)

2) 해외시장으로의 유동성 유출 현황

국내 파생상품 거래와는 대조적으로 국내 투자자의 해외 파생상품의 거래는 지속적으로 증가하는 추세로 2014년 해외 파생상품 거래규모는 2011년 1,580조원 대비 27.0% 증가한 2,007조원으로 집계되었다. 통화상품군을 제외할 경우 2011년 347조원 대비 261%증가한 1,254조원으로 집계되었다. 통화상품군의 경우 2011년 1,234조원에서 2014년 753조원으로 감소하였다. 이러한 해외 파생상품 거래의 급증은 국내 잇따른 시장 진입 장벽 강화로 인한 규제회피성 투자의 증가에 기인하며, 해외상품의 풍부한 유동성 및 높은 변동성, 증권·선물사의 해외선물 마케팅 강화 및 거래편의성 향상에서도 그 원인을 찾을 수 있다.

그림 2 국내 투자자의 해외 파생상품 거래추이(통화상품 제외)



※ 자료 : 금융투자협회

국내 투자자의 해외 파생상품 거래동향을 좀 더 자세히 살펴보면 위 그림과 같이 특히 주가지수 파생상품 거래가 급격하게 증가하였는데, 이는 해외 주식 및 주가지수 헤지수요가 증대되었기 때문인 것으로 보인다. 또한 거래단위가 작은 해외 미니선물의 거래가 급격하게 증가하여('11년 대비 '14년 거래금액 약 612% 증가) 약 220조원에 육박한 것으로 파악되어, 기관투자자 자기매매뿐 아니라 국내에서 소액거래가 어려워진 개인투자자의 해외 이탈 가속화가 우려된다.

표 7 국내 투자자의 해외 파생상품 거래규모(통화상품 제외*)

(단위 : 천억원)

	'11년	'12년	'13년	'14년
농산물	220(6.3%)	249(5.8%)	138(2.1%)	230(1.8%)
귀금속 등	1,482(42.7%)	1,185(27.6%)	1,313(20.3%)	1,643(13.1%)
금리	625(18.0%)	890(20.8%)	1,234(19.0%)	3,274(26.1%)
에너지	621(17.9%)	817(19.0%)	1,085(16.7%)	3,246(25.9%)
주가지수	526(15.1%)	1,148(26.8%)	2,713(41.8%)	4,144(33.1%)
합계	3,474(100%)	4,289(100%)	6,483(100%)	12,537(100%)

* '14년도 기준 통화상품(FX마진거래 포함) 거래금액 : 약 753.4조원

표 8 국내 투자자의 해외 주가지수 파생상품 연간 거래금액 추이

(매수·매도 합계 / 단위 : 조원 / 달러당 환율 1,070원 일괄적용)

구분	'11년(A)	'12년	'13년	'14년(B)	증가율(B/A)
미니선물*	31.2	50.6	134.5	222.3	612%
ELS기초자산**	7.0	15.6	29.3	94.7	1,253%
NIKKEI225선물	2.3	2.9	48.5	60.8	2,494%
기타	5.9	15.2	19.3	33.8	468%
합계	46.5	84.3	231.6	411.6	
※ 참고 (KRX 파생상품시장 거래금액 / 매수·매도 합계 / 야간거래 제외)					
KOSPI200선물	21,275	13,826	11,345	8,617	△ 59%
KOSPI200옵션	436	305	263	179	△ 59%

* S&P500 E-mini, Nasdaq100 mini, DJ Industrial Average mini 등 대체로 미국시장의 미니선물

** ELS 발행을 위해 활용하는 HSCEI, Euro Stoxx50 등의 선물·옵션

최근 몇 년간 국내 증시의 매력도 하락 및 변동성 축소로 해외 주식에 대한 관심이 증가하였으며, 이에 해외 주식/지수를 대상으로 하는 ELS의 발행 및 해외 지수 ETF 거래가 폭발적으로 증가하였다. 이러한 파생상품의 유동성을 뒷받침하는 ELS, ETF 등 파생결합증권의 거래가 증가하면서 주가지수 파생상품의 거래도 급격하게 증가하게 된 것이다. 국내 상품라인업이 부족한 상태에서 ELS 등 파생결합증권의 해외자산 편입비중이 더 높아질 경우 유동성 유출 심화가 우려된다.

표 9 ELS 발행 현황

(단위 : 억 원)

구분	'12년(A)	'13년	'14년(B)	증감률(B/A)
해외주식 대상	188,291	225,127	397,303	207.6%
국내주식 대상	261,942	188,309	159,180	△22.5%
합계	450,233	413,436	556,483	66.3%
해외비중	41.82%	54.45%	71.40%	

표 10 국내 투자자의 해외 ETF 거래규모

(단위 : 억 원)

구분		'12년(A)	'13년	'14년(B)	증감률(B/A)
외국 상장 ETF	합계	6,088	27,181	41,272	578%
	일평균	25	110	168	
국내 상장 해외지수 ETF	합계	1,682	19,476	36,713	2,083%
	일평균	7	79	149	

또한 일본 증시의 변동성 증가('12년 16.1% → '13년 26.7%) 등으로 기관투자자의 유출이 크게 증가한 것으로 추정된다. NIKKEI225선물은 1계약당 거래금액이 약 1.7억원 가량으로 개인투자자에게는 부담되는 수준이어서 주로 기관투자자가 거래하는 것으로 알려져 있다. 기술발전과 글로벌화로 인해 국내시장이 해외시장과 직접적 경쟁관계에 있어 국내시장의 경쟁력 강화가 필요한 시점이다.

III. 유동성 해외 유출 원인 분석

상기 기술한 바와 같이 국내 파생상품시장의 거래는 지속적으로 감소하는 반면 국내 투자자의 해외 파생상품 거래는 지속적으로 증가하는 등 국내 투자 수요 이탈이 지속되고 있으며, 점점 가속화되고 있다. 이러한 유동성 유출은 국내시장의 매력도 저하, 해외시장에의 접근성 향상 등 여러 가지 요인에 기인하지만 파생상품시장의 규제가 강화된 2011년 이래 가속화되고 있으며, 하나의 규제가 더해질 때마다 유동성이 감소하는 양상을 보이고 있어 시장 규제 및 세제가 가장 근본적 원인이라 할 수 있다. 이에 본고에서는 국내시장 매력도 저하 및 투자니즈 불충족, 국내시장 규제 강화 및 세계 불합리 문제, 해외시장 접근성 향상 등 유동성 해외 유출 원인을 분석해보고자 한다.

1) 국내시장 매력도 저하 및 투자니즈 불충족

국내의 장기간 증시침체(일명 Boxpi 현상)와 만성적인 저배당 성향으로 투자심리가 악화되었고 이는 해외투자 모색의 원인이 되었다. 최근 5년간 평균 배당성향을 보면 우리나라가 17.5%인 데 비해 미국 33.7%, 독일 52.8%, 영국 53.6%로 우리나라의 배당수준이 선진국 대비 1/2~1/3 수준이다. 반면, 공격적인 통화정책을 펼친 주요 선진국의 증시 활황으로 인해 해외시장에서의 수익기회가 증대되고 있다.

그림 3 주요국 최근 5년간 평균 배당성향

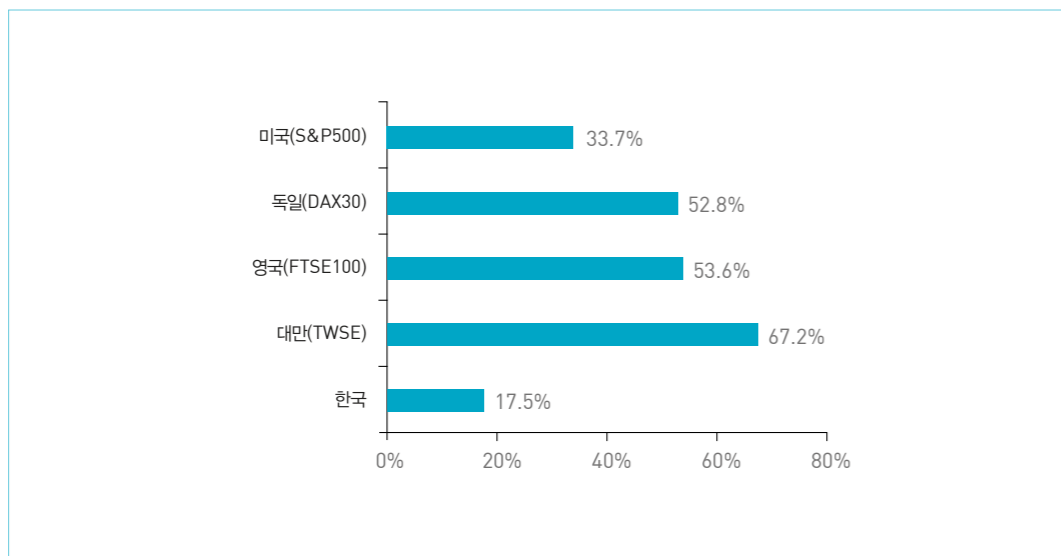
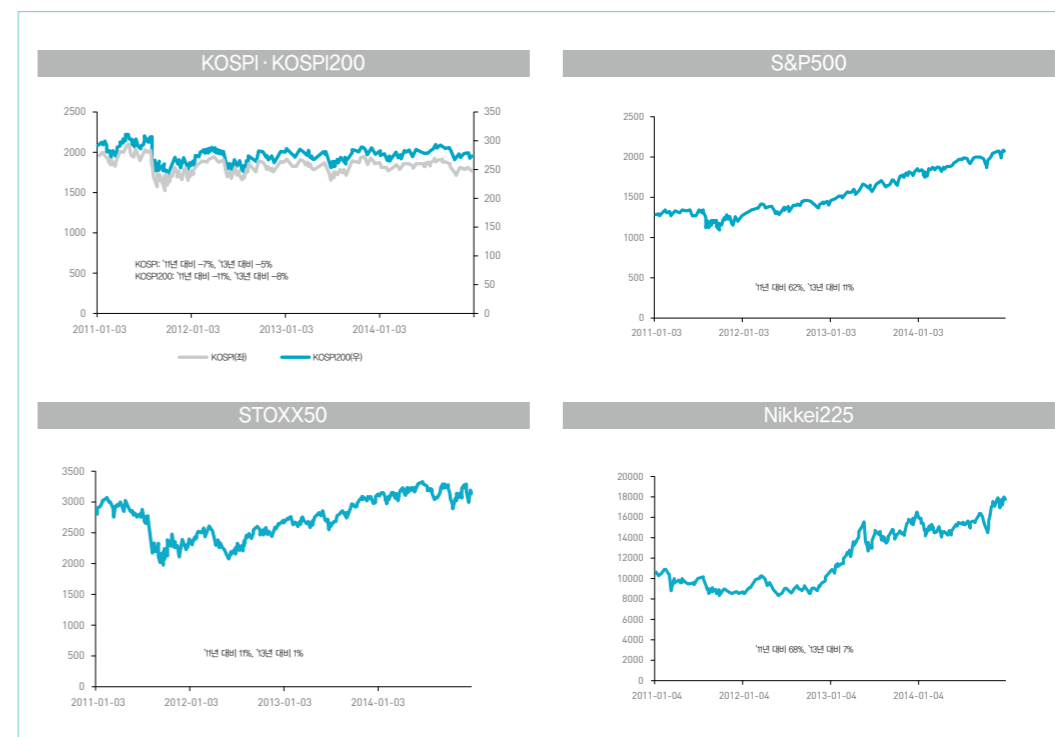


그림 4 국내외 주식시장 시황(주가지수 추이) 비교



또한 국내 파생상품시장의 경우 주식상품 위주로만 구성되어 상품라인업이 한정되어 있어, 다양한 형태의 수익창출에 애로가 있으며 투자자 니즈를 충족시키기가 어렵다. 저변동성 장세에서 국내 주가지수에 한정된 투자매력을 더욱 감소시키는 결과를 초래하여 지수상품 상장 검토 필요성이 대두되고 있다. 소액투자자의 경우 미니상품 부재로 인해 직접투자가 어려운 한편 기초자산의 편중 문제로 기관투자자의 소매상품 개발 여력도 저하되어 있는 상황이다. 이에 일반투자자를 중심으로 다양한 기초자산과 미니상품을 제공하는 해외시장으로의 투자가 확대되고 있다.

표 11 국내 투자와 해외 투자 비교

분류	항목	국내 투자	해외 투자
과세	거래세	주식 0.3%	없음
	소득세	해외지수 ETF 배당소득세 15.4%, 파생양도소득세 10% ('16년 시행 예정)	양도소득세 22%
	과세방식	금융소득종합과세	분리과세
거래비용	위탁수수료	주식 거래대금의 0.01% 파생 계약당 약 2,530원	주식 거래대금의 0.3~0.5% 파생 계약당 약 8,840원
	환전수수료	없음	1.75%
	기본예탁금	파생 3,000만원	없음
	증거금	파생 약 10%	파생 약 5%
투자위험	거래위험	가격변동 위험	가격변동 위험, 환율변동 위험
	정보비대칭	낮음	높음
시장조건	유동성	풍부	풍부
	변동성	낮음	높음
	다양성	주식 중심의 한정적 라인업	다양한 상품을 활용, 분산투자 가능

표 12 투자자와 중개기관(증권사·선물사)의 해외시장 선호 이유

투자자	증권사
<ul style="list-style-type: none"> ▶ 낮은 초기 투자비용* <ul style="list-style-type: none"> * 해외 투자시 기본예탁금 (3000만원) 미적용 ▶ 높은 변동성 & 레버리지 효과 ▶ 해외선물 정보 제공 다양화 등 서비스 향상 ▶ 유리한 세제 등* <ul style="list-style-type: none"> * 분리과세 및 환매 시 과세 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 다양한 상품 라인업 ▶ 투자자 유치를 통한 잠재적 투자수요 확보 ▶ 높은 수수료* <ul style="list-style-type: none"> * 환전 수수료 및 거래수수료 ▶ 중개사 자체 수익 증대

2) 국내시장 규제 강화 및 세제 불합리 문제

(1) 옵션매수 전용계좌 폐지

2011년 8월 ELW시장의 과열을 진정시키기 위해 ELW 거래 시 기본예탁금을 납부하도록 하였으며, 상품 간 규제의 형평을 유지하기 위해 기본예탁금 납부 면제 제도인 옵션매수 전용계좌제도도 폐지하였다. 이에 일평균 천만 계약을 상회하던 개인투자자의 거래량이 폐지 전에 비해 38.8% 감소하였으며, 거래대금 또한 12.1% 감소하였다. 기본예탁금 납부는 사후위탁증거금을 납부하는 적격기관투자자의 경우에는 면제되므로 실제 적용 대상은 개인투자자이나, 개인투자자들이 시장을 이탈하면서 거래 상대방인 기관투자자의 거래량 및 거래대금 또한 각각 38.4%, 17.4% 감소하였다. 즉 개인투자자의 진입장벽을 높여 개인투자자를 보호하고자 한 옵션매수 전용계좌의 폐지로 인해 국내 파생상품시장의 유동성이 크게 감소하였으며, 이에 국내시장의 매력도가 감소하고 투자자들은 진입장벽이 낮은 대체시장으로 이탈하였다.

표 13 옵션매수 전용계좌 폐지 전후 투자자별 거래량 변화

구분	구분	규제 이전*	규제 이후**	증감률(t-stat)
		거래량	개인	10,160,010(32.8%)
	기관	10,017,353(30.0%)	6,173,942(26.2%)	-38.4%(6.9422*)
	외국인	10,960,800(37.2%)	9,190,532(45.1%)	-16.2%(4.7023*)
거래대금	개인	1,074,215(35.6%)	943,796(30.6%)	-12.1%(3.7188*)
	기관	634,306(20.8%)	523,847(16.6%)	-17.4%(4.5224*)
	외국인	1,326,125(43.6%)	1,614,236(52.8%)	21.7%(-5.6099*)

* 2010. 07. 31 ~ 2011. 07. 31

** 2011. 08. 01 ~ 2012. 08. 01

*** *는 95% 신뢰수준에서 유의

(2) ELW 기본예탁금 부과 및 LP 호가제한

ELW시장에 대한 규제는 2010년 10월, 2011년 5월, 2011년 12월 3차에 걸쳐 시행되었으며, 이중 2차¹⁾와 3차 건전화 방안안에 포함된 기본예탁금 도입과 LP에 대한 호가제한 조치는 시장에 큰 영향을 미쳤다. 특히 3차 건전화 방안안에서는 ELW시장에서의 LP의 독점적 역할을 규제하기 위해 시장스프레드가 15%를 초과하는 경우에만 8~15%로 호가를 제출하여 유동성을 공급하도록 함에 따라²⁾ 시장은 급격하게 위축되었다.

호가제한 조치가 본격적으로 시행된 2012년 3월 12일 이후 ELW 거래대금이 급감하는 것을 확인할 수 있다. 규제 이전 12,857억원에 달했던 ELW시장의 일평균 거래대금은 규제 시행 이후 804억원으로 93.7% 급감하였다. ELW 시장의 침체로 ELW 매도에 대한 가격변동 위험을 헤지하기 위해 주로 KOSPI200 선물·옵션을 활용하는 ELW LP의 거래수수 역시 감소하여 금융투자회사 거래비중이 선물, 옵션 시장에서 각각 15.4%, 5.2% 감소하였다. 즉 ELW시장의 건전성 강화를 위한 기본예탁금 도입 및 호가제한 조치는 ELW시장의 위축을 초래한 동시에 ELW의 헤지수요의 감소로 파생상품시장에도 영향을 줌으로써 파생상품 거래가 감소하는 의도하지 않은 역효과를 불러일으켰다.

표 14 ELW시장 거래대금 및 금융투자회사의 지수선물·옵션 거래현황

기간	'11년	'12년*	'12년**	'13년	'14년	증감률***	
ELW시장 일평균 거래대금(억원)	12,857	8,924	895	1,169	804	-93.7%	
금융투자 회사 거래비중	지수선물	32.7%	29.1%	25.3%	20.7%	17.3%	-15.4%
	지수옵션	16.9%	16.6%	14.6%	10.8%	11.7%	-5.2%

* 2012. 01. 02 ~ 2012. 03. 09

** 2012. 03. 12 ~ 2012. 12. 31

*** 2011년 대비 증감률

1) 투자자 보호를 강화하기 위해 1,500만원의 기본예탁금을 도입하고 레버리지 높음 저가 ELW 거래를 억제하기 위해 국외가격(기초자산 가격과 권리행사 가격의 비율이 85% 미만인 외가격 상품) ELW의 발행을 제한하였다.

2) 이외에도 ELW 발행을 월 1회로 제한하고 기초자산을 100종목에서 50종목을 축소하였다.

(3) 옵션승수 인상

2012년 6월 15일, KOSPI200옵션시장 건전화 조치의 일환으로 KOSPI200옵션의 거래승수가 10만원에서 50만원으로 상향 조정되었다. 이는 위험중목을 선호하는 경향이 있는 소액 개인투자자의 신중한 시장 참여를 유도하고자 하는 취지에서 시행되었으며, 거래단위를 낮추어 거래량의 증가를 꾀했던 ASX, CME, LIFFE 등의 승수 인하 사례와 정반대의 경우라 할 수 있다(남길남, 2014).

그 결과, 개인투자자 및 기관의 거래량은 규제 전에 비해 각각 23.1%, 23.2% 감소하고 거래대금은 각각 36.0%, 46.3% 감소하면서 시장규모가 축소되었으며, 개인투자자의 참여도 억제되었다. 즉 파생상품시장의 거래량 및 거래대금을 동시에 감소시켜 투기적 거래를 억제하겠다는 소기의 목적은 달성하였다. 그러나 이와 같은 조치로 1999년 이후 지속적으로 세계 옵션시장에서 거래량 1위를 달리던 KOSPI200옵션은 CNX Nifty 옵션에 1위를 내주었으며, 전체 지수옵션 대비 거래량 비중 또한 63.25%에서 15.45%로 크게 감소하는 등 규제 효과와 동시에 규제 부작용 또한 적지 않게 나타났다.

표 15 옵션 거래승수 인상 전후 투자자별 거래량 변화

		규제 이전*	규제 이후**	증감률(t-stat)
거래량*** (계약)	개인	1,804,574(31.2%)	1,388,053(28.6%)	-23.1%(5.9012*****)
	기관	1,704,246(27.3%)	1,308,221(24.7%)	-23.2%(4.1752*)
	외국인	2,232,358(41.5%)	2,173,888(46.7%)	-2.6%(0.8684*)
거래대금 (백만원)	개인	1,115,812(33.0%)	714,083(30.8%)	-36.0%(14.0301*)
	기관	619,729(18.0%)	332,937(13.8%)	-46.3%(14.1751*)
	외국인	1,642,695(48.9%)	1,284,698(55.4%)	-21.8%(8.3018*)

* 모든 결제월물의 거래승수가 10만원이던 2011년 1월 3일 부터 2012년 3월 8일까지

** 모든 결제월물에 대해 거래승수가 50만원으로 적용된 2012년 6월15일부터 2013년 6월 30일까지(두 종류의 거래승수가 적용된 기간을 제외)

*** 승수 인상 전 거래량은 승수 인상 상황을 가정하기 위해 1/5로 축소

**** *는 95% 신뢰수준에서 유의

표 16 주요 지수옵션의 거래량 및 거래비중

(단위: 백만 계약)

순위	상품	거래소	2011	2012	2013	2014	증감률**
1	CNX Nifty	NSE	869	803	875	973	12.0%
			(14.96)*	(21.37)	(29.48)	(26.44)	
2	KOSPI 200***	KRX	734	580	580	462	-37.1%
			(63.25)	(41.93)	(19.56)	(15.45)	
3	S&P Sensex	BSE		148	109	439	
			(3.95)	(3.66)	(6.45)	(47.7%)	
4	Euro Stoxx 50	Eurex	369	281	225	241	-34.7%
			(6.36)	(7.47)	(7.59)	(7.91)	
5	S&P 500	CBOE	198	174	207	224	13.3%
			(3.40)	(4.64)	(6.99)	(7.26)	

* ()는 주가지수옵션 대비 거래량 비중

** 2011년 대비 증감률

*** 승수 인상 전 거래량은 승수 인상 상황을 가정하기 위해 1/5로 축소

※ 자료 : FIA 통계

(4) 적격개인투자자제도 도입

2014년 12월 29일 개인투자자의 무분별한 파생상품시장 진입 및 투기과열 방지를 위해 실질적인 투자 능력을 갖춘 개인투자자에 한해 파생상품 신규거래를 단계적으로 허용하는 적격개인투자자 제도가 도입되었다. 동 제도에 따르면 적격개인투자자가 되기 위해서는 30시간의 교육 프로그램을 이수하고 50시간의 모의거래를 수행해야 한다. 또한 선물 투자를 위해서는 3천만원 이상을 예탁금으로 납부해야 하며, 옵션 투자를 위해서는 1년 이상의 선물 투자 경험과 함께 5천만원 이상의 예탁금이 필요하다(금융위원회, 2014).

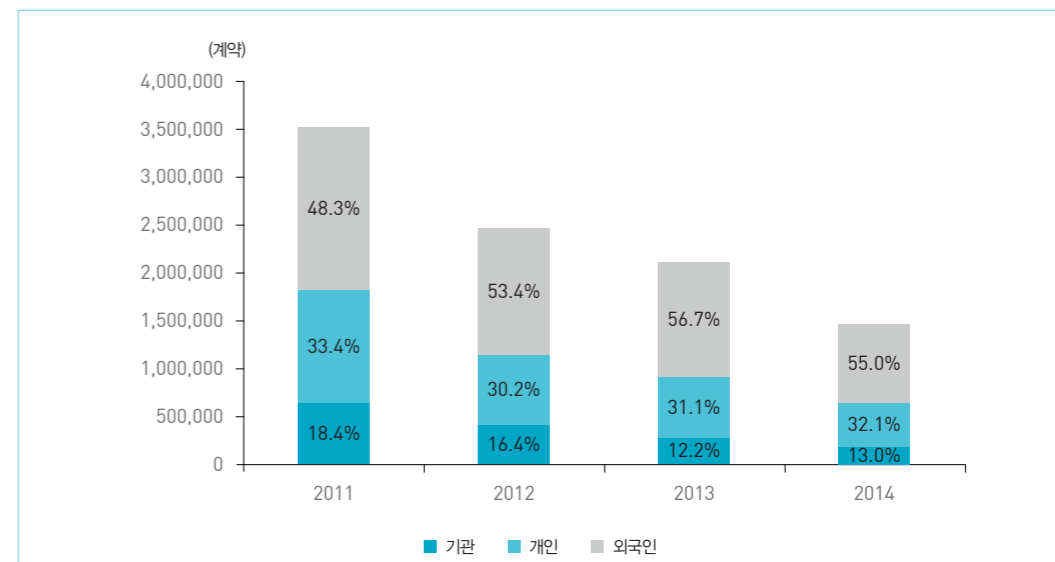
그러나 본 제도는 개인투자자의 무차별적 시장진입을 억제하기 위하여 진입요건을 강화함으로써 개인투자자의 시장 이탈을 초래하였다. 본 제도의 시행 이후 2014년 일평균 97건에 달하던 신규 계좌 개설 수는 약 70% 급감하여 2015년 2월 기준 일평균 신규 계좌 개설 수는 30여 건에 불과하게 되었다. 이러한 적격개인투자자제도는 국내 파생상품 거래에만 적용됨에 따라 정책이 적용되지 않는 해외 파생상품시장으로 투자수요를 이전시키는 결과를 초래하였다.

(5) 증권거래세 비과세 폐지

2013년 세수확보 차원에서 우정사업본부의 차익거래에 대해 면제되던 증권거래세 0.03%의 비과세가 폐지되었다. 그러나 세수확보를 위하여 시행되었던 증권거래세 부과는 국내 증시가 수년간 박스권을 벗어나지 못하는 등 증시 역동성이 사라진 상황에서 기관들에게 거래비용의 증가 및 실익의 감소를 야기하였다. 이에 국가 및 지자체의 차익거래금액은 2012년 40조 332억원에서 2013년 4,603억원으로, 2014년 230억원으로 급감하였으며, 이와 같은 거래량의 급감으로 당초 기대하였던 세수 확보의 효과도 얻지 못하였다.

뿐만 아니라 증권거래세 비과세 폐지로 인해 기관투자자의 거래가 급감함에 따라 기관투자자의 비중은 10% 초반대까지 하락한 반면 외국인 투자자의 비중은 50% 후반대까지 증가하였다. 이에 따라 외국인에 대한 증시방어 기능이 약화되어 실질적 투자자 보호기능이 쇠퇴하는 부작용이 생겨났다. 또한 차익거래의 감소로 인해 파생상품시장뿐만 아니라 현물시장의 유동성도 축소됨으로써 자본시장 전체의 효율성이 저하되었다.

그림 5 KOSPI200옵션 투자자 비중



3) 해외시장 접근성 향상

증권·선물사를 중심으로 수수료가 높은 해외 파생상품 마케팅에 적극적이며 증권전문방송 등에서도 교육·홍보활동을 활발히 진행하여 해외파생상품시장에 대한 일반투자자의 접근성이 향상되고 있다. 해외파생상품 수수료의 경우 E-mini S&P500선물의 거래비용은 106,850원으로 KOSPI200선물 위탁 수수료 약 3,710원 대비 약 29배가 높은 편이다. 이렇게 해외선물의 경우 높은 거래비용으로 인해 수익을 내기 어려우나, 기본예탁금이 적용되지 않고 증거금도 국내의 1/2 수준에 불과해 접근성이 높고 레버리지가 높아져(KOSPI200 약 11배, E-mini S&P500 약 20배, E-mini 원유 약 4배) 투자자들이 선호하고 있다.

표 17 KOSPI200선물 및 해외선물 거래비용

	KOSPI200선물	E-mini S&P500선물	E-mini 원유선물
기본예탁금	3,000만원	-	-
1계약당 금액	12,785만원	11,329만원	2,615만원
증거금	1,151만원*	560만원	596만원
수수료(①+②)	3,710원	106,850원	113,230원
① 위탁수수료	3,710원**	8,840원***	8,840원
② 환전수수료****	-	98,010원	104,390원

※ 거래비용 : KOSPI200선물 및 해외선물 1계약 매수 또는 매도, 한 방향 거래시를 가정하여 계산
2014. 04. 01 기준 가격 및 환율 적용

* 거래대금의 9%

** 거래대금의 0.0029%(예. 삼성증권 온라인 주문 시)

*** USD 결제상품의 경우 계약당 \$8(예. 삼성증권 온라인 주문 시)

**** 환전금액(증거금+위탁수수료)의 1.75%

또한 증권·선물사는 해외상품 투자설명회 개최 및 설명자료 제공, 다양한 신규고객 대상 이벤트를 통해 적극적인 고객유치에 열을 올리고 있으며 기타 증권전문방송에서도 해외선물·증권아카데미를 개설 운영 중이다.

표 18 회원사별 해외투자 관련 설명회/이벤트 개최 내용

사명	투자설명회/이벤트	날짜
현대	해외선물 절대비법 특별세미나	2014-04-29
	통화와 에너지선물, 국내선물vs해외선물 비교	2015-02-25
키움	해외선물 투자설명회	2013-09-05
	해외선물 실전교실 현금지급, 가이드북지급 이벤트	2014-12-30
	해외선물 옵션 및 FX마진 투자설명회	2015-01-26
교보	해외선물 매매기법 투자설명회 "CME그룹연계사은품"(주유권, 거래지 원금 지원) 이벤트	2014-11-14
	해외선물 "드림"이벤트	2015-02-10
KB투자	해외선물 설명회	2012-08-21
	2015해외선물(유로FX, 크루드오일)	2015-02-14
	해외선물 "무료체험이벤트+마이크로" 이벤트	2014-07-01
한국투자	EUREX멤버십취득에 따른 해외선물 직접주문시스템 "오픈기념 캐시백"이벤트	2015-02-05
	해외선물거래 고객대상 수수료할인, 선물증정 "뱅크스쿨로벌빅세일" 이벤트	2015-03-06까지
KDB 대우	해외지수선물설명회	2012-04-25
	해외선물투자설명회	2012-06-27
	사은품지급 "첫거래감사쿨" 이벤트	2014-07-01
	해외선물 첫 투자고객 사은품지급 "한가위" 이벤트	2014-08-04
	해외선물기초와 모의투자를 통한 실습	2014-11-04
	해외선물, 주식투자노하우	2015-02-06
신한 금융 투자	해외통화선물설명회	2012-05-24
	해외선물 거래기능 오픈 기념 세미나 백화점 상품권 지급	2013-11-01
	해외선물신규고객 대상 백화점상품권지급	2014-12~2015-02
하나대투	외식상품권지급 "학교종이땡땡" 이벤트	2014-08~09
삼성선물	3달러로 3주간 7종목 거래가능 "337" 이벤트	2015-01-30
	유렉스해외선물 "현금지급"이벤트	2014-11~
외환선물	신규계좌개설, 거래재개 이벤트	2014-01~

해외 파생상품 거래도 국내시장 거래와 같이 HTS³⁾를 통한 인터넷 예약 및 실시간 주문이 가능하고 최근에는 스마트폰을 이용한 MTS도 활용 가능하여 국내상품 거래와 동일한 수준의 거래편의성을 제공하고 있다. 중개사는 시차문제를 해소하기 위해 야간 데스크를 별도 운영하고 있으며, 대부분의 중개사가 해외 상품 거래에 수반되는 환전 서비스 및 세금납부 관련 지원서비스까지 제공하여 거래불편을 해소하고 있다.

또한 해외 파생상품의 경우 기본예탁금이 없고 증거금이 국내 파생상품에 비해 낮아 시장진입이 용이하다. 일반투자자는 국내 파생상품 거래 시 기본예탁금 3,000만원(변동성지수선물 5,000만원)이 필요하다. 해외상품의 증거금은 상품별로 상이하지만 국내 파생상품의 약 15~50% 수준으로 증거금 규모가 작아 투자매력이 높은 편이다. 특히 거래단위를 낮춘 미니상품의 경우 증거금이 약 20~40만원에 불과해 소액투자자들의 접근성이 매우 높다. 주요 해외 파생상품의 증거금은 E-mini AUD/USD 26.7만원, E-mini USD/CAD 20.6만원, E-mini USD/CHF 40.0만원 등이다.

표 19 주요 해외선물 증거금

연번	상품	증거금		비율*
		해당 통화	원화환산(백만원)	
1	EUR/USD(CME Group)	3,410(USD)	3.76	33%
2	Crude Oil(CME Group)	5,390(USD)	5.94	53%
3	10 Yr U.S. T-Notes(CME Group)	1,485(USD)	1.64	15%
4	E-mini S&P500(CME Group)	5,060(USD)	5.58	49%
5	Gold(CME Group)	4,400(USD)	4.85	43%
6	AUD/USD(CME Group)	2,420(USD)	2.67	24%
7	H-Shares (HKEX)	52,850(HKD)	7.50	67%
8	JPY/USD(CME Group)	3,300(USD)	3.64	32%
9	Nikkei225(OSE)	720(JPY)	0.67	6%
10	Cooper(CME Group)	3,740(USD)	4.12	37%

* KOSPI200지수선물 1계약의 증거금 대비 해당 상품 1계약의 증거금 비율

3) (첨부)국내에서 HTS를 통해 거래 가능한 해외 파생상품 참조

표 20 국내 투자자가 주로 거래하는 미니상품 계약금액 예시

연번	상품	계약단위	
		거래승수*	1계약당 금액(백만원)
1	E-mini S&P500(CME Group)	\$50(vs \$250)	약 116.19
2	Mini Nikkei225(JPX)	¥100(vs ¥1,000)	약 17.96
3	E-mini Nasdaq100(CME Group)	\$20(vs \$100)	약 97.66

* 괄호 안은 미니상품이 아닌 일반상품과 비교(예, S&P500, Nikkei225, Nasdaq100)

IV. 시사점

1) 해외 유출 증가에 따른 문제점

국내시장의 변동성 축소로 인한 매력도 감소, 해외시장에의 접근성 향상 등으로 국내 유동성이 해외로 유출되고 있으며, 2011년 이후 파생상품 시장에 적용되는 각종 규제 및 세제로 인해 유동성 이탈은 심화되고 있다. 더욱이 향후 중국시장의 옵션 도입 등 발전과 대외개방은 국내 투자자는 물론 외국인 투자자의 해외 이탈을 더욱 가속화시킬 것으로 전망되기에 주의가 필요하다.

실제 KOSPI200시장에서 이탈한 개인 및 기관투자자의 상당수가 중국시장으로의 진출을 준비 중이며, 시스템에 의해 거래하는 국내 외국인투자자가 이탈행렬에 가세할 경우 대규모 추가적인 유동성 악화 요인으로 작용할 것으로 예상된다. 그리고 이러한 유동성 약화는 다시 국내시장의 매력도를 저하시키는 악순환을 초래하고 국내 시장의 경쟁력을 저하시킬 수 있다. 특히 향후 역내 중국시장의 발전으로 인한 외국인투자자는 물론 국내투자자의 해외 이탈이 가속화(아시아 금융허브 육성에 장애요인)될 우려가 높다.

국내 투자자 보호를 위한 진입장벽 강화가 해외시장으로의 이탈을 야기하여 투자자 보호가 오히려 약화되는 역설적 상황 또한 문제다. 개인투자자를 보호하기 위해 시행된 옵션 거래승수 인상 및 기본예탁금 적용 등 규제 강화로 인해 개인투자자들은 규제가 적용되지 않는 해외 고위험상품으로 눈을 돌리고 있다. 이로 인해 해외 자산에 대한 정보비대칭성과 환위험 노출로 인해 개인의 투자 손실 위험이 증대될 우려가 있다.

특히 국내 투자자의 경우 해외 기업 및 경제에 대한 정보가 부족하고 증권·선물사의 경우에도 인력·자원 및 현지 네트워크 한계로 인해 심도 있는 정보 제공이 사실상 어렵기에 정보에 있어 열위에 있다 할 수 있다. 또한 외화로 투자되기 때문에 투자 손익이 환율변동위험에 노출되며, 개인이 소액을 직접 투자하는 경우 환헤지를 통해 환율변동위험을 제거하기가 어려운 실정이다.

2) 대응방향 검토

국제적으로는 중국, 인도 등 신흥국을 중심으로 실물경제의 개선과 신상품 도입, 상품 리모델링 등 각종 파생상품시장 활성화 정책을 바탕으로 파생상품시장이 빠르게 성장하고 있다. 과거 13년간 세계 파생상품시장의 선두권이었던 국내 파생상품시장만이 부진을 면치 못하고 있는 것이다. 더 큰 문제는 일반적으로 파생상품시장의 경우 역동성이 완전히 사라진 이후에는 어떠한 정책적 지원으로도 상황을 반전시키기 어렵다는 것이다. 따라서 2011년 이후 전개되었던 전반적인 규제강화기조를 시장친화적 기조로 변화시킬 필요성이 있다.

특히 개인투자자의 시장진입장벽을 높이는 기존 투자자 보호정책은 투자 자본의 해외 유출 및 개인투자자의 투자위험을 가중시키는 방향으로 작용할 우려가 있으므로 개인투자자의 무차별적 시장진입 요건강화라는 정책기조에서 시장친화적이면서 보다 실효성 있는 개인투자자 보호정책으로의 전환이 필요하다.

위험성이 높은 파생상품시장의 경우 기관투자자 위주로 시장이 운영되고 일반투자자의 참여는 간접투자방식이 지배적이 되도록 하는 것이 합리적이라 할 수 있다. 따라서 일반투자자에 대해 파생상품 투자의 고위험성을 인식하고 투기적 거래행태를 억제하도록 교육 및 홍보를 강화하고, 동시에 개인 투자자들이 기관이 운용하는 펀드 등 간접투자방식을 선호할 수 있는 환경을 조성하는 것이 중요하다.

이와 같이 투자자가 스스로를 보호할 수 있는 환경 하에서는 투자망명을 야기하는 기본예탁금 제도 및 파생상품시장의 추가적 위축을 초래할 수 있는 파생상품 양도소득세 등은 요구되지 않을 것으로 보인다.

추가적으로 전문투자자 간 거래에 대해서는 국내 파생상품시장의 활성화 및 풍선효과 억제에 대해 통상적 범주에서 규제하는 것이 합리적일 것이다. 무엇보다 파생상품을 이용한 차익거래는 주식시장의 균형 가격을 유지시켜주는 파생상품시장의 핵심적 순기능이기에 공익적 기관투자자의 차익거래에 대하여는 비과세를 부활하고, 유동성 공급에 기여하는 시장참여자에게 인센티브를 제공하여 시장에 활력을 불어일으켜야 할 것이다.

2011년 이후로 파생상품시장에서는 유동성 억제정책이 누적적으로 시행되어왔다. 시장이 과열된 상황에서 이를 진정시키는 효과가 분명히 있으나, 현재의 파생상품시장은 지나치게 냉각된 것으로 보인다. 오히려 한이 닦을 때와 고열에 시달릴 때의 처방이 다르듯이 지금은 과거에 시행된 정책에 대해 전면적으로 재검토하고 새로운 진단과 처방을 내려야 할 시점이다.

참고자료

- 금융위원회, 『자본시장 역동성 제고를 위한 파생상품시장 발전방안』, 2014. 06.
- 남길남, “파생상품시장의 규제 이슈에 대한 고찰”, 자본시장 2014 Vol. 6, No.2, 자본시장연구원, 2014.
- 이효섭, “KOSPI주가지수 파생상품 거래량 증감 요인”, 자본시장 2013 Vol. 5, No.1, 자본시장연구원, 2013.

참고사이트

- 금융감독원 www.fss.or.kr
- 금융투자협회 종합통계포털 <http://freesis.kofia.or.kr>
- WFE www.world-exchanges.org

표 21 (첨부) 국내에서 HTS를 통해 거래가능한 해외 파생상품

분류	거래소	상품
통화	BMF	US Dollar/BRL
	CME	Australian Dollars, British Pounds, Canadian Dollars, Euro FX, New Zealand Dollars, Japanese Yen, Swiss Franc, E-mini Euro FX, E-mini Japanese Yen, EUR/GBP, EUR/JPY, Mexican Pesos, Russian Rubles, e-Micro AUD/USD, e-Micro GBP/USD, e-Micro EUR/USD, e-Micro CAD/USD, e-Micro CHF/USD, e-Micro JPY/USD, e-Micro USD/CAD, e-Micro USD/JPY, e-Micro USD/CHF, Swedish Krona Futures, Chinese Renminbi, Korean won, Brazilian Real, South African Rand, AD/CD Cross Rate, AD/JY Cross Rate, AD/ND Cross Rate, CD/JY Cross Rate, Czech Koruna, EC/AD Cross Rate, EC/CD Cross Rate, Euro/Czech Kruna, EC/HF, EC/NOK Cross Rate, Euro/Polish Zloty, Hungarian Forint, Norwegian Krone, BP/JY Cross Rate, Polish Zloty, BP/HF Cross Rate, EC/SF Cross Rate, SF/JY Cross Rate, Dollar Index
	HKFE	USD/CNH
	ICE	ICE Dollar Index
	SGX	USD/SGD FX Futures
지수	BMF	Bovespa Index
	CBO	Mini Bovespa Index, Volatility Index
	CME	E-mini NASDAQ100, E-mini S&P500, Mini-sized Dow, E-mini S&P Midcap, Nikkei225 Yen, Nikkei225 Dollar, E-mini Russell200, DJIA Futures(\$10), E-mini MSCI Emeg, NASDAQ-100
	EUREX	DAX Index, Euro STOXX Bank Futures, DJ Euro STOXX, Swiss Market Index, Mini VSTOXX, Euro STOXX 600 Basic
	EURO-NEXT	S&P500, BEL20 Index, MSCI Russia Index, CAC40 Euro, Amsterdam Index, FTSE Eurofirst 80, Portugal PSI 20 Index
	HKFE	Mini Hangseng Index, Mini H-Share Index, CES China120 Index, H-share Index, Hangseng Index
	ICE	Russell 2000 Mini
	IDEM	FTSE MIB Index, Mini FTSE MIB Emeg
	IPE	FTSE100, E-mini MSCI Euro, MSCI PAN Euro
	MDE	KL Composite II
	MDX	MEX BOLSA Index
	MFM	IBEX35 Index
	MSE	S&P / TES 60 IX Futures
	OSE	OSE Nikkei225, OSE Nikkei225 mini, TOPIX Futures
	OTC	BCI 4TC, BPI 4TC, BSI 4TC
	SAF	FTSE/JSE Top40
	SFE	SPI200 Futures
	SGX	Nikkei225, SIMSCI, MSCI Indonesia Index, FTSE Straits Time, MSCI Taiwan, CNX Nifty Index, FTSE China A50
SSE	OMXS30 Index	
TKD	ISE30 Futures	
WSD	WIG20 Index	

분류	거래소	상품
금리	CME	Eurodollar, 30Yr. U.S. Bonds, 10Yr. U.S. Notes, 5Yr. U.S. Notes, 2Yr. U.S. Notes, 30Day Fed Fund, U.S. Ultra Bond
	EUREX	Euro SCHATZ, Euro Bobi, Euro-Bund 10yr, Euro BUXL 30Y Bond, Long-term Euro-BTP, Short-term Euro-BTP, Swiss FED BND Future, Euro OAT,
	IPE	Euribor, Long Gilt, Short Gilt, 3Month Sterling
	MSE	CAN Bank Accept, CAN 10 Year Bond
	OSE	10Yr JGB Future
에너지	SFE	AUST 90 Day Bank, AUST 10Y Bond, AUST 3Y Bond Future
	CME	Crude Oil, Natural Gas, Heating Oil, RBOB Gasoline, Mini Crude Oil, Mini Natural Gas, SIN Oil 180cst CS, Singapore Gasoil, Japan C&F Naphtha, Singapore Naphtha, ICE 180 cst vs Dubai, Singapore Fuel Oil, Singapore Jet Kerosene, Dubai Crude Future, 180cst vs Dubai, Mini 180 cst Fuel, Mini 380 cst Fuel, Gasoline, Mini Heating Oil
	ICE	ICE Brent Crude, ICE WTI Crude, ICE Gas Oil, Singapore Gasoil Mini, Dubai Mini, Singapore Mogas, Richard Bay Coal, Rotterdam Coal, GC Newcastle Coal, Spore Naphtha Japan, Spore Naphtha Swap, Singapore Jet Kerosene, 0.05 Gasoil Swap, 0.5 Gasoil Swap, Fuel Oil 380 Swap, Fuel Oil Mini 380 Swap, Fuel Oil 180 SGP, Fuel Oil mini 180 SGP, ICE Dubai Crude
	IPE	ICE ECX EMISS, ICE ECX CER Future
	SGX	Mini oil 180 cst SGP
금속	TCM	TCM Crude Oil
	CBO	33.2 oz Gold, 1,000 oz Silver, 100 oz Gold, 5,000 oz Silver
	CME	Gold, e-Micro Gold, Silver, H-G Copper, Palladium, Mini Gold, Aluminum
	LME	Platinum, Aluminum, Copper, Nickel, Lead, Tin, Zinc, Aluminum Alloy, NA Aluminum Alloy, Steel Billet, Mini Aluminum, Mini Copper, Mini Zinc, LBMA Gold, LBMA Platinum, LBMA Palladium
농산물	SGX	Aluminum, Copper, Zinc
	CME	Corn, Wheat, Soybeans, Soybean Oil, Soybean Meal, Live Cattle, Feed Cattle, Lean Hogs, Oats, Rough Rice, Class III Milk, Frozen Pork Bellies, Random Length Lumber
	ICE	ICE Cocoa, ICE Cotton No.2, ICE Coffee C, ICE Sugar No.11, ICE FCOJ-A
	IPE	LIFFE Cocoa, WHITE Sugar, LIFFE Coffee
	KCBOT	Kansas Wheat
	MDE	Crude Palm Oil
	MGE	Minneapolis Red Wheat
	NYBOT	Cocoa, Cotton, Coffee "C", FCOJ-A, Sugar No.11
	SGX	Rubber TSR 2 0
	TCM	TCM Rubber
	TGE	Red Beans
	WCE	ICE Canola