海外商品先物市場의 活用方案

李　　烋

▷ 目　次 ◁

Ⅰ. 序
Ⅱ. 「헤징」의 理論과 類型
Ⅲ. 우리나라의 先物去來實績과 現況
Ⅳ. 先物去來의 「시뮬레이션」分析
Ⅴ. 先物去來의 活性化方案
Ⅵ. 要約 및 結論

Ⅰ. 序

우리나라의 立場에서 先物市場을 活用하기 위하여 海外先物市場을 적극적으로 이용하는 方案과 先物市場을 國內에 設立하는 方案을 들 수 있다. 本稿는 첫번째 問題인 海外先物市場의 利用方案을 講究하고 그 理論的 背景을 說明하는 데 焦點을 두고 있다.

최근 우리나라의 經濟運用에서 國際收支問題가 중요한 政策課題의 하나로 대두되고 있다. 즉, 慢性的인 貿易收支赤字를 改善하기 위하여 巨視的인 側面에서 總需要管理를 통한 輸入抑制方案이 論議되고 있다. 貿易收支改善을 위한 巨視的인 政策方案을 實施함과 동시에 보다 근본적인 問題解決을 위해서는 微視的인 政策代案이 樹立되어야 할 것이다.

微視的인 接近方法의 하나로서 提示될 수 있는 것이 輸出 및 輸入管理政策이라 할 수 있다. 먼저 輸出管理側面에서는 輸出商品의 附加價値를 提高하는 方案이 구체적으로 그리고 能動的으로 推進되어야 할 것이다. 한편 輸入管理側面에서는 施設財와 輸入原資材의 國產化率을 높이고 동시에 가능한 범위 내에서 輸入代錢을 減少하는 政策方案이 樹立되어야 할 것으로 보인다.

輸入施設財는 國內技術이 蓄積되고 高度化됨으로써 시간이 흐름에 따라 國產化率의 提高가 가능하게 될 것이다. 그러나 賦存資源이 부족한 우리나라는 原油를 포함한 1次商品의 輸入依存度가 매우 높은 실정에 있으나 國產代替가 불가능하다고 할 수 있다. 따라서 輸

筆者：韓國開發研究院 研究委員

入管理側面에서 1次商品 輸入問題는 안정된 價格으로 필요한 物量을 適時에 確保하는 데 있다. 海外商品先物市場의 이용은 이와 같은 1次商品의 輸入管理政策의 一環으로서 檢討되어야 할 것이다.

1983年末 現在 原油를 포함한 1次商品의 導入額은 123億弗로서 全體輸入의 約 47%에 이르고 있다. 이와 같이 막대한 比重을 차지하고 있는 1次商品의 輸入管理問題는 貿易收支의 改善을 위하여 매우 중요한 政策課題가 아닐 수 없다.

1970年代에 발생한 두 차례의 石油波動과 資源波動으로 우리나라 經濟는 이러한 外部的인 「쇼크」에 매우 脆弱함을 經驗하였다. 그리고 우리 주위에서 原資材購買를 잘못함으로써 막대한 金額의 外貨를 낭비하고 동시에 高價로 購入된 原資材價格이 國內物價에 轉嫁되어 物價安定을 저해한 事例가 頻繁하게 발생하고 있다. 國際市場은 構造的으로 매우 불안정한 特性을 가지고 있으며 이러한 市場構造는 앞으로도 常存할 것인바 1次商品의 輸入依存度가 높은 우리나라의 立場에서 이에 대한 適切한 對應方案이 樹立되어야 할 것이다. 이러한 要求에 副應하여 海外商品先物市場의 적극적인 이용을 政策代案으로 提示할 수 있다고 본다.

海外商品先物市場의 이용은 「헤징」을 가능하게 함으로써 國內實需要者들이 안정된 價格으로 1次商品의 購買를 가능하게 하고 國家經濟의 立場에서는 무분별한 購買에 따른 外貨浪費要因을 제거할 수 있게 되며 國內物價安定을 기할 수 있다고 본다. 따라서 海外先物市場을 이용하여 적절한 「헤징」을 할 수 있을 경우 國家經濟의 立場에서 外貨節約과 동시에 物價安定效果를 얻을 수 있게 된다고 하겠다.

그러나 海外先物市場을 통한 「헤징」은 언제나 價格變動에 따른 危險負擔을 완전히 제거한다고 볼 수 없다. 「헤징」을 적절히 驅使하지 않을 경우 오히려 역효과를 가져올 수도 있게 된다. 成功的인 「헤징」을 하기 위해서는 高度의 技術 및 經驗이 필요하다. 따라서 海外先物市場을 成功的으로 이용하기 위한 前提條件으로서 「헤징」의 理論과 技法에 대한 충분한 理解가 있어야 할 것이다.

지금까지 우리나라의 海外先物市場 利用度는 매우 微微한 實情에 있다. 政府는 1982年 海外先物去來管理規定을 改正하고 民間企業이 자유롭게 先物去來에 參與할 수 있도록 制度的 裝置를 마련하였으나 별다른 增加趨勢를 보이지 않고 있다. 따라서 現時點에서 先物去來의 活性化方案은 시급한 政策課題라고 할 수 있다.

本稿는 海外先物市場을 보다 效率的으로 그리고 적극적으로 活用하기 위하여 先物去來의 理論的 背景을 검토하고 「헤징」의 經濟的 效果를 分析하여 향후 先物去來의 活性化를 위한 政策代案을 제시하는 데 그 目的이 있다. 本稿는 第Ⅱ章에서 「헤징」의 主要理論과 類型을 說明하고 第Ⅲ章에서 우리나라 先物去來의 實績을 檢討하고 있으며 第Ⅳ章에서 「헤징」의 「시뮬레이션」分析을 이용하여 그 經濟的 效果를 分析하였다. 그리고 第Ⅴ章에서 先物去來의 活性化方案을 論議하고 있으며 끝으로 第Ⅵ章에서 要約 및 結論으로 構成되어 있다.

Ⅱ. 「헤징」의 理論과 類型

Working(1953)의 定義에 의하면 先物去來

란 現物去來보다 制約的인 規定과 慣行下에서 「헤징」과 投機(speculation)를 目的으로 遂行되는 去來를 말한다. 일반적으로 先物去來란 未來의 一定時點에서 引渡되는 商品에 대한 賣買行爲로 인식되고 있으나 上記 定義에 의하면 商品에 대한 所有權의 移轉과 引渡는 의미가 없으며 意圖的으로 「헤징」과 投機를 하기 위한 去來라고 볼 수 있다. 先物去來의 이와 같은 性格은 다음과 같은 資料에서 立證되고 있다. 美國의 先物市場 資料에 의하면 總先物契約中에서 現物이 引渡되는 比率은 2% 이내로 推計되고 있다. 그리고 農產物의 경우 收穫年度(crop-year)中에 실제 收穫量의 約 20倍에 해당하는 物量이 先物市場에서 去來되고 있다.

先物市場은 「헤징」을 주된 목적으로 運營되고 있으며 投機는 「헤징」에 부수적으로 수반되는 去來形態로서 先物市場에서 「헤징」을 가능하게 하는 流動性을 제공한다고 볼 수 있다[1]. 헤징에 관한 說明은 다음과 같은 세 가지 理論으로 發展되어 왔다.

1. 保險「헤징」理論

保險「헤징」은 傳統的인 「헤징」으로서 現物市場에서 價格變動에 수반하는 위험을 先物去來를 통하여 제거하는 것을 말한다. 즉 現物市場에서의 商品契約과 반대되는 立場을 先物市場에서 취함으로써 現物去來에서 발생한 損益을 先物去來에서 발생하는 損益으로 補塡할 수 있게 된다[2]. 保險「헤징」이 가능하기 위해서는 現物價格과 先物價格이 동일한 폭으로 變動하는 것을 前提하고 있으며 이때 두 價格의 變動幅이 동일하고 去來量이 같을 때 完全「헤징」(perfect hedging)이 된다.

相異한 두 時點인 t_1과 t_2에서 現物價格을 各各 p_s^1과 p_s^2라 하면 現物去來에서의 損益(π_s)은 去來量을 X라 할 때 다음과 같다.

$$\pi_s = X(p_s^2 - p_s^1) \cdots\cdots (1)$$

그리고 두 時點에서의 先物價格을 各各 p_f^1과 p_f^2라 하면 「헤징」을 했을 경우의 損益(π_h)은 다음과 같다.

$$\pi_h = X\{(p_s^2 - p_s^1) - (p_f^2 - p_f^1)\} \cdots\cdots (2)$$

式(2)에서 t_1과 t_2 期間中 p_s와 p_f가 같이 上昇하거나 下落할 때 π_h는 항상 π_s보다 작으며 變動幅이 동일할 때 π_h값은 零이 되어 完全「헤징」을 이루게 된다. t_1時點에서 「헤징」을 하는 것은 t_2時點에서 市場의 불확실성으로 인하여 價格變動을 豫測할 수 없으므로 式(2)에서 보는 바와 같이 現物去來와 반대되는 先物去來를 同一時點에서 締結하여 契約單價를(完全「헤징」의 경우) p_s^1에 固定시킬 수 있게 된다.

先物去來는 對象品目의 生產者, 加工業者, 혹은 輸出入業者에 따라 相異한 立場에서 임하게 된다. 일반적으로 위에서 指摘된 바와 같이 現物의 購買時에는 賣渡「헤징」을, 그리고 現物의 販賣時에는 買入「헤징」을 行한다. 賣渡「헤징」은 價格이 下落할 때, 그리고 買入「헤징」은 價格이 上昇할 때 各各 現物去來의 損失을 先物去來의 利益으로 補塡함으로써 價格變動의 불확실성을 克服하고 있다.

傳統的인 保險「헤징」理論은 1950年代 이후

1) Working(1960), Peck(1975) 參照.
2) 우리나라에서 「헤징」이란 通常的으로 保險「헤징」을 指稱하고 있다. 全經聯(1975), 國際經濟硏究院(1979), 調達廳(1983) 參照.

先物市場에 관한 經驗的 硏究에서 많이 修正되고 있으나 「헤징」의 基礎理論으로서 重要視되고 있으며 다음에서 說明할 「헤징」理論의 始發點이 되고 있다.

2. 期待收益理論

價格變動의 위험을 轉嫁하기 위한 保險「헤징」에서 「헤징」에 참여하는 商人은 주어진 價格條件下에서 一律的으로 各個의 與件에 따라 買入「헤징」이나 賣渡「헤징」의 立場을 취하게 된다. 그러나 실제로 先物去來에 임하는 여러 部類의 대부분 商人들은 對象商品에 관한 諸般情報를 가지고 있으며 이러한 商品情報를 이용하여 價格變動에 대한 豫測을 하게 되고 이 展望을 바탕으로 「헤징」을 결정하고 있다. 예를 들어 商人이나 會社가 特定商品의 在庫를 保有하고 있을 때 價格上昇이 예상되면 「헤징」을 하지 않으며 價格下落이 우려될 때에 한해서 賣渡「헤징」을 하는 경향이 있다. 따라서 이러한 自意的 「헤징」(discretionary hedging)은 사실상 「헤징」과 投機가 混用된 것으로 해석될 수 있다.

保險「헤징」은 흔히 現物價格과 先物價格이 같은 폭으로 上昇하거나 下落하는 完全「헤징」의 예를 들어 설명함으로써 「헤징」에 대한 誤解를 불러 일으키고 있으나 실제의 先物去來에서 完全「헤징」은 거의 존재하지 않은 것으로 밝혀지고 있다[3].

첫째, 「헤징」은 앞에서 설명된 保險의 성격을 가졌다기보다는 價格差異를 이용하여 利潤을 추구하는 裁定去來(arbitrage)의 일종으로 볼 수 있다. 물론 先物去來에서 保險「헤징」의 성격을 완전히 배제할 수는 없으나 그 比重이 작으며 대부분의 「헤징」은 現物價格과 先物價格의 差異, 즉 「베이시스」(basis)의 변화에 따라 발생하는 利潤을 목적으로 행해지고 있음을 알 수 있다.

앞에서 제시된 式(2)를 다시 정리하면 다음과 같다.

$$\pi_h = X\{(p_s^2 - p_f^2) - (p_s^1 - p_f^1)\} \cdots\cdots\cdots (3)$$

式(3)에서 보는 바와 같이 「헤징」에 따른 利潤(π_h)은 두 時點에서 「베이시스」의 변화에 따라 결정되고 있다. 즉 賣渡「헤징」에서 「베이시스」의 上昇은 利潤을 가져오나 「베이시스」의 下落은 損失을 가져온다. 따라서 현명한 商人은 前者의 경우에 한해서 「헤징」을 하는 것으로 볼 수 있다.

둘째, 「헤징」은 價格變動에 따른 위험을 완전히 제거할 수 없다. 물론 「헤징」으로 인하여 危險負擔이 감소된다고 할 수 있으나 「헤징」 후에도 위험은 계속 존재하고 있다. 式(3)에서 보는 바와 같이 미래의 價格水準의 變動에 따른 不確實性이 「헤징」으로 인하여 「베이시스」變動에 따른 不確實性으로 轉換되었다. 일반적으로 價格水準의 變動보다는 「베이시스」의 變動이 작기 때문에 그만큼 危險負擔이 감소되는 것으로 볼 수 있다.

세째, 「헤징」은 반드시 위험을 감소하기 위한 수단으로만 사용되는 것이 아니다. 통상적으로 「헤징」의 역할이 危險回避를 위한 것으로 강조되고 있으나 사실상 대부분의 「헤징」은 生產業者나 關聯商人들이 市場情報에 근거한 판단에 따라 결정되고 있다. 예를 들어 現物價格이 先物價格에 비하여 낮고 또한 「베이

3) Working(1953, 1962) 參照.

시스」의 上昇이 예상될 때 많은 商人들은 이 情報에 입각하여 賣渡「헤징」을 하게 된다. 그리고 商人들이 「헤징」을 항상 一律的으로 하지 않고 選別的으로 하는 것은 위와 같은 사실을 반영한다고 볼 수 있다. Working(1962)은 다음과 같이 「헤징」의 종류를 구분하고 있다.

가. 保管「헤징」(carrying-charge hedging)

保管「헤징」은 在庫를 보유함으로써 이익을 얻고자 하는 賣渡「헤징」을 말한다. 保管「헤징」의 效果는 價格水準의 變動을 예측하여 이익을 추구하는 營業行態를 「베이시스」의 變動을 예측하여 이익을 추구하는 營業行態로 轉換하는 데 있다. 따라서 保管「헤징」은 「베이시스」 變動에 대한 예측이 價格水準의 變動에 대한 예측보다 용이하다고 생각될 때 채택된다고 볼 수 있다. 일반적으로 去來商品의 生産者나 實需要者는 保管「헤징」보다는 다음에서 설명할 選別的 「헤징」(selective hedging)을 選好하며 中間商人이 保管「헤징」을 選好하는 경향이 있다. 따라서 保管「헤징」은 保有在庫에 대한 「헤징」을 하느냐 안 하느냐보다는 在庫를 보유할 것인지 안 할 것인지에 대한 여부가 중요시되고 있다.

나. 營業「헤징」(operational hedging)

營業「헤징」은 加工業者나 關聯商人들의 賣買에 관한 意思決定을 용이하게 하는 「헤징」을 말한다. 營業「헤징」은 통상적으로 短期間內에 去來가 淸算되므로 「헤징」期間 중에 「베이시스」는 小幅的인 變動을 보이고 있어 危險負擔의 감소는 크게 기대할 수 없다. 그러나 短期間, 즉 2~3日 혹은 1日 이내에 現物價格과 先物價格은 매우 유사하게 같은 방향으로 움직이며 「베이시스」가 價格에 비하여 變動幅이 작기 때문에 營業「헤징」은 賣買決定을 용이하게 함으로써 營業活動을 원활히 추진할 수 있게 된다.

다. 選別的 「헤징」(Selective hedging)

選別的 「헤징」이란 價格變動에 대한 기대에 따라 選別的으로 행하는 「헤징」을 말한다. 예를 들어 在庫를 보유하고 있을 때 價格의 下落이 예상될 경우에 한하여 賣渡「헤징」을 하며 이때 「헤징」의 목적은 危險回避가 아닌 損失의 防止라고 할 수 있다. 美國 糧穀市場의 「헤징」資料에 의하면 대부분의 集荷場에서 選別的 「헤징」을 하고 있는 것으로 調査되고 있다.

選別的 「헤징」의 期待效果는 損失의 방지에 있으므로 價格豫測이 비교적 정확할 때 그 목적을 달성할 수 있다. 選別的 「헤징」은 先物市場에서 그 성격상 많은 投機去來를 유발한다고 볼 수 있다.

라. 豫想「헤징」(anticipatory hedging)

豫想「헤징」이란 選別的 「헤징」과 마찬가지로 期待價格에 따라 행하여지나 現物市場에서 相殺되는 契約을 수반하지 않는 「헤징」을 말한다. 豫想「헤징」의 목적은 期待價格의 變動이 유리하다고 판단될 때 이를 활용하기 위한 것으로서 加工業者와 같은 實需要者가 미래에 소요되는 商品에 대하여 生産者가 미래에 生産될 商品을 事前에 先物市場에서 賣渡契約을 締結하는 두 가지 경우로 대별되고 있다. 따라서 豫想「헤징」은 賣買契約에 대한 일시적인 代替의 성격을 가지고 있다.

5. 「포트폴리오 헤징」(portfolio hedging)理論

전통적인 保險「헤징」理論에 의하면 先物市場을 통하여 價格變動에 수반하는 危險을 投機者에게 轉嫁하기 위하여 生產業者나 加工業者들은 現物去來와 동시에 現物과 반대 방향으로 先物契約을 締結한다. 한편 期待收益理論에 따르면 關聯商人들은 現物價格과 先物價格의 相對的 變化가 유리하다고 예측될 때에 한하여 「헤징」을 함으로써 「헤징」의 목적이 市場의 不確實에 따른 危險負擔을 위회피하기 한 것이 아니고 期待收益을 극대화하는 데 있다. 예를 들어 在庫保有者는 在庫物量에 대한 賣渡「헤징」의 여부를 현재의 市場價格 및 그 期待價格에 따라 결정하게 된다. 그러나 先物去來業者를 대상으로 조사한 결과에 의하면 다음과 같은 사실들이 밝혀졌다.

첫째, 많은 商人들이 價格變動의 危險을 회피하기 위하여 「헤징」을 하고 있다. 예를 들어 美國의 커피市場에서 價格變動에 대한 危險負擔이 적은 商人에 비하여 危險負擔이 많은 輸入業者가 매우 적극적으로 「헤징」을 이용하고 있다. 따라서 期待收益理論을 주장한 Working의 論旨와는 달리 先物去來에서 保險「헤징」의 성격을 완전히 배제할 수 없는 것으로 보인다.

둘째, 去來業者는 「헤징」에 임할 때 「베이시스」의 變化뿐만 아니라 價格水準 自體에 대한 예상을 고려하고 있다. 예를 들어 現物價格의 上昇이 예상되면 在庫保有量을 증대시키면서 賣渡「헤징」을 하지 않으며 경우에 따라서는 先物을 買入하기도 한다. 반대로 價格下落이 예상되면 現物買入量보다 많은 物量에 대하여 賣渡「헤징」을 함으로써 사실상 엄밀한 의미에서 「헤징」과 投機가 混用되고 있음을 알 수 있다.

세째, 保險「헤징」이나 期待收益「헤징」理論에서 설명된 바와 같이 現物市場에서 去來된 全量에 대하여 「헤징」의 여부가 결정되지 않고 現物去來量 혹은 保有在庫量의 일부에 대하여 「헤징」을 하는 경향이 많이 있다. 즉 市場의 需給 및 期待價格에 따라 「헤징」되는 物量을 自意的으로 결정하고 있다.

위에서 검토된 「헤징」의 行態는 保險「헤징」理論이나 期待收益理論으로서는 설명이 되지 않고 있다. Johnson(1960)과 Stein(1961)은 두 가지 理論을 종합하여 「헤징」行態를 證券을 사고파는 것과 같은 危險과 收益의 관계로 分析하여 「포트폴리오 헤징」理論으로 설명하고 있다. 여기서 財務管理에서 소개되는 「포트폴리오」理論과 상이한 점은 現物과 先物이 收益과 危險이 다른 相互代替의 관계에 있지 않고 現物市場에서 契約된 物量이 주어졌을 때 이 중에서 「헤징」物量을 결정하는 문제가 된다.

式(2)에서 現物去來量과 先物去來量이 일치하지 않고 각각 X_s와 X_f라 하면 「헤징」 후의 收益은 다음과 같다.

$$\pi_h = X_s(p_s^2 - p_s^1) + X_f(p_f^2 - p_f^1) \cdots\cdots (4)$$

式(4)의 期待値는

$$E(\pi_h) = X_s E(p_s^2 - p_s^1) + X_f E(p_f^2 - p_f^1) \cdots\cdots (5)$$

t_1과 t_2 期間 중의 現物價格과 先物價格의 分散 및 共分散을 각각 δ_s^2, δ_f^2, 그리고 δ_{sf}로 표

시하면 「헤징」收益의 分散은 다음과 같이 誘導된다.

$$Var(\pi_h)=X_s^2\delta_s+X_f^2\delta_f^2+2X_sX_f\delta_{sf}\cdots(6)$$

式(6)을 X_f로 微分하여 「헤징」收益의 分散을 극소화하는 X_f^*값은

$$X_f^*=-\frac{X_s\delta_{sf}}{\delta_f^2}\cdots\cdots(7)$$

「헤징」比率(hedging ratio), 즉 現物去來 物量과 「헤징」된 物量의 比率(X_f^*/X_s)을 r이라 하면 式(7)로부터 다음과 같이 誘導된다.

$$r=\frac{\delta_{sf}}{\delta_f}\cdots\cdots(8)$$

한편 式(7)을 式(6)에 代入하면

$$Var^*(\pi_h)=X_s^2\delta_s^2+\frac{X_s^2\delta_{sf}}{\delta_f^2}-\frac{2X_s^2\delta_{sf}}{\delta_f^2}$$

$$=X_s^2\left(\delta_s^2-\frac{\delta_{sf}}{\delta_f^2}\right)\cdots\cdots(9)$$

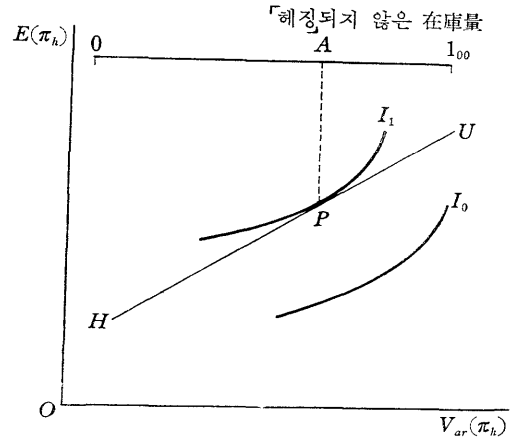
p_s와 p_f의 相關係數(ρ)는 $\frac{\delta_{sf}}{\delta_s\delta_f}$이므로 式(9)에서

$$Var^*(\pi_h)=X_s^2\delta_s^2\left(1-\frac{\delta_{sf}^2}{\delta_s^2\delta_f^2}\right)$$

$$=X_s^2\delta_s^2(1-\rho)\cdots\cdots(10)$$

式(10)에 의하면 現物價格과 先物價格의 相關係數가 클수록 「헤징」收益의 分散, 즉 「헤징」으로 인한 위험의 감소가 커지게 된다. 이러한 관점에서 「포트폴리오 헤징」理論이 保險「헤징」理論과 유사하다고 할 수 있다. 保險「헤징」理論이나 期待收益理論에서 價格危險은 價格의 變動에 따른 利害의 得失로 측정되며 「헤징」의 效果 역시 事後的으로 現物價格과 先物價格의 變動에서 計算되는 收益에 따라 評價

〔圖 1〕 「포트폴리오 헤징」



되고 있다. 그러나 「포트폴리오 헤징」理論에서는 價格危險과 「헤징」效果가 실제의 價格變動과 별개의 것으로 취급되고 있다. 즉 價格危險이란 위에서 설명된 바와 같이 價格變動에 따른 收益의 分散으로서 측정되며 「헤징」의 效果는 「헤징」으로 인하여 收益의 分散이 감소할 수 있는 事前的인 期待値에 의해 측정되고 있다.

〔圖 1〕에서 100單位의 在庫를 보유하고 있는 商人이 가질 수 있는 期待收益($E(\pi_h)$)과 危險($Var(\pi_h)$)의 組合을 나타내는 機會軌跡(opportunity locus)은 HU와 같다. H點에서 保有在庫는 全量 「헤징」되었고 U點에서는 반대로 全量이 「헤징」되지 않고 있다. 여기서 H點으로부터 U點으로 移動함에 따라서 期待收益과 危險度가 上昇함으로써 HU는 正의 기울기를 가지고 右上向하고 있다. 한편 $E(\pi_h)$와 $Var(\pi_h)$의 無差別曲線(Indifference curve)은 I_0, I_1과 같이 그려진다. 따라서 保有在庫의 期待效用이 극대화되는 HU와 I_1의 接點 P에서 「헤징」比率이 결정된다. 즉 保有在庫量 100單位 중 $(100-OA)$가 「헤징」되며 OA는 「헤징」되지 않는 상태에서 보유하게 된다.

여기서 보는 바와 같이 「포트폴리오」理論에서 「헤징」과 投機는 각각의 效用函數에 의해 결정되는 $E(\pi_h)$와 $Var(\pi_h)$의 最適組合을 추구하는 점에서 동일한 行態를 가지고 있다. 그러나 「헤징」은 損益이 발생하는 現物去來에 수반되는 점이 근본적으로 投機와 구별되고 있다.

Ⅲ. 우리나라의 先物去來 實績과 現況

우리나라에서는 1次 石油波動과 資源波動이 발생한 직후인 1974年 12月에 大統領令으로 「主要物資 海外先物去來管理規程」이 制定 公布되고 調達廳訓令으로 「主要物資 海外先物去來管理規則」[4]이 發表됨으로써 처음으로 先物去來가 도입되었다. 同規程에 의하면 先物去來를 하고자 하는 企業이 先物去來依賴人이 되고 調達廳이 先物去來委託代行者가 되어 先物去來가 허용되었다. 先物去來에 관한 諸般事項은 先物去來委員會를 構成하여 管掌하게 하였다. 先物去來依賴人이 委託할 수 있는 先物去來對象品目은 小麥, 옥수수, 大豆, 생고무, 原綿, 電氣銅, 原糖, 그리고 原毛로 국한시켰으며 先物去來依賴人이 委託할 수 있는 去來量은 當該依賴人이 과거 2年間에 輸入한 平均數量을 초과할 수 없도록 하였다. 그리고 委託證據金을 위한 外換은 調達廳의 管掌下에 사용되도록 規程되어 있었다.

調達廳은 先物去來委託代行者가 되어 先物去來仲介人으로 美國의 Merryll Lynch International Inc.와 유일하게 仲介契約을 締結하고 國內의 모든 先物去來를 代行하였다. 따라서 先物去來는 매우 한정된 範圍內에서 硬直的으로 운영되었다고 볼 수 있다.

政府는 先物去來의 活性化를 기하기 위하여 1982年 1月 「主要物資 海外先物去來管理規程」과 「管理規則」을 改正하기에 이르렀다. 改正된 規程에 의하면 先物去來依賴人이 先物去來委託代行者를 經由하지 않고 직접 先物去來仲介人에게 去來를 委託하는 것이 가능하므로 사실상 企業들은 종전과 같이 번잡하게 調達廳을 經由하지 않고 先物去來를 할 수 있는 契機가 마련되었다. 그리고 先物去來量도 과거의 實績에 구애됨이 없이 調整할 수 있게 되었고 先物去來의 對象品目도 종전의 8個品目에서 20個品目으로 확대됨에 따라 사실상 國內 1次商品 輸入의 大宗을 이루고 있는 거의 모든 品目에 대한 海外先物去來가 가능하게 되었다. 同管理規則에 의한 先物去來可能品目은 小麥, 옥수수, 大豆, 大豆油, 大豆粕, 수수, 커피, 原糖, 原綿, 原毛, 天然고무, 原木 등 農產品 12個品目과 電氣銅, 亞鉛, 鉛, 알루미늄, 니켈, 朱錫 등 非鐵金屬 6個品目, 그리고 銀과 原油가 포함되어 있다.

改正된 管理規則에 의하면 先物去來依賴人의 資格에서 原資材의 實需要者인 企業 이외에도 綜合貿易商社가 포함됨으로써 종전과는 달리 보다 포괄적으로 國內企業이 海外先物市場을 이용할 수 있는 制度的 裝置가 整備되었다고 볼 수 있다. 그리고 外換 使用에 있어서

4) 管理規定은 1974년 12월 26일 大統領令 第7440號로 制定되었다가 1982년 1월 20일 大統領令 第10705號로 改正되었고 管理規則은 1975년 2월 25일 調達廳訓令 第358號로 發表되었다가 1982년 2월 26일 調達廳訓令 第542號로 改正됨.

外國換管理規程이 정하는 바에 따라 先物去來 依賴企業이 所要外貨를 직접 사용할 수 있게 됨으로써 종전과 같이 調達廳에 割當된 外換에 국한되지 않고 자유롭게 外換計定을 운용할 수 있게 되었다.

1975~83年 期間 중 우리나라의 先物去來는 調達廳을 비롯한 24個社가 先物去來計定을 開設하여 電氣銅, 亞鉛, 생고무, 大豆, 朱錫, 알루미늄, 니켈, 原綿, 그리고 銀의 10個品目에서 去來가 이뤄졌다. 年度別 先物去來 實績은 〈表 1〉에서 보는 바와 같이 1975年度에 電氣銅과 原綿에서 최초로 16,747톤의 先物去來가 이루어졌고 1976年度에 생고무, 1977年度 亞鉛과 鉛, 그리고 朱錫, 1978年度에 大豆가 추가되어 先物去來 對象品目은 매년 확대되었다. 1979年에는 다시 알루미늄과 니켈이 첨가되어 先物去來 對象品目은 9個品目으로 증가되었고 去來實績은 121,605톤으로서 前年度보다 2倍 이상 증가하였다. 그 후 去來量은 減少趨勢를 보이다가 1982年부터 電氣銅과 大豆의 先物去來가 활발해지자 다시 증가되기 시작하여 1983年에는 138,438톤에 달하여 가장 높은 去來實績을 보였다.

그러나 民間會社가 去來에 참여한 品目은 1980年度까지는 電氣銅, 생고무, 原綿 등 3個品目에 불과하였고 기타 品目들은 調達廳의 主要物資備蓄과 관련하여 去來되었다. 民間會社들은 1981年 이후 鉛, 알루미늄, 니켈, 大豆, 銀 등의 品目에도 참여하여 점차 활기를 띠고 있다. 전체 去來實績에서 民間部門의 占有率은 1975年에 93.3%를 기록한 후 계속 下落하여 1980年에는 전체의 4%에 불과하였다. 그러나 1981年부터 民間占有率은 점점 증가하여 1983年末 현재 99.7%를 기록하여 거의 대

〈表 1〉 年度別 先物去來實績

(단위 : 叭)

	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983
電氣銅	14,253 (13,128)	7,884 (6,385)	4,570 (4,343)	4,574 (2,363)	25,647 (14,543)	8,605 (100)	22,330 (15,830)	35,625 (32,625)	66,550 (66,550)
亞鉛	—	—	750	3,125	7,250	—	875	—	—
鉛	—	—	750	3,375	11,850	—	250	750 (750)	2,550 (2,550)
생고무	—	4,530 (885)	1,200	3,990	12,375	5,820 (1,320)	4,200 (2,400)	2,510 (900)	150 (—)
大豆	—	—	—	39,058	58,480	17,690	6,020 (3,300)	46,265 (46,265)	68,038 (68,038)
朱錫	—	—	30	—	110	65	225	185	—
알루미늄	—	—	—	—	5,000	2,275	975	500	1,150 (900)
니켈	—	—	—	—	450	48	120	630 (450)	—
原綿	2,494 (2,494)	3,992 (3,992)	1,361 (1,361)	227 (227)	443	1,134	—	—	—
銀	—	—	—	—	—	—	—	—	90,000온스
計	16,747 (15,622)	16,406 (11,262)	8,661 (5,704)	54,349 (2,590)	121,605 (14,543)	35,637 (1,428)	34,995 (21,530)	86,465 (80,990)	138,438 90,000온스 (138,038)

註 : ( ) 안은 民間部門
資料 : 調達廳.

부분을 民間會社들이 차지하였다. 이와 같은 현상은 調達廳이 1981年 이후부터 先物去來에 활발히 참여하지 않은 데 기인하고 있다.

先物去來量이 輸入量에 차지하는 比重은 〈表 2〉에서와 같이 電氣銅의 경우는 先物去來 導入 初期부터 비교적 활발하게 去來가 이루어져 왔으며 1982年부터는 輸入量을 초과하여 先物去來가 가장 활발히 이루어지고 있다. 그러나 電氣銅을 제외한 나머지 品目들은 輸入量의 10% 미만에 그치고 있어서 전체적으로 볼 때 아직도 저조한 수준에 머물러 있다.

Ⅳ. 先物去來의 「시뮬레이션」 分析

앞에서 검토된 바와 같이 우리나라의 海外 先物去來는 1975年에 시작된 이후 매우 저조한 실적을 보이고 있다. 이러한 실적과는 달리 만약 先物去來가 활발히 이루어졌다면 어떠한 經濟的 效果를 달성할 수 있었을까?

〈表 2〉 輸入量對比 先物去來實績

(단위 : M/T, %)

		1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983
電氣銅	輸入(A)	16,827	10,500	10,336	14,093	26,269	18,811	28,655	30,088	3,145
	先物(B)	14,253	7,884	4,750	4,574	25,647	8,605	22,330	35,625	66,550
	B/A	84.7	75.1	46.0	32.5	97.6	45.7	77.9	118.4	189.4
亞鉛	輸入(A)	3,105	8,174	15,080	15,034	3,131	1,254	2,000	1,370	5,417
	先物(B)	—	—	750	3,125	7,250	—	875	—	—
	B/A	—	—	4.9	20.8	231.6	—	43.8	—	—
鉛	輸入(A)	4,582	6,569	11,493	21,534	19,750	20,616	29,063	26,642	38,794
	先物(B)	—	—	750	3,325	11,850	—	250	750	2,550
	B/A	—	—	6.5	15.4	60.0	—	0.9	2.8	6.6
생고무	輸入(A)	71,580	84,846	96,606	116,967	128,555	124,325	129,355	129,810	114,811
	先物(B)	—	4,530	1,200	3,990	12,375	5,820	4,200	2,510	150
	B/A	—	5.3	1.2	3.4	9.6	4.7	3.3	1.9	0.01
大豆	輸入(A)	56,608	147,854	1,148	238,601	428,022	543,340	494,531	768,799	658,258
	先物(B)	—	—	—	39,058	58,480	17,690	6,020	46,265	68,038
	B/A	—	—	—	16.4	13.7	3.3	1.2	6.0	10.3
朱錫	輸入(A)	—	627	800	1,475	1,300	1,067	2,056	2,093	2,216
	先物(B)	—	—	30	—	110	65	225	185	—
	B/A	—	—	3.8	—	8.5	6.1	10.9	8.8	—
알루미늄	輸入(A)	16,532	32,445	63,380	86,513	82,803	73,718	98,583	10,276	13,799
	先物(B)	—	—	—	—	5,000	2,272	975	500	1,150
	B/A	—	—	—	—	6.0	3.1	0.9	4.9	8.3
니켈	輸入(A)	—	1,763	875	1,088	1,979	2,884	4,064	2,827	2,518
	先物(B)	—	—	—	—	450	48	120	630	—
	B/A	—	—	—	—	22.7	1.7	3.0	22.3	—
原綿	輸入(A)	176,810	211,783	218,296	310,830	307,567	333,658	322,235	340,288	336,778
	先物(B)	2,494	3,992	1,361	227	443	1,134	—	—	—
	B/A	1.4	1.9	0.6	0.07	0.14	0.34	—	—	—

資料 : 調達廳, 商工部.

이 질문에 대한 해답은 향후 先物去來를 활성화시키는 데 있어서 매우 중요한 政策意味를 갖게 된다. 그 이유로서 先物去來의 「시뮬레이션」分析으로 여러 가지 측면에서 좋은 결과를 가져왔다면 先物去來의 活性化政策에 대한 當爲性을 얻게 된다. 그러나 반대로 주목할 만한 결과를 얻지 못했을 경우 先物去來의 活性化方案은 그 經濟的 意味가 상실된다고 볼 수 있다.

本「시뮬레이션」分析은 第Ⅱ章에서 소개된 「헤징」理論을 기초로 하여 검토되었다. 먼저 헤징」의 종류로서 營業「헤징」과 豫想「헤징」, 그리고 選別的「헤징」을 채택하여 각각 그 經濟的 效果을 측정하였다.

分析對象期間은 2次石油波動이 발생한 1979年부터 1983年까지 策定하였다. 本期間을 當初에는 1次石油波動과 資源波動이 발생한 1973年을 起點으로 採擇·策定하였으나 統計資料가 未備됨으로써 1979~83年間이 채택되었다.

1. 「헤징」 對象品目의 選定

調達廳의 「海外先物去來管理規則」에 規定된 先物去來可能品目[5]은 農產物 12個品目, 原油,

〈表 3〉 去來對象品目의 內容

(단위 : 千弗)

商品名		輸入金額(1983)	主要上場商品去來所	最小去來單位
農產物	小麥	333,501	CBT	5,000bu (CBT)
	옥수수	594,834	CBT	5,000bu (CBT)
	大豆	401,513	CBT	5,000bu (CBT)
	生고무	133,759	Malaysian Rubber Exchange and Licensing Board	25㌧(左去來所)
	原綿	533,612	Liverpool Cotton Association New York Cotton Exchange	50,000 lb (New York Cotton Exchange)
	原糖	203,075	London Sugar Terminal Market, New York Coffee, Sugar and Cocoa Exchange	50 long ton(New York Coffee, Sugar and Cocoa Exchage)
	原毛	58,631	Sydney Futures Exchange	1,500kg(左去來所)
	커피	19,759	London Coffee Terminal Market, New York Coffee, Sugar and Cocoa Exchange	37,500 lb(New York Coffee, Sugar and Cocoa Exchage)
	수수	21,598	Board of Trade of Kansas City	5,000 bu(左去來所)
	原木	627,331	CME	130,000 bd ft (CME)
에너지資源	原油	6,194,586	NYMEX	42,000 gal(左去來所)
非鐵金屬	銀	3,950	COMEX, LME	5,000 troy ounce (COMEX)
	銅	61,327	LME, COMEX	25㌧ (LME)
	亞鉛	4,753	LME, COMEX	25㌧ (LME)
	니켈	9,483	LME	6㌧ (LME)
	朱錫	24,516	LME	5㌧ (LME)
	鉛	21,603	LME	25㌧ (LME)
	알루미늄	183,429	LME	25㌧ (LME)
	計	3,236,734 (原油除外)		

資料 : 關稅廳, 『貿易統計年報』, 1983; John Parry (ed.), *Guide to World Commodity Markets*, 1982.

5) 同規則 第5條 參照.

貴金屬인 銀, 그리고 非鐵金屬 6個品目으로서 사실상 우리나라의 立場에서 海外先物市場에 「헤징」이 가능한 모든 商品을 포함하고 있다. 先物去來 可能品目의 輸入實績 및 商品去來所와 最小去來單位를 整理하면 〈表 3〉과 같다. 이들 品目의 總輸入額은 1983年 基準으로 原油를 포함하면 약 94億弗에 달하며 原油를 제외하면 약 32億弗을 차지하고 있다. 原油는 世界市場 與件 때문에 英國에서는 先物去來가 중단된 상태이며 美國의 NYMEX(New York Mercantile Exchange)에서만이 去來되고 있으나 활발하지 못한 실정으로서 우리나라는 현재 先物去來를 하지 않고 있다.

「헤징 시뮬레이션」 對象品目으로서는 비교적 輸入規模가 크고 戰略的으로 중요한 商品을 選定하였다. 먼저 農產品으로서 小麥, 옥수수, 大豆, 原糖과 原綿, 그리고 非鐵金屬 중 銅, 朱錫, 鉛, 亞鉛, 알루미늄으로서 모두 8個商品을 選定하였다. 이들 商品의 規格 및 CCCN分類番號, 그리고 輸入實績은 〈表 4〉와 같다. 여기서 選定된 非鐵金屬類는 輸入量 및 輸入金額은 많은 차이를 보이고 있다. 이러한 이유는 非鐵金屬이 일반적으로 屑, 地金, 그리고 加工製品 形態로 輸入되고 있어 「헤징」 對象은 주로 地金에 한정되고 있는 데 있다. 여기서 다시 地金의 輸入實績과 〈表 4〉의 輸入實績이 일치되지 않은 것은 地金 역시 細分類되어 있어 「헤징 시뮬레이션」에서는 특정의 CCCN 分類에 따른 몇 개 商品만을 選定한 데 기인하고 있다.

한편 選定된 對象品目의 輸出實績은 農產品의 경우 全無하며 非鐵金屬類는 「헤징」對象이 될 수 있는 地金의 경우 銅을 제외하면 나머지 品目은 그 실적이 미미하거나 朱錫의 경우는 全無한 狀態이다. 따라서 本分析에서는 選定된 商品의 輸入에 반대되는 賣渡「헤징」만을 대상으로 하고 있으며 輸出에 반대된 買入「헤징」은 分析의 對象에서 제외하였다.

2. 基本假定

賣渡「헤징 시뮬레이션」分析을 위해서 다음과 같은 基本假定이 도입되었다.

1) 標本期間은 1979~83年임. 단, 알루미늄

〈表 4〉 「헤징」 對象品目의 選定

商品	規格 (CCCN分類)	輸入實績(1983)	
		數量(㎏)	金額(千弗)
小麥	No. 2 soft red (1001-0200)	1,853,949	333,501
옥수수	No. 2 yellow (1005-0100, -0200)	4,057,371	594,834
大豆	No. 1 yellow (1201-0400)	658,290	183,705
原糖	cane, raw (1701-0101)	801,905	203,074
原綿	$1\frac{1}{16}$ inch (5501-0100, -0200, -202-203, -0204)	336,777	533,611
銅	unwrought (7401-0401)	28,737	46,696
朱錫	unalloyed (8001-0201)	2,216	24,400
鉛	refined lead, excluding lead alloys(7801-0300)	22,223	11,183
亞鉛	unalloyed (7901-0200)	4,887	4,207
알루미늄	unalloyed (7601-0100)	91,750	137,357

資料：關稅廳, 『貿易統計年報』, 1983.

과 原糖은 1981~83年임[6].

2) 分析期間 중의 各年度 月別「헤징」物量은 營業「헤징」과 豫想「헤징」의 경우 實際輸入量과 동일함. 그러나 選別的「헤징」에서는 賣渡「헤징」이 이루어지는 달만이 동일함으로써 年間物量을 基準할 때 輸入物量과 「헤징」物量이 일치하지 않음.

3) 對象品目의 規格과 基準價格은 〈表 5〉와 같음.

4) 現物契約은 引渡月을 基準으로 2個月 전에 그 당시의 時價로 契約이 締結됨.

5) 賣渡「헤징」에 따른 모든 附帶費用을 勘案하지 않음.

3. 營業「헤징」(operational hedging)

營業「헤징」은 第Ⅱ章에서 설명된 바와 같이 모든 去來에 있어서 現物去來와 반대되는 입장을 先物市場에서 취함으로써 意思決定을 용이하게 하고 있다. 本分析에서는 現物契約과 동시에 2個月 滿期의 先物을 同一物量으로 賣渡하였다가 滿期가 되면 淸算하는 것으로 假定하였다. 따라서 賣渡「헤징」후의 年間 去來收益은 다음과 같이 計算된다.

$$\pi_h=\sum_{i=1}^{12}X_i(p_{t+2}-p_t)-\sum_{i=1}^{12}X_i(p_{t+2}^f-p_t^f)$$

$$=\sum_{i=1}^{12}X_i[(p_{t+2}-p_t)-(p_{t+2}^f-p_t^f)]$$

$$\cdots\cdots(11)$$

第Ⅱ章에서 설명하였듯이 $(p_{t+2}-p_t)$와 $(p_{t+2}^f-p_t^f)$가 같은 폭으로 움직인다면 π_h는 零이 되어 完全「헤징」이 이루어진다. 그러나 현실적으로 $(p_{t+2}-p_t)$와 $(p_{t+2}^f-p_t^f)$가 동일한 방향과 동일한 폭으로 움직이지 않으므로 營業「헤징」의 결과는 예측할 수 없게 된다.

예상한 대로 營業「헤징」으로 인한 「헤징」收益은 〈表 6〉에서 보는 바와 같이 일정한 패턴

〈表 5〉 對象品目의 規格과 基準價格

品目	規格	基準價格	
		spot	future
小麥	No. soft red (bu)	Saint Louis	CBT
옥수수	No. 2 yellow (〃)	Centrall Illinois	CBT
大豆	No. 1 yellow (〃)	〃	〃
原糖	cane, raw (lb)	New York	NYCSCE[1]
原綿	$1\frac{1}{16}$ inch (〃)	Memphis	NYCTN[2]
銅	refined, unwrought, ingot (M/T)	LME	LME
朱錫	unwrought, unalloyed, ingot (〃)	〃	〃
鉛	refined, excluding lead alloyed, ingot (〃)	〃	〃
亞鉛	unwrought, unalloyed, ingot (〃)	〃	〃
알루미늄	unwrought ingot (〃)	〃	〃

註 : 1) NYCSCE : New York Coffee, Sugar and Cocoa Exchange
2) NYCTN : New York Cotton Exchange를 表示함.
資料 : *New York Times*, 1984.

6) 알루미늄과 原糖에 대해서는 1979~80年 期間 중의 價格資料를 入手할 수 없었음.

을 보이지 않고 있다. 完全「헤징」이 이루어진 해는 없으며 5年間 8個品目에 대해서 14번 損失을 본 반면에 26번 收益을 올림으로써 營業「헤징」은 전반적으로 收益을 올리는 확률이 높은 것으로 分析되었다. 따라서 營業「헤징」은 現物去來에 따른 위험을 항상 除去하지는 못하고 있으나 전체적인 分析結果를 검토할 때 保險「헤징」의 機能은 충분히 遂行되고 있음을 알 수 있다.

4. 豫想「헤징」(anticipatory hedging)

本分析에서 豫想「헤징」은 年中 어느 時點에서 年間需要量을 月別로 配定한 다음 이를 先物市場에서 買入「헤징」을 한 후 月別로 現物市場에서의 契約量이 引渡됨에 따라 月別로 先物市場에서 買入先物을 賣渡淸算하는 것을 말한다. 豫想「헤징」에서 鑛產物은 每年 1月에 그리고 農產物은 收穫月에 年間所要分(實際輸入量)을 月別로 買入「헤징」을 하게 된다. 이 때 農產物의 月別 先物價格[7]은 일반적으로 1年 후의 先物價格이 公表되므로 문제가 없으나 非鐵金屬類는 3個月 先物價格만이 入手되어 便法으로 每年 12月까지의 月別先物價格은 每年 1月 現物價格과 3個月 先物價格으로부터 計算된 月別 Contango에 의해 推定하였다.[8]

〈表 6〉 營業「헤징」에 의한 損益

(단위 : 農產物 ; 弗, 非鐵金屬 ; £)

	1979	1980	1981	1982	1983
小麥	−1,973,240	−294,238	13,325,600	9,826,020	5,335,210
옥수수	−10,210,000	2,106,750	16,039,700	13,316,800	−8,526,360
大豆	1,871,300	4,661,630	3,289,270	2,535,080	4,024,930
原綿	121,498	−74,031	84,737	219,015	103,670
銅	134,433	16,143	−33,130	−3,668	28,577
朱錫	71,495	−19,490	116,260	−145,851	−52,589
鉛	−11,904	−39,847	−13,768	1,036	7,589
亞鉛	1,877	−192	3,067	2,105	899

〈表 7〉 豫想「헤징」에 의한 損益

(단위 : 農產物 ; 弗, 非鐵金屬 ; £)

	1979	1980	1981	1982	1983
小麥	775,098	−20,809,200	−40,102,100	−28,802,500	−26,176,300
옥수수	19,746,200	−32,917,300	−86,979,100	115,554,000	10,290,400
大豆	−9,101,380	−9,837,490	−26,018,000	7,550,650	−20,413,500
原綿	1,720,560	−780,674	−290,943	850,001	89,721
銅	1,230,020	−494,332	2,921,420	−1,536,850	328,002
朱錫	292,770	−439,499	2,550,940	−479,897	123,440
鉛	1,615,320	−2,752,100	1,225,840	−1,110,540	−883,297
亞鉛	−100,638	−83,545	119,435	−61,564	579,750

7) 農產物의 收穫月은 小麥 7月, 옥수수 10月, 大豆 9月, 原糖 5月, 原綿 9月로 각각 策定됨.
8) 月別 Contango란 月別 Carrying charge, 즉 保管費用으로서 3個月間의 價格「마진」을 月別로 配分計算하여 推定됨.

이와 같이 計算된 豫想「헤징」에 의한 損益은 〈表 7〉과 같다. 이 計算結果에 따르면 5年間 8個品目에 대해서 22번 損失이 발생하였으며 18번 利益이 발생하여 전반적으로 볼 때 豫想「헤징」은 損失의 確率이 더 크다는 것을 알 수 있다.

여기서 한 가지 흥미로운 사실은 豫想「헤징」이 빈번한 손실의 발생에 따른 危險度는 높으나 利益이 발생할 때는 그 利差水準이 營業「헤징」의 결과와 비교하여 높은 것으로 分析되었다. 그리고 豫想「헤징」은 保險「헤징」으로 합당하지 않은 것으로 밝혀졌으며 營業「헤징」과 같이 價格變動에 따른 위험을 완전히 제거하지 못함을 알 수 있다.

5. 選別的「헤징」

選別的「헤징」은 「헤져」(hedger)가 市場狀況에 따라 期待價格을 형성하여 選別的으로 「헤징」을 하는 것을 말한다. 따라서 選別的「헤징」은 엄밀하게 投機去來와 구별되지 않은 특징을 가지고 있다. 일반적으로 先物去來에 종사하는 當事者들은 市場情報를 충분히 가지고 있으며 이러한 情報에 근거를 둔 價格豫測機能을 가지고 있는 것으로 보아야 한다. 따라서 「헤져」가 賣渡「헤징」을 하지 않고 投機者의 입장을 취하며, 반대로 價格下落이 豫測된다면 주저하지 않고 賣渡「헤징」을 하게 될 것이다. 選別的「헤징」은 이와 같은 「헤징」行態

〈表 8〉 選別的「헤징」에 의한 損益(25%)

(단위 : 農產物 ; 弗, 非鐵金屬 ; £)

	1979	1980	1981	1982	1983
小麥	1,581,160	−1,898,910	13,325,600	9,826,020	6,655,280
옥수수	−2,934,250	4,599,430	16,039,700	15,326,500	−1,512,480
大豆	2,623,480	8,682,870	3,821,920	−2,847,220	6,368,220
原綿	201,846	155,764	−84,737	260,929	147,621
銅	473,445	−16,144	345,652	544,216	383,701
朱錫	104,535	31,810	139,900	−50,029	4,039
鉛	134,693	42,393	62,900	−1,036	62,333
亞鉛	11,584	−4,233	24,050	4,103	77,233

〈表 9〉 選別的「헤징」에 의한 損益(50%)

(단위 : 農產物 ; 弗, 非鐵金屬 ; £)

	1979	1980	1981	1982	1983
小麥	4,625,340	3,099,790	14,798,700	9,826,020	8,431,760
옥수수	9,089,000	11,013,100	16,112,700	15,835,300	3,983,700
大豆	2,786,280	10,592,220	3,821,920	3,089,810	9,484,290
原綿	214,051	396,612	84,737	260,929	218,875
銅	972,195	488,644	937,142	647,800	884,543
朱錫	178,575	31,810	348,178	72,799	210,349
鉛	259,849	77,967	148,040	7,131	96,053
亞鉛	13,236	12,716	28,070	4,103	167,908

를 반영할 것으로 해석될 수 있다.

本分析은 事後的인 資料를 이용하여 選別的「헤징」을 「시뮬레이션」하고 있으므로 다음과 같은 두 가지 實驗을 하였다.

먼저 賣渡「헤징」의 경우 價格上昇이 예측되면 「헤징」을 기피하게 되므로 주어진 標本期間 價格의 實績値를 관찰하여

1) 價格豫測의 正確度가 25% 수준의 確率을 보이는 경우
2) 價格豫測의 正確度가 50% 수준의 確率을 보이는 경우

이 두 가지 상황을 假定하여 計算된 選別的「헤징」에 의한 損益은 각각 〈表 8〉, 그리고 〈表 9〉와 같다. 이 결과에 의하면 價格豫測의 正確度가 確率上 25%에 이를 때 5年間 8個品目 중 損失은 9번에 걸쳐서 발생하게 되고 31번은 利益을 實現하고 있다. 그리고 確率이 50%에 이르면 〈表 9〉에서 보는 바와 같이 全品目 全期間 중 「헤징」收益이 實現되고 있음을 알 수 있다.

이러한 결과는 事後的인 分析으로서 事前的인 分析과 비교할 때 큰 의미는 없으나 選別的「헤징」의 强點을 示唆한다고 할 수 있다. 즉 賣渡「헤징」에서 價格豫測의 正確度가 確率上 50%에 이른다면 價格下落時에 賣渡「헤징」을 통해서 現物市場에서 발생한 損失을 충분히 補償하고도 오히려 收益을 實現할 수 있는 것으로 分析되었다. 여기서 특기할 점은 選別的「헤징」에 의한 「헤징」收益의 實現이 어디까지나 期待收益「헤징」理論에 입각한 事後的인 分析結果임을 留意해야 할 것으로 본다.

9) 第Ⅲ章에서 검토한 바와 같이 예외적으로 電氣銅의 경우는 先物去來가 비교적 활발한 편임.

V. 先物去來의 活性化方案

先物去來가 1974年 12月부터 導入된 이후 크게 활성화되지 못한 것은 다음과 같은 원인이 있는 것으로 보인다.

첫째, 原資材의 實需要者인 國內企業이 先物市場의 機能 및 役割에 관하여 대부분 익숙하지 못한 데 기인하고 있다. 우리나라 輸出入의 大宗을 이루고 있는 綜合貿易商社마저도 先物市場의 利用度가 매우 낮은 편이며 農產物을 포함한 많은 資源을 輸入하는 企業들 역시 先物去來를 외면하여 왔다[9].

둘째, 先物去來의 여러 가지 技法에 익숙해 있는 專門家의 부족을 들 수 있다. 이러한 현상은 民間企業에서 이 부분의 專門家를 養成하지 않은 데 主要原因이 있다. 그동안 調達廳에서는 Merryllynch에 擔當人員을 파견하여 技術을 습득하게 한 바 있으나 制度上 專門家로서 한 분야에 계속 종사할 수 없음에 따라 調達廳에서도 專門人力을 확보하지 못하고 있는 실정이다. 최근 몇몇 綜合貿易商社에서는 專門家를 養成하기 위하여 美國에 訓鍊員을 파견한 것으로 전해지고 있으나 향후 專門人力을 확보하는 데는 많은 시간이 소요될 것으로 본다.

세째, 國內의 市場構造가 製造業 分野別로 獨寡占體制가 많이 유지됨으로써 企業間의 市場을 통한 價格競爭이 비교적 脆弱하였다. 이러한 현상은 原價上昇要因이 발생될 때 價格을 통하여 消費者에게 어려움 없이 轉嫁되어 버리는 결과를 초래하게 된다. 따라서 企業의

입장에서는 原價上昇要因을 事前에 對備하여 防禦함으로써 價格競爭에 대비하는 노력이 缺如되어 있다. 따라서 原資材를 正常價格水準보다 높게 購買하여도 生產原價에 반영되어 결국 消費者負擔만이 높게 되는 결과를 초래하였으며 企業 내부에서 自生的으로 輸入原資材價格의 上昇要因을 제거하는 노력이 缺如된 것으로 볼 수 있다.

네째, 原資材의 實需要者인 각 企業의 購買單位가 少量일 경우 企業體의 입장에서 「헤징」의 필요성을 느끼지 못하는 경우가 많다. 그러나 單位契約量이 少額일 경우도 國家的인 입장에서 보면 큰 額數에 달하게 되므로 制度的으로 少量購買를 흡수하여 大量購買를 誘導할 수 있다면 유리한 입장에서 「헤징」에 임할 수 있다고 본다.

다섯째, 1974年 12月 先物去來에 관한 管理規程이 마련된 이후 1982年 1月 同管理規程이 改正되기 이전까지 先物去來는 調達廳이 委託去來者가 되어 執行하여 왔다. 따라서 實需要者인 企業體의 입장에서 여러 가지 행정적인 「레드 테이프」(red-tape)가 많기 때문에 先物去來를 기피하는 현상을 보이기도 하였다. 先物去來란 價格時勢의 움직임에 대하여 기민하게 대응해야 하는 데에도 불구하고 복잡한 行政節次가 機敏性을 저해하는 요인이 되었다고 볼 수 있다.

여섯째, 有效適切한 先物去來를 遂行하기 위해서는 時時刻刻으로 변하는 商品時勢의 情報網이 필요하다고 본다. 그러나 綜合貿易商社나 기타 企業들이 地域別 先物 및 現物時勢의 움직임을 즉각 파악할 수 있는 情報시스템을 구비하지 못하고 있다는 점을 지적할 수 있다.

일곱째, 調達廳은 備蓄物資의 海外購買와 관련하여 1975年부터 先物去來를 실시하였으나 1982年부터 이를 중단하고 있다. 그 이유는 先物去來, 즉 賣渡「헤징」에서 損失을 입었을 때 先物去來擔當者의 責任問題가 발생하게 되었다. 원칙적으로 先物去來에서는 現物去來와 반대되는 입장에서 이익이 발생될 수도 있고 損失이 발생될 수도 있다. 그러나 行政體系上 損失이 발생할 경우 責任追窮이 문제가 되어 결국 1982年度부터 先物去來를 중단한 것이다. 그러나 장기적인 안목에서 볼 때 備蓄物資의 購買時 특히 최근과 같이 現物時勢가 전반적으로 下落勢를 보일 때 반드시 先物去來를 수반해야 될 것으로 본다. 따라서 調達廳에서는 先物去來를 독자적으로 施行할 수 있는 별도의 制度的인 措置가 마련되어야 할 것이다.

앞서 지적했듯이 1982年 海外先物去來管理規程이 改正되면서 사실상 民間企業이 자유롭게 海外先物去來에 참여할 수 있는 制度的인 裝置가 마련된 셈이나 市場의 潛在力에 비추어 볼 때 그 去來規模가 매우 낮은 수준에 와 있다.

海外先物去來의 潛在市場은 매우 큰 것으로 推算되고 있다. 管理規則에 選定된 品目을 종류별로 정리하여 그 輸入規模를 살펴 보면 先物去來對象品目의 1983年 輸入實績은 原油를 제외하고도 약 32億弗에 이르고 있어 先物去來의 潛在市場은 매우 큰 것으로 推定되고 있다. 이와 같은 潛在市場을 바탕으로 先物去來를 활성화시키기 위해서는 위에서 지적된 여러 가지 障碍要因을 제거하고 다음과 같은 방안이 마련되어야 할 것으로 본다.

1. 綜合貿易商社의 活用

국내에는 현재 9個의 綜合貿易商社가 있어 輸出 및 輸入의 中樞的 役割을 담당하고 있다. 1984年 현재 綜合貿易商社의 輸出比重은 1984年 현재 우리나라 總輸出의 48.1%를 차지하고 있으며 輸入比重은 總輸入의 15.3%를 차지하고 있다. 政府는 綜合貿易商社의 機能을 강화하기 위하여 制度的으로 제반 특혜를 부여하고 있다. 예를 들어 完製品備蓄金融이 가능하고 海外支店의 外貨保有限度가 철폐되었으며 原資材輸入要件이 開放되어 있다. 따라서 綜合貿易商社는 유리한 입장에서 輸出入業務에 종사할 수 있다.

日本의 경우 綜合貿易商社는 日本의 原資材輸入에서 큰 比重을 차지하고 있으며 우리나라의 原資材輸入에 있어서도 주요 供給先이 되어 왔다. 예를 들어 1982~84年 期間 중 우리나라의 小麥과 옥수수 輸入에 있어서 주요 供給先別 比重을 보면 〈表 10〉과 〈表 11〉에서 보는 바와 같이 小麥은 1984年에 65.0%, 그리고 옥수수는 1982年과 1983年에 각각 17.9%와 9.0%를 供給하여 왔다.

한편 우리나라 綜合貿易商社의 供給實績을 보면 1984年 현재 小麥은 24.0%를 차지하고 있다. 그리고 옥수수는 1982年의 25.3% 수준에서 1984年에는 77%로 供給比重이 증가하고 있다.

非鐵金屬類의 輸入에 있어서 綜合貿易商社가 차지하는 比重은 統計資料의 未備로 전반적으로 검토되지 못하였으나 알루미늄塊의 경우는 綜合貿易商社가 1983年 현재 總輸入의 약 28%를 輸入한 것으로 기록되고 있다. 옥수수를 제외하면 일반적으로 綜合貿易商社의 原資材輸入比重이 아직도 낮은 수준에 머물러 있으

〈表 10〉 小麥의 供給先別 輸入實績

(단위 : %)

	1982	1983	1984
總 輸 入 量	1,795.3(100)	1,853.9(100)	1,881.1(100)
供 給 量			
國內綜合商社	380.4(21.2)	174.5(9.4)	451.7(24.0)
日本綜合商社	1,247.4(69.5)	1,527.1(82.4)	1,223.2(65.0)
기 타	167.5(9.3)	152.3(8.2)	206.2(11.0)

註 : ( ) 안은 構成比를 표시함.
資料 : 關稅廳, 『貿易統計月報』, 各年度.
(株)鮮京.

〈表 11〉 옥수수의 供給先別 輸入實績

(단위 : %)

	1982	1983	1984
總 輸 入 量	4,749.1(100)	4,057.4(100)	2,852(100)
供 給 量			
國內綜合商社	1,203 (25.3)	3,166 (78.0)	2,195(77.0)
日本綜合商社	850 (17.9)	365 (9.0)	4(—)
기 타	2,696 (56.8)	526 (13.0)	653(22.9)

註 : ( ) 안은 構成比를 표시함.
資料 : 關稅廳, 『貿易統計月報』, 各年度.
(株)鮮京.

나 최근부터 漸增하는 것으로 推測되고 있다.

1982年에 改正된 海外先物去來管理規程에 의하면 綜合貿易商社는 예외적으로 實需要者가 아니더라도 先物去來에 참여할 수 있도록 規定되어 있다. 따라서 綜合貿易商社의 原資材輸入機能을 강화함으로써 先物去來의 活性化를 기대할 수 있다고 본다. 그 이유로서 다음과 같은 점을 지적할 수 있다.

첫째, 綜合貿易商社는 일반적으로 人的資源이 풍부하고 동시에 資金力이 뒷받침되어 있어 先物去來에 종사할 수 있는 專門人力의 養成을 비교적 용이하게 수행할 수 있다.

둘째, 綜合貿易商社는 海外支店이 세계적으로 散在하여 있고 종합적인 通信網이 잘 構築되어 있어 新規投資가 없이도 先物去來에 관한 情報의 蒐集과 管理에 필요한 情報網을 준비할 수 있다고 본다.

세째, 國際先物市場에 참여하기 위해서는 앞에서 살펴본 바와 같이 購買單位가 一定量을 넘어서야 한다. 國內 實需要者의 購買量이 少量일 때는 先物去來에 참여할 수 없게 된다. 따라서 綜合貿易商社의 輸入機能이 강화되면 이러한 少量注文을 集合하여 大量購買가 가능하게 되며 동시에 賣渡「헤징」을 수행할 수 있게 된다.

이상과 같이 綜合貿易商社는 여러 가지 측면에서 先物去來에 참여할 수 있는 매우 유리한 위치에 있으므로 國內 先物去來의 活性化는 綜合貿易商社에서 그 시발점을 찾아야 할 것으로 본다.

2. 輸入推薦部署의 活用

原資材의 輸入節次는 一般商品과 같이 먼저 輸入契約을 締結하고 I/L(Import of Licence)을 發給받기 위해서는 商品에 따라서 主務部署나 協會의 推薦을 받아야 하고 自動承認品目은 곧바로 I/L을 發給받을 수 있다. 海外先物去來管理規則에서 選定된 先物去來對象品目을 輸入推薦部署와 自動承認品目으로 分類하면 〈表 12〉와 같다.

輸入自動承認品目으로서 農產物中 커피, 原綿, 原毛, 생고무, 原木이 있으며 非鐵金屬은 朱錫, 鉛, 니켈이 포함되어 있다. 그리고 나머지 12個品目은 該當協會나 關係部處의 輸入許可를 필요로 하고 있다.

먼저 協會의 推薦을 요하는 商品에 대해서는 關聯協會에서 輸入推薦時 輸入物量과 價格條件을 檢討한 다음 일정한 기준을 정하여 이

〈表 12〉 輸入推薦部署

商品名	推薦部署
小麥—食用	韓國製粉工業協會
飼料用	畜產業協同組合中央會(畜協) 飼料協會(飼協)
옥수수—加工用	韓國옥수수加工協會
飼料用	畜協, 飼協
大豆—食用	農業協同組合中央會
飼料用	畜協, 飼協
大豆油 醫療用	韓國醫藥品輸出入協會
大豆油 其他	農水產部長官
大豆粕	畜協, 飼協
수수	畜協, 飼協
原糖	大韓製糖協會
커피, 原綿, 原毛, 생고무, 原木	輸入自動承認品目
銀—工業用	大韓鑛業會
其他	商工部長官
電氣銅, 알루미늄, 亞鉛	韓國非鐵金屬製鍊協會
朱錫, 鉛, 니켈	輸入自動承認品目
原油	大韓石油協會

資料: 商工部, 『輸出入期別公告』, 1984.

에 따라 賣渡「헤징」을 條件附로 하거나 勸誘하는 방식을 採擇할 수 있다. 일반적으로 關聯協會는 該當商品의 市況과 商品情報에 대한 專門性을 具備하고 있으므로 先物去來의 活用에 관한 절차를 輸入推薦時 檢討하도록 許容할 수 있다고 본다. 그리고 契約量이 少量일 경우 集算하여 大量의 共同購買를 推進하면서 역시 「헤징」을 慫慂할 수 있다.

自動承認品目일 경우는 協會의 推薦을 요하지 않고 各個企業에 自動的으로 I/L이 發給되고 있으므로 關係部處에서 직접적으로 契約量을 調整하고 先物去來를 慫慂하기란 期待하기 어렵다. 따라서 先物去來를 活性化시키기 위해서는 原資材의 경우 다른 商品과 分離하여 該當協會로부터 契約量과 「헤징」與否에 대한 檢討를 일단 依賴한 다음 輸入承認을 發給하는 方案을 提示할 수 있다.

3. 商品會社(假稱)의 設立

先物去來를 活性化하기 위한 制度的인 方便으로서 商品會社(假稱)의 設立을 提議할 수 있다. 商品會社는 初期에는 半官半民의 性格을 갖도록 組織할 수도 있고 순수한 民間「베이스」에 의해 運營될 수도 있다고 본다.

가. 商品會社의 性格

商品會社는 모든 原資材輸入時 I/L發給 이전에 商品會社의 推薦을 요하는 强制型과 이와는 對照的으로 위와 같은 强制規程을 넣지 않고 단순히 原資材輸入에 附隨되는 여러 가지 業務를 諮問하는 諮問型으로 그 性格을 구분할 수 있다.

商品會社가 强制型의 性格을 가지고 있을 때 先物去來는 쉽게 活性化될 수 있다. 왜냐하면 專門家로 構成된 商品會社에서 原資材輸入時 「헤징」을 條件附로 推薦을 할 수 있기 때문이다. 따라서 「헤징」이 적절한 時期에 原資材를 購買할 때는 該當商品의 輸入時 全量賣渡「헤징」을 할 수 있게 된다. 여기서 留意할 점은 强制型이라도 營業「헤징」이 아닌 選別的「헤징」이 採擇될 경우에는 모든 輸入에 있어서 「헤징」이 强要되는 것은 아니라고 볼 수 있다. 商品會社가 强制型의 性格을 가질 때 先物去來는 短時日內에 定着될 수 있는 長點이 있으므로 先物去來를 導入하는 初期 즉, 先物去來가 아직 土着化되지 않은 狀態에서 採擇할 수 있다고 본다.

諮問型은 原資材輸入時 「헤징」 與否를 단순히 諮問하는 方法으로서 民間企業들이 專門家가 부족할 때의 隘路點을 補完하는 方便이라고 볼 수 있다. 따라서 궁극적인 「헤징」 與否는 企業 스스로가 결정하게 된다. 이 方法은 先物去來의 早期定着에는 强制型과 비교할 때 效果的인 方法이라고 할 수 없으나 民間企業 스스로에 決定權을 賦與한다는 長點을 가지고 있다. 諮問型은 美國이나 日本에서 盛行되고 있는 商品諮問會社(commodity consulting firm)와 같은 機能을 가진다고 볼 수 있다.

나. 商品會社의 機能

商品會社의 機能은 그 性格이 强制型이냐 혹은 諮問型이냐에 따라 다를 수 있으나 일반적으로 다음과 같은 機能을 가질 수 있다.

첫째, 國際商品市場의 需給情報를 入手하여 이를 分析하고 最短時日內에 이를 關聯業界에 傳達하며, 특히 現物時勢 및 先物時勢의 動向과 長·短期 豫測値를 提供한다.

둘째, 先物去來에 관한 각종 情報를 提供함과 동시에 商品會社의 性格에 따라 「헤징」義務를 賦課하거나 諮問을 提供한다. 즉 先物의 賣渡市場과 賣渡時期, 그리고 淸算時點 등에 관하여 情報를 提供하게 된다.

세째, 商品單位組合에서 論議된 바와 같이 少量輸入을 集算하여 大量購買를 위한 輸入代行을 할 수 있으며 동시에 「헤징」을 할 수도 있다. 이때의 輸入代行은 綜合貿易商社를 經由할 수도 있으며 單位組合에 推薦할 수 있도록 함으로써 綜合貿易商社가 單位組合, 그리고 商品會社間에 서로 競爭的이 아닌 補完的인 관계에서 그 機能을 發揮하도록 한다.

네째, 商品專門家를 育成하여 綜合貿易商社나 一般企業에 排出하며 동시에 各 企業體의 擔當要員을 敎育·訓練하는 機能을 가질 수 있다.

다섯째, 調達廳의 備蓄業務를 移管받아 備蓄物資의 購買時 자유롭게 「헤징」에 임할 수 있도록 한다. 동시에 備蓄物資의 收買 및 管理 그리고 放出業務를 遂行함으로써 民間次元에서 市場機能을 補完하는 價格政策을 實施하도록 한다.

여섯째, 海外商品去來所에 직접 進出하여 去來所 會員으로 活動함으로써 國內先物去來를 용이하게 推進할 수 있다.

海外先物去來를 活性化하기 위하여 위에서 提示된 세 가지 政策代案, 즉 綜合貿易商社의 活用과 商品別 輸入推薦部署의 活用, 그리고 商品會社(假稱)의 設立方案은 그 機能上 相互補完的으로 發展시킬 수 있다고 본다. 그리고 이와 같은 政策方案의 혜택은 여러 가지 誘引策과 積極的인 弘報活動을 同時에 講究하면서 推進되어야 할 것으로 본다.

Ⅵ. 要約 및 結論

本硏究는 先物去來의 理解를 提高하기 위하여 「헤징」理論을 檢討하고 「헤징 시뮬레이션」分析을 통해서 「헤징」의 經濟的 妥當性을 立證하였으며 나아가서 海外先物去來의 活性化方案을 提示하였다.

일반적으로 「헤징」은 保險連繫의 性格이 강한 營業「헤징」과 豫想「헤징」, 그리고 期待收益理論에 따른 選別的「헤징」으로 구분되고 있다. 여기서 營業「헤징」과 豫想「헤징」은 「베이시스」의 變化에 의해 「헤징」의 效率性이 결정되며 選別的「헤징」은 「헤져」가 投機業者와 같이 期待價格을 形成하여 「헤징」을 함으로써 期待收益의 實現與否에 의해 「헤징」의 效率性이 測定된다고 볼 수 있다.

우리나라는 原資材輸入國으로서 現物市場에서 必要物量을 買入하는 立場이므로 先物市場에서 대부분 賣渡「헤징」을 하게 된다. 이와 같은 賣渡「헤징」의 經濟性을 分析하기 위하여 輸入比重이 비교적 큰 8個品目을 選擇하여 1979~83年 期間中의 實績資料를 이용해 營業「헤징」과 豫想「헤징」, 그리고 選別的「헤징」을 「시뮬레이션」하였다. 對象品目은 農產品으로서 小麥, 옥수수, 大豆, 原糖, 原綿, 그리고 鑛產品으로서 銅, 朱錫, 鉛, 亞鉛, 알루미늄이 포함되었다. 標本期間中의 現物價格 및 先物價格資料와 月別 輸入量은 實績資料와 동일하게 採擇하였다. 「시뮬레이션」結果에 의하면 營業「헤징」은 예상과 같이 價格變動危險을 완전히 除去할 수 없었으나 保險「헤징」으로서

의 經濟的 效果가 있는 것으로 分析되었다. 그러나 豫想「헤징」은 保險「헤징」의 역할을 충분히 遂行하지 못한 것으로 判明되었다. 그리고 選別的「헤징」을 통해서는 全對象品目에 대해서 期待收益을 實現할 수 있는 것으로 分析되었다.

우리나라의 海外先物去來는 1次石油波動 및 資源波動이 발생한 이후 1974年 12月 海外先物去來管理規程이 制定되면서 처음으로 紹介되었다. 同規程에 의하면 調達廳이 先物去來의 委託者가 되어 民間企業을 代理하여 先物去來에 參與케 하였다. 同規程이 制定된 이후 주로 調達廳의 備蓄物資의 購買와 관련하여 先物去來가 이루어졌으며 民間企業의 利用度는 매우 낮은 수준에 머물렀다. 政府는 海外先物去來의 活性化를 위하여 1982年 同規程을 改正하여 民間企業이 자유롭게 先物去來에 參與할 수 있게 制度的 裝置를 마련하였으나 現在까지 注目할 만한 成果를 거두지 못하고 있다.

이와 같이 海外先物去來가 活性化되지 못한 理由는 國內民間企業들이 先物去來에 익숙치 못하고 專門家가 부족한 데 가장 큰 原因이 있는 것으로 보인다. 그리고 購買量이 少量일 경우가 많아 「헤징」의 必要性을 느끼지 않을 수 있다. 또한 國內市場構造가 獨寡占體制로서의 性格이 강하여 海外에서 발생한 原資材價格의 上昇分이 큰 抵抗없이 國內物價에 轉嫁됨으로써 價格競爭이 誘發되지 않은 데도 그 原因이 있는 것으로 보인다.

우리나라의 海外商品先物去來 潛在市場規模는 매우 큰 것으로 分析되고 있다. 1982年에 改正된 海外先物去來管理規則에 의하면 海外先物去來가 가능한 品目이 20個品目으로서 1983年 現在「헤징」이 가능한 細目別 商品의 輸入實績은 原油를 제외하고 約 32億弗에 달하고 있다.

現時點에서 海外先物去來를 活性化하기 위하여 다음과 같은 세 가지 方案을 提示할 수 있다고 본다.

첫째, 綜合貿易商社는 우리나라 輸出入에서 큰 比重을 차지하고 있다. 綜合貿易商社의 輸入比重은 輸出比重에 비하여 낮은 수준에 있으나 향후 輸入比重은 높아질 것으로 豫想되며, 특히 原資材輸入機能이 日本의 경우와 같이 强化될 것으로 豫想된다. 綜合貿易商社는 世界 各地域의 支社를 통한 情報網이 確保되어 있고 先物去來에 從事할 수 있는 專門人力의 養成에 있어서 유리한 位置에 있다. 그리고 綜合貿易商社는 大量購買의 利點을 살릴 수 있으므로 先物市場에 용이하게 參與할 수 있다. 따라서 海外先物去來의 活性化는 綜合貿易商社 機能의 强化에 着眼點을 주고 推進할 수 있다고 생각된다.

둘째, 海外先物去來對象品目에서 輸入自動承認品目을 제외한 殘餘品目은 I/L發給時 各商品의 該當協會나 關係部署의 推薦을 받도록 되어 있다. 일반적으로 該當協會나 關係部署는 該當商品의 國際市況에 관하여 계속적인 調査業務를 遂行하고 있으므로 이와 같은 輸入推薦部署를 이용하여 先物去來를 慫慂할 수 있다. 그리고 購買量이 一定水準을 下廻할 경우 共同購買를 斡旋하고 이에 따른 先物去來를 가능케 할 수 있다.

세째, 商品會社(假稱)를 設立하여 우리나라의 原資材輸入에 관련되는 모든 附帶業務를 遂行케 할 수 있다. 특히 海外先物去來에 관한 專門家를 確保하여 海外先物去來對象品目

의 輸入時에는 I/L發給 이전에 諮問을 받도록 規程化하고 이러한 過程에서 商品會社는 先物去來를 誘導할 수 있다고 본다. 따라서 商品會社가 設立된다면 現在 調達廳에서 主管하고 있는 原資材備蓄事業을 遂行할 수 있으며 備蓄物資의 購買時에는 자유롭게 「헤징」에 임할 수 있게 될 것이다. 商品會社의 最大利點은 專門性을 최대한 發揮할 수 있다는 데 있으며 半官半民 혹은 순수한 民間機構로 運營될 수 있다.

위에서 提示된 세 가지 方案은 相互補完的으로 施行될 수 있다고 본다. 따라서 海外商品先物去來를 擴大하기 위해서는 보다 적극적인 태도를 가지고 活性化 方案을 摸索해야 할 것으로 생각된다.

▷ 參 考 文 獻 ◁

關稅廳, 『貿易統計月報』, 各月號.

大韓貿易振興公社, 『런던金屬去來所 現況』, 1977.

_____, 『美國의 商品去來所 現況』, 1973.

_____, 『世界의 商品去來所』, 1974.

全經聯, 『先物去來의 現況과 活用方案』, 1975.

調達廳, 『先物去來의 活用』, 1982.

韓國貿易協會, 『貿易統計年報』, 各年度.

Chicago Board of Trade, *Action in the Marketplace,* 1973.

Chicago Mercantile Exchange, *Trading in Tomorrows,* 1978.

Cootner, P.H., "Returns to Speculations; Telser versus Keynes," *Journal of Political Economy*(*JPE*), August 1960, pp. 396～404; "Rojoinder," pp. 415～418.

_____, "Speculation and Hedging," *Food Research Institute Studies* (*FRIS*), 1976, Supplement, pp. 65～105.

Chicago Board of Trade, "Commodity Trading Manual," (Chicago, Ill.: Board of Trade of the City of Chicago), 1980.

Emevy, W.L. and Seymour Gaylinn(eds.), *Commodity Year Book,* N.Y. Commodity Research Bureau, 1983.

Gold, Gerald, *Modern Commodity Futures Trading,* N.Y.: Commodity Research Bureau, 1959.

Goss, B.A. and B.S. Yamey, *The Economics of Futures Trading,* N.Y.: John Wiley & Sons, 1976.

Gray, Roger W., "The Characteristic Bias in Some Markets," *FRIS,* Nov. 1960, pp. 296～312.

_____, "The Search for a Risk Premium," *JPE,* June 1961, pp. 250～260.

Houthakker, H.S., "Can Speculators Forecast Prices?" *Review of Economics and Statistics,* May 1957, pp. 143～151.

Johnson, Leland, "The Theory of Hedging and Speculation in Commodity Futures," *Review of Economic Studies,* June 1960, pp. 139～151.

Labys, W.C. and C.W.J. Granger, *Speculation, Hedging and Commodity Price Forecasts,* Mass.: D.C. Heath and Company, 1970.

Larson, A., "Estimation in Hedging and Speculative Positions in Futures Markets," *FRIS,* 1961, pp. 203～212.

Parry, John(ed.), *Guide to World Commodity Markets,* N.Y.: Kogan Page, 1982.

Peck, Anne, "Reflections of Hedging on Future Market Activity," *FRIS*, 1980, pp. 327~349.

_____, *Selected Writings on Futures Markets*, Vol. II, 1977.

Robert, G.J., *The London Metal Exchange*, London: Woodhead-Faulkner, 1976.

Rockwell, Charles, "Normal Backwardation, Forecasting, and Returns to Commodity Futures Traders," *FRIS*, Supplement, 1967, pp. 107~130.

Schwager, J.D., *A Complete Guide to the Futures Markets*, N.Y.: John Wiley & Sons, 1984.

Seidel A.D. and P.M. Ginsberg, *Commodities Trading*, New Jersey: Prentice-Hall, 19 83.

Shaw, J.E.B., *A Professional Guide to Commodity Speculation*, N.Y.: Parker Publishing Company, 1972.

Stein, Jerome, "The Simultaneous Determination of Spot and Futures Prices," *AER*, December 1961, pp. 1012~1025.

Telser, Lester G., "Futures Trading and the Storage of Cotton and Wheat," *JPE*, June 1958.

_____, "The Supply of Speculative Services in Wheat, Corn, and Soybeans," *FRIS*, 1980, pp. 351~359.

Working, Holbrook, "Futures Trading and Hedging," *AER*, 1953, pp. 314~343.

_____, "New Concepts Concerning Futures Markets and Prices," *AER*, 1962, pp. 431~459.