

연구 04-10

# 위안화의 평가절상 가능성과 정책적 시사점 : 정치경제학적 접근

이 연호 · 허 찬 국

# 위안화의 평가절상 가능성과 정책적 시사점 : 정치경제학적 접근

1판1쇄 인쇄/2004년 2월 2일

1판1쇄 발행/2004년 2월 9일

발행처 · 한국경제연구원

발행인 · 좌승희

편집인 · 좌승희

등록번호 · 제13-53

(150-756) 서울특별시 영등포구 여의도동 28-1 전경련회관  
전화(대표)3771-0001 (직통)3771-0057 팩시밀리 785-0270~1  
<http://www.keri.org/>

© 한국경제연구원, 2004

한국경제연구원에서 발간한 간행물은  
전국 대형서점에서 구입하실 수 있습니다.  
(구입문의) 3771-0057

---

ISBN 89-8031-303-9

값 4,000원

## 발간사

전세계적으로 최근 중국의 빠른 부상의 경제적 여파에 대한 기대와 우려가 높다. 실로 13억 인구의 빈곤한 사회주의 국가가 10%에 가까운 속도로 10여년 가까이 성장하고 있는 것은 20세기 이후 전대미문의 일이다. 이런 추세가 과거에 있었던 일회성 사건이었다면 당장 우리경제에 영향을 미치지 않을 것이기 때문에 경제학자들의 회고적인 세밀한 분석 대상으로서 의미가 크나 일반 경제활동 참가자들에게는 큰 관심사가 되지 않았을 것이다. 문제는 지금 현재 진행중인 일이며 인접국인 한국에는 특히 큰 파장을 불러일으키고 있다는 것이다.

개방거시경제학적인 분류에 따르면 세계의 대부분의 국가경제는 소규모 개방경제라고 할 수 있는데 우리나라도 이 범주에 속한다. 이에 대비되는 개념으로 대규모 개방경제를 들 수 있다. 이 정의에 해당되는 국가는 아직까지 미국을 유일하게 꼽는다. 이 차이는 단순히 면적이나 국민수 등의 기준에 따르는 것이 아니라 그 나라의 결정이 세계경제에 미치는 영향이 얼마나 크냐에 따라 구분지어진다. 예를 들어 한국의 정책이자율 변동은 세계 이자율에 영향을 미치지 않으나 미국의 정책이자율 변동은 바로 세계금융시장에서 결정되는 이자율에 영향을 미친다. 중국의 부상은 우리나라의 입장에서 또 다른 대규모개방경제의 출현을 의미한다. 점점 우리는 중국경제의 영향권에 귀속되어가고 있는 추세다.

이런 기본적인 배경하에 2003년 하반기 들어 위안화 환율의

인위적 저평가가 미국을 위시한 세계 주요 선진국들의 큰 관심사로 부각되었다. 여기에는 그 동안 저조했던 미국경제, 재정적자와 함께 점점 커져 가는 경상수지 적자 등의 이유로 대 중국 무역역조에 경제 및 정치권의 관심이 고조되고 있는 것이 주된 이유로 작용하고 있다. 만약 위안화 환율에 변화가 있게되면 한국경제에 미치는 직·간접적 영향은 클 것으로 예상된다. 본 보고서는 이러한 시의성있는 이슈를 체계적으로 접근하여 시사점을 도출하고 있다. 특히 위안화 저평가 정도에 대한 환율결정이론에 바탕을 둔 추정이나 우리 수출에 미치는 영향평가에 대한 계량적 접근은 아직까지 국내에서 발간된 다른 연구보고서에서 찾기 힘든 결과라 의의가 크다. 동시에 시의성있는 문제에 대한 분석이기에 물론 앞으로 전개되는 상황에 따라 본보고서의 결과나 시사점이 수정될 수도 있을 것이다. 크게 보아 새로 우리 주변에 부상한 대규모 개방경제가 우리 경제 각 부분에 주는 보다 체계적인 파급경로 및 효과에 대한 이해가 시급해질 것이다. 본 보고서는 이런 노력의 초석을 놓고 있다.

본 연구를 수행해 준 충북대 이연호 교수와 본원의 허찬국 선임연구위원에게 먼저 감사드린다. 또한 연구과정에서 값진 조언을 해주신 한국기술교육대의 최두열 교수, 숙명여대의 이영섭 교수 그리고 원내외의 여러 박사님들께도 깊은 감사를 드린다.

끝으로 본 보고서의 내용이 저자들의 개인적 의견이며 본 연구원의 공식 견해가 아님을 밝혀둔다.

2004년 2월  
한국경제연구원  
원장 좌승희

# 차례

## 제 1 장 문제의 제기 : 위안화 환율문제의 본질 / 9

## 제 2 장 주요 관련 당사자들의 입장 / 17

1. 미국의 입장 / 20
  - 가. 경제적 고려 / 20
  - 나. 정치적 고려 / 24
2. 일본의 입장 / 27
3. 국제기관 / 29
  - 가. IMF / 29
  - 나. 신용평가기관, 국제금융기관 및 언론 / 31
4. 학계의 이론적 논의 / 32

## 제 3 장 중국의 환율제도와 위안화 저평가 정도 / 37

1. 중국의 환율제도 / 39
2. 위안화 저평가 정도 / 41
  - 가. 구매력평가설 / 41
  - 나. 이자율평가설 / 45
  - 다. 다른 연구와의 비교 / 47

## 제 4 장 중국의 득실과 예상 대응방안 및 환율전망 / 51

1. 중국의 기본입장 / 53
2. 중국의 득실 / 54

- 가. 현행 제도 유지에 따른 문제점 / 54
- 나. 위안화 절상에 따른 득실 / 58
- 3. 예상되는 대응방안 / 59
  - 가. 외환수급 조절에 의한 절상압력 완화 / 60
  - 나. 절상 후 페그 / 61
  - 다. 자본시장개방 및 변동환율제도 도입 / 63
  - 라. 변동폭 확대 및 복수통화바스켓 도입 / 66
- 4. 위안화 환율전망 / 67

## **제 5 장 위안화 절상이 우리나라에 미치는 영향과 대응방안 / 71**

- 1. 수출에 대한 영향 / 73
- 2. 기타 영향에 대한 개관 / 75
  - 가. 직접 효과 / 75
  - 나. 간접 효과 / 76
- 3. 대응방안 / 77
  - 가. 파급효과에 대한 올바른 이해 필요 / 77
  - 나. 기업의 대응전략 / 79

**참고문헌 / 81**

**ABSTRACT / 85**

## 표 차례

<표 1> 각 기관의 위안화 저평가 정도 비교 / 48

<표 2> 중국의 상품 수출입 추이 / 49

<표 3> 수출 증가율 추정결과 : 1987:1/4~2003:2/4 / 75

## 그림차례

- <그림 1> 중국, 일본, 한국의 외환보유고 추이 / 19
- <그림 2> 미국의 쌍둥이 적자와 저금리 / 21
- <그림 3> 미국의 국별 무역수지 적자 - 2002년 / 22
- <그림 4> NDF 시장에서의 3개월 선물 위안화 환율 추이 / 27
- <그림 5> 일본의 물가상승률, 이자율, 경제성장률 추이 / 28
- <그림 6> 외환보유고 상위 10대 국가 / 30
- <그림 7> 위안/달러 환율 추이 / 39
- <그림 8> 환율 변화율과 중국과 미국의 물가상승률 차이 / 43
- <그림 9> 구매력평가로 추정된 위안화의 적정환율 추이 / 43
- <그림 10> 위안화의 명목 및 실질 실효환율지수 추이 / 44
- <그림 11> 이자율평가설로 추정된 위안화 적정환율 / 46
- <그림 12> 이자율평가설로 추정된 위안화의 저평가 정도 / 47
- <그림 13> 중국의 국별 수출비중 / 55
- <그림 14> 중국의 국별 수입비중 / 55
- <그림 15> 중국의 외환보유고와 M2 / 57
- <그림 16> 중국의 국제수지 추이 / 62



---

제1장 문제의 제기 : 위안화  
환율문제의 본질

---



최근 몇 년 동안 중국 수출이 큰 폭의 신장세를 보이면서 일부 국가, 특히 미국 및 일본이 큰 폭의 무역역조를 기록하고 있다. 이의 여파로 2003년에는 중국의 대외거래와 관련된 이슈들이 국제경제의 큰 현안으로 부상하였다. 이 중 가장 주목을 받고 있는 것이 중국 위안화의 환율이다. 2002년 이후에 미국의 쌍둥이 적자와 경기침체 등 다양한 이유로 달러화 가치가 지속적으로 하락하고 있는 가운데 위안화가 달러에 페그되어 있어 여타 주요 교역국 통화에 대해 저평가되었고, 그 결과 중국 수출품의 가격경쟁력이 높아지고 있다. 이에 따라 미국뿐만 아니라 일본을 비롯한 서방 선진국들이 위안화 평가절상 압력을 가하고 있다. 이러한 주변 여건에 따라 국내에서도 위안화의 평가절상 여부, 시기, 절상폭에 대한 관심이 높아지고 있다.

먼저 최근에 진행되고 있는 위안화 평가절상과 관련된 논의를 살펴보자. 2003년 6월 미국의 제조업 및 농업 분야의 82개 산업협회로 구성된 「Coalition for a Sound Dollar」는 중국, 일본, 한국을 비롯한 아시아 국가들이 수출경쟁력을 높이기 위해 자국의 통화가치를 저평가하고 있다고 비난하면서 미국 정부의 강력한 대응이 필요하다고 주문하였다. 이들은 특히 중국의 저렴한 상품이 미 제조업체를 해치며 실업자를 늘린다고 주장하면서, GATT 제15조 4항을 근거로 미 무역대표부(USTR)와 공동으로 중국의 환율조작이 미국 제조업계에 피해를 주고 있다는 탄원서를 WTO에 제출할 것이라고 위협하였다. John Snow 미 재무장관은 2003년 6월 16일 중국 정부가 위안화 환율을 보다 유연하게 만들려는 어떠한 계획도 지지한다고 발언하여 위안화 평가절상이 필요함을 시사하였다. 그는 9월초 중국을 방문하여 위안화 절상을 공식 요청한데 이어 10월 26일 G20 재무장관·중앙은행 총재 회담에서도 빠른 시일 안에 변동환율제도

를 도입할 것을 촉구하였다. 그는 또한 10월 30일 미국 상원에 『2003년 연간 환율보고서』(2003 Annual Foreign Exchange Report)를 보고 하는 자리에서 2003년 상반기 중 Omnibus Trade and Competitiveness Act of 1988에 의거할 때 환율 조작국가로 지목할 교역 상대국은 없으나 페그제는 중국에게 적합하지 못한 제도로서 수정되어야 하며, 중국은 환율 신축성에서 리더십을 보이고 무역과 자본 이동 장벽을 축소해야 한다고 증언하였다. 그린스펀(Greenspan) 미국 연방준비제도 의장도 2003년 7월 “중국이 달러 페그제를 고수할 경우 국내경제가 위태롭게 될 것”이라고 경고하여 위안화 절상이 필요함을 지적한 바 있다. 미국의 정치권에서도 위안화 문제를 심각하게 보고 있다. 9월 초 몇몇 상원의원과 하원의원은 위안화가 절상되지 않을 경우 중국에 보복관세를 부과하는 내용의 법안을 제출한 바 있는데 2004년 대선을 앞두고 제조업계, 행정부, 의회 등으로부터 위안화 절상을 요구하는 목소리가 더 커질 것으로 예상된다.

위안화 환율을 문제시하는 시각은 미국에만 국한된 것이 아니다. 일본도 2003년 7월 1일 발간된 2002년 『통상백서』에서 중국이 위안화 저평가에 의하여 디플레이션 압력을 해외로 수출한다고 비난하면서 위안화 절상이 필요하다고 촉구하였다. Masajuro Shiokawa 재무장관은 8월 하순 ASEAN 정상회담에서 “중국은 위안화 환율을 시장 참가자에게 맡겨야 한다”고 주장한 바 있다.

유럽은 위안화를 절상하지 않으면 세계 통화가치 불균형에 따른 부담, 특히 미국의 경상수지 적자를 시정하는 데 있어서 유로화가 과도한 부담을 떠안게 되며 유로화 강세는 유럽과 세계경제 회복을 지체시킬 것이라고 우려하고 있다. 유로화는 2001년 10월 이후 2년간 달러화에 대해 30% 이상 절상되었으며 유럽은 아직도 경기침체가 지속되고 있고 회복이 불투명한 상태이다. 이렇게 위안화 저평가

를 문제시하는 의견에 동참하여 EU도 미국과 함께 긴급수입제한조치 safe guard 발동과 관세인상 등을 고려하고 있다. 여러 선진국들의 위안화 저평가에 대한 우려가 결집되어 표출된 대표적인 경우가 2003년 9월 20일의 두바이 G7 재무장관·중앙은행 총재회담의 공동선언문이다. 공동선언문은 표면적으로는 “시장이 환율을 결정”해야 하며 환율의 신축성 제고가 필요하다는 원론적 내용이었으나 실제로는 위안화가 제일 중요한 대상이었음은 주지의 사실이다. 하지만 공동선언문 발표 이후 엔화를 비롯한 아시아 국가의 통화는 큰 폭으로 절상되었으나 중국 위안화 환율은 요지부동이었다.

위안화 환율이 문제라는 시각은 각종 국제기구나 주요 투자은행들 사이에서도 찾아볼 수 있다. IMF도 2003년 9월에 발간된 *World Economic Outlook*에서 아시아 국가들은 자국통화 절상억제를 위한 외환시장 개입을 자제해야 하며, 특히 중국은 점진적으로 환율의 신축성을 제고시키는 방향으로 전환해야 한다고 주장하였다. IMF는 내부적으로 위안화 환율의 신축성을 제고할 필요가 있다는 입장이나 의견 개진에 있어 조심스러운 입장을 견지하고 있다. 이런 태도는 최근(2003년 11월 18일)에 위안화가 실제로 크게 저평가되었다는 증거가 불충분하다는 공식 입장 표명에서도 드러난다.

이러한 국제적인 위안화 절상압력에 대한 중국 입장은 “환율 및 자본통제 관련 제도를 급격히 변화시킬 이유가 없다”라는 Zhou Xiaochuan 중국인민은행 총재의 2003년 9월 21일 발표에서 읽을 수 있다. 그는 “장기적으로는 항상 새로운 변화를 추구한다.”고 하여 변화 가능성을 열어 놓았으나, 구체적인 계획이나 시간 테이블은 언급을 회피하였다.

위안화 평가절상의 필요성에 대해서 일률적인 입장만 있는 것은 아니며 국제금융시장 참가자들이나 학계에서도 찬반 견해가 엇갈리

고 있다. 평가절상 여부에 대해서도 완만한 소폭 절상, 중장기에 걸친 급격한 절상으로부터 자유변동환율제도로의 이행 등 다양한 가능성이 제시되고 있으나 이에 대한 정치한 연구는 아직 발견하기 어렵다. 대부분의 기존연구는 위안화의 평가절상 가능성에 대해 다소 주관적이며 저널리스트틱한 판단에 기초하고 있으며 객관적이고 체계적인 분석은 미흡하다 (Edwards(2003), Goldman Sachs (2003), Hu(2003), Lehman Brothers (2003), Morgan Stanley(2003)). 국내에서도 LG경제연구원(2003), 삼성경제연구소(2003), 한국은행(2003년 7월, 9월) 등의 연구가 있으나 해외 동향을 소개하는 데 그치거나 이론적으로나 실증적으로 위안화가 저평가되어 있는지, 그 정도는 어느 정도인가에 대한 연구에 기초해 미래를 전망하지는 못하였다.

이에 비하여 본 연구는 이론모형과 실증분석뿐만 아니라 이해 당사국의 정치·경제적 입장 등을 고려하여 중국 위안화의 평가절상 여부 및 절상정도를 전망하였다. 본 연구는 실증분석과 더불어 주요 국제금융시장 참가자, 국제금융기구, 각국 정부의 견해를 개관하고, 중국 내부의 정치·경제적 이해관계 등을 종합적으로 판단함으로써 주관적 판단의 자의성과 과학적 분석의 비현실성을 보완하고자 하였다. 중국 수출구조가 우리나라와 유사해지면서 양국간의 수출경쟁이 치열해지고 있고, 위안화 환율이 우리나라 수출과 경제에 미치는 영향이 점점 증대되고 있다. 본 연구는 이 점을 감안하여 우리나라 수출의 위안화에 대한 민감도를 계량적으로 추정하고, 이를 바탕으로 위안화 평가절상에 대비한 정책적 대응방안 및 기업의 경영전략 등에 관한 시사점을 도출하고자 하였다.

논문의 구성은 다음과 같다. 제2장에서는 위안화와 관련한 미국 등 주요 당사자들의 입장과 절상압력을 가하는 경제적·정치적 동

기를 좀 더 자세히 살펴보고, 제3장에서는 중국의 현행 환율제도를 개관하고 각종 환율결정 이론에 입각하여 위안화 저평가 정도를 추정한다. 제4장에서는 환율절상, 환율제도의 변경 등과 관련된 중국의 득실을 살펴보고, 이를 바탕으로 중국이 어떤 식으로 대응할 것이며 위안화 환율은 어떻게 될지를 예측한다. 제5장에서는 우리나라 수출의 중국 위안화에 대한 민감도를 추정하며, 수출 외의 분야에 대한 영향을 간단히 살펴보고 이로부터 바람직한 대응방안을 제시한다.





---

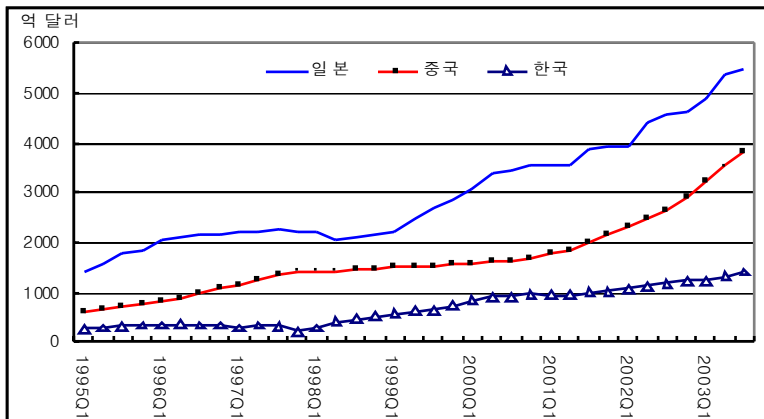
## 제2장 주요 관련 당사자들의 입장

---



이 장에서는 위안화의 저평가 논란과 관련된 각국의 입장, 국제 금융시장 참가자 등의 의견을 보다 상세히 살펴봄으로써 추후 위안화 절상 가능성과 폭, 환율제도의 변경 가능성을 전망하는데 참고로 삼고자 한다. 크게 보아 미국은 자국의 무역수지 적자와 경기침체를 해결하기 위한 방안으로, 일본은 디플레이션과 유동성 함정에서 벗어나기 위하여, 유럽은 달러 약세의 부담을 과도하게 지고 있다는 판단아래 위안화의 절상압력을 가하고 있다. 미국, 일본, 유럽은 공히 중국과의 교역에서 무역적자를 기록하고 있으며 장기에 걸쳐 경기회복이 지연되고 있어 자국 통화가치의 절하가 요망되는 상황이다.

<그림 1> 중국, 일본, 한국의 외환보유고 추이



주 : 금을 제외한 금액임.

자료 : IMF, *International Financial Statistics*.

일반적으로 미국이나 EU권에서는 <그림 1>에서 볼 수 있는 중국, 한국, 일본의 빠른 외환보유고 축적이 대부분 외환시장에 개입

하여 달러화를 매입한 결과로 보는 시각이 많다. 특히 중국과 한국의 경우 외환보유고가 절대치로는 일본보다 낮으나 달러표시 GDP 대비 비율이 25%를 상회하여 일본의 약 10%에 비하여 월등히 높은 편인데 이는 위안화 절상이 이루어지면 원화에 대한 외부의 절상압력이 고조될 것임을 시사해준다.

## 1. 미국의 입장

### 가. 경제적 고려

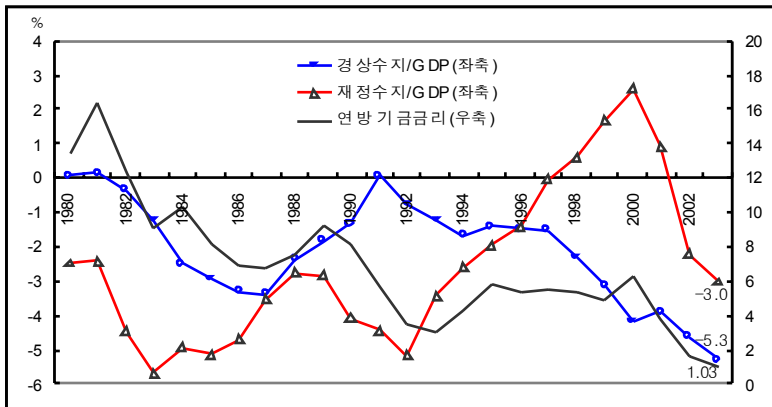
미국은 팽창 재정정책이나 금융정책에 의하여 경기회복을 도모할 여력이 별로 없다. 미국의 재정수지는 1997년 균형을 회복한 후 한 동안 흑자를 기록하였으나 2002년 GDP의 2.2% 적자로 반전된 후 2003년 2/4분기 3.0%에 이르러 확대되는 추세를 지속하고 있다. 미국의 목표금리인 연방기금금리도 2003년 8월말 현재 1.03%로 1949년 이래 최저수준에 달해 있다.

이와 같이 팽창 재정정책이나 금융정책에 의해 경기를 조절할 수 있는 여지가 많지 않아 부시 행정부는 달러약세로 경기를 부양시키려는 유인이 매우 강하다. 미 상무부 US Department of Commerce에 따르면 2003년 2/4분기의 3.3%에 이어 3/4분기 7.2%로 예상을 훨씬 초과한 고성장을 기록했으나, 일자리 창출은 아직 저조하며 경기가 본격 회복될지는 더 지켜봐야 하는 입장이다.

이보다 더 심각한 문제는 국제수지 불균형이다. 미국의 경상수지 적자는 2000년 GDP의 4.2%로 사상 최대치를 기록한 이후 2002년 4.6%, 2003년 상반기 5.3%를 기록하여 지속가능한 sustainable 수준을 넘어선 것으로 평가되고 있다(<그림 2> 참조). 또한 미국은 단일국

가로는 중국의 최대 수출시장임과 동시에 최대 수입시장이나 중국과의 교역에서 최대의 무역적자를 기록하고 있으며 여타 아시아 국가와의 무역적자도 매우 커서 위안화를 비롯한 아시아 통화의 절상에 의해 무역적자를 줄여야 할 필요가 있다. <그림 3>에서 보듯이 미국의 대중 무역수지 적자는 2002년 1,031억 달러로 전체 무역적자의 22%에 달했으며, 2003년 1~5월에도 전체 적자의 21%인 440억 달러를 기록하였다. 이 밖에 2002년 미국은 일본과 약 700억 달러, 대만, 말레이시아, 한국과는 각각 130~140억 달러의 무역적자를 기록하여 아시아 국가와의 무역적자가 전체 무역적자의 절반에 근접하고 있다.

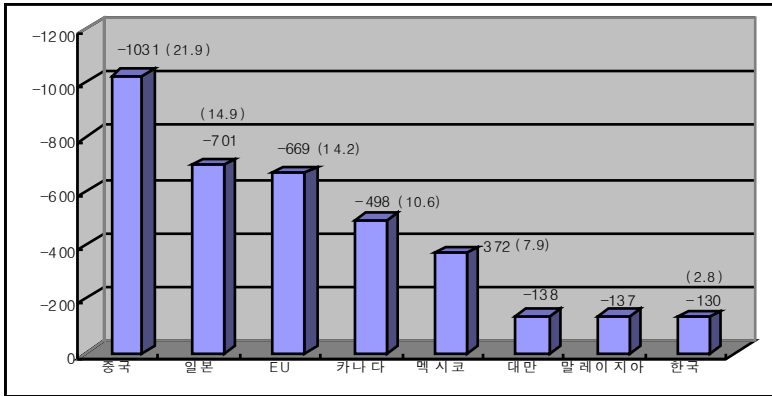
<그림 2> 미국의 쌍둥이 적자와 저금리



주 : 2003년 경상수지와 재정수지는 2/4분기, 연방기금금리는 8월말 기준임.  
 자료 : IMF, *International Financial Statistics*.

### <그림 3> 미국의 국별 무역수지 적자 - 2002년

(단위 : 억 달러, %)



주 : 괄호 안은 미국 전체 무역수지 적자에서 각국이 차지하는 비(%)임.  
 자료 : IMF, *Direction of Trade*

위안화 환율의 미국경제에 대한 영향에 비추어 볼 때 위안화 자체도 중요하지만 다른 아시아 통화의 절상을 촉진하는 촉매제 catalyst 역할을 할 수 있다는 점에서 의의가 더 크다. 중국과 직접 경쟁하는 아시아 국가들이 위안화가 절상되지 않을 경우 자국 통화를 절상하려 하지 않을 것이기 때문에 위안화의 절상 없이는 미국 무역수지 적자를 시정하는 데 필요한 아시아 통화의 절상을 기대하기 어렵다. 따라서 미국은 위안화 절상이 아시아 통화 절상을 촉진하는 역할을 할 것이라고 기대하고 있다. 즉, 미국의 대중 무역적자는 미국 전체 무역적자의 절반을 차지하는 아시아 국가들과의 무역적자 문제를 상징적으로 대변하는 것이다.<sup>1)</sup>

1) 위안화의 절상이 다른 아시아 통화까지 변동의 촉매제 역할을 할 것이라는 한 이론적 근거는 Huh and Kasa(2001)에서 찾아 볼 수 있다. 이 논문은 1994년 위안화 절하가 아시아 지역 수출 경쟁국들의 경쟁적 평가절하(competitive devaluation) 압력을 가

실제로 미국 국제경제연구소(III)의 Goldstein and Lardy(2003)의 연구결과에 따르면 5,500억 달러로 예상되는 2003년의 미국의 경상수지 적자를 지속가능한 수준인 3,000억 달러로 줄이기 위해서는 실질실효환율이 25% 정도 절하될 필요가 있다. 예를 들어 위안화가 20% 절상되고 이에 따라 일본과 아시아의 통화가치가 10% 절상되는 경우 미 달러화 실질실효환율을 5% 절하시키며 미국의 경상수지는 500억 달러 개선효과가 있는데, 이를 위안화 단독 절상으로 달성하려면 위안화가 50%나 절상되어야 한다.

Goldstein은 2003년 10월 1일 미 하원 증언에서 전반적 국제수지 균형조건을 고려할 때 위안화는 15~25% 저평가되었으며, 미국 입장에서 2단계 개혁을 요구하는 것이 보다 현실적이라고 주장하였다. 이러한 Goldstein의 2단계 개혁론은 의회와 미국 내에서 설득력을 얻어 있어 향후 미국의 위안화 절상압력이 어떻게 전개될 것인지를 가늠하게 해주는 중요한 단서가 된다. 구체적으로 1단계에서는 우선 위안화를 15~25% 절상한 후, 환율변동 밴드를 5~7%로 확대하고, 달러 페그제로부터 달러, 유로, 엔화의 3국 복수통화 바스켓 페그로 전환한다는 것이 주된 내용이다. 복수통화 바스켓에서는 각 통화의 가중치를 1/3로 동일하게 부여하는 것을 제안하고 있다. 이런 1단계 조치만으로도 위안화 저평가가 해소되어 투기적 자본유입과 외환보유고 축적 억제, 해외로부터의 보호주의 압력 완화, 일본 및 아시아 통화의 절상여지 확대, 전반적인 실질실효환율 안정 등에 기여할 것으로 기대된다는 것이 그의 주장이다. 2단계에서는 상당한 정도의 자본유출을 허용해도 될 정도로 국내금융부문이 개혁되고

---

저와 1997년 ASEAN 통화들의 동시적 절하를 초래한 궁극적 계기가 됐다는 해석을 하고 있다. 만약 위안화가 절상되면 아시아 경쟁국들은 수출품의 상대적 가격경쟁력에 대한 우려가 없어지는 반면 자국통화 절상에 따른 국내물가 안정 등의 혜택을 기대할 수 있기 때문에 절상할 인센티브가 높아진다고 하겠다.

건전화된 이후 관리변동환율제도를 채택하도록 제안하고 있다.

미국의 악화된 경상수지 적자를 해소하기 위한 달러약세 정책에 문제가 없는 것은 아니다. 지나친 달러약세는 자본유출, 주가하락, 주택시장 붕괴 등의 부작용을 초래할 것이므로 미국도 원하지 않는 결과이다. 1985년 플라자 합의 이후 달러약세는 자본유출을 초래하고 주가를 하락시킨 바 있다. 더욱이 중국을 비롯한 아시아 국가가 미국 재무성 채권을 매도할 경우 달러가치가 폭락하고 미 채권 가격이 하락하여 금리가 상승할 우려도 무시할 수 없다. 아시아 국가, 주로 중국과 일본의 미 채권 순매입은 2003년 상반기에만 1,600억 달러에 달한 것으로 추정되는데, 이 점이 미국 스스로 경상수지 적자 감축을 위한 특별한 대책을 세우지 않는 이유 중의 하나인 것으로 보인다. 아시아 국가의 미국 채권 매입이 저금리를 유지하고 미국의 내수를 진작시키며 주택가격 상승을 유지시켜 주고 있는데, 미국채 매입을 줄인다면 금리상승으로 주택가격이 붕괴될 우려가 있다. 따라서 미국 입장에서도 위안화 변동폭을 확대하여 점진적 절상을 허용하는 것이 최선의 기대치일 것으로 예상된다. 이러한 여러 가지 상황을 고려할 때 미국은 자본유출과 금융시장 혼란을 막기 위하여 계속 강한 달러를 지지한다고 표명하는 한편, 위안화를 비롯한 아시아 국가통화에 대한 절상압력을 지속할 것으로 예상된다.

#### 나. 정치적 고려

전통적으로 대선을 앞두고 정치 쟁점화하기에 가장 용이한 이슈가 국제교역이 국내에 미치는 부정적인 영향이다. 예를 들어 1992년 대선에서 여러 후보들이 NAFTA 비준에 따른 국내 제조업의 공동화를 쟁점화했었다. 주요 교역국의 불공정 행위가 미국 국내에



미치는 부정적인 영향은 2004년 대선을 앞두고 벌써 정치쟁점화되고 있다. 특히 노조의 지지를 기반으로 하는 민주당의 대통령 후보군과 의회 지도자들은 중국과의 무역역조가 일자리 해외유출을 조장하고 있다고 정치쟁점화하면서 공화당 정부를 공방하기 시작했다. 미국경제의 회복세가 본격화되고 있음에도 불구하고 2년 이상 지속적으로 악화되었던 고용상황의 개선조짐이 미미한데 대선을 앞두고 고용부진은 선거의 경제쟁점으로 부각될 가능성이 높다. 민주당뿐만 아니라 부시의 핵심 지지세력이며 대선에서 막강한 영향력을 가지고 있는 제조업체가 달러약세를 줄기차게 주장하고 있어 대선을 앞둔 2004년에는 환율절상 압력이 강해질 것으로 예상된다. 대통령의 재선을 위해서는 어떠한 희생을 감수하고서라도 유권자들에 영합해야 하는 부시의 입장을 감안하면 위안화는 미국 국내정치 의 희생양이 될 가능성이 크다.

2003년 11월 18일 미국 정부가 중국산 섬유 3개 품목에 대하여 수입증가를 제한하는 긴급 수입쿼터를 부과한 것이 통상문제가 정치문제로 되어 가는 것을 보여주는 좋은 예이다. 미국 정부의 이러한 움직임은 향후 무역전쟁을 불러올 것이라는 우려를 자아내 조치 발표 직후 1유로당 달러환율이 1.175에서 1.195까지 올라가며 달러화 가치가 약 6개월만 최저치를 기록하였는데, 그 이후 최근까지 달러 약세추세가 지속되고 있으며 12월 중순에는 1유로당 1.23 달러까지 떨어졌다. 하지만 미국 내에서도 정치적 목적의 반자유무역 정서가 확산되는 것을 우려하는 목소리가 심상치 않다. 그린스펜 의장은 정부조치 발표 직후 워싱턴에서 열린 Cato Institute-Economist 지 공동 세미나에서 통상문제의 정치화와 관련된 ‘점진적 보호무역주의(creeping protectionism)’에 대해 경고의 목소리를 높였다.

어떻게 보면 환율과 관련해 현 공화당 행정부가 위안화에 대해

문제를 제기하고 있으나 과거에 비해 보다 유화적인 접근 방법을 따르고 있는 측면도 있다. 일례로 최근 미 재무부가 중국을 공식 환율 조작국에 포함시키지 않았던 것과 같은 접근방식은 1985년 Plaza합의 때와는 대비된다. 당시 베이커 Baker 재무장관은 달러 약세가 아니면 미국의 보호무역주의 조치 감수리는 극단적 선택을 제시하였다. 미국을 제외한 G7 회원국들은 선택의 여지가 없었고 따라서 미국이 제안한 환율의 대폭 재평가를 감수하게 되었다. 그 결과 1985년 봄에 달러당 250엔 수준이었던 엔/달러 환율이 이듬해 여름에는 달러당 150엔으로 급락하였다. 이와 비교해 2003년 9월 말 G7 공동발표문이 효과가 컸던 것은 아시아지역 통화를 대상으로 하는 실질적 절상요구에 미국 이외의 기타 국가들, 특히 일본이 공식적으로 동조하였기 때문으로 보여진다. 이 발표문이 나온 직후 <그림 4>에서 볼 수 있듯이 위안화의 향후 절상 가능성에 대한 기대가 일시적으로 큰 폭으로 높아지기도 하였다.

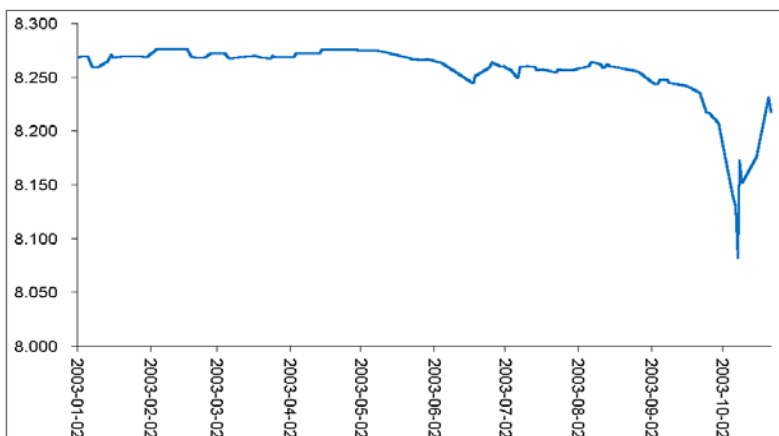
그러나 미국 내에서도 Krugman, Roach, Mundell을 비롯한 여러 경제 전문가와 기업들 간에는 위안화의 빠른 조정을 바라지 않는 의견도 만만치 않다. 경제 전문가들의 보도에 따르면 미국의 다국적 기업 multinational businesses 들은 그 동안 중국에 엄청난 FDI 투자를 통해 생산기지를 구축했는데, 중국에 진출한 이 기업들은 달러화(아울러 이에 페그된 위안화) 약세로 이익향상을 경험하고 있다고 한다.<sup>2)</sup> 또한 우리에게 중요한 현안 문제인 북핵문제의 해결을 위해서 미국은 중국의 협조가 필요하기 때문에 위안화의 대폭적인 절상 압력을 가하는데 제약요인으로 작용하고 있는 것으로 보인다. 덧붙여 2003년 12월초 중국의 원자바오 총리의 미국 방문중 미국이 대

---

2) Financial Times, "Slide in US dollar, the Secret behind Big Earnings Growth", 2003. 10. 20.

만문제에 관한 중국 입장을 전례없는 강도로 지지를 표명한 것도 향후 위안화 문제에 영향을 끼칠 수 있는데 미국의 이러한 정치적 양보에 중국은 환율문제 등 경제적인 면에서의 양보를 통해 화답할 가능성이 크다.

<그림 4> NDF 시장에서의 3개월 선물 위안화 환율 추이

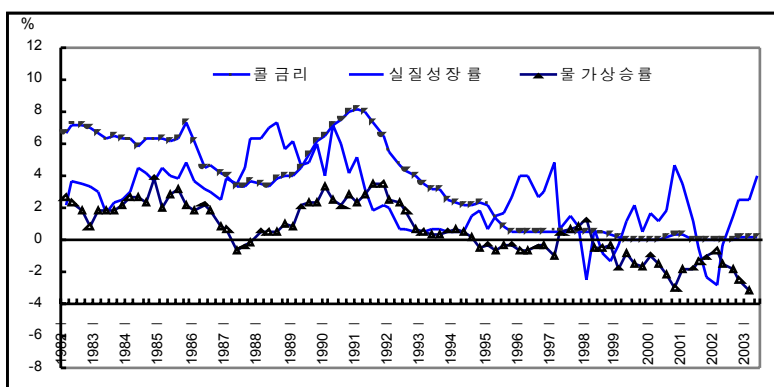


## 2. 일본의 입장

일본은 장기 침체에 빠진 일본 경제의 유일한 활력소인 수출 경쟁력의 유지뿐만 아니라 디플레이션과 0% 이자율의 유동성 함정을 벗어나기 위해 엔화 약세정책에 의존할 필요가 있다(<그림 5> 참조). 0% 금리와 국가채무의 누적으로 팽창 금융정책이나 재정정책의 여지가 별로 없어 달러 매입으로 엔 약세를 유도하여 물가상승, 즉 리플레이션을 촉발할 필요가 있는데 중국이 위안화를 저평가하여 디플레이션을 확산시키고 있다고 비난하고 있다. 2003년 7월 1

일 발간된 2002년 『통상백서』에서 중국이 위안화 저평가에 의해 디플레이션 압력을 해외로 수출한다고 비난하면서 위안화 절상이 필요하다 고 촉구하였으며, Masajuro Shiokawa 재무장관은 8월 하순 ASEAN 정상회담에서 “중국은 위안화 환율을 시장 참가자에게 맡겨야한다”고 주장한 바 있다.

<그림 5> 일본의 물가상승률, 이자율, 경제성장률 추이



주 : 물가상승률은 GDP 디플레이터의 전년 동분기 대비 변화율임.

자료 : IMF, *International Financial Statistics*.

일본은 2003년 2/4분기 3.9%의 높은 성장률을 기록하였고, J. P. Morgan이 2004년 성장률 전망을 1%에서 2.6%로 상향조정하는 등 경기회복 조짐이 나타나고 있으나 2/4분기 성장내용은 매우 취약하다. 성장의 대부분은 20%나 증가한 자본지출에 힘입은 바 크며, 자본재 가격 하락으로 자본재 물량이 증가한 것으로 나타나는 통계적 인위성에 기인한 바도 크다. 미국도 일본의 딜레마를 이해하고 있으며 일본의 경기회복이 자국의 경기회복에 기여한다는 기대 하에 일본의 디플레이션 극복을 적극 지지하는 입장이다. 하지만 일본은 환

을지지를 목적으로 적극적으로 외환시장에 개입하고 있다는 혐의로부터 자유롭지 못하다. <그림 1>에서 보았듯이 일본의 정책당국이 외환시장에 개입하여 달러화를 대규모로 매수한 것이 일본의 외환보유고 급등을 초래한 주된 원인이다. 따라서 중국의 입장에서는 일본의 위안화 환율 절상요구에 대해 냉소적인 시각을 가질 것으로 보인다.

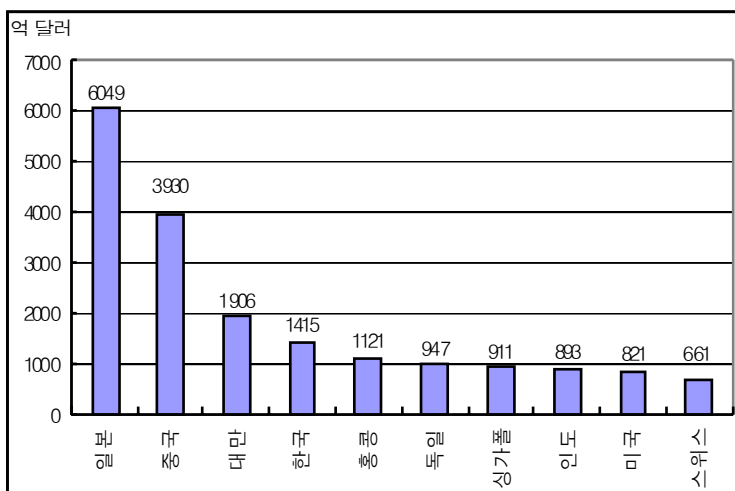
### 3. 국제기관

#### 가. IMF

IMF는 2003년 9월 발간된 *World Economic Outlook*에서 중국은 점진적으로 환율의 신축성을 제고시키는 방향으로 전환해야 한다고 권고하였다. 아울러 2001년까지 아시아 국가의 외환보유고 축적은 경제근본요인과 합치하였으나 2002년 이후부터는 과도하게 축적되었는데 이는 자국통화 절상 억제를 위한 외환시장개입과 이에 따른 환율 경직성을 반영하는 것이라고 지적하였다(<그림 6> 참조). 환율 경직성은 국내외 이자율 차이가 있음을 감안하면 일방적 투기심리 자극, 금리차익을 겨냥한 자본유입, 기업의 환위험 노출 증가 등을 초래하여 위기 가능성을 오히려 증대시킨다는 것이 IMF의 견해이다. 저평가된 환율은 소비위축, 국내투자위축, 해외충격에 의 과다노출 등의 부작용을 초래함으로써 성장과 복지를 저해한다고 보고 있다. 또한 현재 지속 불가능한 미국 경상수지 적자문제를 완화하는데 있어서 아시아 국가는 환율신축성을 제고시켜 다른 지역 국가의 과중한 부담을 공유해야 한다고 권고하였다. 따라서 아시아 국가는 외환시장 개입을 자제해야 하며, 중국은 점진적으로 환율

신축성을 제고시키는 방향으로 전환해야 한다는 것이다. 이러한 환율 신축성 제고는 해외 성장요인에 대한 의존도를 낮추고 국내 성장요인을 강화하며, 외환보유고의 기회비용 감소, 내국인의 소비기회 확장 등을 통하여 위기발생 가능성을 낮추고 세계적 무역 불균형을 시정하는데 기여하는 긍정적 효과가 있다고 주장하였다.

<그림 6> 외환보유고 상위 10대 국가



주 : 2003년 9월말 기준으로 금을 포함한 금액임.

자료 : 한국은행, 보도자료, 2003년 10월 및 IMF *International Financial Statistics*.

IMF는 내부적으로 위안화 환율 신축성 제고가 필요하다는 입장이나 절상이 반드시 필요하다는 입장은 아닌 것으로 보인다. 이러한 입장은 2003년 11월 18일 위안화가 실제로 크게 저평가되었다는 증거가 불충분하다고 공식 입장을 표명하면서도 확인된다. 또한 중국의 자본시장 개방이나 변동환율제도로의 이행은 아직 시기상조이며

점진적으로 신중하게 추진되어야 한다는 입장이다. 자본시장 개방이 진전됨에 따라 통화정책의 독립성을 확보하고 자본거래 충격을 흡수할 수 있는 능력을 배양하기 위해 환율의 신축성을 제고해야 하는데, 이는 외환시장 인프라 개선, 환위험 관리능력 제고, 통화시스템의 발전 등과 보조를 맞춰 점진적으로 추진되어야 한다는 것이다(Rodlauer, 2001).

#### 나. 신용평가기관, 국제금융기관 및 언론

국제 신용평가기관들 간에는 위안화 절상과 자본통제 제거의 효과에 대해 의견이 엇갈리고 있다(New York Times, 2003. 9. 6). S&P의 경우 위안화 절상과 자본통제 제거는 중국의 국가신용등급을 저하시킬 것이라고 중국입장에 동조하는 반면, Moody's와 Fitch는 위안화의 절상자체는 중국의 국가 신용등급을 해치지 않을 것이라고 언급하였다. 다만, 자본통제의 제거는 위험하므로 중국이 이를 단행하지는 않을 것이라고 전망하고 있다.

Lehman Brothers, Morgan Stanley, HSBC 등 국제금융기관들은 미국 경상수지 적자확대와 디플레이션은 저평가된 위안화 환율 때문이 아니며 중국은 환율변동을 감내할 만한 능력이 없다고 지적하며 위안화 절상 혹은 환율제도 변경에 반대하는 입장을 표명하고 있다. 아울러 위안화 절상시 중국의 실업문제가 심화될 것이며 부채-디플레이션debt-deflation에 빠질 위험이 있다고 경고하였다. 이들은 또한 중국의 무역흑자는 위안화 저평가 때문이 아니라 저렴한 노동, 기술, 인적자본, 개혁의지 등에 기인한다고 주장한다. 특히 Morgan Stanley의 Chief Economist인 Roach는 국제적인 위안화 절상압력에 대해 미국의 경상수지 적자는 민간저축을 초과하는 과도한 소비,

재정적자 등 미국 내부요인에 기인함에도 불구하고 위안화의 저평가 등 그 원인을 해외로 돌리고 있다고 비판하고 있다.

반면에 *Financial Times*(2003년 2월 3일, 6월 2일), *Economist*(2003년 2월 15일) 등은 사실에서 중국의 무역수지 흑자는 저평가된 위안화 환율 덕분으로 위안화 절상이 필요하며, 엔화와 기타 아시아 통화도 절상될 필요가 있다고 주장하고 있다. 이들은 위안화를 절상한 후, 부실은행 정리, 금융자유화, 자본통제 제거의 순서를 거쳐 자유변동환율제도로 이행할 것을 주문하고 있다.

#### 4. 학계의 이론적 논의

이 절에서는 저명한 국제경제 학자들이 논문이나 신문 기고문 등을 통해 개진한 위안화 환율에 대한 의견을 살펴보고자 한다. 정도의 차이는 있으나 대부분의 전문가들은 대체로 빠른 환율변동에 반대하는 입장인 것으로 보인다.

먼저 노벨경제학상을 수상한 먼델Mundell은 지난 7월 일본 방문중 위안화의 평가절상은 합리적이지 못한 발상이며 평가절상될 경우 중국 디플레이션 문제가 심화될 것이라고 주장하면서 중국은 위안화 절상압력에 굳건히 버텨야 한다고 말했다. 아울러 1985년 플라자 합의 후 엔화절상과 버블이 초래되었는데 중국도 위안화를 절상하면 일본의 전철을 밟을 가능성이 있어 중국과 세계경제 모두에게 해롭다고 경고하였다(한국은행, 2003년 7월).

미국 UC Berkeley의 Eichengreen 교수는 *Economist*(2003년 8월 13일자)에서 중국은 한국, 태국 등과는 달리 자본통제로 인해 역외차입이 제한되어 있으므로 금융위기 발생우려는 과장된 것이라고 주장하고 자본통제는 계속 유지하고, 그 대신 “위기에 처하여 급속



히 서둘러 할 것이 아니라 명예롭게” 고정환율제도를 탈피하라고 권고하였는데 이는 점진적인 방식에 의한 변동환율제도로의 이행을 의미한다.

미국 UCLA의 Edwards 교수는 2003년 8월 11일 *Financial Times* 기고문에서 중국이 환율 페그를 포기하는 것은 판도라의 상자를 여는 것과 같으며 세계경제를 더욱 악화시킬 것이라고 주장하였다. 그는 중국의 금융부문, 특히 은행이 취약하기 때문에 페그를 포기하면 환율이 매우 불안정해질 것이며, 헤지 수단의 부재로 인하여 지방기업은 환위험에 과도하게 노출되고 일부 국영기업은 도산할 것이라고 보고 있다. 이러한 상황에서 위안화는 진정한 변동환율이 될 수 없으며 오히려 ‘Fear of Floating’으로 인하여 외환당국이 예측하기 어려운 변동스러운 방법으로 외환시장에 개입하게 될 개연성이 높다고 주장하였다. 위안화 실질환율이 저평가된 것은 사실이나 명목환율의 조정은 대외불균형을 시정하는 한 가지 수단에 불과할 뿐 최선의 수단도 아니며, 따라서 균형환율 수준자체를 변화시키는 것이 더 바람직한 정책이라는 것이 그의 주장이다. 환율문제를 푸는 해법으로 비관세장벽의 제거, 관세의 대폭 인하 등 무역개방 조치에 의해 수입을 증가시켜 무역흑자와 환율절상 압력을 완화시키는 방안을 권고하면서 이러한 방안은 중국 소비자의 생활수준 향상, 환율 절상압력 완화, 글로벌 무역불균형의 근본적이고 장기적인 시정 등 긍정적 효과를 가져올 것이며, 더욱이 중국이 환율절상 요구를 수용하지 않을 것이 분명해지므로 핫머니 유입과 외환보유고 축적도 감소할 것이라고 주장하였다. 아울러 환율제도의 변경은 은행 증자, 부실채권 정리, 국영기업 부채동결 등에서 실질적인 진전이 있을 경우에만 고려할 것을 주문하였다.

미국 IIE의 Goldstein은 2003년 10월 1일 미하원 증언을 통해 2

단계 개혁이 바람직하다고 주장하였으나 중국이 당장 변동환율제도를 채택하는 것은 위험하며 변동환율제도로의 이행이나 자본시장 개방은 장기에서나 의미있는 조언이라고 지적하였다. 그는 중국의 국내금융이 취약하기 때문에 대규모 자본유출의 위험이 있으며 나쁜 뉴스bad news가 퍼질 시 대폭 절하가 우려되므로 현재 상황에서 변동환율제도의 채택이나 자본자유화 권고는 부적절하다고 보았다. 당장 환율을 변동시키기보다는 자본통제가 상당부분 제거된 후에 환율을 자유 변동케 해야 하며, 취약한 은행부문을 감안할 때 빅뱅은 아주 위험한 선택이라는 경고를 덧붙였다.

Stanford 대학교수인 McKinnon and Schnabl(2003년 10월)은 중국이 1997년 아시아 외환위기 발생시 경쟁적인 환율절하에도 불구하고 페그를 유지함으로써 아시아의 금융과 경기안정에 크게 기여했다고 평가하였다. 그들은 1달러당 8.3위안을 장기 균형환율로 간주하고 자본 유출입에도 불구하고 영구적으로 이 수준을 절대로 바꾸지 않을 것이라고 공식적으로 선포함과 동시에 환율의 신축성을 제고시킬 것이라는 언급을 절대적으로 자제할 것을 권고하기까지 하였다. 자본통제가 완화되면 달러당 8.3위안을 중심환율로 완만한 변동밴드를 허용하는 것은 적절하나 중심환율 자체는 절대 변화되지 않을 것이라는 점을 확실히 이해시켜야 한다고 주장했다. 그들은 동시에 환율제도 변경의 대안으로 수입장벽 철폐, 수출유인제도 폐지 등에 의하여 경상수지 흑자를 줄이고 FDI 대신 국내주식 및 채권발행에 의하여 자금을 조달하는 방안을 제안했다. 중국은 현재 ‘상충된 장점conflicted virtue’의 문제에 직면하여 있어 한번 위안화를 절상하면 일본과 같이 일련의 디플레이션 과정을 통해 결국 금리가 영인 유동성함정에 빠지게 될 것이라고 경고하였다. 상충된 장점의 문제는 외화 채권국이 자국통화로 대출할 수 없는 경우에 발생하는

문제로서 일본이 대표적인 예인데 높은 저축률 덕분에 경상수지 흑자가 지속되어 외환자산이 대량 축적되면 다음과 같은 딜레마에 봉착한다고 지적했다. 환율을 절상하지 않으면 해외로부터의 불공정한 무역흑자에 대한 비난과 환율 절상압력이 지속되고, 만약 환율을 절상하면 이자율이 0으로 하락하고 유동성함정에 빠진다는 것이다.

다시 말해 달러자산을 과잉보유(overhang)하고 있는 내국인은 절상을 기대하고 달러자산을 매각하고 자국자산을 매입하려 할 것이므로 절상압력이 강해진다. 이러한 상황에서 환율변동을 허용하면 절상 기대심리와 더불어 달러자산에 대한 환위험이 증가하여 달러자산 보유를 포기하고 자국자산을 선호하게 된다(음의 리스크 프리미엄). 달러자산을 보유하기 위해서는 미국 이자율이 상승해야 하나 이는 해외시장에서 주어지지 않으므로 자국자산을 보유하기 위해서는 자국자산의 이자율이 하락할 수밖에 없는데 위험에 노출된 이자율 평가설(covered interest parity)에 따르면 절상기대심리( $\hat{e} < 0$ )와 음의 리스크 프리미엄( $\rho < 0$ )으로 국내 이자율이 0으로 하락하게 된다.

$$i(\downarrow) = i^* + \hat{e}(\downarrow) + \rho(\downarrow) \quad (1)$$



---

## 제3장 중국의 환율제도와 위안화 저평가 정도

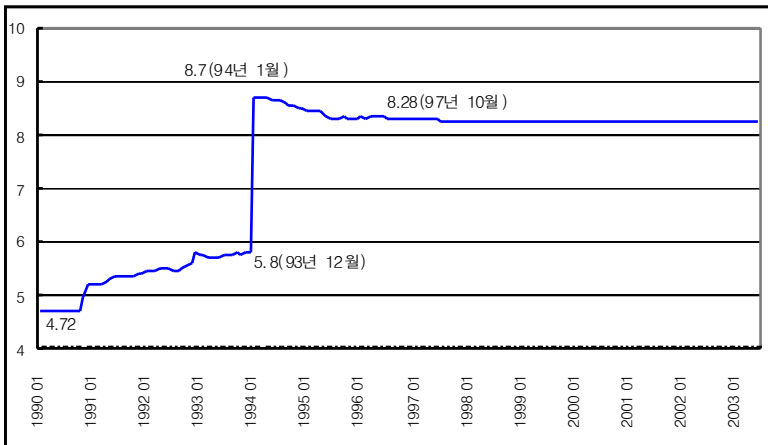
---



## 1. 중국의 환율제도

위안화의 저평가 정도를 추정하기에 앞서 중국의 환율제도를 개관하여 보기로 한다. 중국 환율제도는 1997년 이후 실질적으로 달러에 페그된 고정환율제도로 운용되고 있다. 1994년 1월 1일에 공식환율과 시장환율을 단일화한 직후 일일 환율 변동폭을 전일 종가의  $\pm 0.3\%$ 로 제한하는 관리변동환율제도를 채택하여, <그림 7>에서 볼 수 있듯이 1995년 5월까지 위안화 환율이 5% 정도 절상된 바 있다. 그러나 1997년 아시아의 외환위기 이후 사실상 de facto 고정환율제도로 회귀하여 달러 당 8.27~8.28 범위 내에서 미미하게 변동하고 있다.

<그림 7> 위안/달러 환율 추이



자료 : IMF, International Financial Statistics.

제도적으로 환율변동을 허용하고 있음에도 불구하고 위안화 환율

이 사실상 고정되어 있는 것은 중국의 외환관리 시스템, 외환시장개입, 및 자본통제 등이 복합적으로 작용하여 나타난 결과이다. 위안화 환율은 중앙은행인 중국인민은행이 전일 외환지정은행간에 거래된 환율을 가중평균하여 금일의 기준환율로 고시해 결정하고 있는데, 기업의 외환보유가 제한된 가운데 거래도 소수의 금융기관에 집중되어 있어 중국인민은행이 환율을 전적으로 통제할 수 있다. 은행간 외환거래의 주요 참가자를 보면 국유상업은행, 승인된 외자은행, 인민은행 등으로 국한되어 있으며 중국은행과 중앙은행간의 거래가 총거래액의 60% 이상을 차지할 정도로 집중되어 있다. 또한 기업과 수출업체는 반드시 외환수입을 외환지정은행을 통해 결제해야 하며 경상거래에 필요한 외화는 모두 은행에 신청하여 매입하도록 되어 있다.

중국은 1994년 이후 매년 경상수지 흑자를 기록하고 있으며 외국인직접투자에 따른 해외자본 유입으로 환율 절상압력이 상존하고 있으나 정책당국이 외환을 매입하고 외환매입에 따른 국내 통화증가 압력을 중화시킴으로써 환율안정을 도모하고 있다. 그 결과 중국의 외환보유고는 1993년말 212억 달러에서 2003년 9월말 3,889억 달러로 급증하여 일본에 이어 세계 2위의 외환보유고를 축적하게 되었다.

또한 자본통제 정책도 고정환율제도를 오랫동안 유지할 수 있게 하는 제도적 장치로 작용하고 있다. 불가능한 삼위일체impossible trinity 가설에 따르면 고정환율제도, 자본자유화, 통화정책의 독립성은 공존할 수 없다. 그러나 중국정부는 외국인 직접투자를 제외하고는 금융 및 자본시장을 통한 자본 유출입을 엄격히 통제함으로써 고정환율제도를 유지하면서 통화정책의 독립성을 확보하고 있다. 아울러 중국 기업과 일반인의 외환보유, 해외투자, 외화반출 등을 강력 규제하여 민간의 외환수요도 제한하고 있다. 대표적 수단



1994년에 도입된 외환 의무매각제도로써 이는 수출기업 등이 획득한 외환의 15%만 보유를 허용하고 나머지는 의무적으로 위안화로 태환케 하는 제도이다. 중국이 환율을 단일화하였던 1994년에는 외환보유고가 212억 달러에 불과하여 외환에 대한 강력한 통제가 불가피해 이 제도가 도입되었으나 외환보유고가 4,000억 달러에 근접하는 현재까지도 20~25%의 한도가 유지되고 있다.

## 2. 위안화 저평가 정도

환율의 저평가 정도를 추정하는 방법은 실로 다양하며, 추정방법에 따라 상이한 결론이 도출될 수 있다. 중국의 거시경제 변수에 대한 자료의 제약으로 인하여 거시경제모형 내에서 대내외 균형을 달성하게 하는 환율을 추정하기는 어렵다. 따라서 본 연구는 공식적으로 발표되는 자료만으로 추정이 가능한 구매력평가설(purchasing power parity: PPP)과 이자율평가설(interest rate parity theorem: IRPT)을 적용하여 위안화 명목환율의 저평가 여부와 저평가 정도를 추정하고자 한다. 무역장벽과 자본통제가 존재하는 상황에서 PPP와 IRPT는 한계점이 있을 수 있다. 그러나 본 연구의 목적이 이들 가설이 성립하는지 여부를 검정하는 것이 아니고, 저평가 정도를 판단하는 한 기준을 제시하는 데 있으므로 이 둘을 적용하여 저평가 정도를 추정하고 추정결과를 다른 연구와 비교하여 본다.

### 가. 구매력평가설

구매력평가설은 장기적인 환율의 고평가 여부와 정도를 판단하는데 활용될 수 있다. 절대적 구매력평가설은 아래의 식(2)로 표현된

다. 그러나 중국의 물가는 지수가 아니라 지수의 상승률로 공식 발표되고 있으며, 절대적 구매력평가설은 실질환율에 대한 강한 제약을 내포하고 있다. 이러한 점들을 고려하여 본고에서는 상대적 구매력평가설을 적용하기로 한다. 식(3)에 의하여 PPP가 의미하는 균형환율 또는 적정환율을 추정하고, 추정된 적정환율을 실제 환율과 비교하여 시기별로 위안화의 저평가 여부와 저평가 정도를 추정하고자 한다.

$$E_t^* = P_t^{CH} / P_t^{US} \quad (2)$$

$$e_t^* = p_t^{CH} - p_t^{US} \quad (3)$$

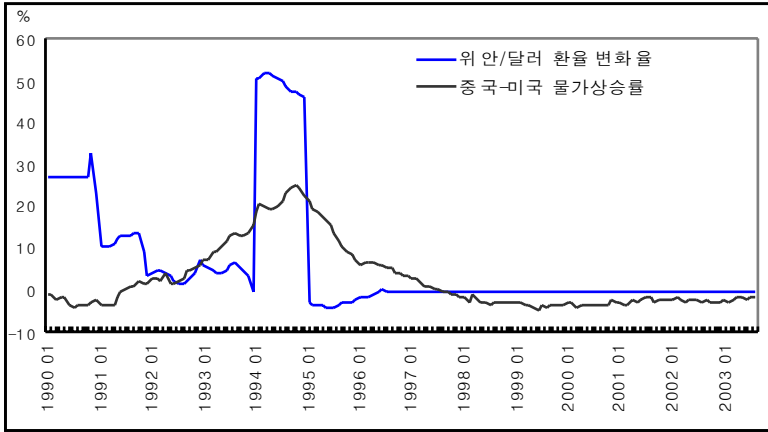
· 여기서  $E^*$ 는 구매력평가로 추정한 위안화 적정환율,  $P^{CH}$ 는 중국의 물가지수,  $P^{US}$ 는 미국의 물가지수, 소문자는 해당변수의 변화율을 의미함.

식(3)은 중국과 미국의 물가상승률 차이만큼 위안화 환율이 변하는 경우가 적정환율임을 의미한다. 따라서 적정 수준인 중국과 미국의 물가상승률 차이( $e_t^*$ )보다 실제로 환율 변화율이 더 높은 경우는 위안화가 구매력 평가에 비하여 저평가된 것으로 판단할 수 있으며, 중국과 미국의 물가상승률 차이보다 환율 변화율이 더 낮은 경우는 위안화가 고평가된 것으로 해석될 수 있다.

<그림 8>은 실제 환율 변화율과 중국과 미국간의 물가 상승률 격차를 비교하여 보여주고 있다. 그림에서 보면 1998년 이후 양국간의 물가상승률 차이보다 실제 환율 변화율이 더 높게 나타나는데, 이는 이 시기에 위안화 환율이 지속적으로 저평가되고 있음을 의미한다. 1998년 이후의 위안화 저평가는 과거의 위안화 저평가 시기

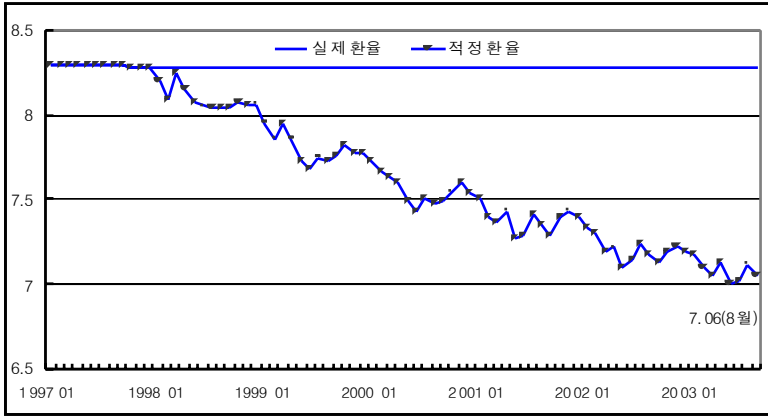
인 1990년대 초반 및 1994년과 비교하여 그 정도가 크지는 않으나 6년 이상 지속되고 있다는 점에서 뚜렷이 구별된다.

<그림 8> 환율 변화율과 중국과 미국의 물가상승률 차이



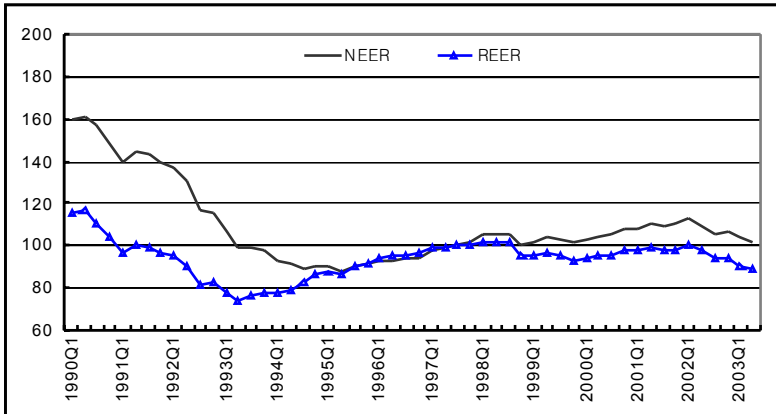
주 : 소비자물가와 평균환율의 전년 동월비 변화율임.  
 자료 : IMF, *International Financial Statistics*.

<그림 9> 구매력평가로 추정한 위안화의 적정환율 추이



위안화 환율이 양국간의 물가상승률 격차와 비슷하게 변하여 비교적 적정수준을 유지하였던 시기는 1992년~1993년 초반과 1997년의 두 기간이다. 따라서 이 두 기간 중 최근 기간인 1997년을 출발의 기준연도로 삼아 위안화가 양국간의 물가상승률 차이만큼 매기 계속 누적되어 변했을 경우의 환율, 즉 적정환율 수준을 추정할 것이 <그림 9>이다. <그림 9>에 따르면 2003년 8월 현재 위안화 적정환율은 7.06으로서 15% 정도 저평가된 것으로 나타나고 있다. 1997년 대신 중국 경상수지가 균형에 가장 근접했던 1995년을 기준연도로 하는 경우 적정환율은 2003년 8월 현재 7.42로 추정되어 10% 정도 저평가된 것으로 드러난다.

<그림 10> 위안화의 명목 및 실질 실효환율지수 추이



주 : 1997=100이며, 실효환율지수의 하락은 위안화 가치의 하락, 즉 절하를 의미한다.  
 자료 : IMF, *International Financial Statistics*.

한편, 대미 달러 환율뿐 아니라 중국의 주요 교역 대상국들의 환율 및 물가지수를 모두 포함하여 위안화의 실효환율지수를 추정할

결과를 보면 2002년 1/4분기 이후 위안화 가치가 급격히 절하된 것으로 분석된다(<그림 10> 참조). 2002년 1/4분기부터 2003년 2/4분기 동안 실질 실효환율지수와 명목 실효환율지수 모두 약 10% 하락하였는데, 이는 전반적인 교역조건을 감안할 경우 위안화 가치의 저평가가 2002년 이후 특히 두드러졌음을 의미한다.

### 나. 이자율평가설

단기 위안화 환율의 저평가 여부와 그 정도는 식(4)의 이자율평가 조건을 만족시키는 적정환율( $E_t^*$ )을 추정한 후, 이를 실제 환율과 비교해 판단하기로 한다. 식(4)에서  $F_{nt}$ 는 차액 선물환(NDF: non-deliverable forward) 시장에서 형성된  $n$ 개월 만기 위안/달러 선물환율,  $i_{nt}^{US}$ 는  $n$ 개월 만기 미국 이자율,  $i_{nt}^{CH}$ 는  $n$ 개월 만기 중국 이자율을 나타낸다. 본고에서는 홍콩 역외시장에서 형성된 위안화 선물환율, 미국 이자율은 LIBOR, 중국 이자율은 대출금리를 고려한다. 이자율에 대한 자료는 IMF에서 발간하는 *International Financial Statistics*에서 구했으며, 선물환율은 Bloomberg 자료를 이용하였다.

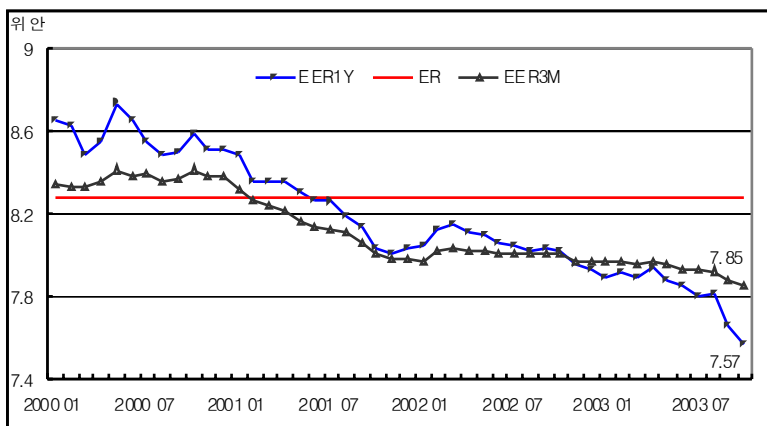
$$E_t^* = F_{nt} \times (1 + i_{nt}^{US}) / (1 + i_{nt}^{CH}) \quad (4)$$

아래 <그림 11>은 식(4)에 의하여 추정된 적정환율 수준을 실제 환율과 비교해 보여주고 있으며, <그림 12>는 <그림 11>를 바탕으로 실제환율이 추정된 적정환율과 몇 % 이탈해 있는가를 보여주고 있다. 실제 환율이 적정환율에 비해 높은 경우 통화 가치가 저평

가되어 향후에 환율이 하락할 가능성이 있음을 의미한다. <그림 11>에서 1년물 선물환율을 고려하는 경우 위안화는 2001년 5월까지 고평가되었으나 2001년 6월 저평가로 반전된 후 저평가 정도가 점점 증가하는 추세를 보이고 있다. 2003년 10월 현재 적정환율 수준은 7.57 위안화로 추정되어 8.28인 현물환율 수준에 비하여 약 9% 정도 낮은 것으로 추정되었다. 미국 LIBOR 대신에 저축금리(CD), 연방기금금리(federal funds rate)를 중국의 해당 이자율에 대응시켜 추정할 경우 적정환율은 약 6% 저평가된 7.8 내외 수준으로 나타났다.

1년물 선물환율 대신 3개월 선물환율을 고려하는 경우에도 위안화는 2001년 2월 저평가로 반전된 후 저평가 정도가 점점 커지고 있는 것으로 나타난다. <그림 11>과 <그림 12>에서 보면 2003년 10월 현재 적정환율 수준은 7.85 위안화로 추정되어 현재의 환율에 비하여 약 5% 정도 낮은 것으로 판단되고 있다.

<그림 11> 이자율평가설로 추정한 위안화 적정환율

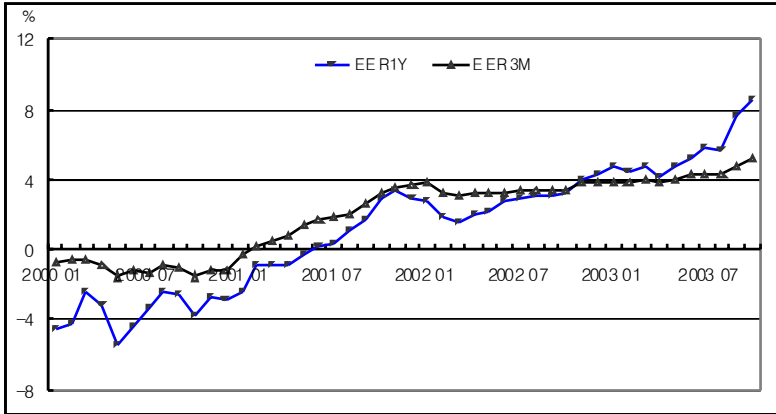


주 : EER1Y는 1년 선물환율, EER3M은 3개월 선물환율로 평가한 적정 환율수준이며, ER은

실제 현물환율임.



<그림 12> 이자율평가설로 추정된 위안화의 저평가 정도



주 :  $100 \times (\text{실제 환율} - \text{적정환율}) / \text{실제 환율}$ 로서 그 값이 (+)이면 저평가를 의미함.  
 EER1Y는 1년 선물환율, EER3M은 3개월 선물환율을 이용할 경우의 저평가 정도임.

#### 다. 다른 연구와의 비교

환율은 국제금융시장 참가자, 국제금융기구, 각국 정부의 의견과 공조여부, 및 시장기대심리에 의하여 추세(trend)가 좌우되는 경우가 많으므로 이들의 전망과 의견을 종합하여 위안화의 저평가 여부와 정도를 판단할 필요가 있다. <표 1>에서 보듯이 현재 위안화가 저평가되었다는 점에 대해서는 국제적인 공감대가 형성되어 있으나, 저평가 정도와 향후 전망에 대해서는 다양한 의견이 제시되어 있다.

이 밖에 Deutch Bank, JP Morgan, Barclays 등은 6개월~1년 이후 환율 변동폭이 현재의  $\pm 0.15\%$ 에서  $\pm 2\sim 3\%$ 로 확대되거나, 2004년 5% 내외로 절상될 것으로 예상하고 있다.

<표 1> 각 기관의 위안화 저평가 정도 비교

평가 기관	저평가 정도	산출 근거(시기)	전 망
World Bank (2003)	77%	다국 구매력평가로 추정된 적정환율 1.9 위안화 (2001년 기준)	-
Economist	56%	Big Mac Index로 추정된 적정환율 3.7 위안화 (2003. 4. 22)	-
CSFB	50%	생산성 증가를 반영한 임금격차 (2003. 7)	2006~8년 40% 절상
Preeg(AMA)	40%	-	-
USB	20%	-	6개월~1년 이후 ±2~3%로 변동폭 확대
Goldstein(IIE)	15~25%	국제수지 균형조건 (2003. 10. 1)	2단계 개혁을 요구
Goldman Sachs	15%	자체 모형 (2003. 7)	6개월~1년 이내 ±5%로 변동폭 확대

주 : AMA, America's Manufacturers Alliance (미국 제조업체 연합).

IIE, Institute for International Economy (미국 국제경제연구소).

<표 1>에서 보듯이 위안화는 기관과 추정방법에 따라 크기는 77%에서 작게는 15% 정도 저평가된 것으로 논의되고 있다. 그러나 위안화가 20% 혹은 그 이상 저평가되었다는 주장은 중국의 무역수지 흑자를 과대평가한 결과로 판단된다. 중국의 미국과의 무역수지 흑자는 규모도 크고 속도도 증가하고 있으나, 전체 흑자규모는 일본 보다 작고 최근에 급속히 줄어드는 추세이다. 중국은 2002년 미국과는 1,031억 달러의 무역수지 흑자를 기록하였으나, 전체 무역수지

흑자는 303억 달러에 불과하였다는 사실을 간과하고 있다. 2003년 들어서도 무역수지 흑자규모가 지속적으로 감소하는 추세로서 <표 2>에서 보듯이 무역수지 흑자가 2003년 1~8월 중 90억 달러를 기록하는데 그쳤다.

<표 2> 중국의 상품 수출입 추이

(단위: 10억 달러, %)

	수출		수입		수지
	금액	증가율	금액	증가율	금액
1998	180.5	-	140.3	-	10.1
1999	195.1	8.1	165.7	18.1	29.4
2000	249.2	27.7	225.1	35.8	24.1
2001	266.6	7.0	243.5	8.2	23.1
2002	325.6	22.1	295.3	21.2	30.3
2003 1-8월	307.7	32.3	298.6	40.5	9.0

이러한 무역수지 흑자 감소는 이라크 전쟁에 따른 유가 상승, 1월 1일의 관세인하를 이용하기 위한 수입 지연 등 일시적 요인에 기인 하기도 하나, 자본재와 소비재 수입이 장기적으로 증가하는 추세를 반영하고 있는 것으로 풀이된다. 지난 수년간 수입 증가세가 수출 증가세를 앞지르고 있으며, 2003년 1~8월 중 수입 증가율은 40.5%로서 32.3%의 수출 증가율을 상회하였다. 또한 수입의 대부분이 수출재 생산에 투입되는 요소수입으로서 중국의 무역수지 흑자감소추세는 일시적인 요인보다는 구조적인 요인에 기인하는 바가 크다고 판단된다.

특히 중국의 WTO 가입 후 실행된 관세인하는 더욱 수입증가를

촉발하여 위안화 절상압력이 줄어들 것으로 예상된다. 중국의 자본 수지도 주의를 요망하는데, 중국이 외국인 직접투자의 최대 수혜국이나 많은 부분이 투기적 자본유입으로 쉽게 유출될 수 있는 성격을 가지고 있다. 중국 기업들이 위안화 절상을 기대하고 불법적으로 해외로 도피했던 자금을 다시 본국으로 송환하고 있는데 이것이 최근 외환보유고 급증의 일부분을 설명하여 준다.

---

## 제4장 중국의 득실과 예상 대응방안 및 환율전망

---



## 1. 중국의 기본입장

외부의 절상압력에 대해 중국은 환율안정이 필요하며 현행 환율 제도는 중국의 경제발전 단계와 거시경제 조건에 부합된다고 일관되게 주장하고 있다. 중국은 내부적으로 환율을 유동화하고 자본시장 개방을 서두를 이유가 별로 없다. 중국은 정치·사회적 안정을 위하여 고속성장에 의존하고 있는 바, 위안화 약세, 수출증가, 고속성장으로 일자리를 창출하여 정치·사회적 안정을 도모할 필요가 있다. 위안화 절상에 따른 저성장은 농촌지역과 국영기업 노동자의 실업률을 증가시켜 사회적 안정과 Hu Jintao 정권을 위협할 우려가 있는 것이다. 따라서 Zhou Xiaochuan 중국인민은행 총재, Lu Fuyuan 중국 상무장관, Jin Renqing 중국은행 총재 등은 여러 차례에 걸쳐 환율안정을 강조한 바 있다.

Zhou Xiaochuan 중국인민은행 총재는 2003년 7월 14일 환율을 안정적으로 유지할 것이라고 천명하고 이자율 자유화, 환율제도의 완전화를 위한 개혁을 지속할 것이라는 입장을 천명하였다. 이어 그는 2003년 9월 18일 “환율 및 자본통제 관련 제도를 급격히 변화시킬 이유가 없다”고 발표(New York Times)하였고, 9월 21일에 개최된 IMF의 국제금융 위원회(IMFC) 회의에서도 “위안화 환율을 안정적으로 유지하는 동시에 환율 결정메커니즘을 지속적으로 조사하고 개선할 것이나 환율제도는 전반적인 제도개혁과 발맞추어 우선 순위 및 적절한 순서에 따라 개선되어야 하며, 자본통제를 신중히 완화하고 국제수지 균형을 유지하도록 노력할 것”이라고 공식 발표하였다.

Lu Fuyuan 중국 상무장관도 2003년 7월 24일 환율정책은 자국 상황에 따라 결정되어야 하며 어떤 국가도 자국상황을 무시하고 환

율을 결정하지는 않는다고 주장하면서 중국은 기업수입을 장려하는 정책을 실시할 것이라고 발표하였다. 한편 Jin Renqing 중국은행 총재도 2003년 9월 23~24일 개최된 World Bank 및 IMF 연차 총회에서 “환율제도는 경제발전 단계, 금융감독 능력, 기업의 지불능력 등에 따라 결정되어야 하고 현재의 시장에 기초한 중국 관리변동환율제도는 경제근본요인과 부합되며 위안화 환율안정은 중국뿐만 아니라 세계 경제와 금융안정에 기여한다”고 주장하였다. “중국 정부는 금융개혁의 진전과 발맞추어 환율 결정메커니즘을 개선함과 동시에 기업과 내국인의 외화 사용제한을 전진적으로 완화하고 국제수지를 조정할 것”이라는 것이 그의 주장의 요지이다.

## 2. 중국의 특질

### 가. 현행 제도 유지에 따른 문제점

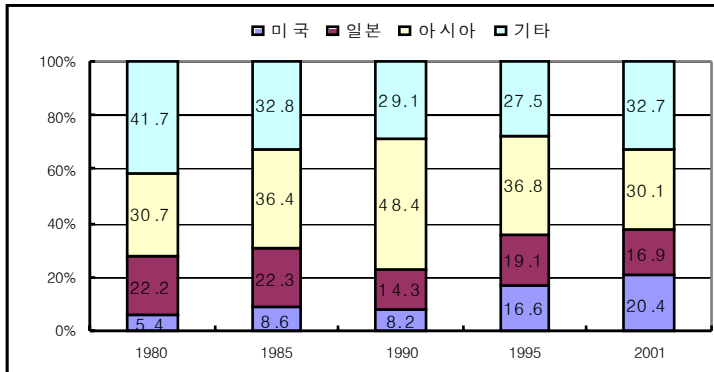
#### ① 해외압력 지속

중국이 일관되게 환율안정을 주장하고 있으나, 아무 조치를 취하지 않으면 특히 미국의 보호무역주의 압력이 저항하지 힘든 정도로 강해질 것으로 예상된다. <그림 13>과 <그림 14>에서 보듯이 미국은 중국의 최대 수출입시장으로서 미국의 요구와 압력을 계속 무시하기가 어렵다. Citi Group의 Huang Yiping씨도 중국이 일본의 압력에는 무게를 두지 않을 것이나 미국과 유럽으로부터의 압력에는 반응을 보일 것이라고 전망하고 있다. WTO 회원국으로 가입한 이상 미국, 유럽 등의 불공정 무역 제소 움직임도 중국에게는 적지 않은 부담으로 작용할 것으로 예상된다. 테일러Taylor 미 재무부 보좌관(스탠퍼드대 교수)은 2003년 10월 30일 ‘국제경제와 환율정책’에



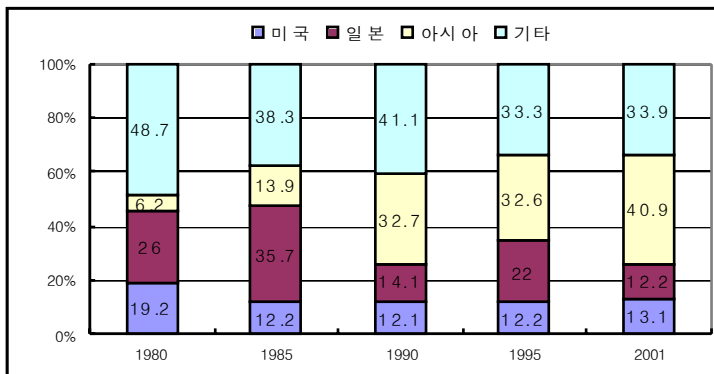
관한 상원 증언에서 중국이 자본계정 자유화와 함께 변동환율제도로 이행할 의향이 있음을 밝혔다고 증언하여 중국이 현재의 환율제도를 계속 고수하지는 않을 것이라는 점에 무게를 실어주고 있다.

<그림 13> 중국의 국별 수출비중



주 : 아시아는 한국, 대만, 홍콩, 싱가포르, 말레이시아, 태국, 인도네시아, 필리핀을 포함.

<그림 14> 중국의 국별 수입비중



주 : 아시아는 한국, 대만, 홍콩, 싱가포르, 말레이시아, 태국, 인도네시아, 필리핀을 포함.

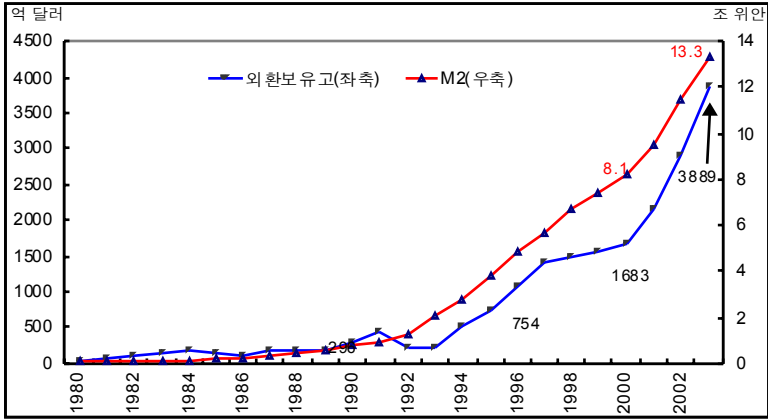
## ② 투기적 자본유입에 따른 경기과열과 버블 형성

중국이 위안화를 절상하지 않으면 경상수지 흑자와 투기적 자본 유입이 지속되어 막대한 비용을 부담해야 한다. 특히 그린스펀 Greenspan이 지적하였듯이 무분별한 대출 증가, 자산가격 상승, 과잉 투자, 부실채권 증가에 의하여 금융부문을 왜곡시키고 경기과열을 초래할 수 있으며 이미 이러한 증거들이 하나 둘 나타나고 있다. 중국 정부발전 및 개혁위원회 위원장인 Kai도 부실채권 증가, 과잉투자 및 낭비적 중복투자 해소가 필요함을 언급한 바 있다.

2003년 상반기의 경우 은행 과잉대출로 국내여신이 GDP 대비 38% 상승했고, 금융기관의 총대출은 5,250억 위안화로 전년 동기비 71% 증가하였다. 통화공급(M2)은 2000년말과 2003년 7월말 사이에 60%나 증가하였고, 금년 9월말까지도 증가율이 최근 5년간 최대치인 21%를 기록한 바 있다(<그림 15> 참조). 이러한 대출증가에 따라 2003년 상반기 자동차 판매는 82% 증가하였으며, 상해의 호화 부동산 가격도 172% 상승하는 등 부동산 버블을 초래하는데 일조하고 있다. 한편 2003년 7월까지 고정자산 투자는 전년 동기 대비 33% 상승하였고, 투자의 GDP 비중은 42%에 이르렀다.

한편 중국은 막대한 부실채권으로 금융부문이 매우 취약한 상태이다. 미국 국제경제연구소(IEE) Lardy에 따르면 2003년 9월 현재 중국의 부실채권은 5,000억 달러로 GDP의 44.6%, 총대출의 31.4%로 추정되고 있다. 자본유입이 지속될 경우 무분별한 대출로 인해 향후 부실채권이 더욱 증가할 수 있는데, 중국인민은행도 이러한 점을 우려하여 2003년 8월 23일 금융기관의 지불준비율을 6%에서 7%로 인상하여 대출 및 부실채권 축적을 억제하려고 하였다. 그러나 이러한 시책은 당분간 효력을 발휘할 것이나 자본유입이 지속되는 한 장기적으로는 지속이 어려울 것으로 예상된다.

<그림 15> 중국의 외환보유고와 M2



주 : 2003년은 9월말 기준이며, 외환보유고는 금을 제외한 금액임.  
 자료 : IMF, *International Financial Statistics*.

### ③ 외환보유고의 기회비용

위안화를 절상하지 않으면 경상수지 흑자와 투기적 자본유입이 지속되어 환율을 고정시키기 위하여 달러를 매입하고 이 과정에서 외환보유고가 계속 증가될 것이다(<그림 15> 참조). 중국의 외환보유고는 2000년말과 2003년 9월 사이에만 130%의 증가율을 기록해 일본에 이어 세계 2위 수준으로 이미 적정수준을 넘어선 것으로 추정되고 있다(IMF, 2003년 9월). 중국 입장에서 과도한 외환보유는 국내요인보다는 해외수출에 지나치게 의존하는 불균형 성장을 초래할 우려가 있다. 또한 과도한 외환보유는 막대한 기회비용을 수반하게 되는데, 축적된 외환보유고를 낮은 금리의 미국 채권에 투자함으로써 높은 금리를 보장하는 국내투자 기회를 상실하게 될 우려가 있다.

#### ④ 중화정책의 한계

중국은 외환보유고 축적에 따른 통화공급 증가를 억제하기 위해 국내채권 발행으로 중화정책sterilization을 실시하였으나 이 정책은 점점 효력을 상실하고 있으며 비용도 점점 비싸지고 있다. 중국은 금년부터 디플레이션을 벗어나기 시작하여 인플레이션 압력이 아직 크지 않으나 부실 대출, 과잉 투자, 부동산 버블 문제가 심화되고 있다. 또한 전통적인 Mundell-Fleming 모형에 따르면 고정환율제도 하에서의 중화정책은 자본이동이 활발해지면 지속되기가 어렵다. 국제수지 흑자에 따른 국내 통화공급 증가를 국공채 매입으로 상쇄시키면 이자율이 상승하고 자본유입과 국제수지 흑자가 지속되는 악순환이 초래될 수 있다.

#### 나. 위안화 절상에 따른 득실

##### ① 긍정적 측면

중국이 위안화를 평가절상하는 경우 현행 환율을 고수하는 데 따른 문제점들을 해소하는 데 도움이 될 수 있다. 나아가 수입 소비재 가격의 하락을 통하여 가처분소득 증가와 생활수준 향상에 긍정적으로 작용하며, 중국 소재 기업이 원자재, 중간재 및 자본재를 저가에 확보할 수 있도록 해주고 해외채무 상환부담이 경감되는 효과도 기대된다. 이러한 수입 부담감소 효과가 수출 가격경쟁력 측면의 부정적 효과를 상당부분 상쇄할 것으로 예상된다. 따라서 대외거래 부문에 대한 순효과는 그리 크지 않을 전망이다. 중국이 단순한 세계 제조업 공장단계에서 진일보하기 위해서는 중국기업들의 국제시장에서의 독자적 판매망 구성 등 해외진출이 본격적으로 이루어져야 하는데 환율 강세는 이러한 해외투자를 용이하게 하여 준다.

## ② 부정적 측면

위안화가 대폭 절상되면 중국의 수출 증가세가 둔화되고 수입 증가세가 가속화되어 경상수지가 악화되며 고용부진, 한계 수출기업의 수익성 악화 및 부실화 등이 예상된다. 위안화 절상에 따른 신규 FDI 감소는 총투자 증가속도를 낮출 것이며 아직 경쟁력이 확보되지 않은 산업의 대외 경쟁력을 악화시킬 수 있다. 이러한 부작용은 변동환율제도가 채택될 경우에 더욱 가시적으로 나타날 것으로 전망된다. 또한 수입물가 하락으로 디플레 압력이 가중되면 일반적으로 채무자들의 실질 부담이 늘어나며, 부실채권의 실질적 부담을 가중시켜 금융권 문제를 확대시킬 수 있다. 그러나 앞서 지적하였듯이 수입부담 감소로 경상수지나 무역수지에 미치는 순효과는 크지 않을 것이며, 중국이 이러한 부정적 영향을 초래할 만큼 큰 폭으로 위안화 환율을 절상할 가능성은 낮다.

## 3. 예상되는 대응방안

중국이 현재의 환율 수준인 8.28 페그를 계속 유지하면 해외압력 뿐만 아니라 내부적으로도 앞에서 언급한 바와 같은 막대한 비용을 수반할 수 있기 때문에 어떠한 형태로든 변화가 불가피할 것으로 예상된다. 위안화의 절상이나 환율제도의 변경이 중국 자체적으로도 바람직한 측면이 있으며, 이러한 조치는 또한 미국과 세계경제의 이해와도 합치한다. 즉, 국제적인 압력에 직면하여 환율 변동폭 확대 등에 의해 위안화의 점진적 절상을 허용하는 것이 중국, 미국, 세계경제 모두의 입장에서 바람직할 수 있다. 향후 중국이 취할 수 있는 대응방안으로는 외환의 수요·공급에 대한 규제 완화에 의한 절상압력 완화, 위안화 절상, 환율 변동폭 확대, 환율제도의 변경, 자

본자유화 등을 들 수 있다. 이들 대안의 장단점과 가능성(feasibility)을 살펴보고 이로부터 중국 정부의 대응방안을 예상해 보고자 한다.

### 가. 외환수급 조절에 의한 절상압력 완화

이 방안은 앞서 언급하였듯이 Edwards, McKinnon and Schnabl 등이 주장하고 있으며, 현재 중국 정부도 외환수요 증가 및 공급 감소를 도모함으로써 해외로부터의 환율 절상압력을 완화시키려 하고 있다. 예를 들어 중국인민은행 총재는 중국 기업의 해외투자와 사업을 지지하며 외국기업의 중국에서의 자금조달과 국제금융기관의 중국 채권발행을 허용할 방침임을 발표하였다. Li Ruogu 인민은행 부총재(2003년 8월)도 외환관리 강화 및 개선은 중앙은행의 7가지 중점추진 사항의 하나로서 기업의 해외투자 장려, 국제수지 균형 및 환율안정 유지를 위해 기업과 개인의 외환사용을 촉진하는 조치를 강구할 것이며 향후 위안화의 완전 태환성을 달성하기 위해 자본거래 규제도 점진적으로 제거할 것이라고 발표한 바 있다. 구체적으로 국내 거주자의 외화매입 규제 완화, 중국기업의 외화보유 한도 확대, 기업의 외화 채권과 주식 매입 허용 조치들이 취해지고 있으며, 2003년 10월 1일부터 해외여행 시 1인당 외화 매입액을 3,000달러로 증가시켰고 반년 이상 해외 체류자는 5,000달러로 상향조정하였다. 이 밖에 이민자 및 비중국인의 본국송환용 외화 환전 허용, 경제구조조정과 업그레이드를 위한 수입증가 장려, 수출기업의 부가가치세 공제율 인하(15%→11%), 국영은행의 중국 내에서의 달러채권 발행 허용방침도 강구하고 있다.

그러나 이러한 수요공급 조정은 근본적 문제해결에 큰 도움이 안되며, 환율의 신축성을 허용하는 조치들과 함께 실행되어야만 실효

를 거둘 수 있다. 앞에서 언급한 외환보유 확대, 수입 및 해외투자 장려 시책 등은 환율절상 압력을 완화시켜 줄 것이나 미국으로부터의 절상압력을 해소하기에는 불충분하다. 중국의 WTO 가입 이후 수입증가로 중국 무역수지 흑자가 감소추세를 보이고 있으나, 미국의 무역적자 축소가 지체되고 중국의 고성장이 지속될 경우에는 국제적인 위안화 절상압력이 상존할 것으로 예상된다.

#### 나. 절상 후 페그

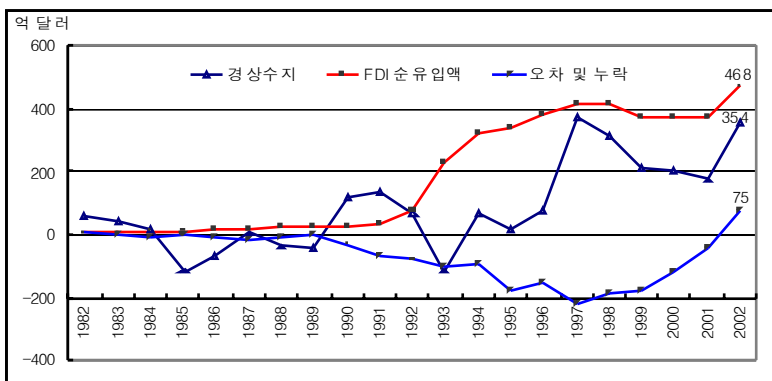
환율변동에 따른 위험이 크므로 환율을 유동화하는 대신 한번 one-off 절상한 후 절상된 수준에서 다시 달러에 페그하는 방안은 중국 은행과 기업들로 하여금 환율변동의 위험을 회피하게 함과 동시에 해외로부터의 절상압력을 줄여 줄 것으로 기대된다. 그러나 소폭의 한 번에 걸친 절상도 근본적인 문제해결에 크게 도움이 안 될 것으로 전망된다. 이는 임시방편에 불과하며 중국의 무역수지 흑자, 외국인 직접투자 유입, 고성장 기조가 지속되는 한 위안화 절상압력은 재현될 것이므로 절상 후 다시 페그하는 것은 의미있는 선택이 아니다. 일방적 환율절상 기대심리를 심어주어 오히려 투기적 자본 유입과 해외도피 자본의 본국송환 등이 지속될 우려도 있다 (McKinnon and Schnable, 2003).

해외로 도피되었던 자본이 최근 위안화의 절상을 기대하고 중국으로 다시 유입되고 있는데 이는 중국인들이 달러자산 보유를 기피하고 있으며 위안화가 절상압력을 받고 있음을 시사한다. 이러한 문제는 환율을 절상하면 추가적인 절상을 기대하여 더 심화될 가능성이 있다. 1990년 이후 계속 (-)이었으며 1997년에는 -220억 달러에 달했던 국제수지 오차 및 누락이 2002년에 처음으로 75억 달러의

(+)로 반전된 사실이 이를 입증하고 있다(<그림 16> 참조). 또한 위안화를 얼마만큼 절상시켜야 적정한지를 판단하기가 쉽지 않고, 고정환율로 복귀하는 것은 미래 충격에 대처할 수 있도록 환율제도를 준비하고 자본자유화 및 개방화를 더 촉진해야 하는 현재의 중국 상황에서는 큰 도움이 되지 않는다.

한 번에 걸친 위안화 절상이 중국 무역흑자를 감소시키고 미국의 경상수지 적자를 줄여줄지도 미지수이다. 미국의 경상수지 적자는 민간부문과 정부의 낮은 저축률 및 높은 소비성향에 기인한다. 환율이 상대적으로 크게 변동하였던 1991년 1월~1992년 2월의 자료를 이용하여 Zhang(1996)은 무역수지가 위안화 환율변동에는 영향을 주나(Granger cause), 환율이 무역수지에는 영향을 주지 못한다고 추정한 바도 있다. McKinnon and Schnabl(2003)도 일본, 중국과 같이 저축률이 높은 경우에 국제수지에 대한 탄력성 접근방법은 잘못된 이론으로 위안화 절상이 무역수지를 악화시키지는 않을 것이라고 주장하고 있다.

<그림 16> 중국의 국제수지 추이



자료 : IMF, *International Financial Statistics*.



#### 다. 자본시장개방 및 변동환율제도 도입

자본시장 개방을 가속화하고 변동환율제도를 도입하여 대외불균형을 시정하는 방안을 고려해 볼 수 있으나 현재로서는 중국이 자본 시장개방과 변동환율제도를 도입하기에 여건이 되어 있지 않으므로 실질적으로 선택하기 대단히 어려운 방안이라고 할 수 있다.

중국이 현재의 여건으로서 자본 시장개방과 변동환율 제도를 수용하기 어려운 상황을 살펴보면 다음과 같다.

먼저 중국의 금융시스템은 아직 금융부문에 있어서 고정이자율제도를 채택하고 있다. 자유로운 자본 이동을 전제로 하는 변동환율제도를 수용하기 위해서는 금리 자유화가 선행되어야 한다. 또한 금리 자유화를 시행하기 위해서는 사전적으로 금리의 변동폭 확대조치부터 실시되어야 하나 이는 한국의 경험에 비추어 보더라도 많은 시간이 소요되는 과정이다.

다음으로 중국의 부실채권 문제를 들 수 있다. 중국 금융시스템 전체 자산의 60% 이상을 차지하고 있는 4대 은행의 공식적인 부실채권비율은 22%로 보고되고 있다. 그러나 IIE의 Lardy와 Standard & Poor's에 의하면 부실채권의 비율이 40%를 넘어서는 것으로 추정되고 있다.<sup>3)</sup>

금융기관의 과도한 부실채권은 금융위기를 초래하는 중요한 요인의 하나이다. 이러한 과도한 부실채권 문제를 선결하지 않고는 금융위기의 발생을 두려워하는 중국 당국이 자본시장 개방에 나서기는 대단히 어려울 것으로 추론된다.

다음으로 중국의 증권시장은 아직 초보단계로서 대단히 취약하다

---

3) Financial Times, "More Reward for Risk, but No Revaluation", Special Report China, 2003. 12. 16, p.3

는 점이다. 중국의 경우 주식시장이 Shanghai와 Shenzhen의 두 곳에 있다. 그 운용상황을 보면 우선 중국 주식시장에의 상장 대상기업은 대상기업의 수익성, 성장성 등의 시장요인에 의해 결정되는 것이 아니라 지방 정부별로 할당방식에 의하여 상장 대상기업이 결정된다. 또한 상장된 기업 주식의 대부분을 기업의 사유화를 반대하는 공산당의 주장에 따라서 정부가 보유하고 있다. 이에 따라 상장된 주식의 2/3 이상이 거래가 되지 않는 주식들이다. 상장회사들이 주식시장에서 퇴출되는 일도 거의 없었으며 증권회사들도 역시 국유화되어 있으므로 증권회사들이 퇴출된 일도 없다.<sup>4)</sup>

즉 중국의 주식시장은 다른 자본주의 국가들의 주식시장과는 그 작동 양상을 전혀 달리하고 있고 시장메커니즘이 작동되는 시장이 전혀 아니라는 점이다. 따라서 이처럼 시장원리가 작동되지 않는 취약한 증권시장을 가지고 자본시장을 개방한다는 것은 아직은 대단한 무리라는 것이다.

다음으로 중국의 외환시장을 보게되면 중국의 경제규모에 비하여 외환시장이 대단히 작다는 것이다. 상하이Shanghai의 외국환 거래소의 2002년도 중 1일 평균 거래량은 3.9억 달러로서 일본의 1일 90억 달러의 약 20분의 1에 불과하다.<sup>5)</sup> 지금까지 중국당국이 이토록 왜소한 외환시장을 상대로 외환시장 개입을 해왔던 것이다. 그러나 외환시장을 개방한다면 외환시장 규모가 급격히 확대될 것이며 이 경우 문제는 달라진다.

중국 중앙은행의 입장에서 확대된 외환시장을 안정시키기 위해서는 단기금융시장이 사전에 발달되어 있어야 한다. 즉 중국의 중앙은

---

4) Financial Times, "Seriously out of Step with the Economy", Special Report China, 2003. 12. 16, p4

5) UFJ總合研究所, "人民幣切り上げ 問題の 再検討", 2003. 12. 11

행의 입장에서 외환시장에서 외화를 매입하고 위안화를 매각하는 경우 본원통화의 증가를 중화sterilize시키기 위하여 단기채권을 매각해야 하는데 이를 위해서는 단기금융상품 시장의 발전이 필수적 요건이다. 반대로 중앙은행의 입장에서 외환시장에서 외화를 매각하고 위안화를 매입하는 경우 본원통화의 감소를 중화시키기 위하여 중앙은행의 입장에서 단기채권의 매입이 필요하며 이를 위해서는 역시 단기금융시장의 발전이 필수적이다.

그러나 현재 중국의 단기금융시장은 대단히 취약하고 금융시장을 안정시킬 수 있는 수단이 거의 전무하다. 단기금융시장을 육성하기 위해서는 단기채권의 개발과 지속적 발행이 필수적이며 이를 위해서는 단기채권의 일회성의 발행으로는 불가능한 것이고 장기간의 시간과 노력이 필요하다. 단기금융시장 역시 중국이 자본시장 개방을 전제로 하는 변동환율제도를 채택하기는 대단히 어렵다고 판단되는 근거의 하나가 된다.

결론적으로 현재 중국의 금융제도의 질과 시장상황을 검토해 보면 변동환율제 도입의 전제가 되는 자본이동을 흡수해 낼 수 있는 시스템이 결여되어 있다고 할 수 있다. 즉 현재 중국의 금융시장의 발전정도를 보아서는 단시일 내에 자유변동환율제도를 도입하기는 어려울 것이다. 중국이 언제쯤 변동 환율제를 도입할 것인가에 대한 논의는 중국이 자본자유화를 흡수해낼 수 있는 금융시스템이 언제쯤 성숙될 것인가에 따라 결정될 문제라고 하겠다.

이러한 이유 등으로 해서 이 방안은 중국뿐만 아니라 Edwards, Eichengreen, Goldstein, McKinnon and Schnabl 등 대부분의 경제학자, IMF(Rodlauer, 2001), Mood's와 Fitch 등이 모두 시기상조라고 공통적으로 인식하고 있다.

## 라. 변동폭 확대 및 복수통화바스켓 도입

한 번의 절상 후 재고정, 자본자유화 및 변동환율제도 도입 등의 방안은 불가능한 것은 아니나, 그 실현 가능성이 낮아 보인다. 위안화의 절상은 시간문제이며 심지어는 환율제도가 변동환율제도로 변경될 것이며 자본자유화가 가속화될 것이라는 전망도 있으나 중국의 강력한 반대로 가까운 시일 내에 중심환율을 대폭 절상할 가능성은 매우 낮다.

결국 남는 대안은 환율 변동폭을 확대하는 방안이다. 환율 변동폭의 확대와 복수통화바스켓에 연동시켜 환율변동을 관리하는 방안은 유력한 대안으로 논의되고 있다. 중국, 아시아, 세계경제 모두에게 가장 안전한 방법은 위안화 환율의 급격한 절상이 아니라 점진적인 절상이며, 이를 위한 최선의 선택은 환율 변동밴드를 확대하거나, 달러, 유로, 엔화를 포함한 복수통화바스켓에 위안화를 연동시켜 관리하는 방안일 것으로 판단된다.

이 방안은 위안화 절상을 허용함으로써 세계경제 불균형 조정하는데 기여하고, 국제적인 위안화 절상압력을 완화시키는데 기여할 수 있다. 또한 다양한 통화를 고려함으로써 달러 약세시 단순히 미국 달러만 따라가지 않아도 된다는 장점이 있다. 만약 중국이 위안화 환율의 신축성을 허용하면 다른 아시아 국가들도 자국 환율이 더 넓은 변동폭으로 움직이도록 허용할 것이나, 정치적으로 중국이 행동을 취하지 않으면 현재의 미국경제 여건과 아시아의 상호 경쟁적 무역 및 산업구조에 비추어 볼 때 이는 불가능할 것으로 추론된다.

중국 정부도 이 방안의 도입 가능성을 여러 차례에 걸쳐 암시한 바 있다. Zhou 중국인민은행 총재는 2003년 9월 18일 “중국은 장기

적으로 항상 새로운 변화를 추구하며, 달러 대신 하나 이상의 복수 통화와 위안화 환율을 연계하는 방안이 논의될 수 있다”며 변동폭 확대 및 현행 페그제의 포기 가능성의 여지를 암시하였으나 구체적인 계획과 일정은 언급을 회피하고 있다. 중국 칭화대의 Fred Hu(2003) 교수도 중국은 일시적인 환율조정 방법이 아니라 환율 변동폭을 확대한 후 점진적으로 변동환율제도로 이행할 것을 권고한 바 있다. Guo 박사(2002)도 적절한 변동 밴드를 설정하여 환율 신축성을 제고시키고 자본거래 자유화는 환율제도의 개선과 일치하게끔 추진되어야 한다고 주장하였다.

#### 4. 위안화 환율전망

이상의 논의를 종합하여 보면, 중국의 대응은 1단계로 외환 수급 조정에 의하여 환율절상 압력을 간접적으로 완화하고, 2단계로 변동폭을 확대하여 완만한 환율절상을 허용하며, 3단계로 복수통화바스켓으로 이행하는 수순을 밟을 것으로 예상된다. 현재 8.28 위안화인 중심환율 자체를 대폭 절상한 후, 절상된 수준에서 다시 환율을 고정시키거나 변동폭을 확대할 가능성은 낮아 보인다. 그 대신 중심환율의 절하 없이 외환 초과공급을 줄여 절상압력을 완화시킨 후 변동폭을 확대하여 위안화가 시간을 두고 서서히 완만하게 절상되도록 할 가능성이 높은 것으로 전망된다.

앞에 제시된 구매력평가설 분석에 따르면 2003년 8월 현재 위안화 적정환율은 7.0~7.5로서 10~15% 저평가된 것으로 나타난다. 한편 이자율평가설에 따르면 2003년 10월 적정환율은 이 보다 다소 높은 7.6~7.8로서 6~9% 정도 저평가된 것으로 추정된다. 중국이 환율 변동폭을 확대할 경우 단기에는 이자율평가설이, 중기적으로

는 구매력평가설이 하나의 가이드라인이 될 수 있다.

따라서 중국이 환율 변동폭을 확대한 후 1~2년간에 걸쳐 위안화는 점진적으로 절상되어 7.6~7.8에 이를 가능성이 있다. 1994년 1월에 관리변동환율제도 도입 이후 일일 환율변동폭을 전일 종가의  $\pm 0.3\%$ 로 허용해 1995년 5월까지 위안화 환율이 5% 정도 절상된 경험이 있으나 이 번에는 해외의 절상압력을 고려하면 1995년의 경우보다 변동 허용폭과 절상폭이 다소 클 것으로 예상할 수 있다. 따라서 2004~2005년 중 위안화 환율은 현재의 8.28보다 6~9% 정도 절상된 7.6~7.9 범위까지 시간을 두고 서서히 하락할 가능성이 높다. 그러나 중국의 정책 목표가 홍콩 달러와 위안화의 1:1 교환이라는 점을 감안하면 단기에 위안화가 7.8을 하회하기는 쉽지 않을 전망이다. 홍콩의 환율제도는 통화위원회 Currency Board로서 2000년 7월 이후부터 지금까지 미국 달러 당 7.8 홍콩 달러로 페그되어 있다.

중기적으로는 구매력평가설을 고려할 때 중국의 경상수지 흑자와 물가안정 기조가 계속 유지되면 향후 3~5년에 걸쳐 최대 10~15%가 절상된 7.0~7.5 수준에 이를 것으로 전망된다. 미국은 15~25%의 절상을 요구하나(6.2~7.0 수준), 중국 정부가 이 정도의 급격한 절상을 용인할지는 미지수이다. 중국이 환율변동폭을 확대하여 위안화 절상을 허용하는 경우에도 그 폭을 최소화시켜 다소 저평가된 수준을 유지하려할 것이다. 중국은 외환보유통제, 자본통제가 존속하고 있어 자유로운 자본 유출입이 쉽지 않고, 외환거래가 소수의 은행과 중앙은행에 집중되어 환율의 완전통제가 얼마든지 가능하다.

한편, 중국은 최근 무역수지와 경상수지 흑자가 줄어드는 추세를 보이고 있으며 WTO 가입과 수입자유화 등으로 경상수지 감소추세가 지속될 것이다. 또한 장기적으로는 부실금융 정리, 금융 자유화,

자본시장 개방 등이 불가피하므로 경기변동 및 환율의 불확실성, 금융 불안정이 심화될 것으로 예상된다. 따라서 5년 이후의 장기에 걸쳐 위안화가 반드시 절상된다고 보기 어려우며 경제상황에 따라서는 오히려 절하될 가능성도 배제할 수 없다.





---

제5장 위안화 절상이 우리나라에  
미치는 영향과 대응방안

---



## 1. 수출에 대한 영향

중국은 우리나라의 제2위 수출시장이며, 수입시장에서도 제3위를 점하고 있는 등 우리나라 경제에 지대한 영향을 미치고 있다. 2002년의 경우를 보면 중국이 우리나라 수출에서 차지하는 비중이 14.6%로 미국의 20.2%에 이어 2위를 점하였으며, 일본의 9.3%를 크게 상회하였다. 수입의 경우에도 중국은 우리나라 수입의 11.4%를 점유하여 일본의 19.6%, 미국의 15.1%에 이어 3위를 차지하고 있다. 한편 2002년 우리나라의 무역수지 흑자는 103억 달러였는데, 이 중 대중국 무역흑자는 64억 달러에 달하였다.

위안화 절상이 우리나라 수출 증가율(전년 동분기 대비)에 미치는 영향을 추정하기 위하여 설명변수로 수출 증가율의 과거 시차, 엔/달러 실질환율, 위안/달러 실질환율, 및 미국과 일본의 경제 성장률(전년 동분기 대비)을 도입하였다. 원/달러 실질환율도 도입하였으나, 원/달러 환율의 엔/달러 환율에 대한 동조화 심화로 다중공선성 문제가 발생해 최종 단계에서 이를 제외하였다. 수출 증가율에 미치는 동태적 영향과 J-커브 효과 등을 감안하기 위해 각 설명변수의 과거 4분기까지의 시차를 도입하여 추정한 후 유의성없는 변수들은 제거하고 유의성있는 변수들만 최종적으로 남기는 general to specific 방법을 적용하였다. 본 연구에서 수출은 상품수출을 뜻하며, 실질환율은 명목환율에 미국의 중국 및 일본에 대한 상대 물가지수를 곱하여 구하였다. 중국의 물가지수는 상승률로 발표되나 1995년을 미국과 동일하게 두고 이를 기준으로 각 분기 상승률로부터 지수를 역산하였다. 추정기간은 자료, 특히 중국 물가지료가 이용 가능한 1987:1/4~2003:2/4이며, 외환위기 진행과정 중의 구조변화 가능성을 감안하기 위하여 1997:4/4~1998:4/4의 기간에 대한 더

미변수를 적용하였다. <표 3>은 추정결과를 보여주고 있다. 모든 설명변수의 부호가 이론과 합치하고 있으며, 통상적인 수준에서 통계적 유의성이 있는 것으로 나타났다. 잔차항도 자기상관과 이분산을 지니지 않으며 정규분포를 따르는 것으로 나타난다.

위안화의 절상은 세계 및 중국시장에서 중국 제품과 경합하는 우리나라 상품의 가격경쟁력을 개선시켜 수출에 유리하게 작용하는 반면(가격효과), 중국의 경제성장 둔화에 따라 중국 수출에 불리하게 작용하는 소득효과를 수반한다. 또한 우리나라의 대중국 수출품목을 용도별로 분류해 보면, 소비재는 경합관계이기 때문에 위안화 절상에 따른 긍정적 효과가 크지만 자본재와 원자재는 보완관계이기 때문에 부정적 효과가 크게 나타날 수 있다. 그러나 <표 3>의 추정결과에 따르면 위안화 절상은 전체적으로 우리나라 수출 증가에 기여하는 것으로 나타난다. 위안화 10% 절상은 1분기의 시차를 두고 우리나라의 연간 수출증가율을 약 1.2%p 증가시키는 것으로 나타난다. 추정된 수출증가율의 과거시차에 대한 계수 값으로부터 장기승수(long-run multiplier)를 계산한 결과에 따르면, 위안화 10% 절상 시 우리나라 연간 수출증가율은 장기에 1.8%p 상승하게 된다. 한편 엔화 환율 10% 절상은 우리나라 연간 수출증가율을 단기에는 3.3%p, 장기에는 5%p 증가시켜 위안화 절상효과의 약 2.8배에 달하는 것으로 추정된다.

우리나라 수출에 가장 큰 영향을 미치는 변수는 미국의 경제성장률로서 미국 성장률이 1%p 상승하면 우리나라 수출증가율은 단기에는 1.2%p, 장기에는 1.8%p 상승한다. 일본의 경제성장률도 미국에는 못 미치나 우리나라 수출에 매우 큰 영향을 미쳐 일본 성장률이 1%p 상승하면 우리나라 수출증가율은 단기에는 약 0.8%p, 장기에는 1.2%p 상승하는 것으로 추정되었다.

<표 3> 수출 증가율 추정결과 : 1987:1/4~2003:2/4

설명변수	계 수	t 값	장기 승수
수출증가율(-1)	0.4368***	4.17	-
수출증가율(-2)	0.2882***	2.63	-
수출증가율(-4)	-0.3802***	-4.42	-
엔화 실질환율	-0.3313***	-3.61	-0.5056
위안화 실질환율(-1)	-0.1175**	-2.17	-0.1793
미국 경제성장률	1.2000**	1.98	1.8315
일본 경제성장률	0.7746*	1.75	1.1822
상수항	2.9856	1.47	-
DUM98	-6.9301**	-1.92	-
R <sup>2</sup> =0.8169, DW=1.7766, JB=1.4807(0.48), BG(1)=0.7853(0.38), WH=1.4243(0.18), ARCH(1)=2.2830(0.14), Ramsey=0.1954(0.66)			

주 : DUM98은 1997:4/4~1998:4/4의 기간 더미, JB는 Jarque-Bera 정규분포 검정, BG는 Breusch-Godfrey의 자기상관, ARCH는 조건부 자기상관, WH는 이분산, Ramsey는 RESET 검정이며, 통계치 뒤의 괄호 안은 한계유의수준임.

## 2. 기타 영향에 대한 개관

### 가. 직접 효과

위안화 절상에 따른 수출증대 효과는 수출주도에 의해 이루어지고 있는 한국경제의 회복 추세에 긍정적으로 작용할 것이다. 앞서 보았던 긍정적 효과의 추정치는 위안화 환율이 원화 환율에 영향을 미치지 않는다는 가정 하에 얻어진 결과이다. 하지만 위안화 절상은

바로 원화 절상으로 이어질 것으로 기대되어 위안화 절상의 긍정적 효과가 중장기에 지속되는 것을 기대하기 어렵다. 특히 위안화 변동에 따라 중국경제의 성장 모멘텀이 둔화되고 불안정해진다면 그 동안 급성장하던 우리의 대중국 수출이 정체될 수도 있다. 하지만 중국의 고도성장이 수출에만 기인했던 것이 아니라 빠른 내수성장에 바탕을 두고 있다는 점을 감안하면 향후 높은 성장세가 지속될 가능성도 크다. 따라서 우리로서는 중국경제의 지속성장을 활용하는 전략을 마련하는 것이 중요하다. 특히 우리 기업들이 기술력 향상을 통해 중국경제에 꼭 필요한 중간재 생산분야에서 비교우위를 유지하는 것이 무엇보다 중요하다. 결국 우리 기업들이 얼마나 경쟁력을 향상시킬 수 있는가가 관건이다.

이와 더불어 위안화 절상은 원화표시 중국의 임금을 높임으로써 국내산업 생산기반의 이전 추세에 영향을 미칠 수 있다. 그 동안 약 10분의 1이라는 임금격차가 국내기업들의 중국이전을 가속시킨 중요한 요인으로 지적되어 왔는데 위안화가 절상되면 이러한 임금격차를 단기간이나마 줄여주는 효과가 있을 것이다. 특히 환율 변동폭이 클수록 이 효과는 더욱 커질 것이다.

#### 나. 간접 효과

위안화 절상이 중국경제 둔화로 이어질 경우 그 동안 중국의존도가 높았던 아시아 인접국가들이 동시에 내수부양에 나설 가능성이 크다. 이는 역내 무역거래가 늘어나는 계기로 작용할 수 있다. 만약 중국 이외의 아시아 국가들의 환율이 동반 절상될 경우 이러한 내수 진작 움직임은 더욱 가시화될 것이다. 이러한 움직임이 단기적으로 중국 인접국들의 내수진작을 통한 경제성장 노력을 가속시키는

효과와 더불어 중국 수출시장의 위축에도 불구하고 중국을 축으로 하는 동아시아 경제권 형성 추세에 힘을 실어줄 것이다. 종합해 보면, 그 동안 우리의 대중국 수출의 증대는 환율에 의한 가격경쟁력 보다는 중국경제의 지속적인 고도성장에 따른 수요증대에 의한 바가 더 크기 때문에 환율변동이 한국과 중국사이의 무역거래에 미치는 영향은 크지 않고 아울러 오래 지속되지 않을 것으로 보인다.

### 3. 대응방안

#### 가. 파급효과에 대한 올바른 이해 필요

위안화 절상은 단기에는 우리나라의 수출증가와 경기회복에 기여할 것이나 그 여파로 중국 경기가 둔화되면 그 효과는 반감될 수밖에 없다. 만약 위안화 절상을 계기로 엔화도 동반하여 절상된다면 수출증가에 크게 기여할 것이나, 엔화가 동반 절상되지 않거나 원화 절상폭이 엔화 절상폭보다 큰 경우 오히려 수출에는 불리하게 작용할 수도 있다. 아울러 위안화 절상의 긍정적인 효과도 결국 미국, 일본의 경기회복이 강하게 지속되어야만 가시적으로 나타날 수 있다.

바람직한 정책적 대응방안을 수립하기 위해서는 무엇보다도 위안화 절상압력이 태동하게 된 배경, 즉 세계적인 환율전쟁Currency War 현상을 이해하는 것이 중요하다. 미국은 저금리와 재정적자로 인하여 팽창 금융정책과 재정정책에 의해 경기회복을 도모하는데 한계가 있어 달러약세에 의하여 경상수지 적자문제를 해소하고 경기회복을 시도해야 하는 입장이다. 일본도 저금리와 국가채무 누적에 직면하여 엔화약세에 의해 디플레이션을 벗어나고 경기회복을 도모해야 하는 상황이다. 유럽은 유로화 안정이라는 장기 숙제때문에 팽창

재정정책이나 금융정책에 의하여 경기회복을 도모하지 못하고 있다. 즉, 세 지역 모두 자국통화의 절하가 최후의 정책수단으로서 환율을 둘러싼 갈등과 마찰이 심화되고 있는 것이다.

특히 환율전쟁의 진원지인 미국에서 경상수지 적자가 지속가능한 수준으로 감소되고 경기회복이 가시화되기 전까지, 특히 2004년의 대선과 맞물려 세계적인 달러약세가 지속될 가능성이 크다. 미국 입장에서는 위안화 환율의 절상 자체도 중요하나, 여타 아시아 통화의 절상을 촉진시키는 촉매제 역할을 기대하고 있는 상황이다. 따라서 위안화 절상을 계기로 미국은 원화, 엔화를 비롯한 아시아 통화에 대한 절상압력을 강화할 것이며 통상마찰이 심화될 것으로 우려된다.

이에 따라 원화도 중기적으로 절상압력을 받게 될 소지가 크며, 엔화 절상을 완화하려는 일본은행의 외환시장 개입으로 인해 엔화는 절상추세를 유지하는 가운데 변동폭이 매우 커질 것으로 판단되는데 이런 조짐은 벌써 나타나고 있다.

이에 따라 한국은 원화 절상압력, 통상마찰 및 환율조작의 오해를 줄이기 위해 직접 환율을 조정하기보다는 외환수급 자체를 조절할 필요가 있다. 특히 외환위기 이후 원화 환율에 지대한 영향을 미치고 있는 단기 금융상품, 채권 등 단기 부채성 자금의 유입을 억제하는 방안이 필요할 것으로 보인다. 또한 2000년대 들어 1엔=10원으로 고착화되어 있는 엔화환율에 대한 페그나 기대심리를 완화하여 양국간의 거시경제 근본요인에 맞추어 원/엔 환율이 상승하거나 하락하도록 신축성을 도입할 필요가 있다. 하지만 이 과정에서 무리하게 외환시장에 개입하는 것은 바람직하지 않다고 하겠다. 특히 2004년 원화 환율에 대한 절상압력이 거세지는 가운데 그 동안 누적되어 온 절상압력이 한꺼번에 표출될 경우 환율 급변동이 예상되기 때



문에 시장에서의 절상압력을 지나치게 억제하는 것은 무리한 정책이다. 또한 엔화환율의 변동성 심화에 따라 원화 환율의 변동성도 심화될 것이므로 환율안정에 주력하고, 환율수준이 경상수지 등 근본요인으로부터 크게 이탈하지 않도록 면밀한 정책대응이 요망된다. 아울러 미국의 절상압력과 통상압력에 대해 이해관계를 같이 하는 아시아 국가와 공조체제를 구축하여 효과적으로 대처하는 방안도 강구해야 할 것이다.

#### 나. 기업의 대응전략

2004년 중 예상되는 위안화 변동에 따라 달러, 엔화, 유로화, 원화 환율의 변동성도 심화될 것이므로 기업들의 체계적인 환위험 관리가 무척 중요해질 것이다. 특히 원화절상 가능성에 대한 대비가 필수적이라 하겠다. 아울러 품질, 마케팅, 구조조정 등 비가격 경쟁력을 강화하여 원화절상에 적극적으로 대비하는 경영전략이 필요하다. 위안화 절상이 업종에 따라서는 유리하게 작용할 수 있으나, 이와 동반하여 원화의 증기적인 절상이 예상되므로 이에 대비할 필요도 있다. 원화의 동반 절상으로 위안화 절상효과가 반감될 것이며 환율 변동성도 심화되어 환율로부터의 경쟁 이점을 기대하기가 어려워므로 중장기적 원화절상에 대비하여 품질, 마케팅 등 비가격 경쟁력을 강화할 필요가 있음을 재차 강조하고자 한다.

위안화 절상은 중국제품에 대한 가격 경쟁력이 향상되어 대중국 수출에 유리하게 작용하는 반면에 중국의 경기침체를 초래하여 대중국 수출을 위축시킬 수 있다. 장기적으로는 불리한 소득효과가 크게 작용할 것이므로 가격 탄력적 제품과 소득에 비탄력적인 제품, 고부가가치, 고품질 제품의 수출을 증대시키도록 하는 것도 한 가지

대처 방안이다. 이와 동시에 수출시장을 중국 이외의 지역으로 다변화시키는 전략을 마련할 필요도 있으며 위안화 절상은 우리 기업의 대중국 직접투자 관련비용을 증가시키므로 이에 대책도 필요하다 하겠다.

마지막으로 최근 중국의 란싱그룹이 한국의 쌍용자동차 인수를 위한 우선 협상자로 지정된 것에서 보듯이 중국은 앞으로도 자국산업의 기술진보나 중요한 중간재 공급원을 확보하기 위해 외국기업들을 인수하는 전략을 추진할 것이다. 이런 전략이 왜 필요한가는 한일 무역관계를 보면 알 수 있다. 이는 한국의 만성적 대일무역 원인이 기술수준 등의 이유로 국내에서 생산할 수 없는 주요 중간재 수입에 기인하고 있다. 중국은 이런 기술격차를 관련 외국기업의 인수를 통해 해결할 수 있다. 한국이 이런 전략을 따르지 못한 것은 기본적으로 자본이 없었기 때문이다. 이에 반해 중국은 자본을 보유하고 있다. 아울러 위안화 절상은 외국기업을 더 싸게 만드는 효과가 있다. 결론적으로 향후 중국기업의 한국 국내기업 인수시도가 있을 것으로 예상된다 하겠다.

## 참고문헌

- 삼성경제연구원, 「중국의 환율제도와 위안화 환율 전망」, Issue Paper, 2003. 10.
- LG경제연구원, 「위안화 절상 가능성과 한국경제에 대한 영향」, LG주간경제, 2003. 7.
- 일본 정부, 2002년 『통상백서』, 2003년 7월 1일.
- 중국국가통계국, <http://www.stats.gov.cn>.
- 중국인민일보, <http://www.peopledaily.gov.cn>.
- 중국인민은행, <http://www.pbc.gov.cn>.
- 한국은행, 「위안화의 평가절상 압력에 대한 중국의 대응 및 향후 전망」, 해외경제정보, 제2003-38호, 한국은행, 2003. 7.
- \_\_\_\_\_, 「Snow 미 재무장관의 환율문제 협의관련 중·일 방문 내용」, 외환·국제금융정보, 제2003-55호, 2003. 9.
- \_\_\_\_\_, 외환보유고 보도자료, 2003년 10월.
- UFJ総合研究所, “人民元切り上げ 問題の再検討”, 2003. 12. 11.
- 關, 志雄, “人民元切り上げ, 日本にはマイナス”, 日本經濟研究センター グローバル研究部, 2003. 8. 26.
- Chinaview, [www.chinaview.cn](http://www.chinaview.cn).
- Economist, “Mercantilism with Chinese Characteristics,” Aug. 13, 2003.
- \_\_\_\_\_, “Reading China’s Tea Leaves,” Aug. 26, 2003.

- \_\_\_\_\_, “China Seeking to Ease RMB Revaluation Pressure,” Sept. 4, 2003.
- \_\_\_\_\_, “Snow Business,” Sept. 6, 2003.
- \_\_\_\_\_, “Oriental Mercantilists,” Sept. 20, 2003.
- Edwards, Sebastian, “China Should Not Rush to Float Its Currency,” *Financial Times*, Aug. 4, 2003.
- Financial Times, “Editorial,” February 3 and June 2, 2003.
- \_\_\_\_\_, “Slide in US Dollar, the Secret behind Big Earnings Growth,” October 20, 2003.
- \_\_\_\_\_, Special Report China, 2003. 12. 16.
- Goldman Sachs, “What Does a Weak Dollar Mean for Asia?,” June 2003.
- Goldstein, Morris, “China’s Exchange Rate Regime,” Testimony, US House of Representatives, October 1, 2003.
- \_\_\_\_\_ and Nicholas Lardy, “Two Stage Currency Reform for China,” *Asian Wall Street Journal*, September 12, 2003.
- Guo, Jinlong, “China’s Exchange Rate System Reform and the Trend of Renminbi Exchange Rate,” October 24, 2002.
- Hu, Fred, “A Floating Currency Would Be Good for China,” *Financial Times*, May 28, 2003.
- Hu, Fred, Jonathan Anderson, Dick Li, Rita Ng, and Enoch Fung, “The Five Great Myths about China: Low Wages, High Productivity Growth, and a Grossly Undervalued Currency Are Relentless Raising China’s Competitiveness,” *Goldman Sachs*, July 2002.

- Huh, C., and K. Kasa, "Dynamic Model of Export Competition, Policy Coordination, and Simultaneous Currency Collapse," *Review of International Economics*, March 2001.
- IMF, *Direction of Trade*.
- \_\_\_\_\_, *International Financial Statistics*, 각호.
- \_\_\_\_\_, *World Economic Outlook*, Sept. 2003.
- Jin, Renqing, "Statement," 2003 World Bank/IMF Annual Meetings in Dubai, IMF, September 23-24, 2003.
- Lehman Brothers, "Fighting over Scraps," May 23, 2003.
- Li, Ruogu, "Role of the Central Bank in Financial Supervision," Seminar on Financial Stability and Central Bank Governance, August 26, 2003.
- Li, Wenjun, "Capital Account Liberalization in China," KIEP, 2002. 10.
- McKinnon, Ronald and Gunther Schnabl, "China: A Stabilizing or Deflationary Influence in East Asia?: The Problem of Conflicted Virtue," 6th Annual Conference on International Economics, UCSC, October 2003.
- Morgan Stanley, "Resist Revaluation," May 22, 2003.
- \_\_\_\_\_, "Competitive Devaluation Need Not Be Zero Sum," May 29, 2003.
- New York Times, "China Insistent on Protecting Currency," September 19, 2003.
- Rodlauer, Markus, "China: The Outlook for Convertibility of the Renminbi," IMF, Presented at a Conference on "China-Europe Relations after China's Entry into the WTO" in

- Milan, November 19, 2001.
- Snow, John, “Report to Congress on International Economic and Exchange Rate Policies,” US Department of Treasury, October 30, 2003.
- Taylor, John B., “Economic Relations between the United States and China and China’s Role in the Global Economy,” US Department of Treasury, October 30, 2003.
- US Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis, [www.bea.gov](http://www.bea.gov).
- US Department of Treasury, *2003 Annual Foreign Exchange Report*, Oct. 30, 2003.
- World Bank, *World Development Indicators*, 2003.
- Zhang, Zhaoyong, “The Exchange Value of the Renminbi and China’s Balance of Trade: An Empirical Study,” *NBER Working Paper 5771*, September 1996.
- Zhou, Xiaochuan, “Statement,” International Monetary and Financial Committee Meeting in Dubai, IMF, September 21, 2003.

# ABSTRACT

## The Possible Revaluation of the Chinese Yuan and Its Policy Ramifications: A Political Economy Approach

Chan-Guk Huh

The emergence of the Chinese economy as another large open economy in the past ten years has been a major event globally, and particularly so to the Asian neighboring economies such as Korea. Its ramifications are presumed to be positive overall but accompanying adjustment processes are not necessarily smooth. We observed an upsurge in global interest in the exchange value of the Chinese renminbi in 2003, and it was started by governmental and private observers in the U.S. who raised charges China had gained disproportionate export competitiveness by artificially keeping its exchange value of the currency low.

This paper deals with issues related to the exchange value of the renminbi of the Chinese economy. We first offer a systematic examination of the political as well as economic developments that had led to the current situation. Then an overview of the Chinese exchange rate system as well as

estimations of how much the Chinese yuan is under-valued using a simple models of the purchasing power parity and interest rate parity are presented. In addition, we examine the impact of an expected re-valuation of the yuan on Korea's exports, which is somewhat beneficial as it would help Korea's export price competitiveness. However, finally, we conclude that the most important effect of the expected yuan revaluation will be increased pressure on the exchange value of the Korean won, hence Korean government as well as businesses need to prepare for that eventuality.