

# 위안화 국제화가 국제금융질서에 미치는 영향

2015. 10. 23

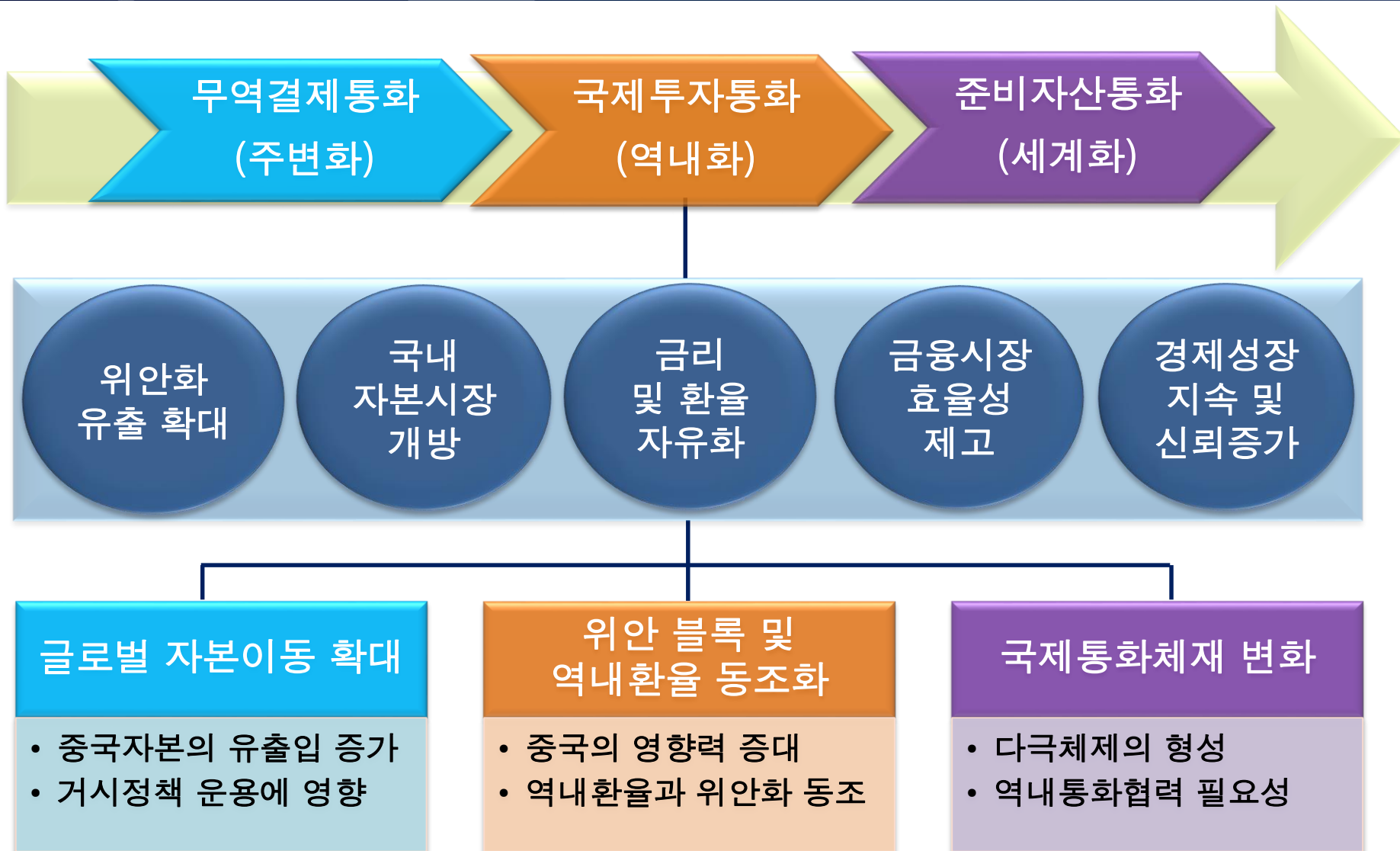
국제금융실장 이승호



## 〈목 차〉

1. 글로벌 자본이동에 대한 영향
2. 위안블럭 및 역내 환율동조화 가능성
3. SDR 편입 전망 및 국제통화체제에 대한 영향

# 위안화 국제화가 국제금융질서에 미치는 영향



# 1. 글로벌 자본이동에 대한 영향

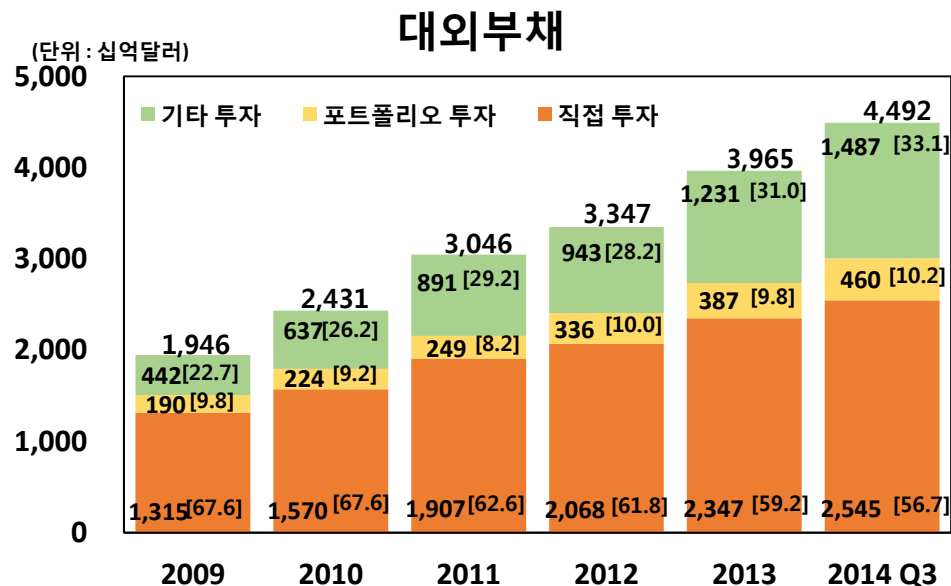
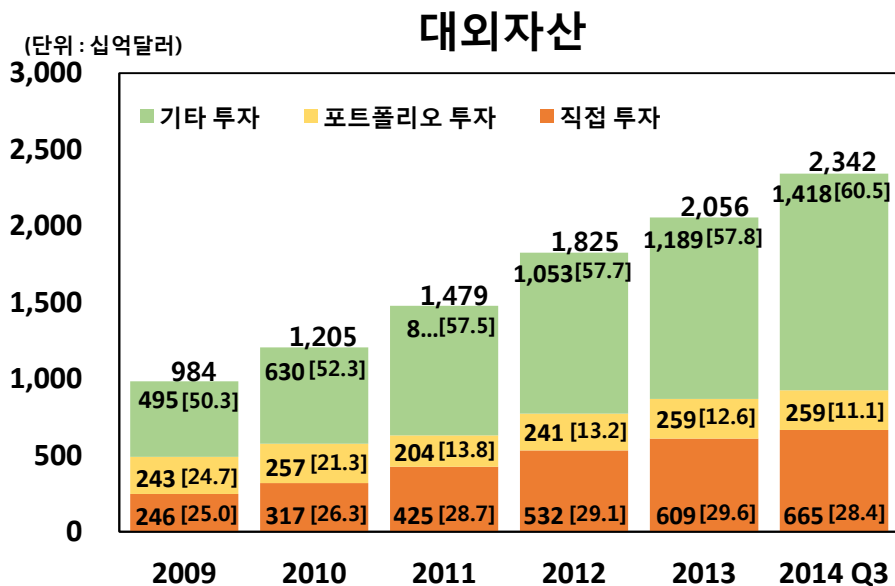
## 현재 중국의 포트폴리오자금 유출입은 미미

### ❖ IIP상으로 중국의 대외부채가 대외자산(외환보유액 제외시)을 상회

- 2014.3Q 대외자산 2,342 bil.달러(GDP대비 24.7%), 대외부채 4,492 bil.달러(47.4%)
- 2010~2014년중 대외자산과 대외부채의 증가속도는 연평균 18.4%, 19.0%로 유사

### ❖ 항목별로 보면 자본시장 개방의 미흡으로 포트폴리오투자자금의 구성비가 낮음

- 대외자산중 포트폴리오투자자산 비중은 11.1%, 대외부채중 동 비중은 10.2%



주: 1) [ ]는 총 자산 및 부채 대비 각 항목별 비중(%)

자료: IIP (IMF)

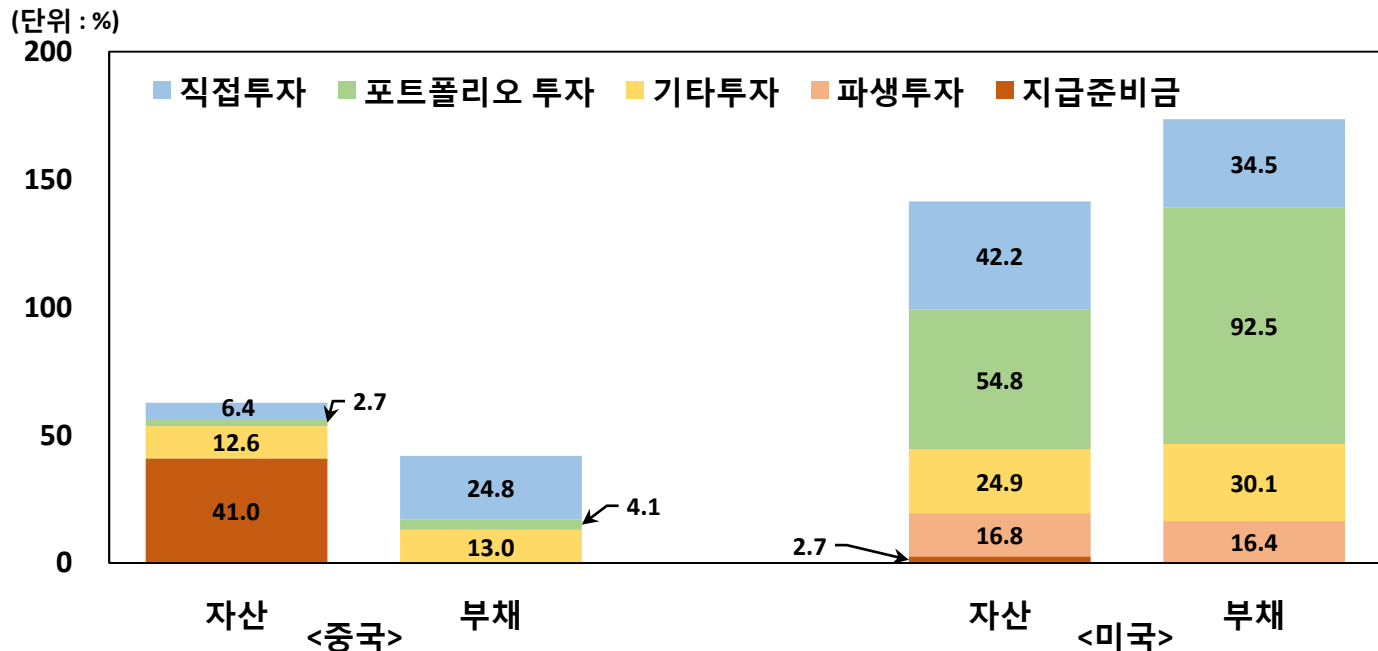
# 1. 글로벌 자본이동에 대한 영향

## 미국과 포트폴리오투자에서 큰 차이

### ❖ 경제규모 대비로도 중국의 포트폴리오투자 규모는 미국과 큰 차이

- 미국의 포트폴리오투자에 따른 대외자산 및 대외부채는 각각 GDP대비 54.8% 및 92.5%(2013년 기준)
- 반면 중국의 경우는 GDP대비 각각 2.7% 및 4.1%(외환보유액 비중 41.0%)

중국 및 미국 국제투자비교



주 : 1) 2013년 말 기준, 2) 각국 GDP 대비 비중(%)  
자료 : IIP (IMF)

# 1. 글로벌 자본이동에 대한 영향

## 자본시장 개방시 포트폴리오자금 유출입 확대 예상

### ❖ 제도적 및 실질적 개방도를 기준으로 3그룹으로 분류

- A그룹 : 제도적 및 실질적 개방도 모두 낮음
- B그룹 : 제도적 개방도는 일정 수준이나 실질적 개방도가 낮음
- C그룹 : 제도적 및 실질적 개방도 모두 높음

그룹A (6개국)	그룹B (7개국)	그룹C (9개국)
인도, 중국, 인도네시아, 태국, 러시아, 아르헨티나,	필리핀, 터키, 멕시코, 브라질, 칠레, 남아공, 베네주엘라	호주, 캐나다, 한국, 이태리, 미국, 영국, 일본, 프랑스, 독일,

- 현재 중국의 경우 국내 자본시장에 대한 외국인투자가 그룹A 평균을 크게 하회

		그룹 A		그룹 B	그룹 C
			중국		
자 산	직접투자	10.5	6.4	17.3	44.7
	포트폴리오투자	2.5	2.7	15.3	69.0
	기타투자	14.1	12.6	22.6	58.2
부 채	직접투자	26.2	24.8	34.8	36.8
	포트폴리오투자	13.4	4.1	29.1	89.5
	기타투자	17.6	13.0	19.4	61.6

주 : 1) 2013년말 기준 2) 각국 GDP대비 비중(%)

# 1. 글로벌 자본이동에 대한 영향

## 대외 자산 및 부채 모두 자금유출입 큰 폭 확대 예상

### ❖ 자본시장 개방이 진전될 경우 A그룹에서 B그룹으로 이동 예상

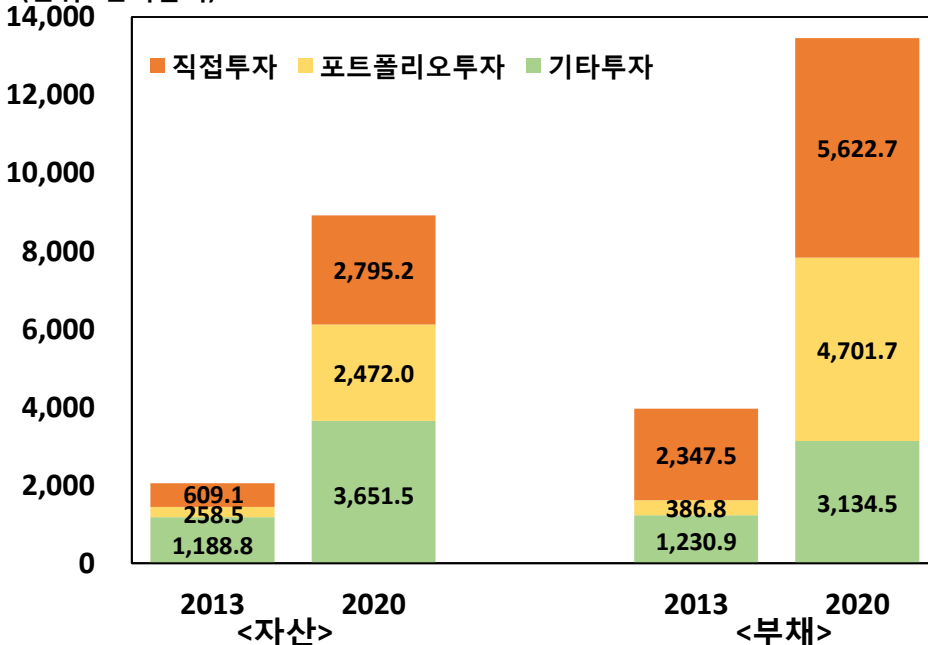
- 이 경우 포트폴리오투자자와 관련한 대외 자산 및 부채가 약 10배 내외 증가 예상
  - 대외자산 및 부채에서 차지하는 비중이 각각 27.7% 및 34.9%
  - 이는 중국의 명목GDP 대비 각각 15.3% 및 29.1% 수준

### 항목별 대외 자산 및 부채 전망

(단위: 십억달러)

		2013	2020e
직접투자	자산	609.1 (29.6)	2,795.2 (31.3)
	부채	2,347.5 (59.2)	5,622.7 (41.8)
	포지션	-1,738.4	-2,827.5
포트폴리오투자자	자산	258.5 (12.6)	2,472.0 (27.7)
	부채	386.8 (9.8)	4,701.7 (34.9)
	포지션	-128.3	-2,229.7
기타투자	자산	1,188.8 (57.8)	3,651.5 (40.9)
	부채	1,230.9 (31.0)	3,134.5 (23.3)
	포지션	-42.1	517.0
명목GDP	중국	9,469.1	16,157.1
	전세계	75,470.9	97,249.9

(단위: 십억달러)



주: ( )는 자산 및 부채에서 차지하는 각각의 비중(%)을 의미

자료: WEO, IIP (IMF) 및 추정치

# 1. 글로벌 자본이동에 대한 영향

## 자금유출입 확대에 따른 변동성 증가 예상

### ❖ 중국 외환보유액 증가세 축소

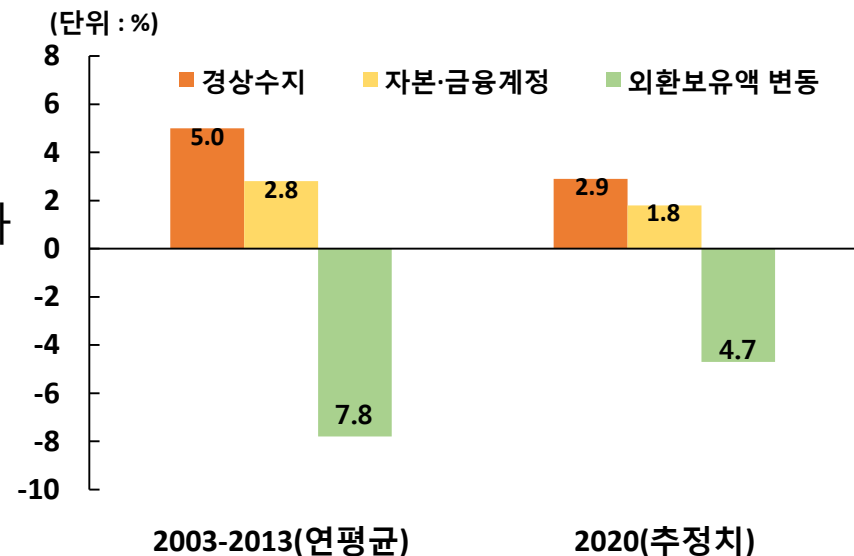
- 외환보유액 증가가 이전보다 감소하고 글로벌 불균형 완화
- 위안화 국제화 진전이 빠른 속도로 이루어지는 경우 역외 위안화 시장 확대로 중국으로부터의 자본유출 규모가 확대될 가능성

### ❖ 중국의 단기 포트폴리오자금 유출입 확대에 의해 국내 금융시장의 변동성 확대

- 우리나라 주식 및 채권에 대한 투자 증가

### ❖ 반면 중국 자본시장 개방으로 대중국 투자가 늘어나면서 투자수익률 제고 및 국내 금융투자업 발전에 기회

중국의 순자본흐름 전망



주 : 1) GDP 대비 비중  
자료 : WEO, IIP (IMF) 및 추정치



## 2. 위안블록 및 역내 환율동조화 가능성

# 역내 위안 블록(bloc) 가능성 증가

- ❖ 위안화 국제화의 진전으로 위안 블록 가능성이 점차 증대
  - (광의) 실물생산이나 무역 비중이 크게 확대 → 역내 무역 및 투자, 금융거래가 해당 통화(위안화)를 중심으로 발생 → 역내통합이 중국을 중심으로 이루어짐
  - (협의) 역내 국가의 위안화 금융거래가 확대 → 역내 환율이 위안화에 따라 변동(환율의 동조화)하거나 위안화에 고정되는 것으로 정의
- ❖ 전통적으로 일본 엔화가 아시아 역내 국가 통화가치 변동에 준거통화로서의 역할을 해 온 것을 대신하여 위안화가 이러한 역할을 담당
  - 위안화 환율이 중국의 경제상황 및 외환수급 등 경제펀더멘털을 반영하여 변동하면서 역내 준거통화(reference currency)로서의 역할이 더욱 증대
- ❖ 위안 블록은 역내국가간 전통적으로 ①높은 무역연계성 등으로 실물경제의 상호 영향이 큰 데다 최근 ②금융연계성 증가 및 ③위안화 환율의 유연성 제고 노력 등에 주로 기인

## 2. 위안블록 및 역내 환율동조화 가능성 높은 무역연계성

### ❖ 중국과 역내 국가간 높은 무역연계성

- 중국의 역내국가와의 교역 비중은 35%(2014년 기준)를 상회
- 최근 역내국가의 대중국 교역 비중은 증가하는 반면 대일본 비중은 감소
  - 대일본 비중 : 2005년 34.0% → 2014년 22.3%로 하락
  - 대중국 비중 : 2005년 72.8% → 2014년 86.9%로 증가

		중국	일본	한국	아세안	홍콩	합계
2005	중국		13.5	8.2	9.5	10.0	41.2
	일본	17.0		6.4	13.4	3.4	40.2
	한국	18.5	13.3		9.8	3.2	44.9
	홍콩	45.0	8.2	3.3	9.4		65.9
	아세안 <sup>2)</sup>	9.3	12.5	4.3		4.9	30.9
2010	중국		10.4	7.3	10.3	8.0	36.0
	일본	20.7		6.2	14.6	3.0	44.6
	한국	21.3	10.5		11.0	3.1	45.9
	홍콩	48.9	6.8	2.9	10.4		69.0
	아세안	12.2	11.0	5.1		4.9	33.3
2014	중국		7.5	7.0	11.6	9.1	35.3
	일본	20.5		5.7	14.7	2.6	43.5
	한국	21.6	7.9		12.7	2.7	44.9
	홍콩	50.2	5.3	3.0	10.5		69.0
	아세안	15.1	9.1	5.2		4.3	33.6

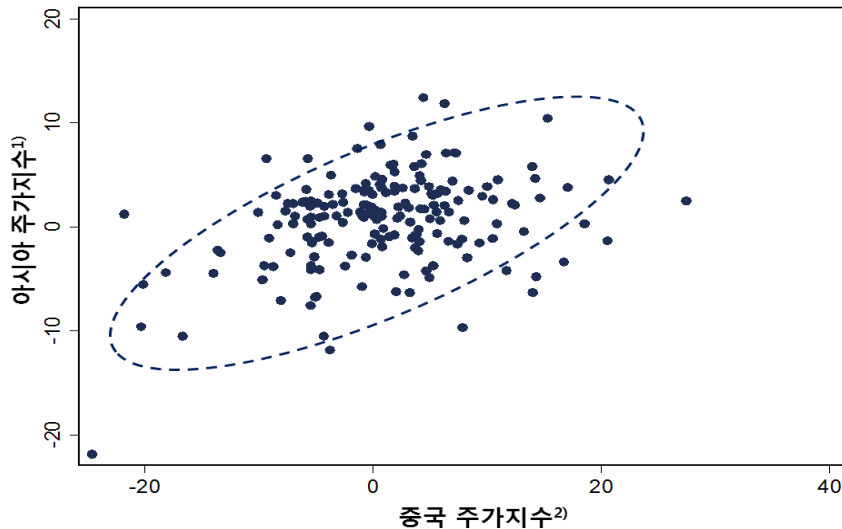
주 : 1) 각국 전체 무역거래 대비 상대 국가의 무역거래비중을 의미. 2) 아세안(ASEAN) 회원가입 10개국  
 자료 : Direction of Trade Statistics (IMF)

## 2. 위안블록 및 역내 환율동조화 가능성 금융 연계성 증가

### ❖ 기존 연구

- Li(2012) : 중국의 금융개혁 노력 등으로 중국주가 변화가 아시아 국가의 주가에 미치는 파급효과가 커진 것으로 분석
- Glick and Hutchison(2013) : 중국과 역내국가간 금융연계성이 채권시장보다는 주식 시장을 중심으로 크게 증가한 것으로 분석
- 장홍범(2015) : 동아시아 국가의 주가수익률에 대한 중국 주가의 영향이 미국 주가의 영향력보다 더 큰 것으로 분석

중국 및 역내 국가의 주가변동률 관계



역·내외 주가지수 상관계수

국가	호주	뉴질랜드	홍콩	인도	인도네시아
상관계수	0.72	0.53	0.91	0.55	0.78
국가	필리핀	태국	한국	싱가포르	말레이시아
상관계수	0.76	0.81	0.69	0.80	0.60

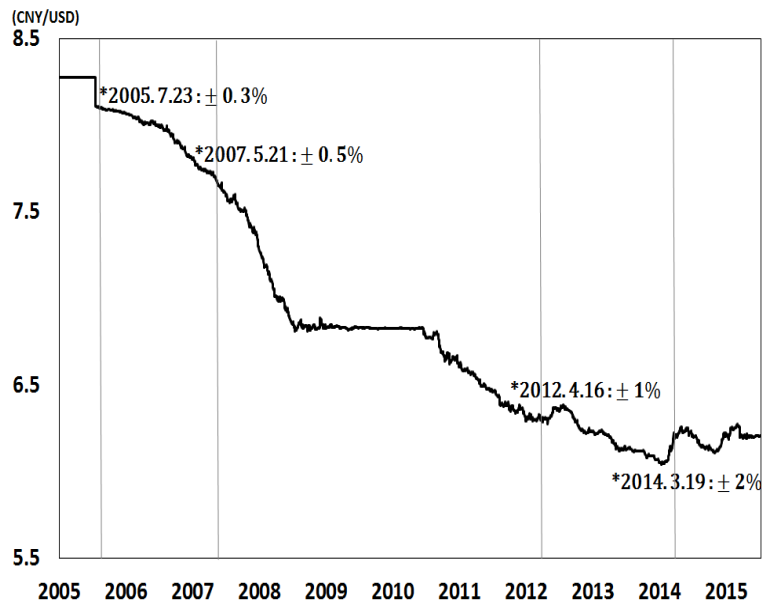
주 : 1) 2015년 6월 15일(중국 주가하락 시작일) ~9.18일 기준  
 2) 상하이 종합지수와 각 개별국가 주가지수간의 상관계수  
 자료: Bloomberg

주 : 1) 아시아 주가지수는 아시아 지역 10개국의 전월대비 종합주가 지수 변동률  
 2) 기간 : 2000년1월~2015년7월, 월말 자료  
 자료: Bloomberg

## 2. 위안블럭 및 역내 환율동조화 가능성 위안화 환율 유연성 제고 노력

- ❖ 중국이 2005년 관리변동환율제도로 이행한 이후 역내 환율의 일일변동 허용범위가 확대되었으나 실제 환율변동성은 아직 제한적
  - 다만, 홍콩 등 역외시장 형성 이후 CNH가 CNY와 별도로 형성되면서 역내 국가환율에 미치는 영향이 증가

역내 위안화환율 추이



주 : 1) \*일중 변동폭 확대일  
자료: Bloomberg

위안화 일중 변동

기간	2005.7.23. ~5.20	2007.5.21. ~2012.4.15	2012.4.16. ~2014.3.18	2014.3.19. ~2015.7.13
허용변동범위	$\pm 0.3\%$	$\pm 0.5\%$	$\pm 1\%$	$\pm 2\%$
	CNY	CNY	CNY	CNY
변동률(%) <sup>2)</sup>	0.04	0.07	0.06	0.08
표준편차	0.05	0.08	0.07	0.09
최대값	0.25	0.72	0.48	0.55

주 : 1) CNY는 역내 위안화, CNH는 역외 위안화를 의미

2) 일중 절상절하율=[(전일종가-당일종가)/당일종가] 절대값의 기간평균

3) 2010.8.24.일부터 2012.4.15.일 기준

자료: Bloomberg

## 2. 위안블록 및 역내 환율동조화 가능성

# 역내국가 환율과 위안화 환율의 동조화

### ❖ 기존 연구

- Chow 및 Chan(2007): 관리변동환율제도 이행 이후 위안화가 아시아지역에 주는 영향이 확대
- Fratzscher and Mehl (2011): 선진국과 신흥국의 통화가 중국 환율정책 충격으로 의해 영향
- Patnail and Shab (2012): 위안화 변동에 역내외 국가 통화들이 민감하게 반응
- Henning (2012): 동아시아지역 통화의 환율변동에 미치는 미달러화의 영향력은 낮아진 반면 위안화의 영향은 증가 추세
- Subramanian and Kessler (2012): 동아시아지역 10개국 통화중 7개국의 통화에 대해 유로화와 미달러화보다 위안화가 기준통화(reference currency)로서 유의성이 더 큰 것으로 분석

### ❖ 추정 방법

- 위안화 국제화가 본격적으로 추진된 2010년 이후 위안화 환율의 변동에 따른 역내 환율변동에 대해 실증분석 → 환율동조화 및 위안 블록에 대한 시사점 도출
- 모형 :  $\Delta e_{Asian/USD} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta e_{Euro/USD} + \alpha_2 \Delta e_{Yen/USD} + \alpha_1 \Delta e_{Rmb/USD}$
- 추정기간 : 기간 I 2005.7.1.~2010.7.30, 기간 II 2010.8.2.~2015.7.13
- 대상국가 : 아시아 10개국 자료를 이용한 패널분석
- 추정방법 : OLS 및 2SLS (내생성 문제 해결)

## 2. 위안블럭 및 역내 환율동조화 가능성

# 위안화 환율변동이 역내국 환율에 미치는 영향 확대

### ❖ 추정결과 (1) : 패널분석 OLS

- 기간 I 및 기간II에서 모두 역내국가 통화가 CNY에 유의한 영향을 받음
- 위안화 국제화 진전 이후 CNH도 역내통화에 유의한 영향을 주는 것으로 분석

	기간 I	기간 II		
	추정식 (1)	추정식 (2)	추정식 (3)	추정식 (4)
C	0.00002 (0.41)	0.00009 ** (2.31)	0.00010 ** (2.51)	0.00011 *** (2.65)
EUR	0.3308 *** (39.18)	0.2330 *** (32.70)	0.1995 *** (26.98)	0.2071 *** (27.68)
JPY	-0.1487 *** (-19.80)	0.0176 ** (2.34)	0.0181 ** (2.43)	0.0169 ** (2.25)
CNY	0.4857 *** (9.20)	0.5964 *** (15.87)		0.2855 *** (6.30)
CNH			0.5492 *** (19.33)	0.4225 *** (12.40)
R <sup>2</sup>	0.1236	0.0749	0.0742	0.0835
Observations	12,935	8,692	8,675	8,555

주 : 1) 국가별 환율은 USD대비 각국가별 통화 사용.

2) ()내 t값이며, \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5% 및 10%의 유의수준을 의미

## 2. 위안블럭 및 역내 환율동조화 가능성

# 위안화 환율과의 동조화 및 위안 블록 형성

### ❖ 추정결과 (2) : 패널분석 2SLS

- 앞서와 마찬가지로 CNY 및 CNH의 통계적 유의성이 높고 호주, 뉴질랜드, 홍콩을 제외한 아시아 7개국의 경우에도 유사한 결과

	10개국			7개국		
	(I)	(II)	(III)	(I)	(II)	(III)
C	0.0002*** (4.95)	0.0003*** (5.26)	0.0004*** (3.68)	0.0004*** (6.66)	0.0004*** (6.76)	0.0004*** (4.95)
EUR	0.1871*** (23.63)	0.1406*** (16.07)	0.1247*** (10.20)	0.0914*** (10.42)	0.0646*** (6.62)	0.0261*** (2.42)
JPY	0.0188** (2.48)	0.0604*** (7.25)	0.0843*** (6.78)	-0.0121 (-1.44)	0.0113 (1.22)	0.0317*** (2.79)
CNY	1.9189*** (5.85)	2.3988*** (5.91)	3.0492*** (4.11)	2.9871*** (8.31)	3.6335*** (8.03)	3.6994*** (6.08)
CNH	0.5469*** (19.24)	0.5076*** (17.36)	0.4336*** (11.28)	0.5750*** (18.27)	0.5472*** (16.80)	0.4231*** (11.79)
VIX		0.0111*** (15.94)	0.0121*** (11.45)		0.0063*** (8.13)	0.0014 (1.50)
CDS			0.0273*** (7.99)			0.0302*** (9.62)
R <sup>2</sup>	0.1147	0.1284	0.1900	0.0824	0.0824	0.1622
Observations	12,222	11,361	6,034	8,493	7,902	4,629

주 : 1) 10개국은 호주, 뉴질랜드, 홍콩, 인도네시아, 인도, 한국, 말레이시아, 필리핀, 싱가포르, 태국 포함,

### 3. SDR 편입 전망 및 국제통화체제에 대한 영향

## 위안화의 SDR 편입 의미 및 선정기준

❖ SDR은 1969년 IMF가 국제수지 적자국의 유동성 지원을 위해 창출

- 현재 SDR 구성통화는 미달러화, 유로화, 엔화 및 파운드화

#### SDR 바스켓 통화별 구성

(단위 : %)

	미달러화	유로화	파운드화	엔화
구성 비중 <sup>1)</sup>	41.9	37.4	11.3	9.4

❖ 위안화의 SDR 편입은 준비자산통화로서 국제적 공인을 받는다는 상징적 의미

- 주요국의 외환보유액 구성 및 투자통화로서의 위상이 제고
- 중장기적으로 글로벌 통화체제 및 금융패권 헤게모니에 변화를 가져올 가능성이 증대

❖ SDR 바스켓통화의 선정 기준

- 무역기준(export criterion) : 과거 5년간 재화 및 용역거래 규모
- 자유로운 사용통화(freely usable currency) 기준 : 결제통화 요건 + 외환시장에서의 자유로운 거래(IMF 조약)
  - 공적 외환보유액 구성, 은행부문 부채, 국제결제통화, 국제채무증권 잔액, 외환거래량 등을 주요 기준으로 제시



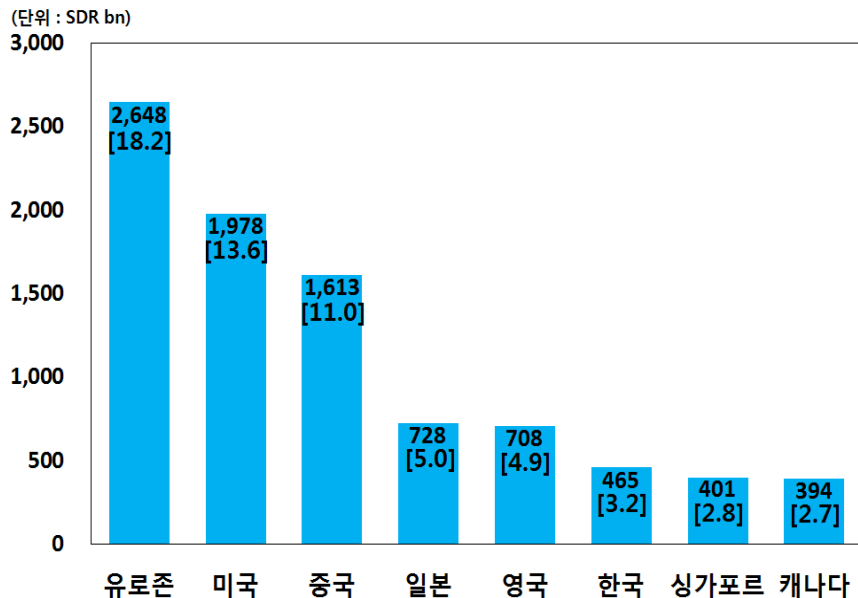
### 3. SDR 편입 전망 및 국제통화체제에 대한 영향

## 위안화의 SDR 편입 기준 충족 여부

#### ❖ 무역기준은 대체로 만족한 수준

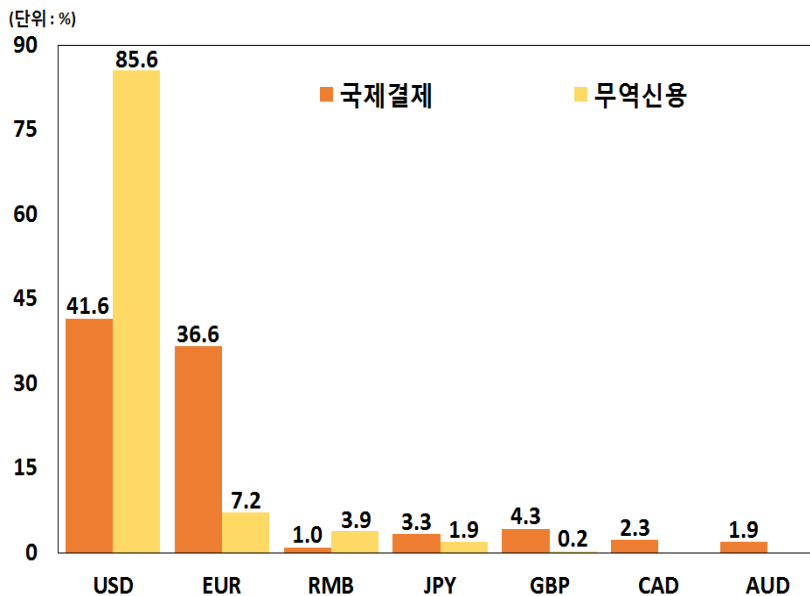
- 무역규모 및 무역신용 면에서 위안화는 유로존 및 미국 다음을 차지

주요국 무역규모 현황



주 : 1) 각 국가의 2010~2014년중 재화 및 서비스 수출액의 연평균  
 2) [ ]는 글로벌 비중  
 자료 : IMF

통화별 국제결제 및 무역신용 현황



주 : 1) 2014년 3분기부터 2015년 1분기중 글로벌 합계 대비 비중  
 자료 : SWIFT 및 IMF

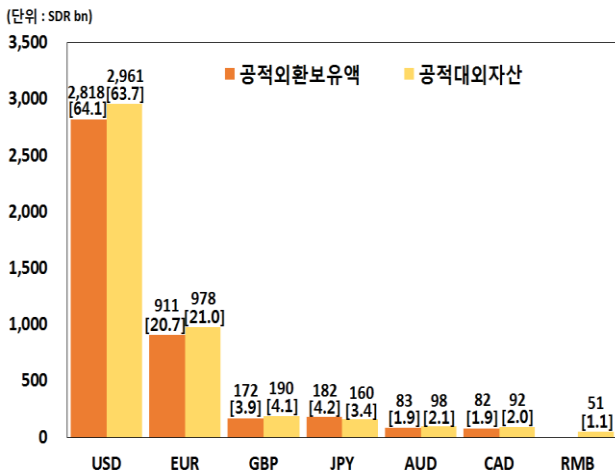
### 3. SDR 편입 전망 및 국제통화체제에 대한 영향

## 위안화의 SDR 편입 기준 충족 여부

#### ❖ 그러나 자유로운 사용통화로서의 기준은 다소 미흡

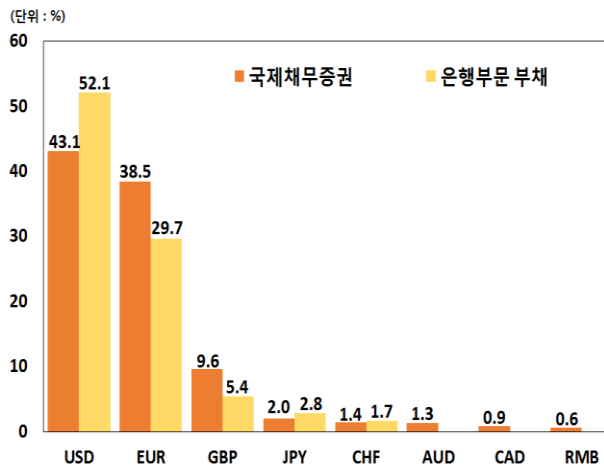
- 주요국의 외환보유액 구성통화나 국제채권잔액, 외환거래량 등에서 위안화는 미달  
러화와 유로화는 물론 여타 선진국 국제통화에 비해서도 활용도가 낮은 상황

통화별 외환보유액  
및 대외자산 현황



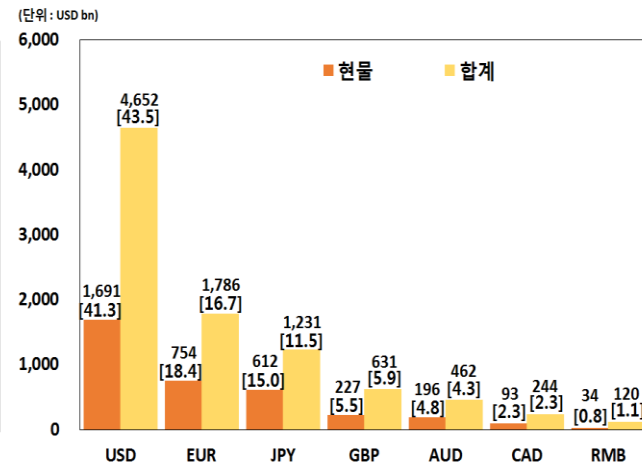
주 : 1) 공적외환보유액은 2015년 1분기자료,  
공적대외자산은 2014년 자료(SDR기준)  
2) [ ]는 글로벌 비중  
자료 : IMF

통화별 국제채무증권  
및 은행부문 부채 현황



주 : 1) 국제채무증권은 2015년 1분기자료,  
은행부문부채는 2014년 4분기 자료  
2) 글로벌 합계 대비 비중  
자료 : IMF 및 BIS

외환거래량 현황



주 : 1) 2013년 기준 일평균거래량  
2) 합계는 현물, 선물환, 외환스왑, 통화스왑, 옵션,  
기타상품 포함  
3) [ ]는 글로벌 비중  
자료 : BIS

### 3. SDR 편입 전망 및 국제통화체제에 대한 영향

## 위안화의 SDR 편입 가능성 전망

- ❖ SDR 편입에 관한 최종결정은 IMF 집행이사회가 담당
  - 미국의 거부권 행사가 변수(투표권 85% 찬성 필요)
- ❖ 최근 중국의 AIIB 출범 등 영향력 확대를 감안할 때 미국의 용인 가능성
  - IMF에서는 위안화 편입에 대체로 긍정적인 입장

SDR 주요국 쿼터 및 투표 지분율 현황

(단위 : %)

국가	쿼터 지분율	투표 지분율
미국	17.68	16.74
일본	6.56	6.23
독일	6.12	5.81
프랑스	4.51	4.29
영국	4.51	4.29
중국	4.00	3.81
캐나다	2.67	2.56
호주	1.36	1.31

AIIB 회원국별 지분 현황

(단위 : 백만달러, %)

순위	국가	자본금 <sup>1)</sup>	지분율	의결권 비중
역내국				
1	중국	29,780.4	30.34	26.06
2	인도	8,367.3	8.52	7.51
3	러시아	6,536.2	6.66	5.93
4	한국	3,738.8	3.81	3.50
5	호주	3,691.2	3.76	3.46
역외국				
1	독일	4,484.2	4.57	4.15
2	프랑스	3,375.6	3.44	3.19
3	브라질	3,181.0	3.24	3.02
4	영국	3,054.7	3.11	2.91
5	이탈리아	2,571.8	2.62	2.49

자료 : IMF

주 : 1) 각회원국에게 배당된 자본금

자료 : AIIB Articles of Agreement 및 기획재정부



자본시장연구원  
Korea Capital Market Institute

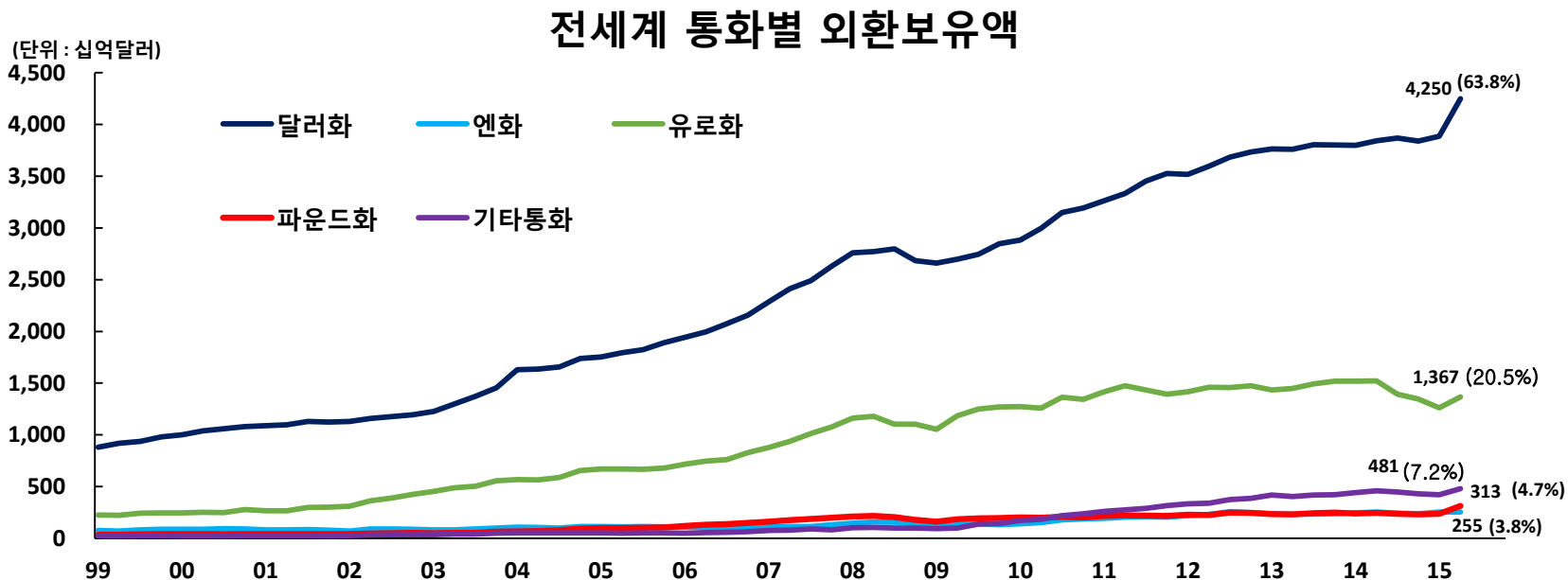
### 3. SDR 편입 전망 및 국제통화체제에 대한 영향

## 중장기적 국제통화체제 예상변화 [1]

#### ❖ 위안화의 SDR 편입 이후 중장기적으로 국제통화체제의 변화 시나리오

##### ① 미달러화 중심의 현 체제 유지

- 현재 글로벌 기축통화로서 가장 높은 결제 및 준비자산 통화비중 유지
- 미국은 경제규모와 금융시장 면에서도 확고한 신뢰를 유지
- 결제통화 변경에 따른 비용 등으로 기존의 거래통화를 유지(network externalities)



주: ( ) 내는 비중, 자료 : IMF, COFER

### 3. SDR 편입 전망 및 국제통화체제에 대한 영향

## 중장기적 국제통화체제 예상변화 [2]

#### ❖ 위안화의 SDR 편입 이후 중장기적으로 국제통화체제의 변화 시나리오

##### ② 다극체제 형성 및 3극체제로의 발전

- 트리핀의 딜레마(1960) 및 글로벌 금융위기 이후 국제통화체제의 불안정성 부각
- 아시아를 대표하는 국제통화 출현 필요성이 증가하는 가운데 미달러화, 유로화, 엔화와 더불어 위안화 부상으로 다극체제가 형성될 가능성
  - 국제통화의 공급원이 확충됨으로써 국제통화체제의 모순을 완화하고 글로벌 금융안정에 기여할 수 있으나 통화간 자본이동 확대로 금융시장의 변동성이 커질 가능성
- 이후 점차 엔화보다 위안화의 중요도가 커지면서 3극체제로 발전할 가능성
  - 엔화는 정부의 소극적 태도, 비효율적인 금융시장, 역내통화로서의 제한적 역할 및 장기 불황 등으로 통화국제화가 지체

##### ③ 초국가통화(supracurrency)의 활용 가능성

- SDR 등은 유통시장이 부재, 역내 ACU 구상은 정치적 이해관계 등으로 난항
- 국제기구 출범 과정에서 국가간 이해관계의 조정에 어려움 예상

### 3. SDR 편입 가능성 및 국제통화체제에 대한 영향

## 역내통화협력에 대한 시사점

- ❖ 역내 국가들은 아시아 외환위기 이후 CMI, CMIM 등 협력체계를 구축하고 아시아 채권시장 발전에 대한 논의를 이어오고 있음
  - 그러나 통화협력체계에 대한 가시적인 성과는 미흡
- ❖ 위안화의 부상은 역내 통화협력에 영향
  - 위안화의 위상제고를 위해서는 엔화는 물론 우리나라 원화 등 역내 국가통화와의 협력체계를 구축할 필요
  - 중국 위안화 환율과의 동조화 현상을 고려한 역내 국가의 통화정책 필요성 증대
  - 따라서 역내 국가간 통화 및 환율정책 등 거시정책 공조가 중요
- ❖ 아시아단일통화 구상 논의는 시기상조
  - ACU 등 공동통화를 도입하더라도 자국 통화와의 병존 체계를 유지하는 것이 역내 국가에 유리(Eichengreen, 2009)
  - 과거와는 달리 일본 중심에서 중국 주도로 협력체계를 구축하면서 위안화가 중심적인 역할을 담당할 전망

감사합니다.