

FX

외환시장 **미시구조**의 재편





목차

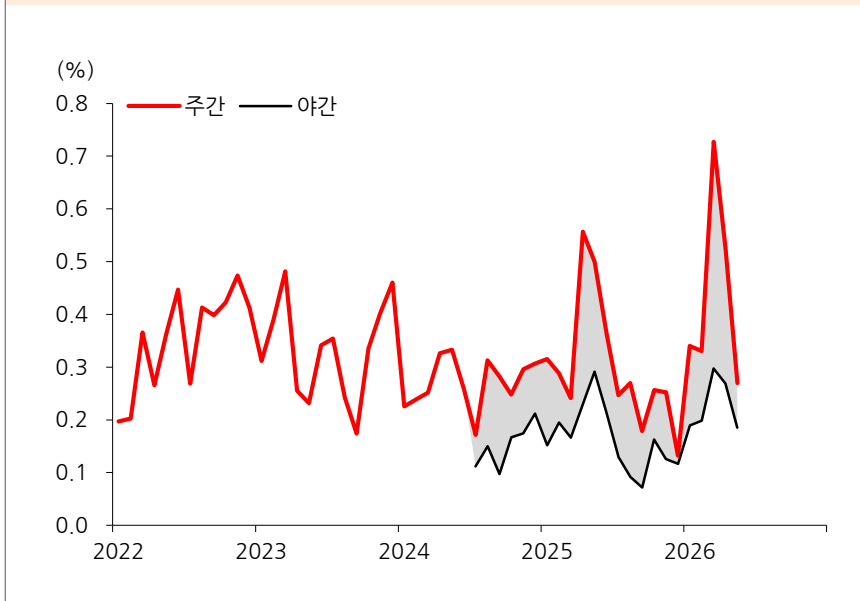
- 07 I. 정책: 외환시장 24시
- 13 II. 기대: 넓어진 배수구
- 23 III. 우려: 낮아진 방파제
- 35 IV. 전략: 쉬운 알파가 사라진 리스크 관리의 시대



[Summary] 거래시간 연장으로 갭 변동성 41.6% 축소

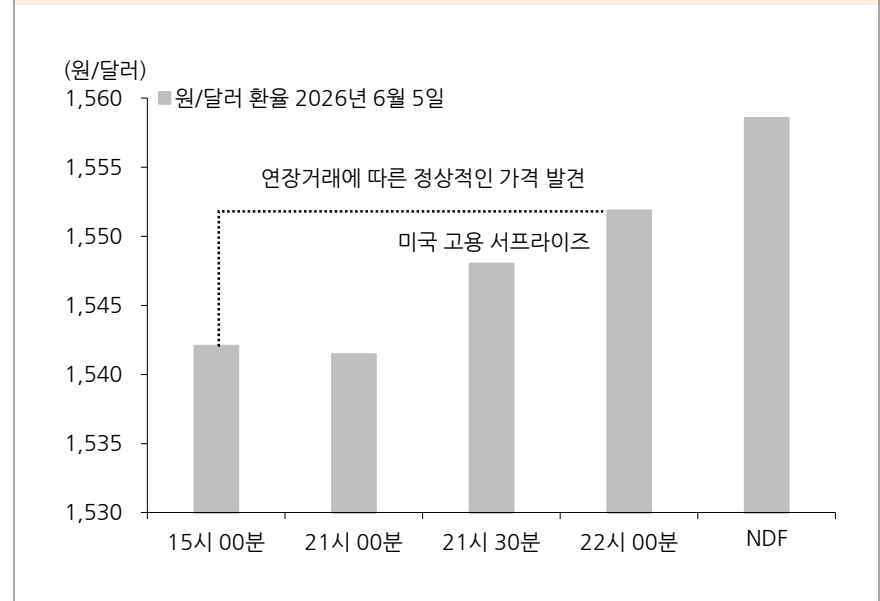
- ❖ 2024년 7월, 국내 외환시장 익일 오전 2시까지 거래시간 연장
- ❖ 시장이 닫혀 있는 동안 축적된 충격을 측정하는 갭 변동성 지표가 거래시간 연장 이후 41.6% 축소
- ❖ 야간 정규장이 해외 뉴스를 실시간으로 흡수해 아침 개장 시의 가격 단층(Gap) 현상을 일부 방어하고 있다는 의미
- ❖ 거래시간 연장이라는 미시구조의 변화가 정보 지연에 따른 가격 왜곡을 해소하며, 한국 외환시장이 선진국형 효율적 시장으로 진입

시가와 종가 간의 갭 변동성은 41.6% 축소



주: 야간은 15시 30분 이후 기준, 회색 음영은 야간 시장이 흡수한 충격
 자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

연장거래에 따른 정상적인 가격 발견



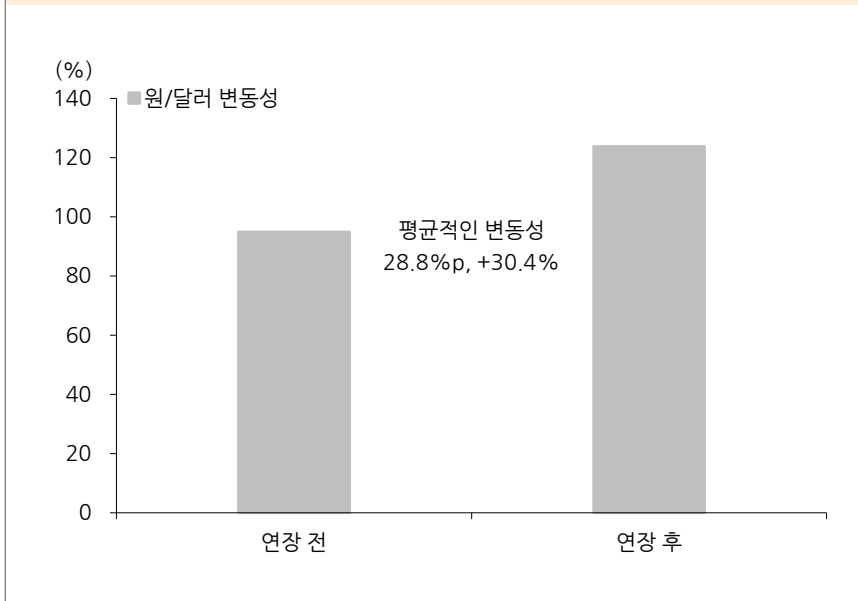
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터



[Summary] 전체 변동성은 30.4% 확대

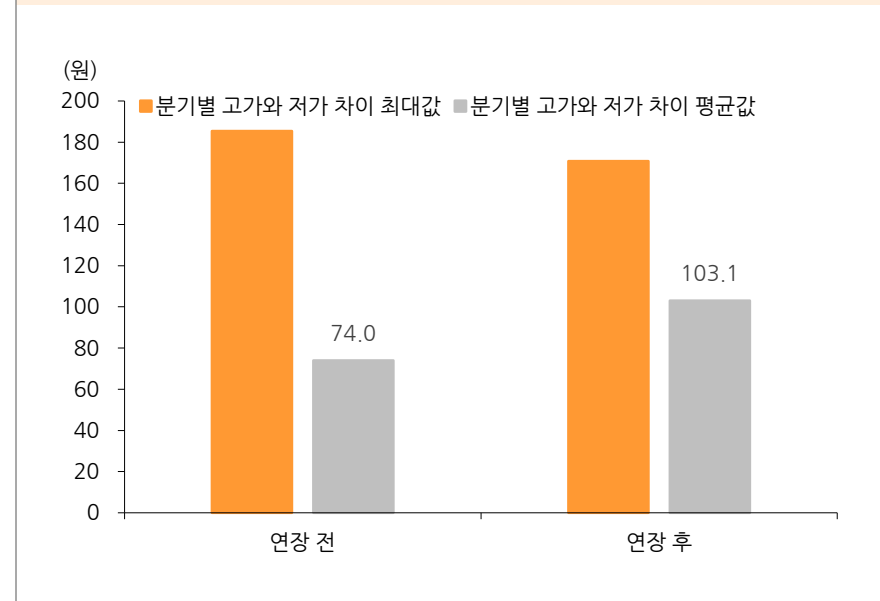
- ❖ 충격은 시간에 따라 나누어 받게 됐지만, 전체적인 외환시장 변동성은 야간 시간대를 중심으로 30.4% 확대
- ❖ 거래시간 연장 자체가 변동성을 키운 것은 아니나, 매크로 충격이 얇은 야간 유동성이라는 미시구조적 특성과 맞물리며 체감 변동성 상승
- ❖ 금번 외환시장 24시간 개방 이후, 분기별 환율 고가와 저가의 평균 격차(103.1원)가 20%만 커져도 원/달러 환율 밴드는 ±120원
- ❖ 다만 야간 거래량이 점차 늘어나고 인프라가 개선되며 장기적인 변동성은 점진적으로 축소될 것

평균적인 원/달러 환율 변동성 30.4% 확대



주: 원/달러 환율 20일 변동성에 대한 거래시간 연장 전후 평균값. 데이터는 2010년 이후
 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

평균적인 분기별 환율 변동 폭도 39.3% 확대



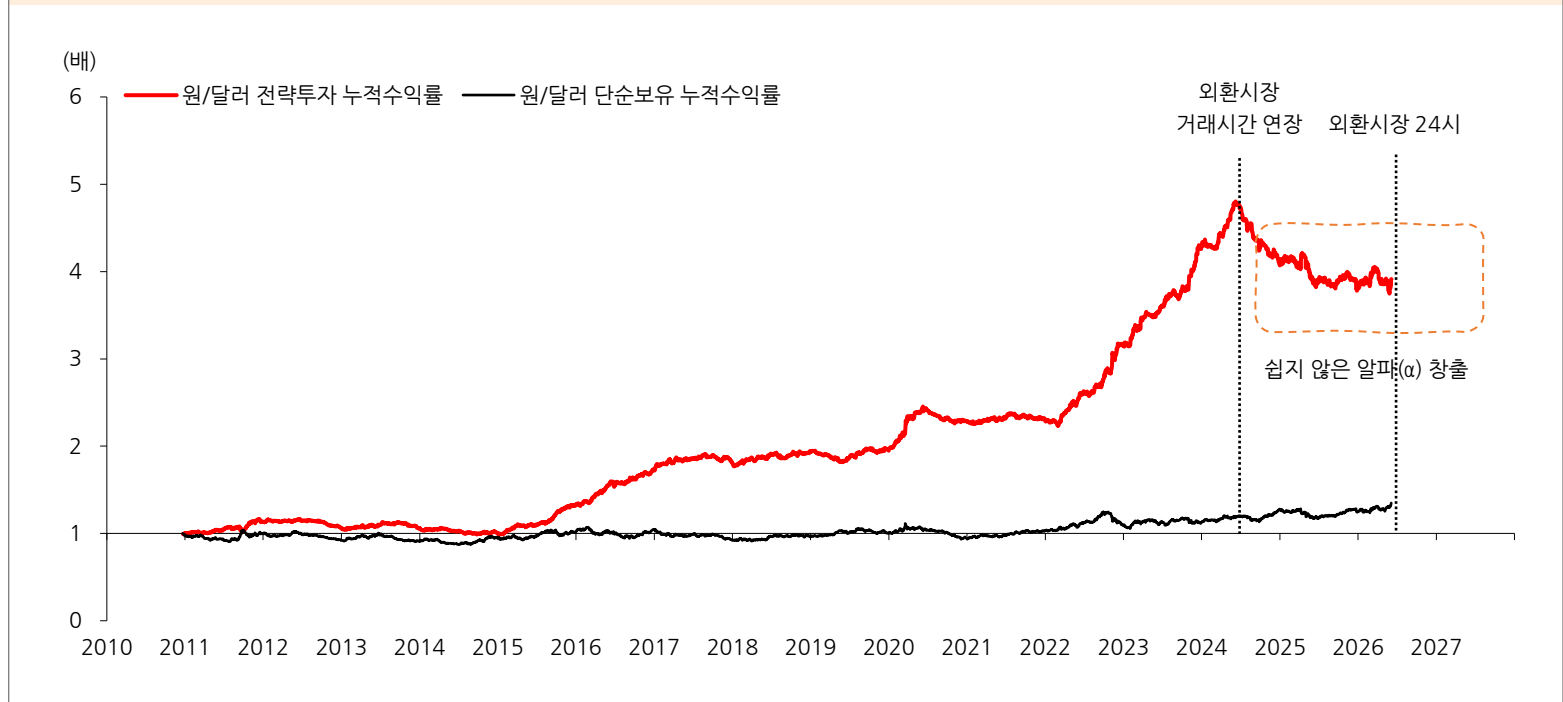
주: 데이터는 2010년 이후
 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



[Summary] 쉬운 알파가 사라진 리스크 관리의 시대

- ❖ 거래시간 연장과 해외 금융기관(RFI) 직접 참여 등 시장 미시구조의 고도화로, 쉬운 알파 창출 기회는 크게 줄어들
- ❖ 이론적인 환 차익 기회는 존재하나 이를 취하기 위한 인프라 구축 비용이 기대 수익 압도. 일반 금융기관이나 투자자에게는 사실상 무의미
- ❖ 단기 환율 움직임보다는 장기 방향성과 변동성 전망, 양방향 꼬리위험(CVaR)을 통제하는 리스크 관리가 중요

외환시장 거래시간 연장 이후, 현물환 매매 전략투자를 통한 환 차익 발견은 쉽지 않음



주: 원/달러 환율 오실레이터 모형을 활용한 현물환 매매 전략투자. 모형은 NDF, 달러인덱스, 미 국채 금리, ETF, WTI, VIX 데이터 등을 활용해 일일 환율 방향성을 예측하는 방식
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



I

정책

외환시장 24시



외환시장 24시

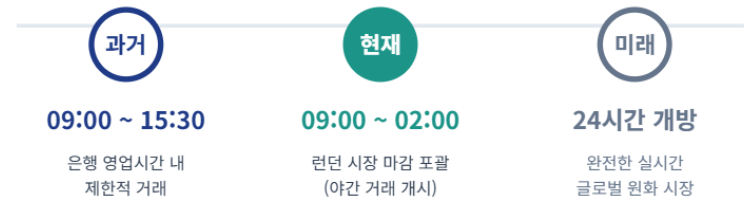
- ❖ 국내 외환시장 거래시간이 주말과 휴일을 제외한 사실상 24시간 운영 체제로 전면 확대 (6/29 시범, 7/6 본 시행)
- ❖ 야간 거래 공백을 해소하고 외국인 투자자의 시장 접근성을 높여 한국 증시의 MSCI 선진국 지수 편입을 달성하기 위한 것
- ❖ 시장 투명성과 환전 편의성 개선 기대 vs. 야간 시간대의 변동성 확대 우려

2024년 7월 외환시장 거래시간 연장 전후 비교

구분	연장 전 (~24년 6월)	연장 후 (24년 7월~)	비고 / 효과
거래 시간	09:00~15:30	09:00~ 익일 02:00	글로벌 금융중심지 거래시간 포함
참여 가능 기관	국내 인가 외국환업 무 취급기관	기존 + 해외외국환업 무 취급기관(RFI)	역외 수급과 글로벌 자금 유입 기대
해외 기관 직거래	불가(국내 금융기관 대행 필수)	RFI 등록 시 허용	외국인 투자자의 원 화 접근성 개선
대상 거래 종류	원/달러 현물환 및 기본 파생상품	원/달러 현물환, 스왑 등	야간 유동성 공급, 헤지 수단 제공
환율 결정 분기점	15:30 종가 기준 일일 산정	야간 거래 반영	주요 지표 실시간 반영

자료: 한화투자증권 리서치센터

올해 7월부터 외환시장 24시간 개방 예정



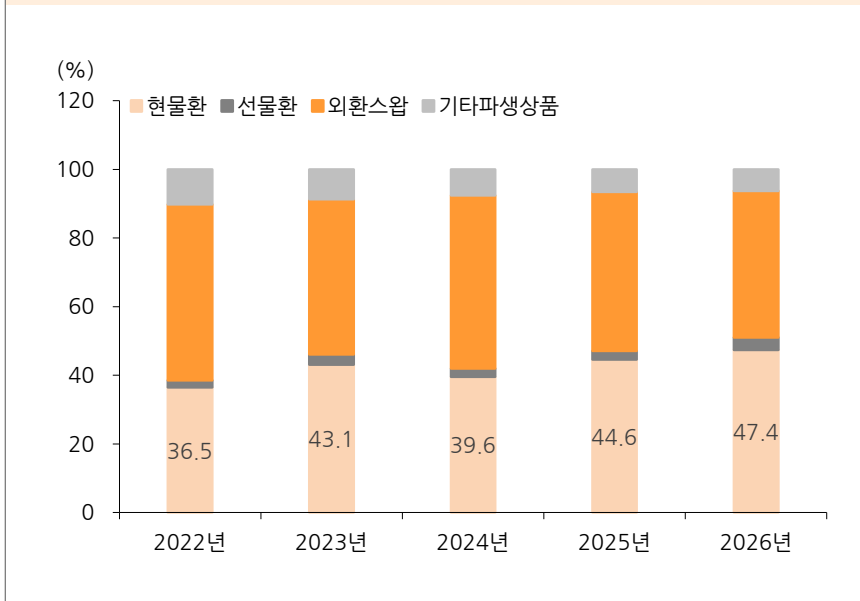
자료: 한화투자증권 리서치센터



원화 변동성을 키우는 선물환

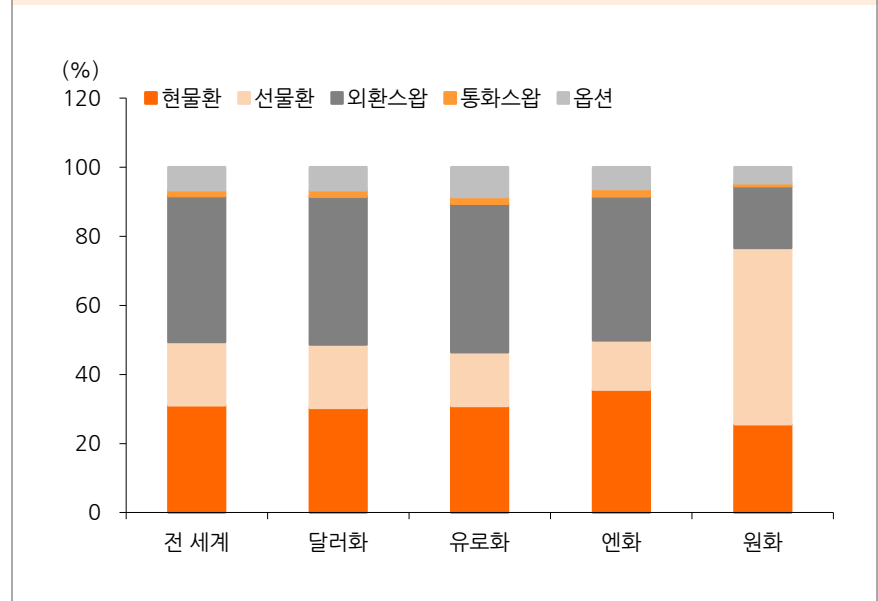
- ❖ 원화는 주요국 통화와 달리 선물환 거래 비중이 높음
- ❖ 국내 거래에 한정해서 보면 선물환 비중은 20% 정도지만, 글로벌 원화 거래로 보면 선물환 비중은 51%
- ❖ 선물환은 비교적 적은 자본으로도 대규모 거래가 가능하기 때문에, 대내외 이슈에 따른 외환시장 변동성을 더욱 강하게 만들

한국의 선물환 거래비중은 20% 수준을 유지



주: 각 연도별 4월, 한국에 대한 거래 기준
 자료: Bank for International Settlements, 한화투자증권 리서치센터

다만 글로벌 거래로 보면 원화의 선물환 비중이 유독 높음



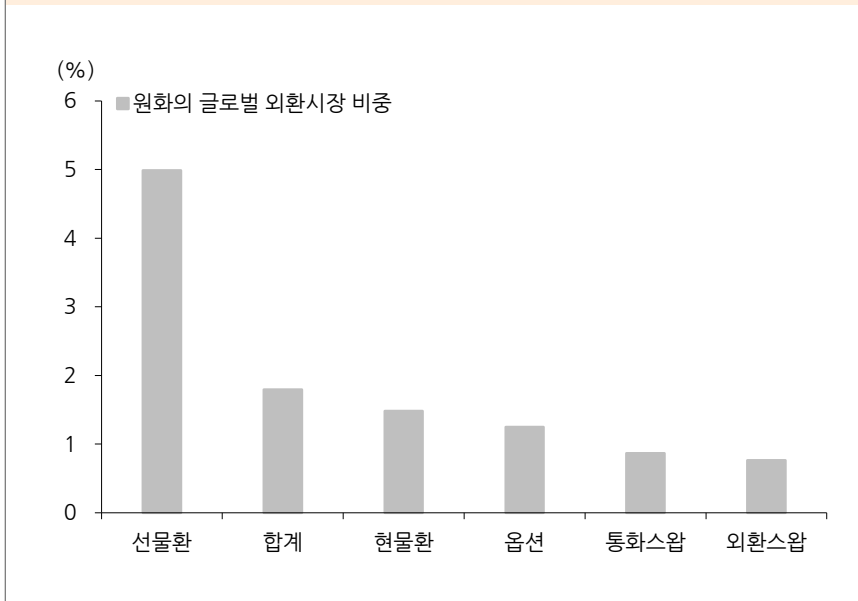
주: 2025년 4월 기준
 자료: Bank for International Settlements, 한화투자증권 리서치센터



그 중에서도 NDF 시장이 문제

- ❖ 특히 원화 선물환 중에서도 차액결제선물환(NDF) 비중이 높음
- ❖ NDF 비중 자체는 점차 낮아지고 있지만, 여전히 80% 정도로 전 세계 평균(21%)을 크게 상회
- ❖ 실수요 중심의 현물환이 아닌 미래 예측이나 헤지, 투기 목적의 선물환이 시장을 이끌고 있어 주객전도에 가까운 상황
- ❖ 외환시장 거래시간 연장은 이러한 문제를 완화시키는 데 도움이 될 전망

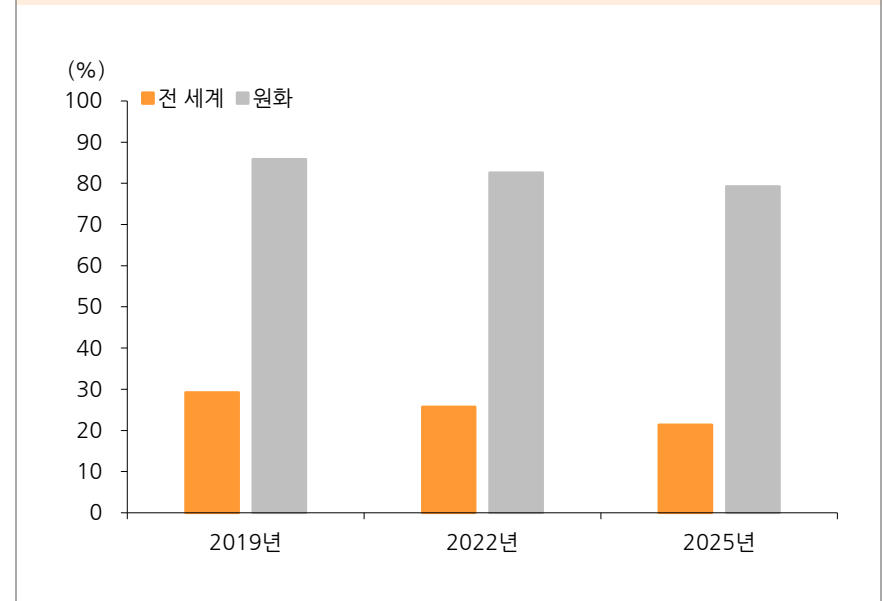
글로벌 선물환 시장에서 원화가 5% 정도 차지



주: 2025년 4월 기준

자료: Bank for International Settlements, 한화투자증권 리서치센터

선물환 대비 차액결제선물환(NDF) 비중은 낮아지고 있지만 여전히 높음



주: 각 연도별 4월, 달러화에 대한 거래 기준

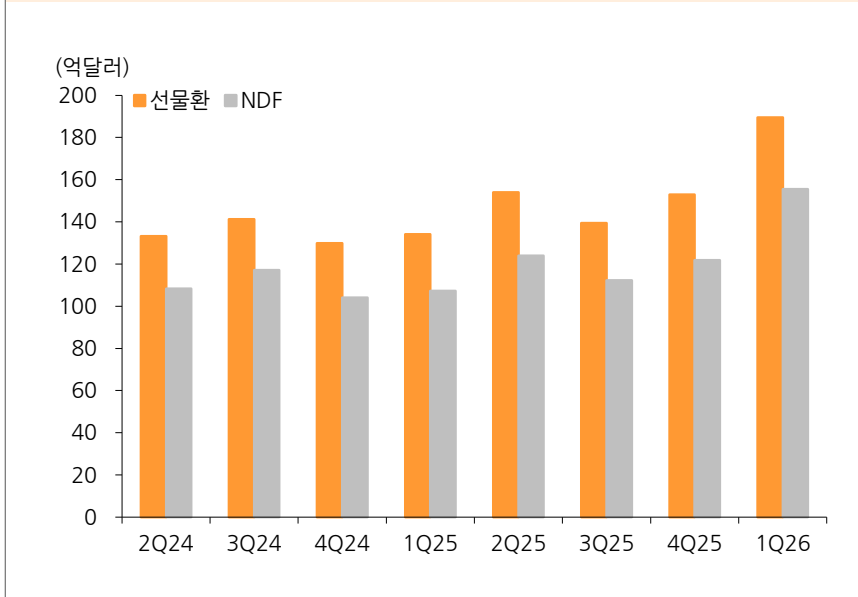
자료: Bank for International Settlements, 한화투자증권 리서치센터



역외 충격에 취약했던 과거

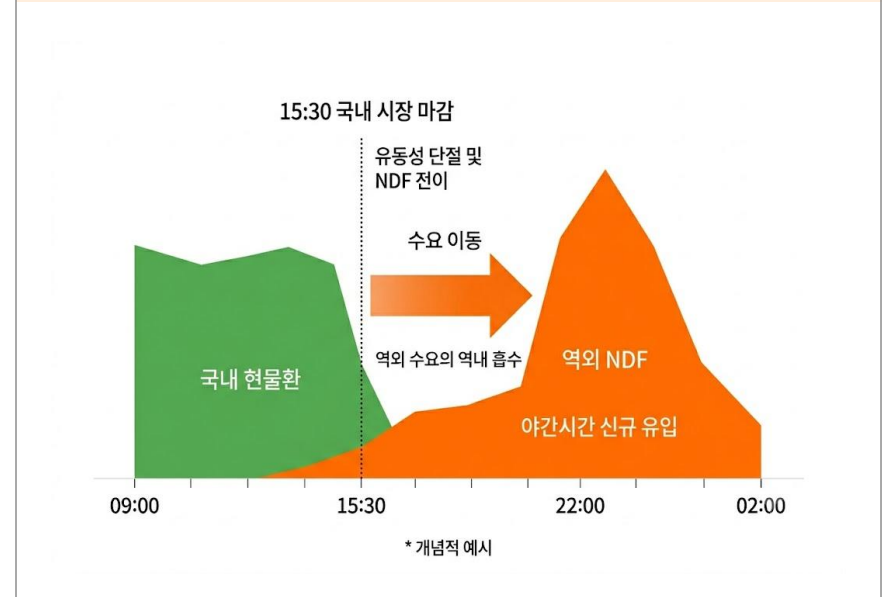
- ❖ 과거 오후 3시 30분 정규장 마감 이후, 야간 시간대의 원화 거래는 전적으로 역외 NDF 시장에 의존
- ❖ 규제 사각지대에 있는 NDF 시장은 글로벌 헤지펀드들의 투기적 베팅에 취약해 야간 원화 가치를 쉽게 왜곡
- ❖ 다음 날 아침 정규장이 열릴 때, NDF 시장에서 누적된 충격이 현물환에 한 번에 반영되는 부작용 발생

외국환은행의 선물환 거래는 NDF가 주도



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

시간대별 원/달러 환율 거래량 예시



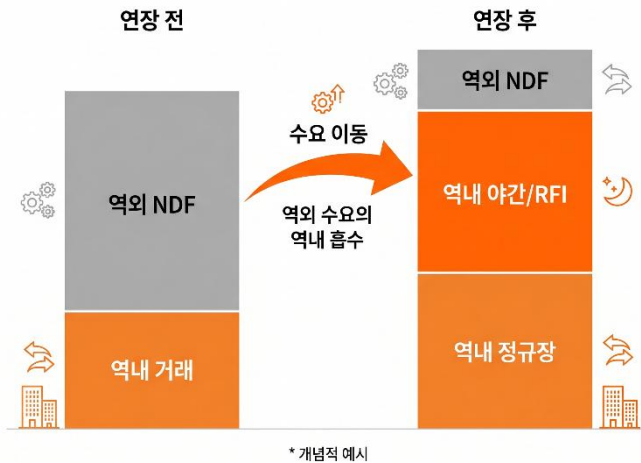
자료: 한화투자증권 리서치센터



거래시간 연장의 목적

- ❖ 외환시장 개방은 단순한 거래시간 연장이 아닌, 역외 NDF 시장의 투기적 수요를 역내 정규장으로 흡수하기 위한 조치
- ❖ 규제와 투명성이 확보된 역내 시장에서 야간 거래를 소화해 시장 파편화 현상을 해소하려는 목적
- ❖ 비기축통화인 원화의 구조적 취약성을 개선하고 글로벌 스탠더드에 부합하게 만드는 선진화 과정이라고 볼 수 있음

거래시간 연장을 통한 역외 수요 흡수



자료: 한화투자증권 리서치센터

연장시간대 거래가 늘어나며 전체 거래량도 확대

구분	2024년 하반기	2025년 상반기	전체
전체 월평균 거래량 (억달러)	2,241.0	2,702.1	2,471.5
연장시간대 거래량 (억달러)	380.2 (비중 17.0%)	510.3 (비중 18.9%)	445.2 (비중 18.0%)
전년동기대비 증가율	9.3%	21.2%	15.5%

자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터



II

기대

넓어진 배수구



넓어진 배수구의 의미: 충격의 분산 처리

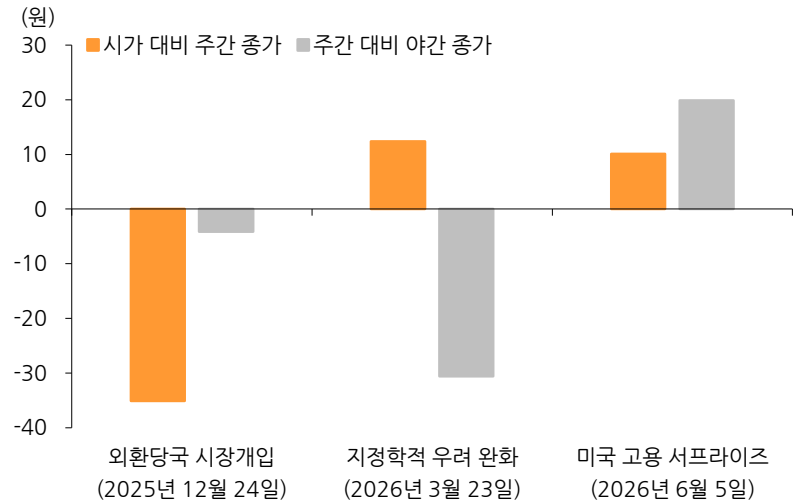
- ❖ 거래시간 연장의 가장 큰 긍정적 효과는 글로벌 거시경제 충격을 소화하는 배수구가 넓어졌다는 점
- ❖ 과거에는 밤사이 쏟아진 글로벌 뉴스가 아침 개장과 함께 한꺼번에 반영되며 급등락을 일으켰음
- ❖ 이제는 야간에도 시장이 열려 있어, 충격이 발생할 때마다 실시간으로 조금씩 분산 처리하는 미시적 효율성 확보

연장시간대를 통한 충격의 분산 처리



자료: 한화투자증권 리서치센터

주간에 이어 야간에도 충격에 대응



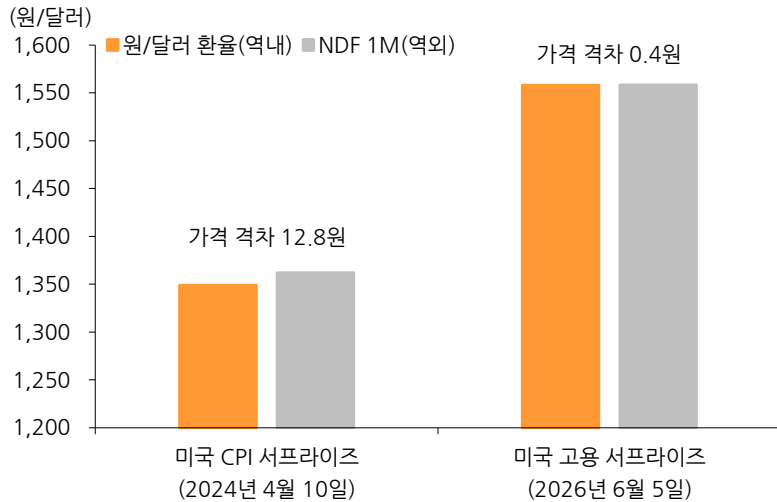
주: 야간은 15시 30분 이후 기준
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터



[안정성] 역외 투기 수요와 시장 파편화 문제 개선

- ❖ 야간 시간대 거래가 역외 NDF에서 역내 현물환 시장으로 이동하면서 시장의 파편화 문제 개선
- ❖ 동일 시간대 변동성을 비교해 보면, 현재 역내 정규장 야간 변동성이 과거 역외 NDF 시장 변동성보다 낮게 나타남
- ❖ 투기적 거래 중심에서 실수요 기반의 정규장 거래로 전환되면서 야간 환율의 안정성이 구조적으로 높아짐

시장 파편화 문제를 크게 완화시키며 환율 안정성 개선



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

환율 변동성 구간에서 역내외 환율 격차 축소

일자	시기	원/달러 환율	원/달러 NDF	베이스스
23-11-14	연장 전	1328.95	1303.3	-25.65
24-04-10	연장 전	1349.27	1362.1	12.83
26-06-01	연장 후	1513.17	1513.34	0.17
26-06-05	연장 후	1558.14	1558.55	0.41
26-06-16	연장 후	1508.22	1508.61	0.39

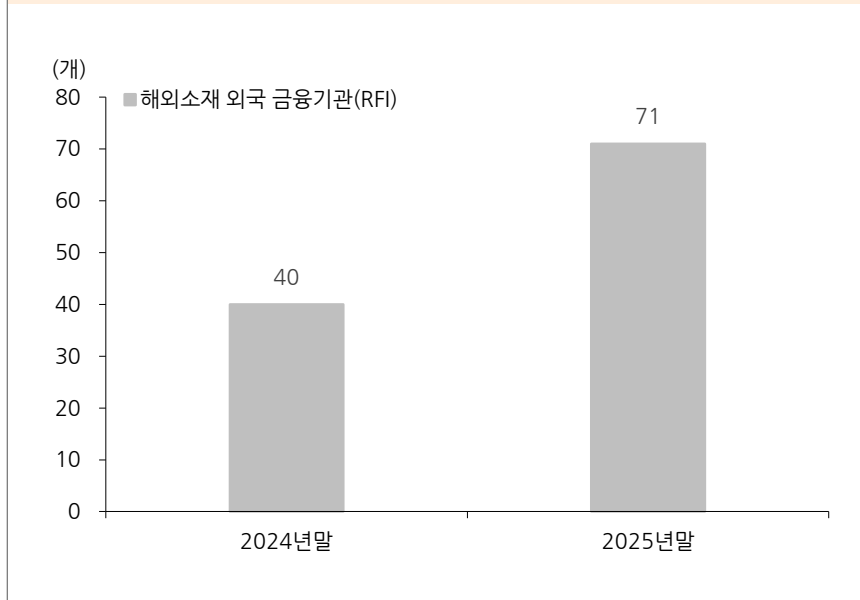
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



[효율성] 글로벌 자본 유치 기반의 접근성 향상

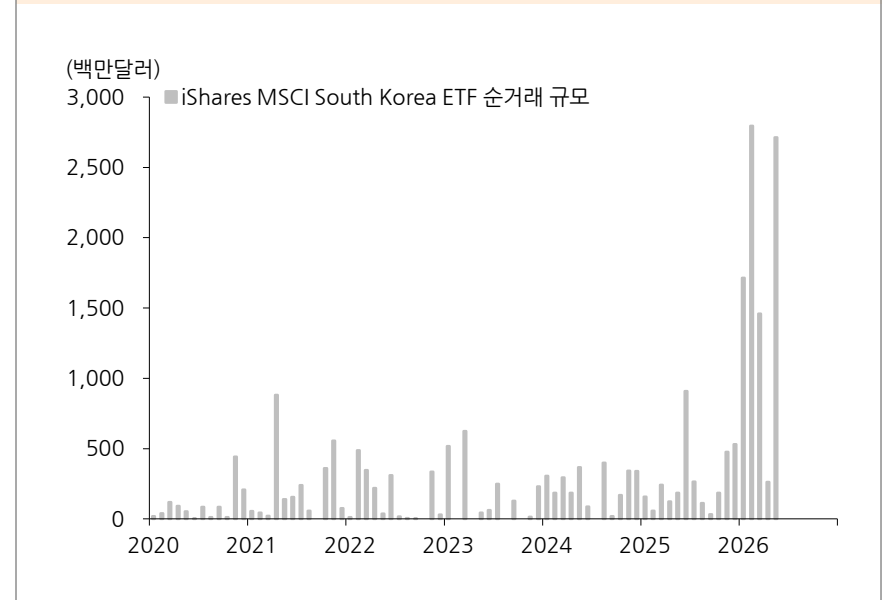
- ❖ 해외소재 외국 금융기관(RFI)의 국내 외환시장 직접 참여가 허용되면서 글로벌 자본의 원화 접근성도 개선
- ❖ WGBI(세계국채지수) 편입 등 한국 자본시장의 글로벌 스탠더드 도약을 위한 필수적인 인프라 구축 과정
- ❖ 장기적으로 외국인 투자 자금의 유입을 촉진해 원화 유동성을 풍부하게 만들어줄 수 있음

국내 외환시장에 참여하는 해외 금융기관이 점차 늘어나고 있음



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

한국과 관련된 해외시장 거래 규모 또한 확대되고 있음



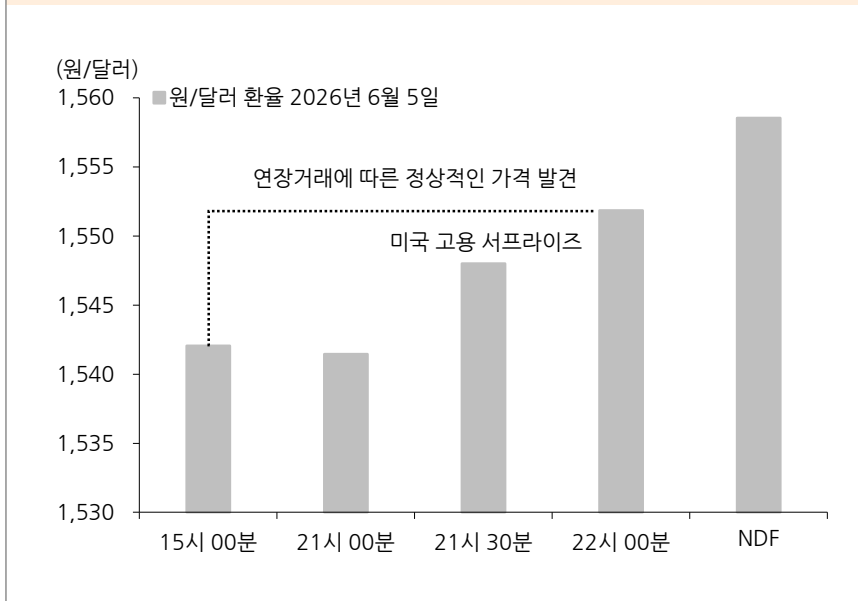
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



[효율성] 정보 비대칭성 해소와 가격 발견 기능 정상화

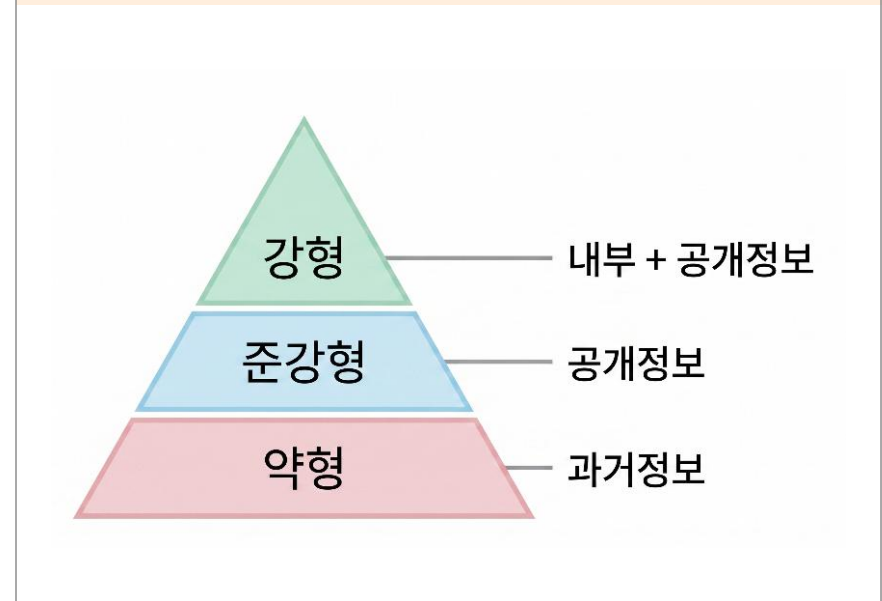
- ❖ 과거에는 미국 CPI 발표나 연준 금리 결정 등 야간 대형 이벤트가 다음 날 아침에 지연 반영되는 비효율성 존재
- ❖ 현재는 글로벌 뉴스가 발표되는 즉시 환율에 실시간 반영되는 정상적인 가격 발견(Price Discovery)이 이루어짐
- ❖ 정보 지연에 따른 가격 왜곡이 사라지며, 한국 외환시장이 선진국형 효율적 시장(Efficient Market)으로 진입하고 있다는 의미

연장거래에 따른 정상적인 가격 발견



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

준강형(Semi-strong) 효율적 시장에 진입



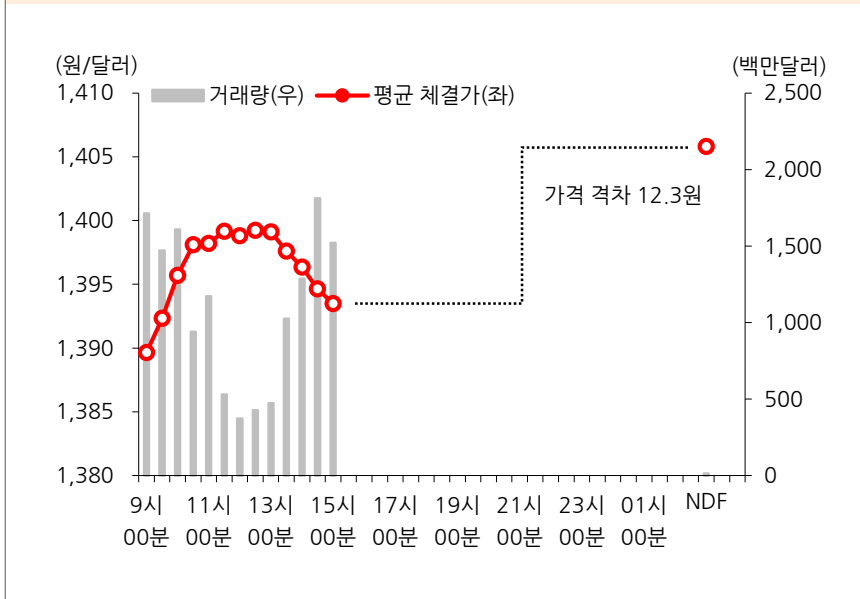
자료: 한화투자증권 리서치센터



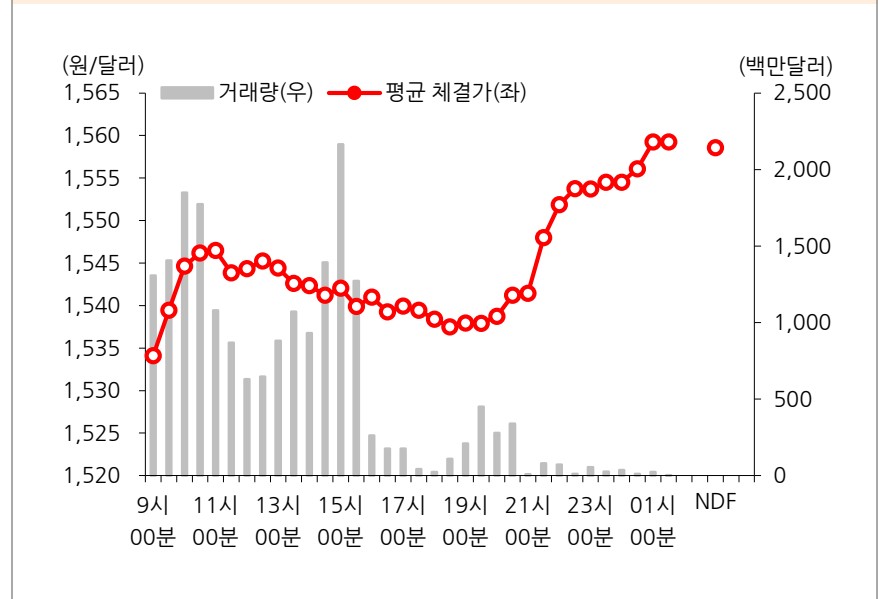
[효율성] 연속적인 가격 흐름 형성

- ❖ 갭(Gap)이 사라진 자리에 연속적인 선형의 가격 흐름이 자리 잡으며 차트의 기술적 안정성 개선
- ❖ 수출입 기업 입장에서는 아침 개장 시점의 널뛰기 환율에 당황하지 않고, 연속된 가격을 바탕으로 안정적인 환 헤지 전략 수립 가능
- ❖ 시장의 연속성은 극단적인 가격 단절 리스크를 줄여 장기 투자자들에게 신뢰할 수 있는 투자 환경 제공

과거: 미국 소매판매 서프라이즈와 중등 지정학적 리스크에 따른 환율 갭



현재: 미국 고용 서프라이즈에 따른 충격을 실시간 반영





[편의성] 야간 실수요 기업의 환전 편의성 증대

- ❖ 심야 시간대에 운영되는 글로벌 기업이나 해외주식 투자자들의 실시간 환전 편의성 개선
- ❖ 가환율(임시 환율) 적용 후 다음 날 정산되던 과거의 불편함이 사라지고, 정확한 시장 환율로 즉각적인 거래 가능
- ❖ 이는 민간 부문의 환리스크 관리 비용을 절감시키고 외환 거래의 투명성을 높이는 실질적인 혜택

2024년 7월 이후 야간 환전 편의성 증대. 금번 정책을 통한 추가 개선 예상

구분	실시간 시장 환율 적용 (야간 환전)	가환율 적용 (심야/새벽 환전)
적용 시간대	16:30 ~ 익일 02:00 (외환시장 연장 시간대)	익일 02:00 이후 또는 비대상 통화 거래 시
환율 적용 기준	실시간 매수/매도 매매기준율 + 금융사별 스프레드	직전 고시 매매기준율에 $\pm 5\%$ 수준의 할증/할인 적용
정산 방식	거래 시점에 즉시 정산 및 환전 완료	가환율로 임시 결제 후, 익영업일 고시 환율(정산환율)로 차액 일괄 정산
투자자 비용 및 리스크	환율 변동 리스크 낮음 금융사별 환율 우대율 즉각 적용 가능	기회비용: 넓은 스프레드로 일시적으로 더 많은 원화 자금이 묶임 불확실성: 익일 실제 고시 환율에 따라 최종 손익 결정 추가 리스크: 정산 시 원화 예수금이 부족하면 기타대여금 발생 가능
주요 특징	미국 주식 정규장 시간대와 겹쳐 정확한 비용 계산 하에 투자 가능	실시간 시장이 닫힌 상태에서 금융사가 환율 변동 리스크를 회피하기 위해 임의의 마진을 두는 방식

자료: 한화투자증권 리서치센터



[편의성] 향후 야간 거래는 지속적으로 늘어날 전망

- ❖ 개인: 미국 주식 정규장 시간대에 불리한 가환을 페널티 없이 실시간 환전 가능
- ❖ 기업: 야간에 발생하는 글로벌 매크로 이벤트(미국 CPI, FOMC 등)에 즉각적으로 대응. 효과적인 환리스크 관리
- ❖ 시장: 역외 유동성이 야간 정규장으로 흡수. 실수요 기반의 야간 거래량이 구조적으로 증가

외환시장 거래시간 연장에 따른 시장 참여자별 변화와 파급 효과

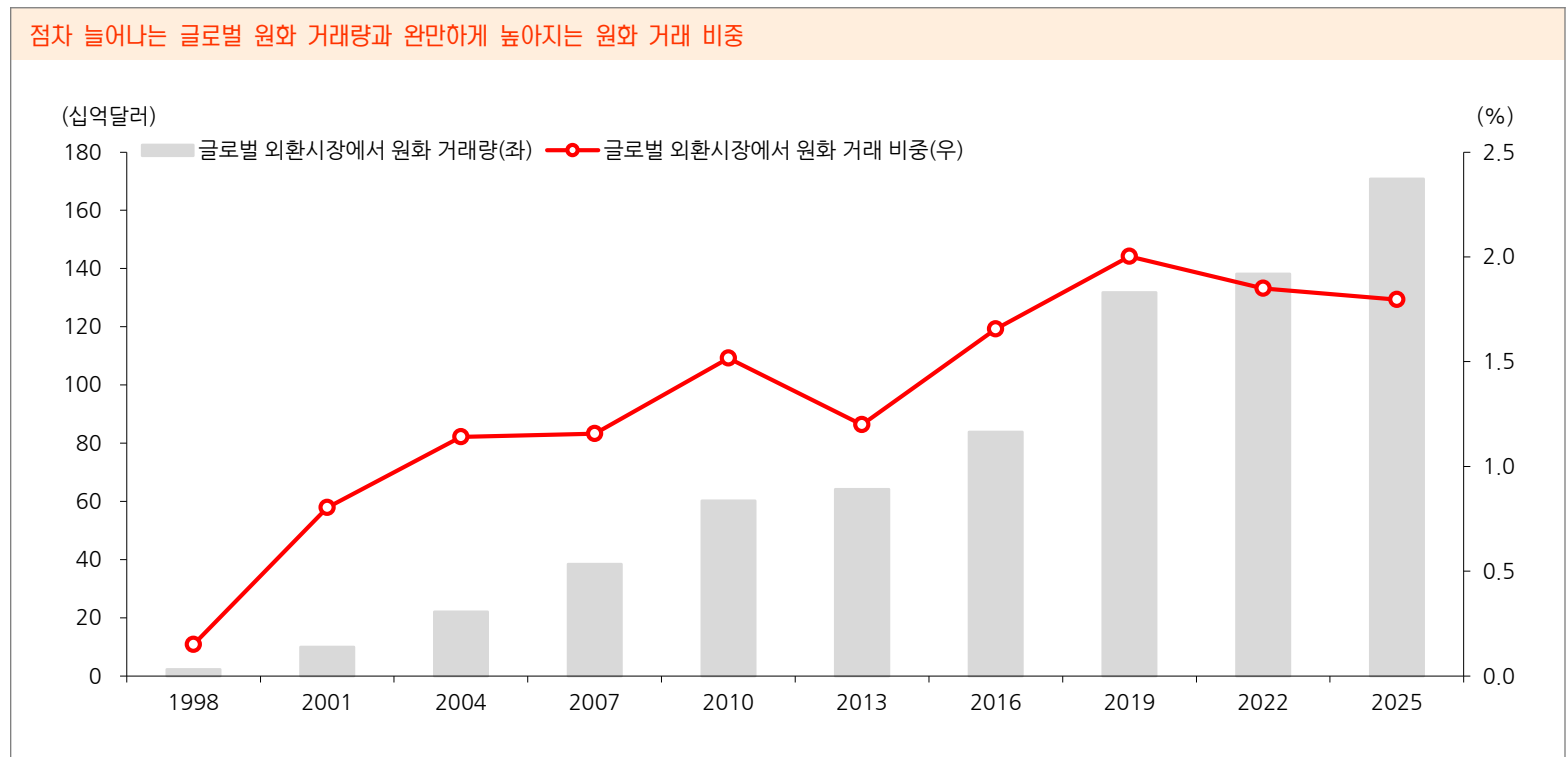
구분	개편 이전 (오후 3시 30분 마감 체제)	개편 이후 (24시간 운영 체제)
개인 투자자	<ul style="list-style-type: none"> - 주간에 미리 환전을 해두거나, 야간 미국 주식 거래 시 불리한 가환율($\pm 5\%$)을 감수해야 함 - 야간 환전 거래량: 가환을 페널티로 인해 필수적인 거래로 제한 	<ul style="list-style-type: none"> - 미국 주식 정규장 핵심 시간대에 실시간 환전 가능 - 야간 환전 거래량: 환전 편의성 증대 및 비용 절감으로 인해 야간 실시간 환전 거래량 구조적 증가 추세
기업 (수출입 및 해외투자)	<ul style="list-style-type: none"> - 야간에 글로벌 매크로 이벤트(미국 CPI, FOMC 등) 발생 시 즉각적인 환율 헤지 곤란 - 익영업일 아침까지 환율 변동 리스크에 무방비 노출 	<ul style="list-style-type: none"> - 야간 시간대에도 실시간 환율을 적용받아 즉각적인 외환 거래 및 리스크 헤지 가능 - 야간 환전 거래량: 글로벌 이벤트에 대응하기 위한 기업들의 야간 시장 참여 및 거래량 확대
금융사 (증권/은행)	<ul style="list-style-type: none"> - 야간에는 주로 가환을 기반의 제한적인 서비스만 제공 	<ul style="list-style-type: none"> - 야간 실시간 환전 대상 통화 대폭 확대(USD, EUR, JPY 등) - 고객 유치를 위한 환전 수수료 인하 및 우대를 적용 경쟁 심화
시장 시사점	역외 NDF 시장에 의존. 환율 변동성이 비정상적으로 확대되는 경향	풍부한 유동성이 야간 정규장으로 흡수되며, 실수요 기반의 야간 거래량이 증가하고 환율 변동성이 안정화됨

자료: 한화투자증권 리서치센터



원화의 국제화 초석 마련

- ❖ 24시간 거래 체제는 장기적으로 원화가 글로벌 시장에서 자유롭게 통용되기 위한 필수 전제 조건
- ❖ 현재는 원화가 비기축통화의 한계를 지니고 있으나, 인프라 선진화를 통해 국제적인 인지도나 위상 개선 가능
- ❖ 원화가 아시아 시간대를 넘어 런던, 뉴욕 시간대에서도 활발히 거래되는 글로벌 통화로 나아갈 수 있는 초석 마련



주: 각 연도별 4월 일평균 기준

자료: Bank for International Settlements, 한화투자증권 리서치센터



III

우려

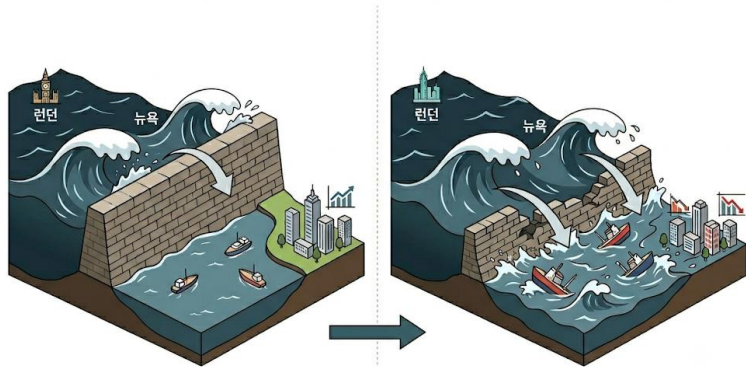
낮아진 방파제



낮아진 방파제의 의미: 충격의 실시간 노출

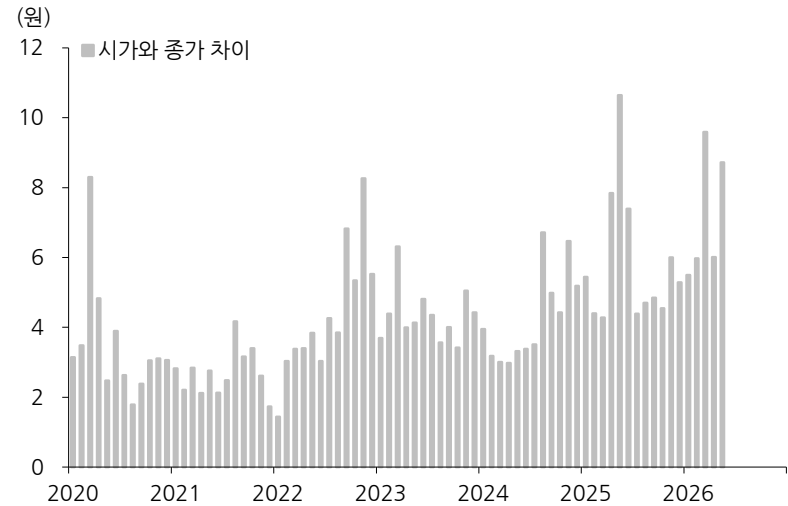
- ❖ 시장 개방의 이면에는 글로벌 거시경제 충격에 24시간 무방비로 노출된다는 낮아진 방파제의 부작용 존재
- ❖ 배수구가 넓어져 아침의 홍수(갭 변동성)는 막았지만, 외부에서 파도가 칠 때마다 항구 안의 물이 실시간으로 출렁이게 됨
- ❖ 런던과 뉴욕 시간대의 자본 흐름과 경제 지표, 정치적 이슈에 즉각적으로 반응하며 대외 민감도가 높아질 가능성

시장의 방파제가 낮아지며 충격의 실시간 노출 가능성



자료: 한화투자증권 리서치센터

거래시간을 전체적으로 놓고 보면 환율은 점차 크게 움직이고 있음



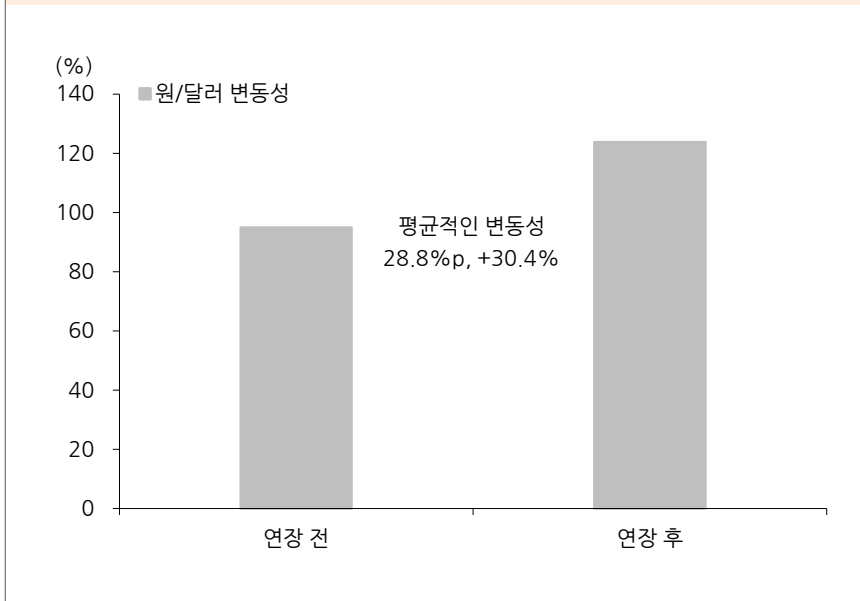
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터



[변동성] 거시경제 불확실성과 전체 변동성 확대

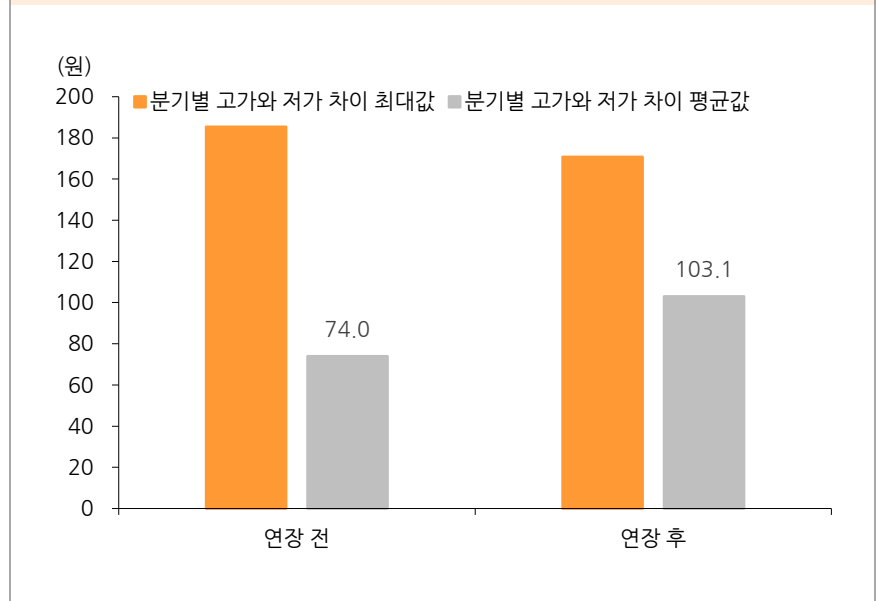
- ❖ 충격은 시간에 따라 나누어 받게 됐지만, 전체적인 외환시장 변동성은 야간 시간대를 중심으로 30.4% 확대
- ❖ 거래시간 연장 자체가 변동성을 키운 것은 아니나, 거대한 매크로 변동성이 담겨 있던 야간에도 가시화되면서 체감 변동성 상승
- ❖ 분기별 환율 변동 폭도 40% 정도 확대
- ❖ 금번 외환시장 24시간 개방 이후, 분기별 환율 고가와 저가의 평균 격차(103.1원)가 20%만 커져도 원/달러 환율 밴드는 ±120원

평균적인 원/달러 환율 변동성 30.4% 확대



주: 원/달러 환율 20일 변동성에 대한 거래시간 연장 전후 평균값. 데이터는 2010년 이후
 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

평균적인 분기별 환율 변동 폭도 39.3% 확대



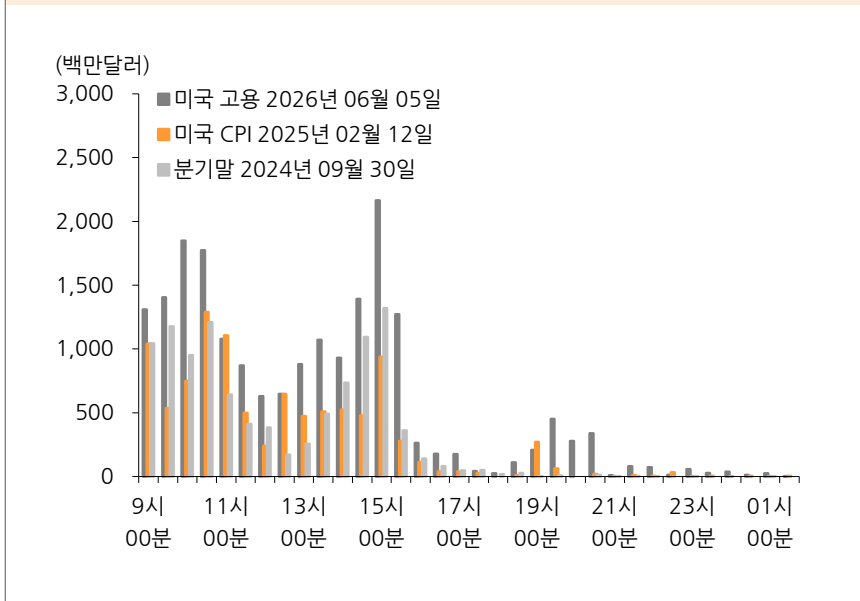
주: 데이터는 2010년 이후
 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



[변동성] 야간 시간대의 얇은 유동성(Thin Market) 문제

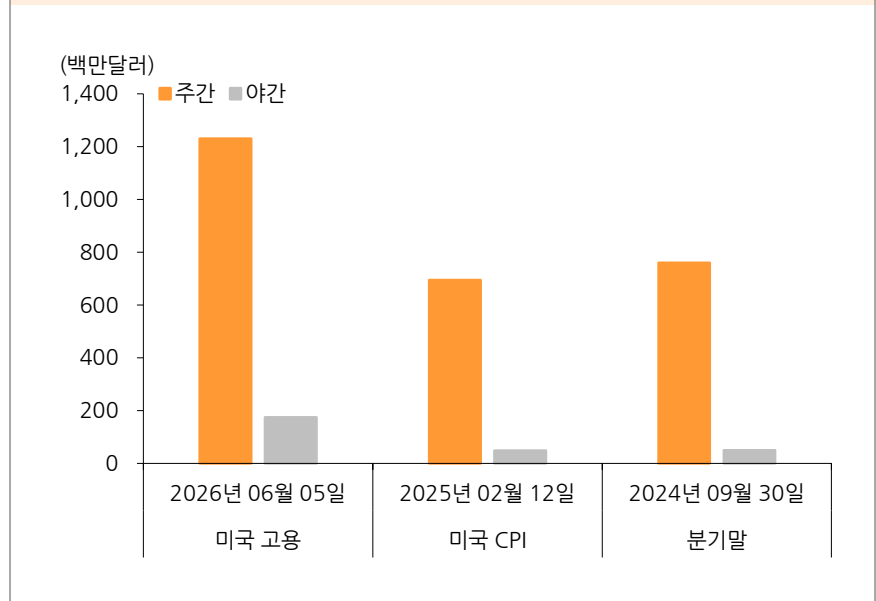
- ❖ 배수구가 항상 넓고 원활한 것은 아님. 심야 시간대(특히 런던장 마감 후 뉴욕장 단독 시간대)에는 시장 참여자 급감
- ❖ 매수-매도 호가 스프레드가 벌어지고 호가 잔량이 많아지는 유동성 문제가 이어지고 있음
- ❖ 따라서 눈에 띄는 뉴스 하나에도 환율이 비정상적으로 크게 튀는 일시적 과잉 반응(Overshooting) 위험 상존

주간 거래가 끝나면 크게 줄어드는 야간 거래



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

주요 타임라인 기준으로 야간 거래는 주간 대비 7~14% 정도



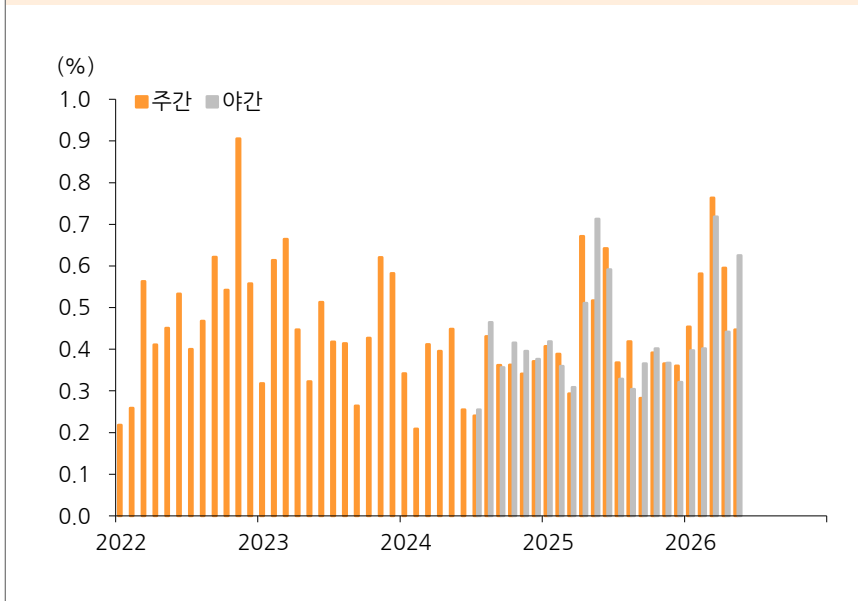
주: 야간은 15시 30분 이후 기준, 시간대별 평균 거래량
 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터



[변동성] 꼬리위험(Tail Risk) 증폭 가능성

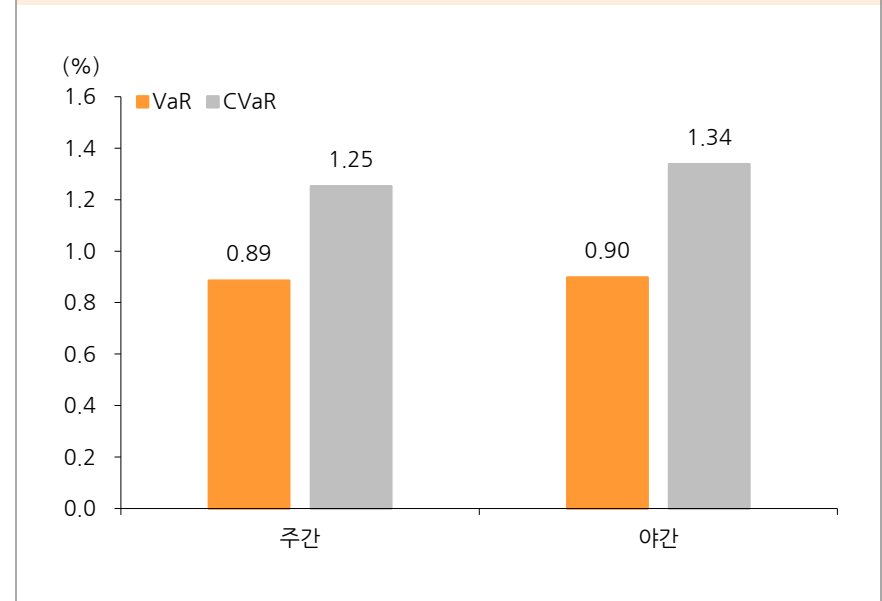
- ❖ 정상시의 변동성(VaR)은 주간과 야간이 비슷하지만, 극단적 충격 발생 시의 평균 손실을 의미하는 CVaR은 야간이 높음
- ❖ 이는 야간 시장이 평소에는 잔잔하지만, 충격을 줄 수 있는 문제가 발생하면 주간 시장보다 크게 요동친다는 의미
- ❖ 낮은 유동성과 맞물려 야간 시간대의 꼬리위험이 확대될 수 있음

주간에 뒤지지 않는 야간 환율 일일 변동률



주: 야간은 15시 30분 이후 기준
 자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

충격을 줄 수 있는 문제가 발생하면 야간 환율 변동성 확대



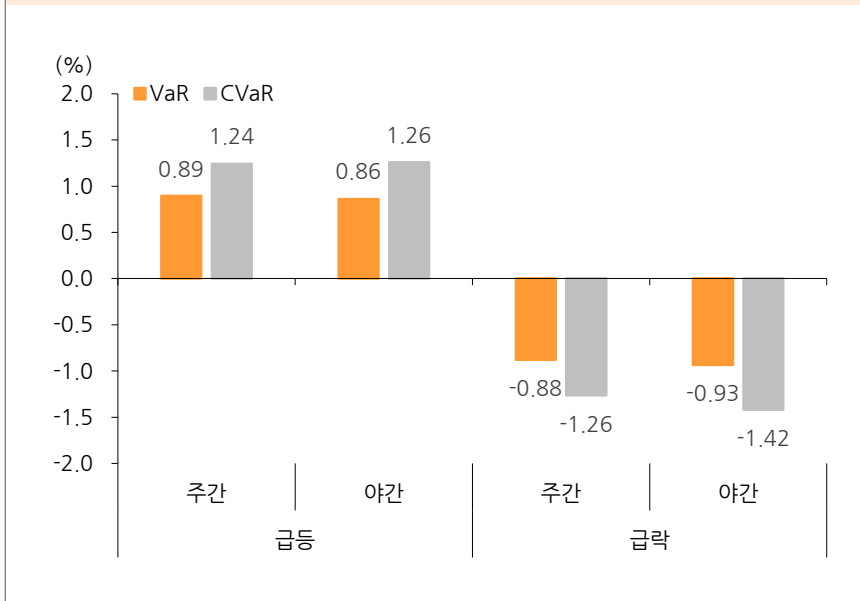
주: 급등과 급락 리스크의 평균
 자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터



[변동성] 주간 vs 야간 교리위험의 비대칭성 심화

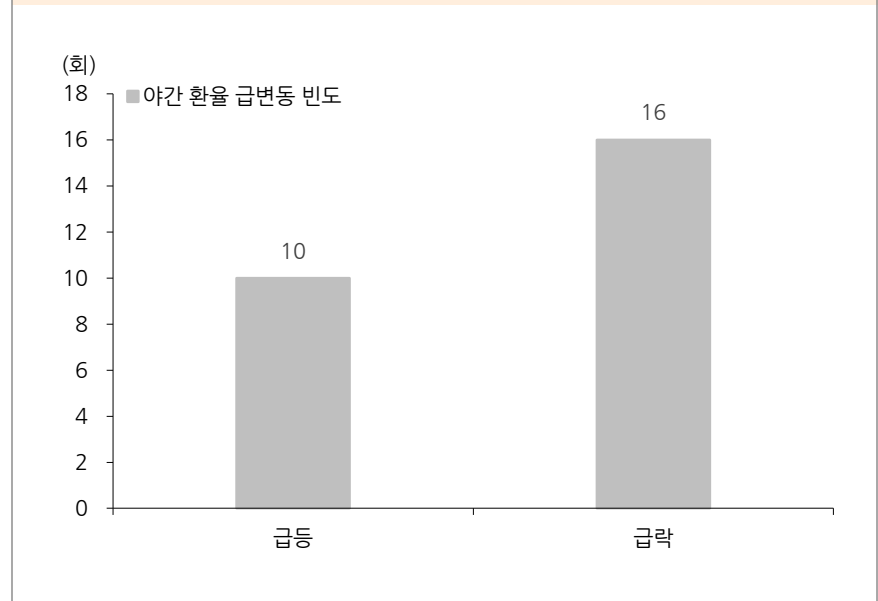
- ❖ 주간 시장은 환율 급등 리스크와 급락 리스크가 비교적 대칭을 이루며 안정적인 밸런스를 유지
- ❖ 반면, 야간 시장은 상방 리스크보다 하방 리스크(환율 급락)의 CVaR 절댓값이 크게 나타나는 비대칭성 나타남
- ❖ 심야 시간대 미국 경제지표 쇼크 등으로 달러 약세 재료가 출현할 때, 국내 매수 주체의 부재로 하락 폭이 두드러졌을 수 있음

야간 환율 급락 교리위험이 주간 대비 길어지는 모습



주: 야간은 15시 30분 이후 기준
 자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

야간 환율 급변동 빈도도 급등보다 급락이 많음



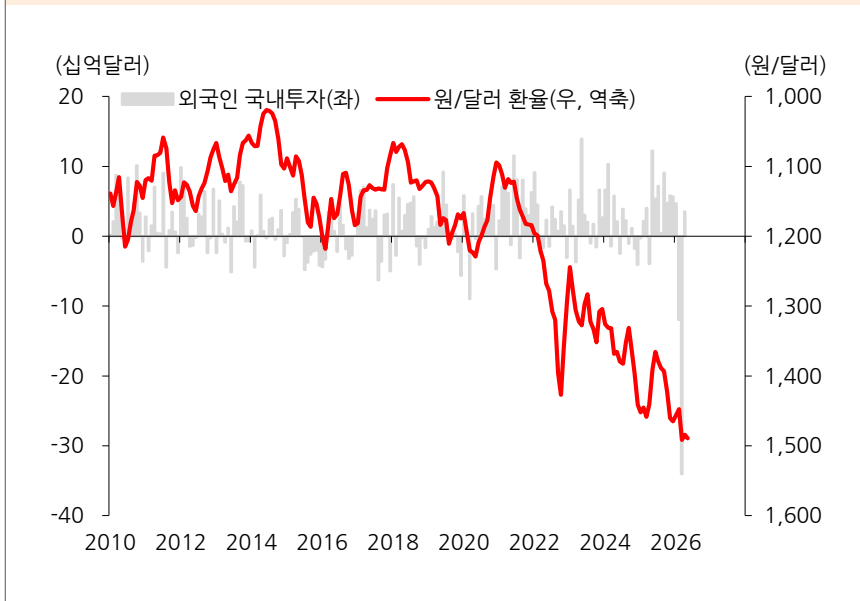
주: 2024년 7월 이후 일간 변동률이 2표준편차($\pm 2\sigma$)를 벗어난 횟수
 자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터



[변동성] 글로벌 리스크에 따른 즉각적인 변동성 확대

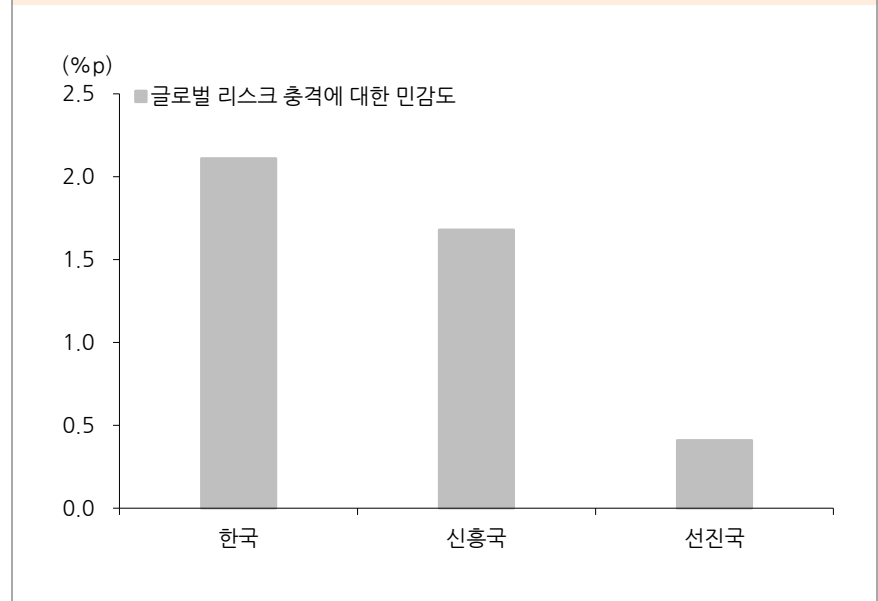
- ❖ 외국인 투자자의 접근성이 높아진 만큼, 글로벌 경기 우려나 지정학적 리스크 발생 시 자본의 급격한 유출입 우려 확대
- ❖ 한국 외환시장은 선진국 대비 시장 심도(Depth)가 얕아, 대규모 자금 이탈 시 환율 방어가 쉽지 않음
- ❖ 낮아진 방파제 때문에 글로벌 자본의 쏠림 현상이 국내 환율 변동성으로 이어지는 부작용 발생

최근 외국인 국내자산 순매도 지속



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

글로벌 리스크 충격에 민감한 원화



자료: 한국은행, '금융·외환시장 심도를 고려한 정책대응 분석(2025.09)'



[인프라] 참여자 간 IT 인프라 및 정보 처리 역량의 양극화 심화

- ❖ 시장이 24시간 글로벌 이슈에 즉각 반응하게 되면서, 참여자 간의 정보 처리 속도와 대응 역량 격차도 벌어질 가능성
- ❖ 막대한 자본을 바탕으로 초저지연 IT 인프라와 초고빈도매매(HFT) 알고리즘을 갖춘 글로벌 대형 기관이 전체 거래 주도
- ❖ 반면, 인프라가 부족한 중소 수출입 기업이나 일반 투자자들은 심야의 급격한 환율 변동에 무방비로 노출될 수 있음

도쿄증권거래소(TSE)의 초고빈도매매(HFT) 활용 방안

구분	주요 내용	시장 시사점 및 영향
시장 점유율	도쿄증권거래소(TSE) 전체 주문의 70~80%를 HFT 업체가 차지 기관투자자들 역시 시장 충격을 줄이기 위해 대규모 주문을 잘게 쪼개는 '슬라이스(Slice)' 방식 활용	주식시장 주도 세력화 및 전체 거래량 폭증 견인
인프라 투자	TSE, 주식 주문 처리 시스템(애로헤드) 용량을 하루 8.3억 건 → 15억 건으로 2배 가까이 증설 예정 HFT 회사들은 거래소 서버 옆에 시스템을 두는 코로케이션(Co-location) 및 초저지연망에 막대한 자본 투자	초고속 주문 처리를 위한 거래소·투자사 간 IT 인프라 확충 경쟁 심화
시장 순기능	매수-매도 호가창에 지속적으로 진입/이탈하며 시장 유동성 공급 차익거래 경쟁으로 매수-매도 스프레드 축소(거래비용 절감 효과) 방대한 데이터 분석을 통한 빠른 가격 발견(Price Discovery) 기능	일반 투자자의 간접적 거래비용 절감 및 시장 가격 효율성 증대
시장 역기능	시장 급락 시 시스템 과부하 유발 위험 수익 극대화를 위해 HFT가 인위적으로 변동성을 확대시키고 시장을 교란할 가능성	플래시 크래시(순간 폭락) 위험 상존, 금융당국 모니터링 및 안전망 필수
투자 성과	HFT 데이터 트레이더는 일반 데이터 트레이더 대비 종목 선정 및 투자 성과에서 뚜렷한 우위 확보 거래비용을 초과하는 통계적으로 유의미한 초과 수익(Alpha) 달성	정보 처리 속도에 따른 수익률 격차 및 정보 비대칭성 심화

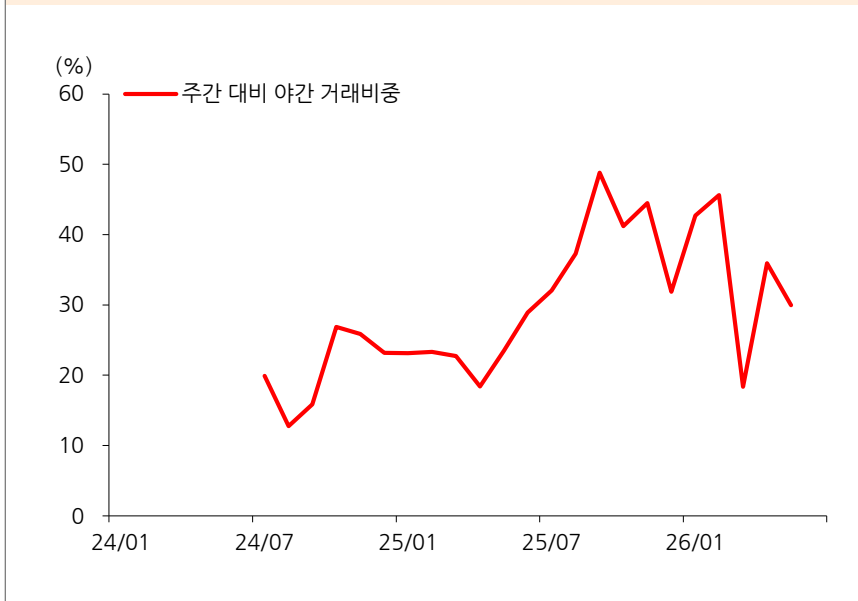
자료: Japan Exchange Group, 한화투자증권 리서치센터



[인프라] 시장과 기업의 변동성 대처 한계

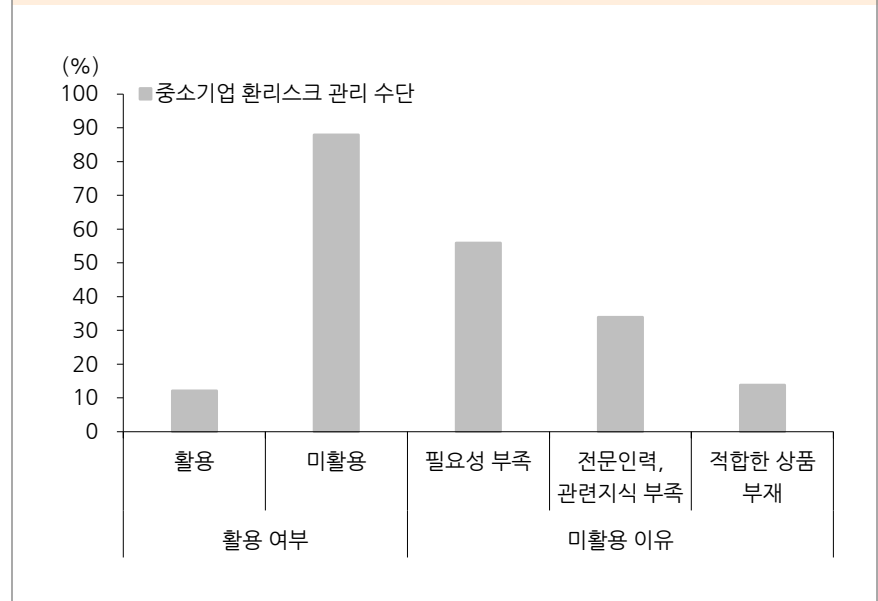
- ❖ 야간 유동성 부족을 해결하기 위해 선도은행(Market Maker) 제도를 운영 중이나, 심야 시간대 적극적인 호가 제시에 한계가 있음
- ❖ 국내 은행들에게 주요 글로벌 은행 수준의 야간 리스크 감수 능력을 요구하기도 쉽지 않음
- ❖ 중소기업들은 대기업 대비 환리스크 관리에 취약한 면이 있어 마찬가지로 야간 변동성에 대처하기 어려움

월평균 야간 거래비중을 봐도 많아봐야 절반 수준



주: 야간은 15시 30분 이후 기준
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

대부분의 중소기업들은 환리스크 관리에 취약



주: 2025년 12월 1~19일 조사, 미활용 이유는 복수응답
자료: 중소기업중앙회, 한화투자증권 리서치센터



[인프라] 효율성의 이면에 숨겨진 새로운 리스크

- ❖ 낮아진 방파제는 한국 외환시장이 글로벌 스탠더드로 나아가기 위해 필연적으로 겪어야 할 문제
- ❖ 충격의 실시간 노출과 얇은 야간 유동성은 시장 참여자들에게 과거와는 전혀 다른 차원의 리스크 관리 역량 요구
- ❖ 재정경제부가 외환·자본시장 종합 로드맵에서 제시했던 각종 시스템 구축과 제도 정비로 면밀하게 대응할 필요

MSCI 선진국 지수 편입을 위한 외환·자본시장 종합 로드맵

구분	주요 내용	세부 사항 및 기대 효과/혜택
국내 외환시장 24시간 개장	국내 중개회사의 중개시스템을 24시간 연장 운영하여 거래공백 해소. 전자거래(eFX) 가이드라인 마련 및 매매기준율(MAR) 산정방식 개선 검토	야간에 별도 전문인력 없이 eFX를 통한 자동 거래 허용. 해외 투자자들이 장부평가에 주로 사용하는 글로벌 벤치마크 환율(WMR) 편입 추진
역외 원화결제 시스템 구축	외국 금융기관이 국내 원화계좌를 두고 원화를 직접 운용할 수 있는 역외 원화결제 기관 제도 도입. 한국은행에 24시간 결제망(역외 원화결제망) 신규 구축	초기에는 RFI 등 우수 기관 대상으로 도입 후 단계적 참여기관 확대. 결제 자동화를 위해 SWIFT 연계가 원활하도록 국제금융전문표준(ISO 20022) 도입
외환규제 및 제도 정비	자본거래 유형을 필요성, 시급성, 지속성 기준에 따라 신고 완화 및 폐지 검토. 반복되는 사업의 규제 샌드박스 업무체계 정비 및 법령 간 중복 신고 일원화	5천만불 이하 비거주자 원화연계 외화증권 투자를 사전신고에서 사후보고(3개월 내)로 전환. 가격 정보 제공, 주문 접수 등 국내외 외국환중개사 간 비핵심업무 연계 허용
RFI(외국금융기관) 제도 개선	글로벌 표준 CBM 체계 활용을 위한 RFI 등록 시스템 간소화 방안 마련. 신규 등록 RFI에 대해 3개월간 보고의무 유예 및 조기 보고준비 허용	거래귀속주체가 아닌 은행간 및 대고객 거래주체의 등록·신고의무 완화. 의무위반 제재 기준 세분화 및 본국 징계에 대한 보고기한 연장(7일→15일) 등 과도한 부담 완화
외환-증권결제 연계 인프라	당일 CLS 외환결제로 확보한 원화를 당일 증권결제에 활용할 수 있도록 인프라 및 제도 정비. 증권결제 실패 방지를 위한 일시적 원화자입(Overdraft) 가이드라인 마련	채권결제자금 송금시한(DVP 마감시간)을 18시 이후(~19:50)로 확대해 연장시간대 자금조달 여건 조성

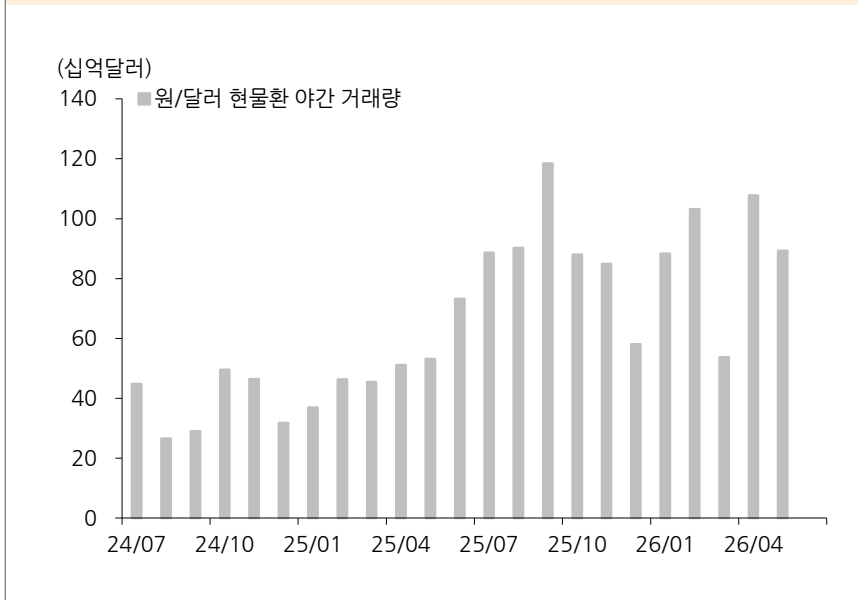
자료: 재정경제부, 한화투자증권 리서치센터



장기적인 변동성은 점차 안정될 전망

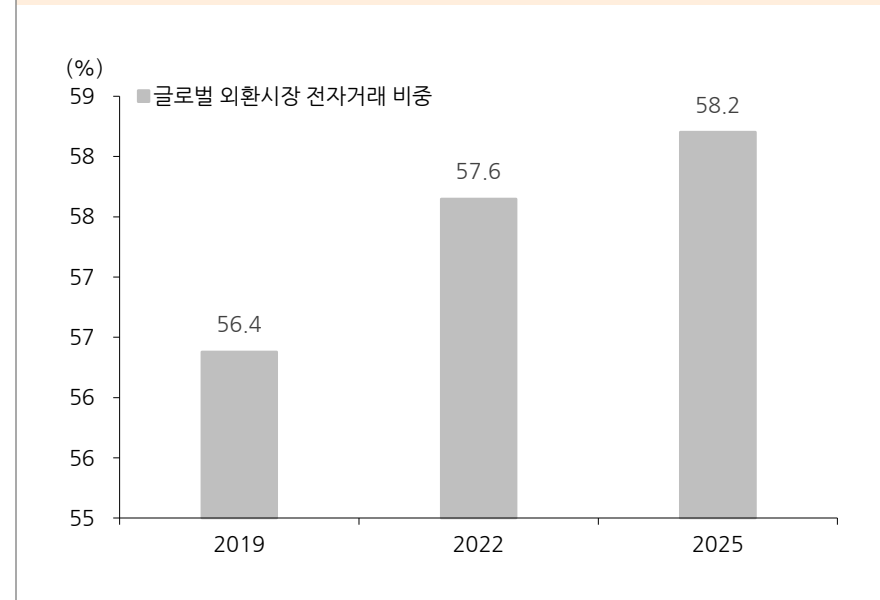
- ❖ 외환시장 변동성은 장기적으로 보면 점차 안정될 것이라 기대
- ❖ 야간 거래량은 여전히 많지 않지만, 지난 5월에는 2024년 평균 대비 135% 늘었음
- ❖ 글로벌 외환시장 트렌드를 따라 정부와 기업들의 외환시장 거래 인프라 또한 보완될 것
- ❖ 전반적인 수급과 인프라 문제가 개선되면, 시간이 다소 걸리더라도 대외 충격에 따른 시장 민감도는 낮아질 전망

현물환 야간 거래는 점진적으로 늘고 있음



주: 야간은 15시 30분 이후 기준
 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

글로벌 외환시장에서는 점차 전자거래 비중 확대



주: 전자거래는 직접과 간접거래 합산
 자료: Bank for International Settlements, 한화투자증권 리서치센터



IV

전략

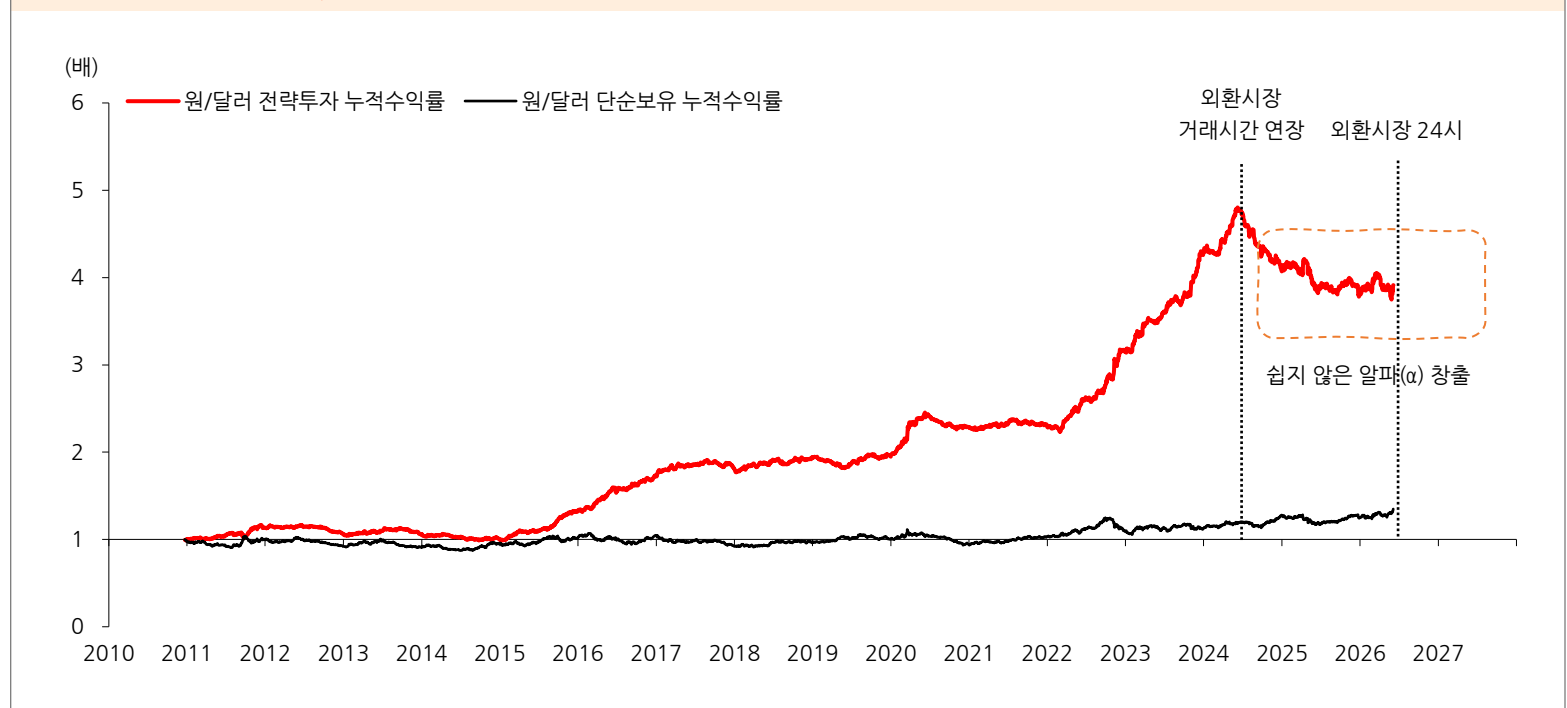
쉬운 알파가 사라진 리스크 관리의 시대



알파(Alpha)는 더 이상 쉽게 얻을 수 없다

- ❖ 2024년 상반기까지는 역외 NDF 시장과의 시간차 및 정보 지연을 활용한 계량 기반 방향성 매매로 초과 수익 창출 가능
- ❖ 그러나 거래시간 연장과 해외 금융기관(RFI) 직접 참여로, 과거의 구조적 비효율성에 기댄 쉬운 알파 창출 기회는 크게 줄어들
- ❖ 투자전략을 수립할 때, 단순한 시간차나 기술적 지표에 의존한 단기 트레이딩 수익을 기대수익률에서 배제하는 편이 낫다는 의미

외환시장 거래시간 연장 이후, 현물환 매매 전략투자를 통한 환 차익 발견은 쉽지 않음



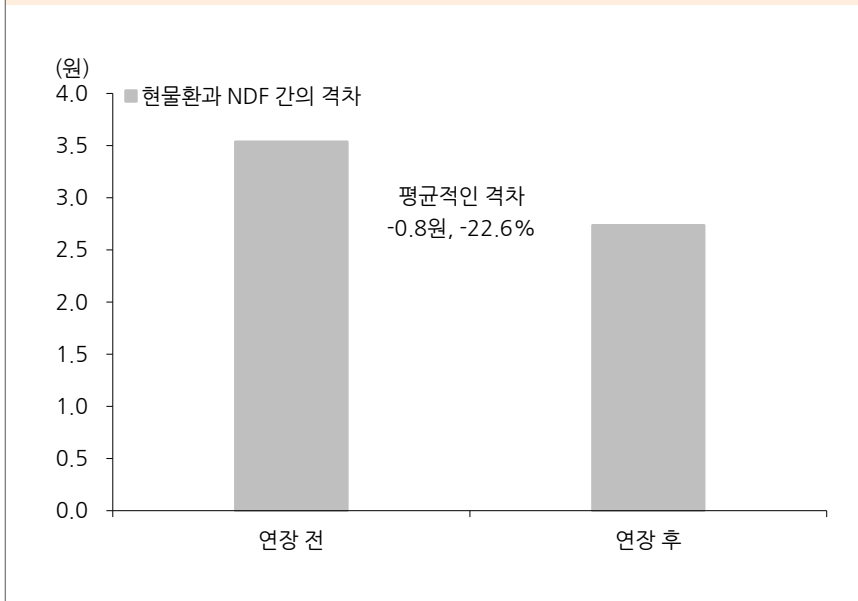
주: 원/달러 환율 오실레이터 모형을 활용한 현물환 매매 전략투자. 모형은 NDF, 달러인덱스, 미 국채 금리, ETF, WTI, VIX 데이터 등을 활용해 일일 환율 방향성을 예측하는 방식
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



시장 파편화 완화와 환 차익 진입 장벽

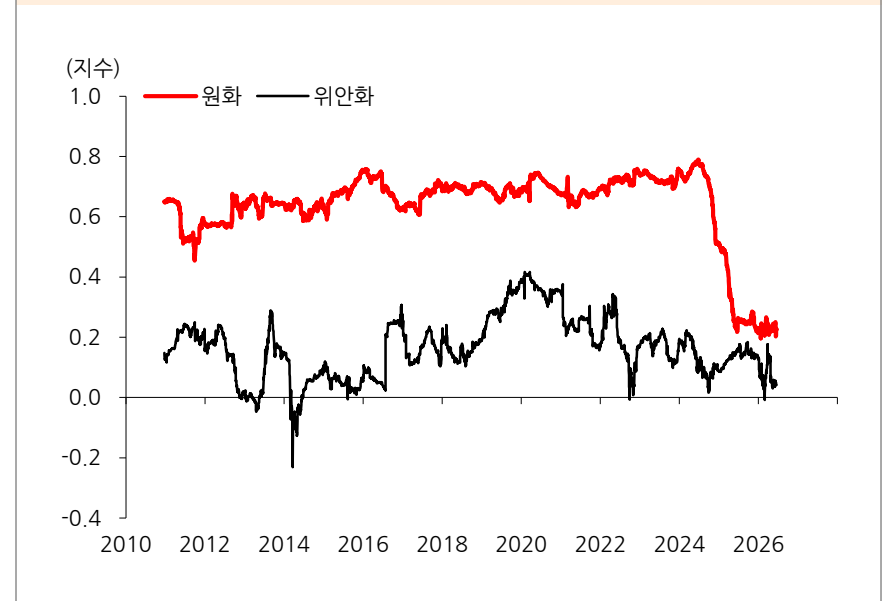
- ❖ 역외 NDF 환율과 역내 현물 환율 간의 가격 괴리가 거래시간 연장 이후 22.6% 축소되며 시장 파편화 완화
- ❖ 일시적인 가격 괴리가 발생하더라도, 막대한 자본을 갖춘 글로벌 기관들이 초고빈도매매(HFT) 인프라를 통해 즉각 청산
- ❖ 이론적인 환 차익 기회는 존재하나 이를 취하기 위한 인프라 구축 비용이 기대 수익 압도. 일반 금융기관이나 투자자에게는 사실상 무의미

현물환과 NDF 간의 평균적인 베이스스 22.6% 축소



주: 종가 기준. 데이터는 2010년 이후
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

현물환과 NDF의 상관관계도 여타 통화 수준으로 하락



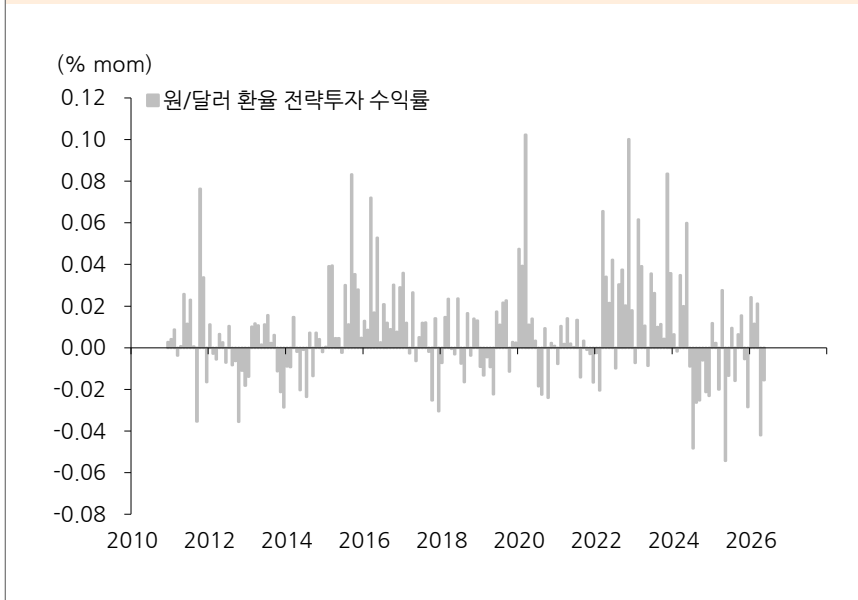
주: 현물환 변화량(T)과 NDF 변화량(T-1)의 상관관계수에 대한 252거래일 이동평균
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



단기 예측 모형의 무력화

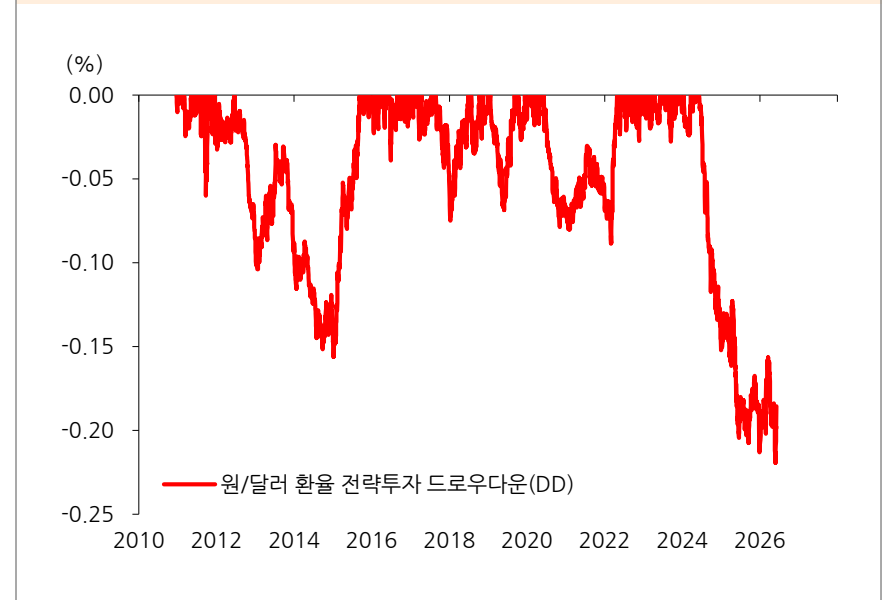
- ❖ 통계적 환율 방향성 예측 모형을 백테스팅한 결과, 2024년 하반기 이후 누적 수익률의 유의미한 개선이 관찰되지 않음
- ❖ 글로벌 매크로 이벤트가 실시간으로 가격에 연속 반영되면서, 과거의 기술적 패턴이나 단기 예측 전략 무력화
- ❖ 과거의 데이터 패턴이 미래의 환율 움직임을 설명하지 못하는 일종의 구조적 단절 발생

연장거래 이후 손실이 나는 구간 확대



주: 원/달러 환율 오실레이터 모형을 활용한 현물환 매매 전략투자
 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

전략투자의 최대 낙폭(MDD)은 -21.9%까지 하락



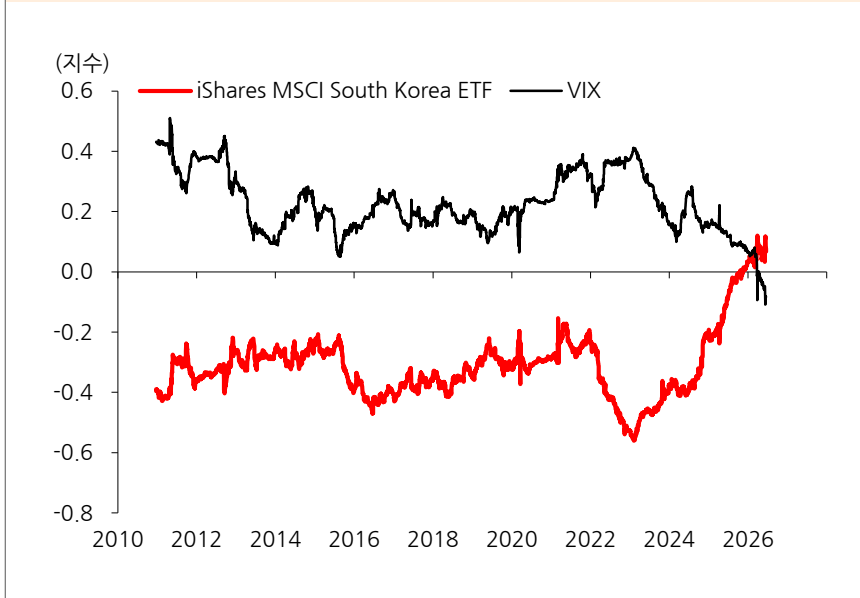
주: 원/달러 환율 오실레이터 모형을 활용한 현물환 매매 전략투자
 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



인프라 준비 경쟁과 정보 격차 심화

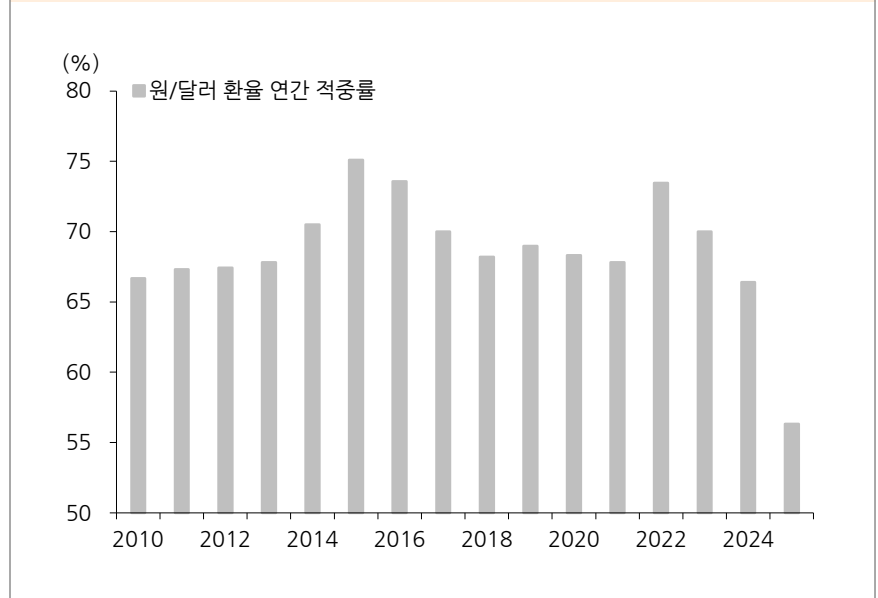
- ❖ 원/달러 환율 트레이딩은 단순한 차트 분석을 넘어, 글로벌 매크로 변수를 실시간으로 소화하고 반응하는 고도화된 인프라 싸움으로 변모
- ❖ 시장에서 알파를 창출하려면 천문학적 비용이 드는 초고빈도매매(HFT) 시스템을 구축하거나, 시장 컨센서스를 압도하는 독보적인 거시경제 분석 역량이 필수적
- ❖ 정보 처리 속도와 자본력에 따라 참여자 간 양극화가 심화되며, 개인 및 중소형 기관의 단기 방향성 매매 진입 장벽은 크게 높아짐

원화와 주요 금융지수들 간의 상관관계도 거의 사라짐



주: 현물환 변화량(T)과 각각의 지수 변화량(T-1)의 상관계수에 대한 252거래일 이동평균
 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

원/달러 환율 연간 적중률도 56% 수준으로 크게 악화



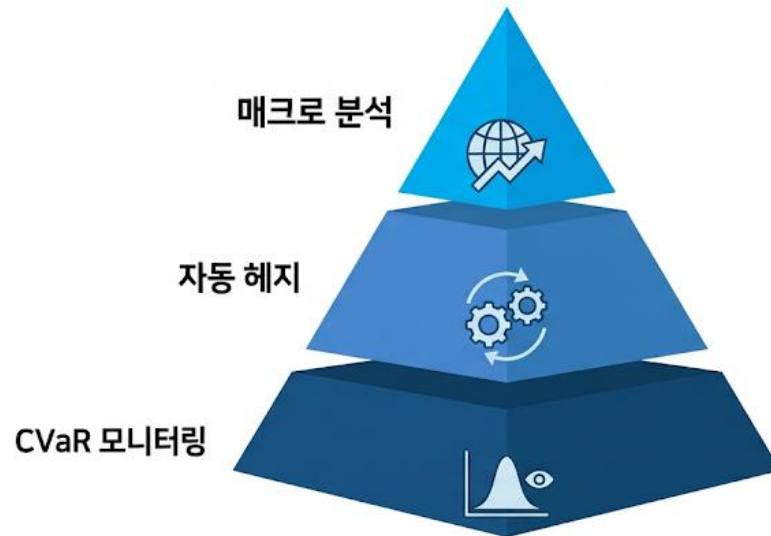
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



단기 전망보다는 장기 방향성과 리스크 관리가 중요

- ❖ "쉬운 알파의 소멸"은 역설적으로 한국 외환시장이 정보 비대칭성이 해소된 선진국형 효율적 시장으로 진입했다는 의미
- ❖ 기업과 투자자는 불확실한 단기 방향성 예측을 통한 투기적 접근을 지양하고, 본연의 환 헤지(Hedge) 관점에 집중할 필요
- ❖ 단기 환율 움직임보다는 장기 방향성과 변동성 전망, 양방향 꼬리위험(CVaR)을 통제하는 리스크 관리가 중요

장기 방향성과 변동성 전망, 양방향 꼬리위험(CVaR)을 통제하는 리스크 관리 필요성 확대



자료: 한화투자증권 리서치센터

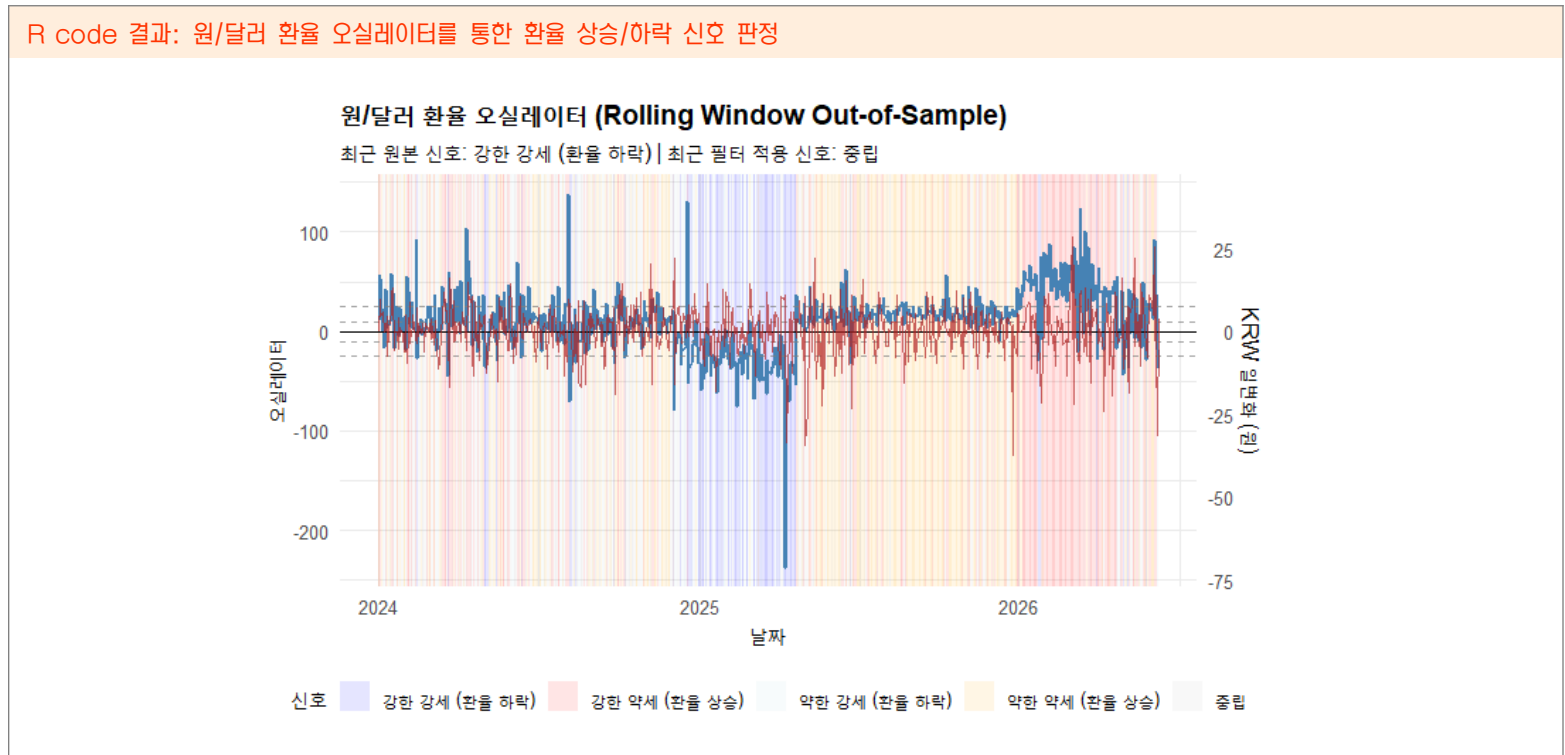




[Appendix] 원/달러 환율 오실레이터

- ❖ 원/달러 오실레이터: NDF, VIX, 달러인덱스 등 다양한 거시경제 지표에 각각의 가중치와 방향성을 부여해 환율의 단기 방향성 예측
- ❖ 과거 252거래일(약 1년)의 데이터를 학습(Train)해 Z-스코어로 표준화한 뒤, 이후 20거래일(Test)의 데이터에 적용해 환율 상승 및 하락 확률을 산출하는 롤링 윈도우(Rolling Window) 방식을 반복 수행
- ❖ 미래 데이터를 미리 참조하는 오류(Look-ahead bias)를 원천 차단하기 위해 100% Out-of-Sample 방식으로 다음 날(T+1)의 환율 등락을 객관적인 확률과 5단계 신호(강한 약세~강한 강세)로 도출

R code 결과: 원/달러 환율 오실레이터를 통한 환율 상승/하락 신호 판정



자료: 한화투자증권 리서치센터



[Appendix] 원/달러 환율 오실레이터

- ❖ 단순 오실레이터가 가질 수 있는 역추세 매매 위험을 방지하기 위해, 이동평균선(MA)을 활용한 실전형 추세 필터 로직 결합
- ❖ 오실레이터가 상승을 예측하더라도 실제 장기 이동평균선 추세가 명백한 하락장이라면 해당 신호를 중립으로 무효화
- ❖ 거래 비용(0.2%)까지 반영해 실제 매매 시의 수익률과 적중률(Hit Rate) 계산
- ❖ 최종적으로 당일의 환율 예측 신호와 과거의 적중률 통계를 텍스트로 요약 출력

R code 결과: 원/달러 환율 일간 전망 예시

```
> today_signal <- print_today_signal(df_perf, meta)
-----
★ 원/달러 환율 오실레이터 - 일간 전망
-----
데이터 기준일 : 2026-06-09 (T일)
환율 전망일   : 2026-06-10 (T+1일)
예측 생성 시각: 2026-06-26 10:30:31
사용 데이터 cutoff: 2026-06-09
-----
오실레이터      : -37.78
환율 상승 확률 : 13.1%
환율 하락 확률 : 86.9%
원본 신호       : 강한 강세 (환율 하락)
필터 적용 신호  : 중립
MA_fast         : 1511.78
MA_slow         : 1494.69
MA_long         : 1475.68
-----
해석            : 2026-06-09 까지 반영된 정보로 2026-06-10 환율 방향을 예측
-----
```

자료: 한화투자증권 리서치센터

R code 결과: 추세 필터 적용에 따른 평균 적중률 개선

```
> hit_summary <- summarize_hit_rate(df_perf)
> print_hit_rate(hit_summary)
★ 톨링 윈도우 백테스트 Hit Rate (100% Out-of-Sample)
[원본] 전체 Hit Rate: 68.4%
# A tibble: 5 x 4
  signal      관측수 적중수 적중률
  <chr>      <int> <dbl> <chr>
1 강한 강세 (환율 하락) 727 583 80.2%
2 강한 약세 (환율 상승) 819 656 80.1%
3 약한 강세 (환율 하락) 577 379 65.7%
4 약한 약세 (환율 상승) 753 480 63.7%
5 중립                1159 660 56.9%

[추세 필터 적용] 전체 Hit Rate: 73.4%
# A tibble: 4 x 4
  signal_trend_filtered 관측수 적중수 적중률
  <chr>                <int> <dbl> <chr>
1 강한 강세 (환율 하락) 347 278 80.1%
2 강한 약세 (환율 상승) 578 459 79.4%
3 약한 강세 (환율 하락) 337 231 68.5%
4 약한 약세 (환율 상승) 462 297 64.3%
```

자료: 한화투자증권 리서치센터

Compliance Notices

Compliance Notice

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

Ⓞ MSCI

The MSCI sourced information is the exclusive property of MSCI Inc. (MSCI). Without prior written permission of MSCI, this information and any other MSCI intellectual property may not be reproduced, disseminated or used to create any financial products, including any indices. This information is provided on an “as is” basis. The user assumes the entire risk of any use made of this information. MSCI, its affiliates and any third party involved in, or related to, computing or compiling the information hereby expressly disclaim all warranties of originality, accuracy, completeness, merchantability or fitness for a particular purpose with respect to any of this information. Without limiting any of the foregoing, in no event shall MSCI, any of its affiliates or any third party involved in, or related to, computing or compiling the information have any liability for any damages of any kind. MSCI and the MSCI indexes are services marks of MSCI and its affiliates.

Ⓞ GICS

The Global Industry Classification Standard (GICS) was developed by and is the exclusive property of MSCI Inc. and Standard & Poor's. GICS is a service mark of MSCI and S&P and has been licensed for use by Hanwha Investment & Securities.



본 · 지점망

본사 02)3772-7000 (代)
서울시 영등포구 여의대로 56(여의도동)
고객지원센터 080-851-8282
주문전용 080-851-8200
ARS 080-852-1234

서울

본 사 02) 3772-7000 영 업 부 02) 3775-0775
강 남 W M 센 터 02) 6975-2000 목 동 W M 센 터 02) 2654-2300
갤러리아WM센터 02) 3445-8700 송 파 W M 센 터 02) 449-3677
금융플라자63지점 02) 308-6363 센 트 럽 W M 센 터 02) 743-7311
금융플라자시청지점 02) 2021-6900

인천/경기

분 당 W M 센 터 031) 707-7114 일 산 지 점 031) 929-1313
송 도 I F E Z 지 점 032) 851-7233 평 촌 지 점 031) 381-6004
신 갈 지 점 031) 285-7233 평 택 지 점 031) 652-8668
안 성 지 점 031) 677-0233

부산/울산/경남

부 산 W M 센 터 051) 465-7533 울 산 W M 센 터 052) 265-0505
마 린 시 티 지 점 055) 943-3000 언 양 지 점 052) 262-9300
거 제 브 랜 치 055) 730-0400 거 창 지 점 051) 751-8321

대구/경북

대 구 W M 센 터 053) 741-3211 영 주 지 점 054) 633-8811
문 경 지 점 054) 550-3500 영 천 지 점 054) 331-5000

대전/충청

대 전 W M 센 터 042) 488-7233 청 주 지 점 043) 224-3300
천 안 지 점 041) 563-2001 흥 성 지 점 041) 631-2200

광주/전라

광 주 W M 센 터 062) 713-5700 전 주 지 점 063) 710-1000

[Compliance Notice]

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보 출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.