

KERI Brief

위안화 리스크 점검 및 시사점: 중국의 새 외환제도를 중심으로

김성훈

한국경제연구원 부연구위원
(s.kim@keri.org)

1980년대 개방 이후, 중국은 대략 10년을 간격으로 1994년, 2005년, 2015년 세 차례에 걸쳐 외환제도를 바꾸어 왔다. 첫 번째 변화의 목표는 수출 드라이브다. 이를 위해 1994년 1월, 對달러 고정환율제도 하에서 정부 공식환율과 외환거래센터환율을 통합하는 한편, 달러 대비 위안화를 50% 평가절하 하고 이를 2005년 초까지 유지하였다. 두 번째 변화는 기축 통화를 목표로 한다. 중국 위안화를 세계 주요 통화로 키우기 위해 2005년 7월부터 시장의 수요와 공급을 반영하는 관리환율제도로 전환하고 2014년 초까지 점진적 절상을 이뤄왔다. 최근 있었던 세 번째 변화는 對달러 중심의 외환정책에서 벗어나 세계 3대 통화로서의 지위를 확고히 하는데 있다. 2015년부터 다른 나라들과의 교역비중을 반영하여 13개국 통화로 이루어진 바스킷을 구성하고 위안화와 이들 통화 간의 시장 환율을 기초로 지수를 개발, 새 외환정책의 기준으로 삼는다는 것이다.

본 보고서는 최근 도입된 중국의 새 외환제도 하에서 위안화의 주요 리스크를 점검하고, 바람직한 對中 투자와 교역 방향을 우리나라 관점에서 검토하였다.

첫째, 새 외환제도 하에서 중국이 외환정책이 기준으로 삼는 위안화 인덱스와 위안/달러 환율 사이의 동조성이 2015년을 기준으로 크게 낮아졌음을 확인하였다. 특히 브렉시트 투표 이후 달러 대비 위안화가 절하되는 동안에도 위안화 인덱스는 절상하는 모습을 보였다. 이는 기존의 위안/달러 환율에 근거한 미국의 위안화 절상 압박이 어려워질 수 있음을 뜻한다. 이런 어려움과 미재무부가 제시한 환율조작국 지정의 3대 기준을 동시에 살펴보았

을 때 최근 발효된 미국의 베넷-해치-카퍼 법안에 의해 중국이 환율조작국으로 지정될 가능성은 매우 낮음을 알 수 있다.

둘째, 새 위안화 인덱스와 원/위안 환율 사이의 동조성도 최근 들어 크게 낮아졌다. 이는 기본적으로 새 인덱스를 구성하는 13개국 통화에 우리나라 원화가 빠져있기 때문으로 풀이된다. 이는, 중국 외환당국이 추구하는 방향과 원/위안, 위안/달러, 원/달러 등 명목환율의 움직임이 단기적으로 매우 상이할 수 있어 중국의 새 외환제도가 한국의 외환정책을 어렵게 하는 “제도 리스크”로 작용할 수 있음을 뜻한다. 한국 외환당국이 특히 주시해야 할 부분이다.

셋째, 위와 같은 특이점에도 불구하고 중국의 새 외환제도는 잘 안착하고 있는 것으로 판단된다. 새 제도의 도입 이후 중국 외환정책의 기준이 되는 위안화 인덱스는 매우 안정적으로 움직이며 시장의 단기 절하 압력을 소화하고 있으며, 향후 4-5년에 걸쳐 중국경제가 연착륙에 성공한 것으로 보이는 시점부터는 이와 유사하게 안정적으로 절상 움직임을 나타낼 것으로 예상된다. 위안화의 단기적 절하 경향과 중장기적 절상압력이 인덱스를 기준으로 안정적으로 움직일 것이라는 기대와, 2009년 이후 한-중 교역에서 위안화 결제비중이 매년 100% 이상씩 증가해 온 점에 동시에 고려할 때 對中 단기 투자보다는 수익실현까지 5년 전후의 투자기간이 소요되는 중장기 실물투자의 리스크가 낮을 것으로 판단된다. 대중 투자와 교역 비중이 높은 기업들은 꼭 염두에 두어야 할 부분이다.

1. 연구 배경

□ 중국 위안화는 최근 2년 이상 절하 경향을 보이고 있는 가운데 국제사회로부터 절상 압력도 함께 받고 있는 상황

- 중국의 경제성장률 둔화가 가시화되던 2014년 이후 서서히 저평가되기 시작하였고 미국 금리인상이 확실히 되던 2015년 하반기부터는 급격한 자본 유출도 함께 겪고 있음.
- 중국 위안화가 저평가되어 있다는 건 각종 미디어에서 일종의 상식처럼 받아들여지는 가운데 미국은 중국의 과도한 대미무역흑자와 경상수지흑자를 들어 위안화 절상을 압박하고 있음.

□ 절하 경향은 단기적 시평에서, 절상 경향은 중장기적 시평에서 관찰

- 절하 경향은 최근 2~3년간 중국 경제의 어려움을 반영하며 형성된 시장의 기대와 경제적 어려움을 타개하려는 중국 당국의 암묵적 의도로 만들어진 비교적 단기적 압력 (<그림 1a> 참조)
- 절상 경향은 2005년 이후 중국이 위안화의 국제화에 박차를 가하면서 지속적으로 추구해 온 바이자 미국을 포함한 중국의 주요교역국들 간에 이해관계에 비취 향후 상당기간에 걸쳐 중장기적으로 상존 (<그림 1b> 참조)

□ 이런 가운데 중국은 2015년 하반기 對달러 중심의 외환정책에서 탈피한 새 외환제도 도입

- 2015년 12월 11일, 중국은 13개 주요 통화로 구성된 새 통화바스켓에 대한 구체적 비중을 전격 공개

→ 脫달러 외환정책에 대한 일종의 자기 서약 (commitment)

- 새 통화바스켓을 기초로 중국 외환정책의 새 기준이 되는 위안화 실효환율 지수를 개발

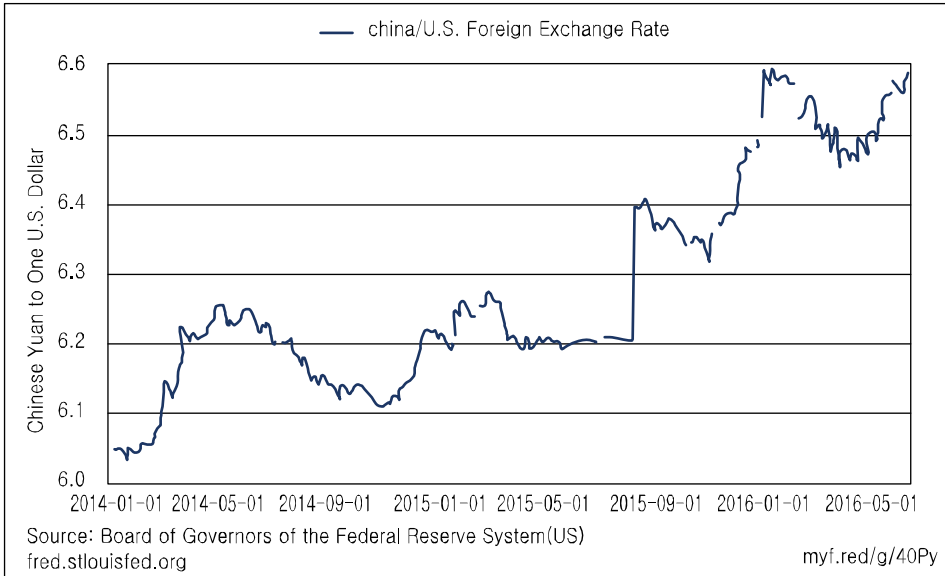
○ 중국외환거래제도 지수(CFETS index; China Foreign Exchange Trade System index)로 명명하고 매주 지수 발표

□ 본 연구는 2015년 중국이 새롭게 도입한 외환거래 제도를 바탕으로 위안화 리스크를 점검하고, 단기적 절하 가능성과 중장기적 절상 압력 사이에서 바람직한 대중 교역과 대중 투자 전략에 대해 검토

- 중국 외환정책과 제도의 변화과정을 알아보고 중국의 새 외환제도 도입에 따른 우리 측 리스크는 무엇인지 검토
- 새 외환제도 하에서 중국이 환율조작국으로 지정될 가능성, 즉 위안화에 대한 미국의 절상 압력이 노골화될 가능성 검토
- 단기적 추가 절하 가능성과 중장기 절상 압력 사이에서 우리나라의 바람직한 對中 교역 및 투자 방향 제시

〈그림 1〉 달러 대비 위안화 환율(USDRMB) 추이

(단위: USDRMB)



(a) 2014/01~2016/06

(단위: USDRMB)



(b) 2000/01~2016/06

자료: FRED(세인트루이스 연준 데이터)

2. 중국의 외환제도 변천 과정

□ 1980년대 개방 이후 2000년 이전까지 중국의 외환 시장은 국제 거래를 돕는 보조 장치로서 자리 매김

- 1988년 중국 주요 도시에 외환거래센터를 개설하고, 1994년에는 은행 간 외환 거래를 허용
- 1994년 1월 하룻밤 사이 달러 대비 위안화 값은 50% 평가 절하(표 1) 참조)
 - 1993년 12월 31일 5.8245 → 1994년 1월 3일 8.7217
 - 2005년 6월까지 달러 대비 8.2770 위안 이하로 절상 없이 거의 고정하여 관리

□ 2000년 이후 중국 외환 제도 변천은 위안화를 기축 통화로 키우려는 중국의 장기 목표 하에서 진행

- 2001년 12월, 세계무역기구(WTO)에 가입하며 환율 제도의 점진적 개편을 약속
- 2005년 7월, 여러 주요 통화로 이뤄진 바스킷을 구성하고 시장의 수요 공급을 반영하는 관리환율제도로의 변경 발표
 - 달러대비 일일변동폭을 0.3% 범위 내에서 허용하고 2007년 5월에는 이를 0.5% 범위로 확대하였으나, 새로 구성된 통화 바스킷의 구체적인 비중에 대해서는 비밀 유지
 - Frankel and Wei(2007)의 회귀분석결과에 따르면, 이러한 외환제도 변경 이후에도 미국 달러 하나에 위안화를 고정한 것처럼 관찰됨.
 - 2015년 초반까지도 미국 달러에 대해 대부분의 비중을 할당한 것으로 보임(Economist, 2015년 2월 21일자).

- 2005년 외환 제도 개혁 이후 2014년 1월까지 9여 년에 걸쳐 매우 완만하고 지속적으로 평가 절상을 진행

- 해당 기간 달러 대비 36% 평가 절상: 2005년 7월 평균 8.2264 → 2014년 1월 평균 6.0509
- 지속적 절상을 통해 위안화에 대한 수요를 높여 기축통화 반열에 진입하려는 의도

- 결국 중국이 외환 제도를 바뀐 기저에는 고정환율제도와 변동환율제도 사이의 효율성 차이나 선호도 차이가 아니라 기축통화로 발돋움하려는 장기 정책목표가 자리 잡고 있음.

〈표 1〉 중국 외환 제도의 변천

날짜	변 천 과 정	USDRMB (월평균)
1988	주요도시에 기업 간 외환 거래가 허용되는 센터 설치	3.7314
1994.01	공식환율과 외환거래센터환율 통합 하루사이 50% 평가절하 5.8245(1993/12/31) → 8.7217(1994/1/3)	5.8210 → 8.7219
1994.04	상하이에 은행 간 외환 거래가 가능한 센터 설치	8.7251
2001.12	세계무역기구(WTO)에 가입하고 환율제도의 점진적 개편약속	8.2764
1998.10 ~2005.05	7년 동안 8.2770~8.2800 범위 내에서 관리	8.2770 ~8.2800
2005.07	통화바스켓(USD, EUR, JPY, KRW 등) 구성. 비중은 비공개 이를 기준으로 시장의 수요와 공급에 기초하여 관리되는 변동환율제도로 전환 점진적 절상 허용 시작	8.2264
2007.05	USDRMB 환율의 일일변동폭을 0.3%에서 0.5%로 확대	7.6773
2009.07	위안화의 국제화를 위해 국제교역에서 위안화 결제 허용 (중국 일부지역내 기업들에 국한)	6.8317
2012.03	국제교역에서 위안화 결제 허용을 중국내 모든 기업들로 확대	6.3125
2012.04	USDRMB 환율의 일일변동폭을 0.5%에서 1%로 확대	6.3043
2014.01	2005년 환율제도 개혁 이후 9여 년에 걸쳐 36% 평가절상 (2005년 7월 8.2264 → 2014년 1월 6.0509)	6.0509
2015.08	인민은행의 예기치 못한 고시환율 절하 (8월 10일 6.2094 → 8월 13일 6.3982)	6.3383
2015.11	IMF는 위안화를 특별인출권(SDR)에 편입기로 결정 비중은 10.92% 예상	6.3640
2015.12	중국외환거래제도(China Foreign Exchange Trade System)에 의해 새 통화 바스켓 비중 공개(〈표 2〉 참조)	6.4491
2016.10	IMF 특별인출권(SDR) 실제 편입 예정	?

자료: 블룸버그 뉴스, 로이터 뉴스, FRED (세인트루이스 연준 데이터)

3. 중국의 새 외환제도 평가

□ 2015년은 중국이 새로운 외환거래 제도를 시행한 첫 해

- 시장의 기대를 깨고 2015년 8월 달러 대비 위안화 깜짝 인하를 단행하고 동시에 새 통화바스켓 구성을 통해 중국외환거래 제도의 변화를 예고
- 시장의 수요와 공급을 더욱 밀접하게 반영하기 위한 것이라는 것이 공식적인 입장
- 지속적 절상을 포기하고 경제성장을 둔화에 대한 대응도 포함된 것으로 판단

- 2015년 11월 30일, IMF는 위안화의 SDR 편입을 결정하고 2016년 10월 1일부터 시행키로 하였으며 SDR 구성 비중을 재조정(IMF, 2016)
 - 위안화 편입 이전 SDR 통화 구성: USD 41.9%, EUR 37.4%, GBP 11.3%, JPY 9.4%
 - 위안화 편입 이후 SDR 통화 구성: USD 41.73%, EUR 30.93%, RMB 10.92%, JPY 8.33%, GBP 8.09%
- IMF가 위안화의 SDR 편입을 결정한 직후인 2015년 12월 11일, 중국인민은행은 새 통화바스켓의 구성 통화와 상대적 비중을 전격 공개하고 향후 이에 따라 위안화 가치를 관리토록 외환 제도를 수정(〈표 2〉 참조)

〈표 2〉 중국의 새 통화바스켓 구성과 비중

순위	상대국 및 통화	비중
1	미국(USD)	26.40
2	유럽(EUR)	21.39
3	일본(JPY)	14.68
4	홍콩(HKD)	6.55
5	호주(AUD)	6.27
6	말레이시아(MYR)	4.67
7	러시아(RUB)	4.36
8	영국(GBP)	3.86
9	싱가폴(SGD)	3.82
10	태국(THB)	3.33
11	캐나다(CAD)	2.53
12	스위스(CHF)	1.51
13	뉴질랜드(NZD)	0.65

참조: 중국외환거래제도(CFETS, 2015a)

- 새 통화바스킷의 통화 비중은 기본적으로 주요 13개국과의 교역비중을 반영하되 재수출거래요소(re-export trade factor)를 조정하여 산출(CFETS, 2015a)
 - 흥미롭게도 한국 원화(KRW), 대만 달러(TWD) 인도 루피(INR) 등이 빠져 있음에 주의: 이는 이들 국가가 부품생산과 가공무역 등으로 중국과 깊숙이 엮여져 있는 관계로 재수출거래요소 조정 후에는 순교역 비중이 매우 낮아지기 때문으로 보임.
 - 국제결제은행(BIS)의 통화바스킷에서 실효 위안화 지수를 구성할 때 KRW 8.5%, TWD 5.6%, INR 2.2%씩 포함

□ 새 외환거래제도의 특징

- 새 외환제도의 향후 변화 가능성 점검을 위해 중국 외환거래제도(CFETS) 인덱스를 소급 도출
 - CFETS(2015a)가 제시한 기준일인 2014/12/31일자 인덱스 값을 100으로 설정
 - 새 통화바스킷의 통화별 비중을 2008년 금융위기 이후부터 현재까지 소급 적용하여 CFETS 일별 인덱스 도출(그림 2a) 참조)
- 기준일 2014/12/31을 전후로 미국 달러에 고정시켜 관리하는 방식에서 또렷한 변화 관찰
 - 2008/1/1~2014/12/31 동안 통화바스킷을 기반으로 한 CFETS 인덱스와 미국달러에 대한 위안화가치(USDRMB)의 사이의 상관계수는 0.82에 이름
 - 2015/1/1~2016/06/20 동안 CFETS 인덱스와 USDRMB의 사이의 상관계수는 0.65
 - 이러한 변화는 중국의 외환정책과정에서 달러 의존도가 또렷이 축소하였음을 반영
- 특히 2015년 12월 새 통화바스킷을 전격 공개한 이후에는 새 지수에 근거한 외환정책을 더욱 명시적

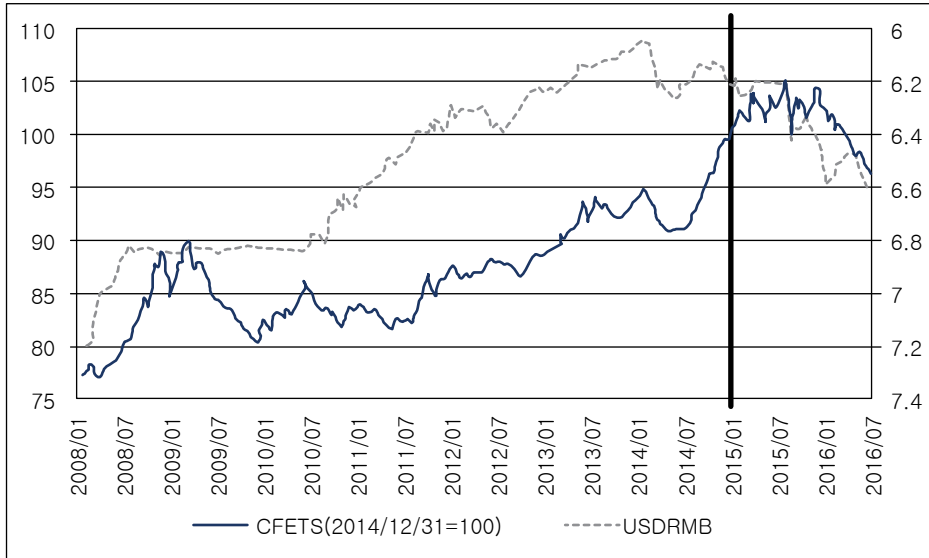
으로 운용하는 것으로 관찰됨(그림 2b) 참조. 파란 빛선은 2015/12 이후 경향 표시).

- CFETS 인덱스가 거의 일정한 속도를 유지하며 완만히 절하: 대략 매월 1 단위 인덱스만큼 하락(2015년 12월, 104 근방 → 2016년 6월, 97 근방)
- 이에 비해 달러대비 위안화 명목가치는 해당 기간 동안 큰 폭의 절하-절상-절하 반복
- 해당 기간 일일변동률의 평균대비 표준편차는 CFETS 인덱스의 경우 4.93으로 USDRMB의 14.84에 비해 1/3 수준일 정도로 안정적인.

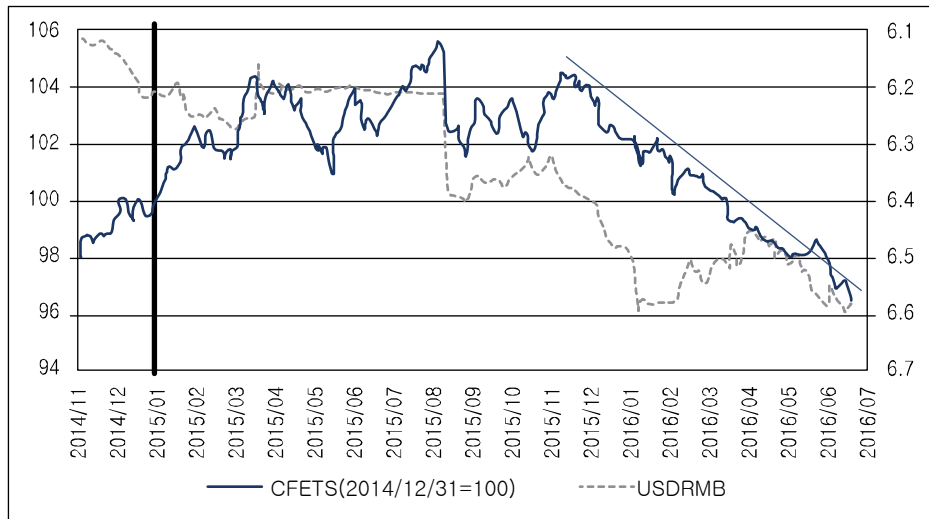
□ 새 외환거래제도가 안착 중에 있어 가까운 미래에 급격하게 변화할 가능성은 낮을 것으로 판단

- 새 바스킷이 공개된 이후 보여준 CFETS 인덱스의 흐름은 새 제도가 위안화 가치의 안정성을 높이고 교역 부문에서의 통화 수급 안정성에 도움이 되는 방향으로 안착되어 가고 있음을 반영
 - 중국의 외환당국도 새로운 통화바스킷에 기초한 지수를 만든 배경 중 하나로 시장 참가자들이 투명하게 위안화의 전체적인 흐름과 가치(trend and strength)를 판단할 수 있도록 돕는 데 있다고 밝힘(CFETS, 2015b).
- 새 제도가 SDR 편입 결정과 함께 공개된 점에 비춰 SDR 편입이 실제로 이뤄진 후에도 상당 기간 지속될 것으로 보임.
 - 2016년 10월 SDR 실제 편입이 이뤄지면, 위안화 가치의 높고 낮음 뿐만 아니라 예측가능한 외환정책과 안정적인 외환제도의 유지를 국제사회로부터 요구받게 됨.
 - 새 제도 아래에서 안착되어 온 외환운용과 국제사회의 요구에 반하는 외환제도의 급격한 변화는 (중국에 엄청난 실익이 가져다 주지 않는 한) 향후 5~10년 범위의 중기적 시평에서는 일어나지 않을 것으로 보임.

〈그림 2〉 중국의 새 통화바스킷 인덱스 vs. 위안/달러 명목 환율(일별)



(a) 2008/01~2016/06



(b) 2014/11~2016/06

자료: 블룸버그 // 참고: (1) CFETS index는 중국외환거래제도(China Foreign Exchange Trade System)에 공개된 13개 통화바스킷의 상대적 비중에 대한 정보를 이용하여 저자 계산(〈표 2〉 참조). (2) 2014년 12월 31일을 100으로 하는 지수로 오를수록 통화 바스킷 대비 위안화의 가치가 상승하는 것을 의미함에 주의. (3) USDRMB 환율 레이블은 오른쪽 축이며 지수의 절상 절하 방향과 직접적으로 비교하기 위해 거꾸로 배열되어 있음에 주의. (4) 검정 막대선은 2014/12/31로 인덱스 기준일

4. 환율조작국 지정 가능성 평가

□ 위안화 절하 압력은 주로 시장으로부터 형성

- 중국의 경제성장률 둔화가 가시화되던 2014년부터 시장으로부터 절하 압력 상승
- 2015년 8월 11일 이후 3일 간 중국 인민은행은 3%대의 전격적인 절하 단행: 시장의 절하 압력에 순응한다는 명분과 수출확대를 통한 경기부양 목적이 모두 있었을 것으로 평가
- 2015년 11월 위안화에 대한 국제통화기금(IMF)의 특별인출권(SDR) 편입 결정을 앞두고 약간의 절상이 이뤄지긴 하였으나 12월 미국 금리 인상을 앞두고 자본 유출 확대
- 조지 소로스 등의 헷지 펀드들을 중심으로 위안화의 추가적인 절하를 점치고 있고, 2016년 5월 중 잠시 주춤했던 중국의 자본유출도 다시 재개되고 있는 상황
- 최근 브렉시트 우려가 고조, 중국 A주의 MSCI 신흥시장지수 편입에 실패하면서 하락세 가속

□ 위안화 절상 압력은 미국으로부터 1차적으로 형성

- 미국은 중국의 과도한 대미무역흑자와 경상수지흑자를 들어 위안화가 저평가되어 있다고 주장
- 2016년 2월, 베넷-해치-카퍼 법안을 발효하며 저평가 통화에 대한 제재 근거 마련에 박차
 - 해당 법안에 근거, 2016년 4월 미 재무부는 과도한 대미무역흑자와 경상수지흑자를 누리는 중국, 일본, 한국, 대만, 독일을 관찰대상국으로 지정하며 매우 체계화된 경고 시작

- 2016년 6월 미중 최고위급 전략경제대화(US-China Strategic and Economic Dialogue)에서도 위안화 저평가 문제 논의

- 미재무부는 Bennet-Hatch-Carper 법안 발효에 따른 후속 조치로 2016년 4월 정기보고서에서 심층분석대상국(환율조작국)이 될 수 있는 다음과 같은 3가지 조건의 기준치(thresholds) 지정

- 대미무역수지 흑자가 200억 달러를 넘는 나라
- 경상수지 흑자가 자국 GDP의 3%를 넘는 나라
- 외화순매수가 자국 GDP의 2%를 넘는 나라

□ 중국의 기초경제여건에 비춰볼 때도 위안화는 중장기 균형 수준에 비춰 저평가된 것으로 판단

- IMF 환율자문단이 제시한 방법론에 따라 평가할 때 위안화는 현재 저평가되어 있는 것으로 판단(김창배·김성훈, 2016)

- IMF의 거시균형접근법에 따르면 투자 비중의 높은 중국의 경우 2016년의 중국 균형경상수지 수준은 GDP 대비 4.6% 적자여야 하나 2.6% 가량 흑자가 예상되고 있어 위안화가 저평가되어 있다고 볼 수 있음.

- IMF의 균형실질환율접근법에 따르면 향후 5년간 중국의 기초경제여건 전망치를 고려할 때 위안화의 실질효환율은 현재 39~69% 가량 저평가되어 있다고 볼 수 있음.

□ 그림에도 불구하고 중국이 환율조작국으로 지정될 가능성은 낮을 것으로 예상

- IMF 환율자문단의 균형환율평가 방법론을 적용하면 중국은 환율조작국으로 볼 수 있는 여지가 매우 큰 편

- 그러나 Bennet-Hatch-Carper 법안의 상원초안에서 통화저평가 판별법으로 제시된 두 방법론이 최종안에서는 모두 포함되지 않았다는 사실에 주목할 필요
- 이는 계량경제학적 방법론의 정합성에 대한 이견이 있을 수 있고 특정 변수의 포함 여부가 결과를 가를 수도 있어, 어떤 형태의 혼동도 배제해야 하는 법률안에 포함키는 힘들었을 것으로 보임.

- 미재무부의 기준을 적용하면 중국이 향후 5년 이내에 환율조작국으로 지정될 가능성은 매우 낮은 편

- 중국은 2016년 이후부터 경상수지 흑자가 점차 감소할 것으로 전망: IMF의 세계경제전망(World Economic Outlook)에 따르면 중국의 경상수지흑자는 GDP 대비 2.60%(2016년) → 2.06%(2017년) → 1.45%(2018년) → 0.94%(2019년) → 0.66%(2020년) → 0.53%(2021년)로 점차 축소
- 이러한 향후 5년간의 전망을 전제로, 미재무부의 세 가지 기준 중 두 번째 경상수지 3%를 넘는 나라에서 제외
- 또한 미재무부의 세 번째 기준인 GDP 대비 외화순매수 2%를 넘는 시장 개입은 중국의 GDP 규모, 현재 외환보유고 수준, 그리고 새 외환거래제도의 안정화 노력 등을 고려할 때 가능성이 낮은 편

- 미재무부 기준을 제시하는 시점에서 이러한 사실들은 이미 알려진 것이므로 중국을 환율조작국으로 지정하려는 의도는 처음부터 없었다고 볼 수 있음.

- 다만 미국내의 정치지형이 급변하면 법안은 언제든지 개정될 수 있으므로 가능성을 완전히 배제할 수는 없음.
- 11월 미대선에서 도널드 트럼프의 당선 여부, 그리고 대선 이후 보호무역주의 세력의 역학 관계 등이 주요 미국내 정치 변수

□ 또한, 브렉시트 이후 CFETS 지수와 USBRMB 명목 환율 사이의 상반된 움직임에서 나타나듯, 위안화

저평가 여부를 對달러 환율만으로 판단하기는 새 외환제도 하에서는 더욱 어려워짐.

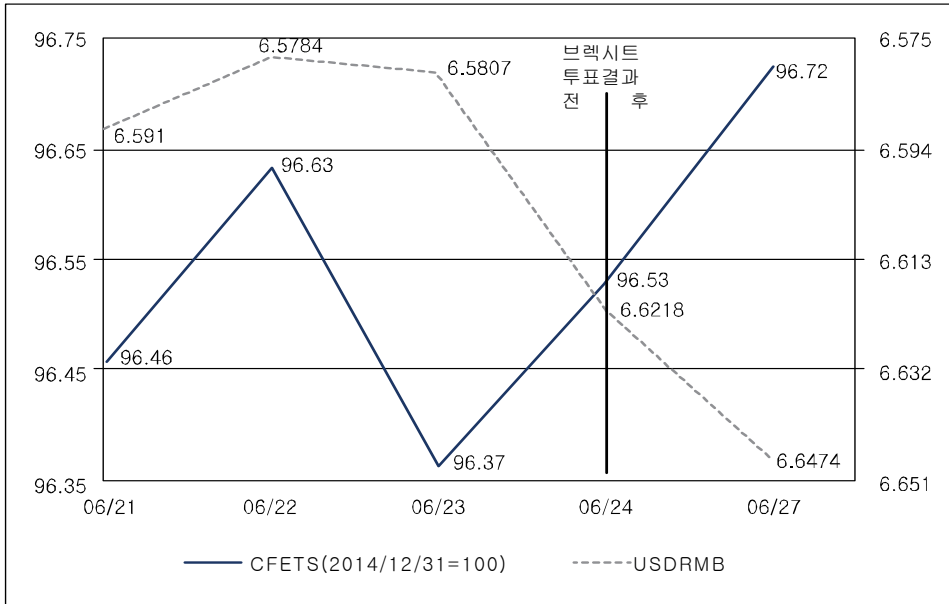
- 6월 23일 브렉시트 투표와 다음 날 투표 결과가 나온 직후 중국 위안화가 달러 대비 절하하였는데도 불구하고 13개 통화바스켓을 기초한 CFETS 지수 기준으로는 오히려 절상(그림 3) 참조)

- USDRMB: 6.5807(6/23) → 6.6218(6/24) → 6.6474(6/27), 위안화 절하
- CFETS: 96.37(6/23) → 96.53(6/24) → 96.72(6/27), 위안화 절상

- 이는 유로와 파운드 가치의 하락폭이 크기 때문에, 위안화의 실효가치와 달러 대비 가치가 상이하게 움직일 수 있음을 의미

- 미국 입장에서 달러 대비 위안화 환율의 흐름만으로 위안화가 추가 절하되고 있다고 경고하는 것이 점차 어렵게 됨을 시사
- 중국의 새 외환제도 하에서 미국이 중국을 환율조작국으로 지정하기가 더욱 어려워질 수 있다는 것을 의미

〈그림 3〉 중국의 새 통화바스킷 인덱스 vs. 위안달러 명목 환율(일별)



기간: 브렉시트 투표 전후, 2016/06/21~06/27

자료: 블룸버그 // 참고: (1) CFETS index는 중국외환거래제도(China Foreign Exchange Trade System)에 공개된 13개 통화바스킷의 상대적 비중에 대한 정보를 이용하여 저자 계산(〈표 2〉 참조). (2) 2014년 12월 31일을 100으로 하는 지수로 오를수록 통화 바스킷 대비 위안화의 가치가 상승하는 것을 의미함에 주의. (3) USDRMB 환율 레이블은 오른쪽 축이며 지수의 절상 절하 방향과 직접적으로 비교하기 위해 거꾸로 배열되어 있음에 주의.

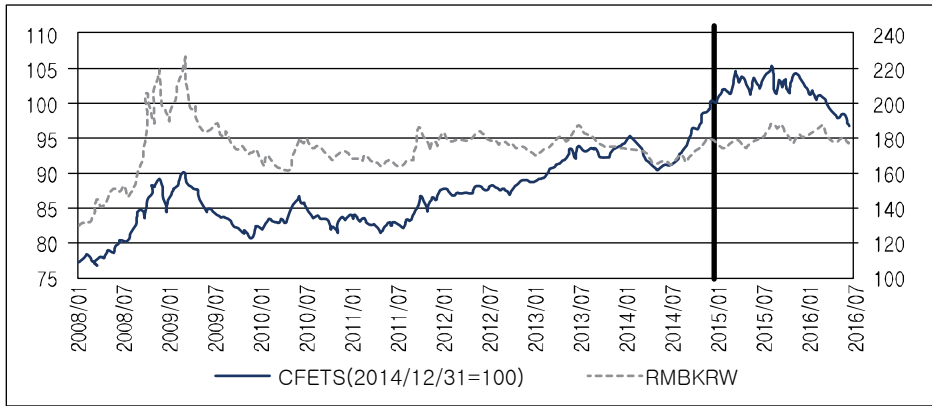
5. 對中 교역 및 투자 방향

▣ 중국의 새 외환제도 하에서 위안화의 실효가치와 원/위안 사이의 관계 약화

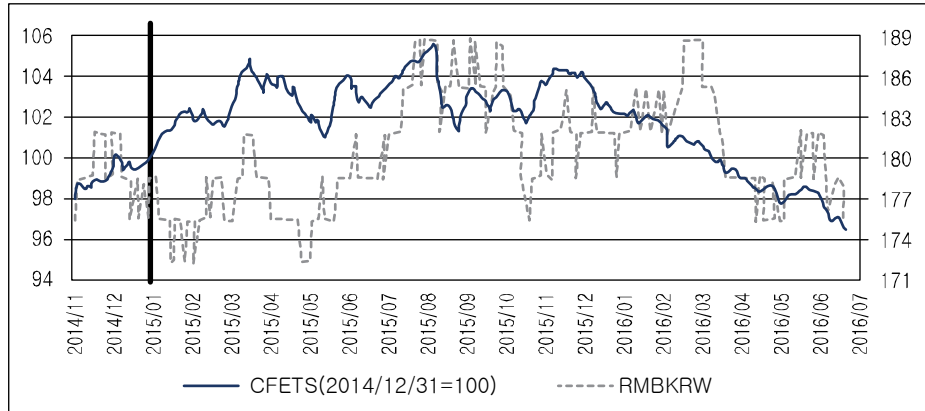
- CFETS 인덱스와 원/위안(RMBKRW)의 상관계수는 2008/1/1~2014/12/31 기간 0.46에서 2015년 이후 기간 0.26으로 감소(그림 4) 참조)

- 이는 2014년 12월 이후 원-위안 직거래 개시에 따른 영향과 중국의 새 외환거래제도 하에서 CFETS 인덱스와 위안/달러 사이의 약화된 관계도 간접적으로 반영
- 보다 근본적으로는, 새 통화바스킷에서 우리나라 원화가 아예 빠져있기 때문에 위안화의 전반적인 가치와 원화 대비 위안화 가치사이의 관계는 향후 더욱 약화될 수 있음.

<그림 4> 중국의 새 통화바스킷 인덱스 vs. 원/위안 명목 환율(일별)



(a) 2008/01~2016/06



(b) 2014/11~2016/06

자료: 블룸버그 // 참고: (1) CFETS index는 중국외환거래제도(China Foreign Exchange Trade System)에 공개된 13개 통화바스킷의 상대적 비중에 대한 정보를 이용하여 저자 계산(표 2) 참조). (2) 2014년 12월 31일을 100으로 하는 지수로 오를수록 통화 바스킷 대비 위안화의 가치가 상승하는 것을 의미함에 주의. (3) 검정 막대선은 2014/12/31로 인덱스 기준일.

- 이는 위안화가 전체적으로 강세를 보일 때에도 원화에 대해서는 별다른 변동이 없거나 거꾸로 원화에 대해서만큼은 강세를 보일 때에도 여타 통화들에 대해선 전반적으로 별다른 변동이 없는 경우들이 점차 늘어남다는 의미
- 현재의 한-중 간 교역구조 하에서는 중국 외환당국의 정책결정 과정에서 한국 원화 대비 위안화 가치에 대해서는 신경 쓰지 않는다는 의미로도 해석 가능
- 對中 거래 한국 기업들은 위안화와 위안화 인덱스를 동시에 보유함으로써 위안화 리스크를 어느 정도 통제할 수도 있음을 시사

□ 반면 한국의 對中 거래 중 위안화 결제 비중은 점차 증가하고 있는 추세

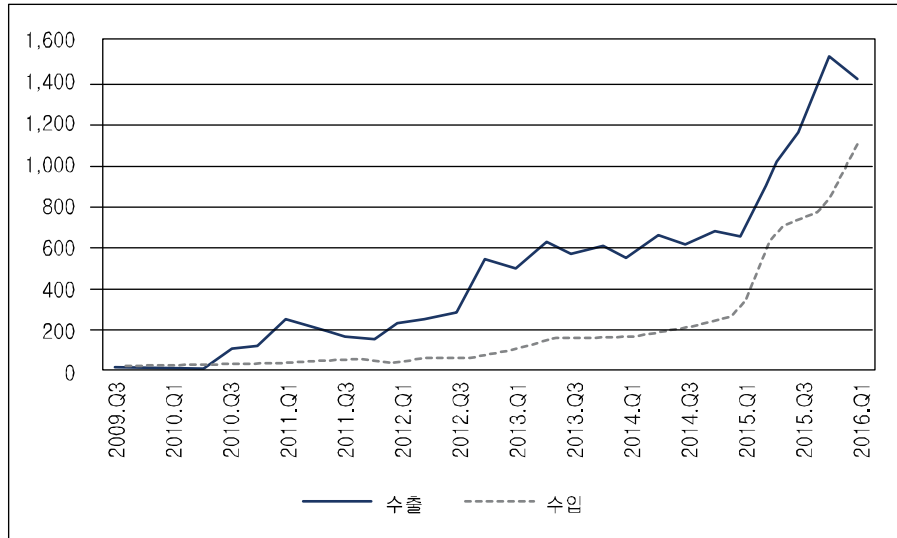
- 2009년과 2012년 두 차례에 걸쳐 중국은 국내 기업들의 위안화 결제 허용(〈표 1〉 참조)
- 이와 함께 우리나라 기업들도 대중 거래시 위안화 수급/지불 비중을 빠르게 확대(〈그림 5〉 참조)
 - 2009년부터 2015년 사이 대중 수출대금의 위안화 수급 증가율은 연간 184%, 대중 수입대금의 위안화 지급 증가율은 98%에 이룸
 - 2015년 4분기 기준 대중 전체 수출 중 4.3%, 수입 중 3.5%를 위안화로 결제: 결제액으로는 각각 15억 달러와 8억 달러 규모
 - 2016년 1분기 기준으로 각각 4.9%, 5.3%로 더욱 확대
- 6월 말 개설되는 중국 내 원위안화 직거래시장에서 청산은행을 통한 원화 자본거래가 가능해진다. 이전까지 해외에서는 무역거래 용도로만 원화 거래가 허용돼 왔다.

□ 대중 교역 부문뿐 아니라, 원-위안 직거래 시장을 통한 자본 거래도 곧 가능해짐에 따라 국내 기업들의 위안화 수요도 전체적으로 확대될 것으로 예상

- 2015년 10월 한중 정상회담에서 중국 내 원-위안 직거래시장 개설에 합의
- 최근 직거래 시장 청산자로 14곳 은행(한국계 은행 5곳, 중국계 은행 9곳) 선정 절차 완료
 - 이에 따라 2016년 7월부터 중국내 직접 자본 거래 가능
 - 원-위안화 현물환 및 파생거래, 원화 대차거래 등 중국 내 은행 간 자본거래에 대한 기재부 신고의무 면제
 - 중국 내 은행을 통한 중국 기업 등의 원화 무역금융, 또는 무역관련 파생거래에 대한 기재부 신고의무 면제
 - 원화와 위안화 사이의 교환성이 더욱 확대되었다는 의미

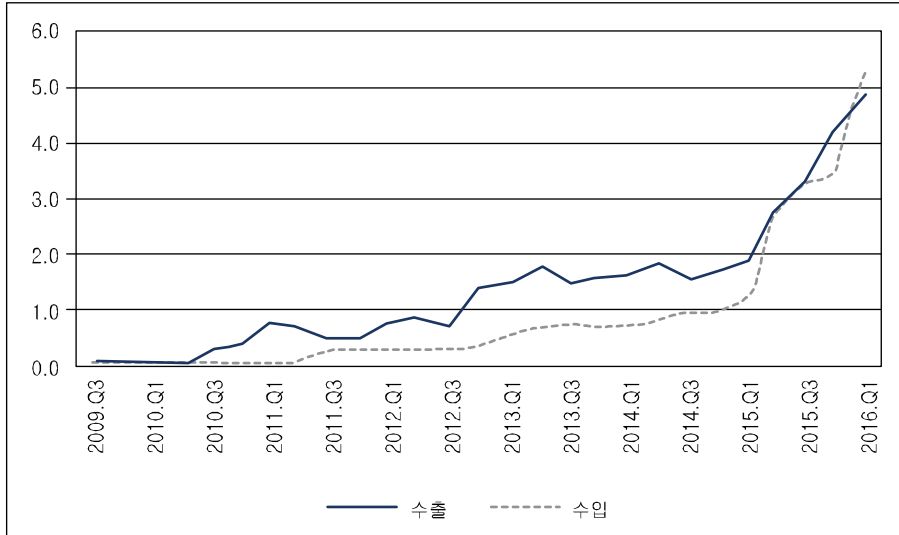
〈그림 5〉 한국의 對中 거래 중 위안화 결제액 및 결제비중 추이

(단위: 백만달러)



(a) 우리나라 대중 교역에서 위안화 사용 결제액

(단위: %)



(b) 우리나라 대중 교역에서 위안화 사용 결제비중

참고: 한국은행 ECOS

□ 단기적 절하 압력과 중장기적 절상 압력 사이에 놓인 위안화 리스크를 고려할 때 중장기 투자 바람직

- 대중 단기투자의 경우 위안화 추가 절하로 인한 손실 위험이 큰 편
- 수익실현까지 5년 전후의 투자기간이 소요되는 중장기 실물 투자에 대한 리스크는 낮은 편
 - 중장기적으로 위안화 절상 가능성
 - 위안화의 교환성 확대에 따른 실물 투자의 거래 비용 감소

6. 요약 및 시사점

□ 중국의 새 외환제도가 안착되어 가고 있으나, 13개 통화로 구성되는 새 통화바스켓에 한국 원화가 포함되지 않아 원-위안 환율 측면에서 “제도 리스크”는 확대

- 새 통화바스켓에 기초한 위안화 실효환율의 완만한 흐름은 새 제도가 위안화 가치의 안정성을 높이고 교역 부문에서의 통화 수급 안정성에 도움이 되는 방향으로 안착되어 가고 있음을 반영
- 새 제도가 SDR 편입 결정과 함께 공개된 점에 비춰 기축통화의 전제조건인 예측가능한 외환정책운용과 안정적인 외환제도 유지에 경주할 것으로 판단
- [시사점] 우리나라 원화가 새 통화바스켓에서 빠져 있어, 위안화 실효환율을 중심으로 정책을 펼칠 중국 외환당국의 추구방향과 원-위안 환율의 움직임이 단기적으로 매우 다를 수 있음에 주의

□ 미재무부가 환율조작국의 세 기준 중 외화순매수 초과기준을 대폭 낮춘다고 하더라도 중국이 향후 환율조작국으로 지정될 가능성은 매우 낮음.

- 위안화가 저평가되어 있다는 사실은 여러 계량경제학적 분석에서도 일관되게 관찰되나 미재무부가 제시한 경상수지 기준과 외화순매수 기준에 중국이 도달할 가능성은 거의 제로
- 미국 내 정치지형이 급변하고 법안 개정이 이뤄지지 않는 한, Bennet-Hatch-Carper 법안에 근거해 중국이 환율조작국으로 지정될 가능성은 낮음.
- 대신 외교채널과 국제기구 등을 통해 미국은 위안화 저평가 문제를 지속적으로 거론하며 중장기적 절상 압박을 지속할 것으로 예상
- [시사점] 미재무부가 외화순매수 초과기준을 대폭 낮춘다면 우리나라는 환율조작국으로 지정될 수 있어 중국을 우회 압박하는 방법으로 사용될 수 있음에 주의하여 대미 금융외교 진행 필요

□ 중장기 對中 FDI와 관련된 위안화 리스크는 비교적 낮음.

- 위안화에 대한 단기 절하 압력을 고려할 때 1~2년 이내에 투자금과 수익을 회수해야 하는 비교적 단기 투자의 경우 환손실 위험이 높음
- 중장기 절상 압력과 위안화 교환성의 지속적 확대를 고려할 때 중장기 실물부문에 대한 투자와 연결된 환손실 위험은 크지 않음.
- [시사점] 대중 교역에서 위안화 결제 비중이 중장기에 걸쳐 확대되고 한중간 더욱 자유로운 자본 거래가 허용됨에 따라 우리나라 기업들과 한국은행 등은 위안화 비중을 한층 높인 통화 포트폴리오의 구성 필요

[참고문헌]

김창배 · 김성훈 (2016) “균형환율 이탈 추정 및 시사점”, 한국경제연구원

미재무부(2016) “Foreign Exchange Policies of Major Trading Partners of the United States”, 2016/04/29 반기보고서

IMF(2016) “Review of the Special Drawing Right(SDR) Currency Basket”, IMF Factsheet, URL:<https://www.imf.org/external/np/exr/facts/sdrcb.htm>

Frankel, Jeffrey and Shang-Jin Wei(2007) “Assessing China’s Exchange Rate Regime”, NBER Working Paper No. 13100

Economist(2015) “China’s Exchange Rate Policy: Currency Peace”(2015년 2월 21일자) URL:<http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21644205-devaluing-yuan-would-do-china-more-harm-good-currency-peace>

CFETS(2015a) “Calculation Methodology of RMB Indices” 중국외환거래제도 URL:<http://www.chinamoney.com.cn/fe/Info/15851379>

CFETS (2015b) “The Launch of RMB Index Helps to Guide Public View of RMB Exchange Rate”, 중국 외환거래제도 News Releases URL: <http://www.chinamoney.com.cn/fe/Info/15851090>