

## OPINION

연구위원  
이상호

## 금리 기조의 구조적 전환 가능성과 기업부채\*

최근 금리상승으로 민간 신용위험이 증가하면서 기업의 수익성 악화, 도산 우려 등 주식시장의 불안 요인이 누증하고 있다. 금리 기조의 구조적 전환 가능성을 전제로 시장의 불확실성이 빠르게 해소되기는 어려워 보인다. 단, 기업 부문의 장·단기 채무불이행 위험을 종합적으로 점검한 결과는 충분히 안정적이다. 일부 대출의존도 심화 우려에도 불구하고, 기업채무의 부실화 위험이 시스템적으로 확산할 가능성은 크지 않다. 이는 코로나19로 유동성이 팽창하는 상황에서도 건전성 유지에 방점을 두어온 기업의 보수적인 부채관리 덕분이다. 다만, 2008년 글로벌 금융위기 이후 장기간 이어진 저금리 기조하에서, 성장기회의 달성을 촉진하는 저비용 부채의 순기능을 온전히 활용하지 못한 점에 대해서는 미래지향적 논의가 필요할 것이다. 성장 둔화 추세를 탈피하기 위한 효과적인 부채 활용 방안을 고민해야 할 시점이다.

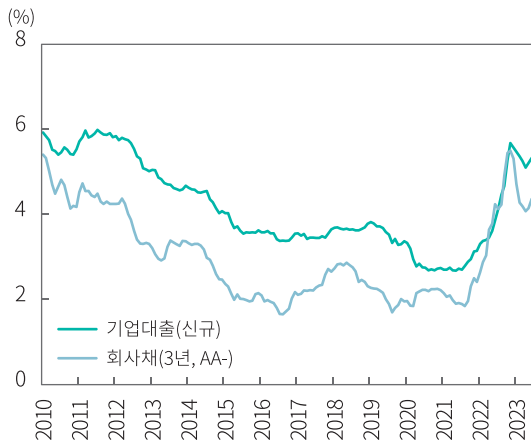
## 금리상승과 시장 불안 요인의 확산

현재 우리나라는 역사상 가장 가파른 기준금리 인상기에 있다.<sup>1)</sup> 2021년 6월 2.72%이던 기업의 신규 대출 금리는 2023년 6월 기준 2.6%p 오른 5.32%로 집계됐다(〈그림 1〉 참조). 글로벌 금융위기 이후 저금리 기조로 10여 년간 완만하게 하락해온 부채 조달 비용이 불과 2년 만에 2010년 수준으로 되돌아간 것이다. 금융부채에 대한 기업의 평균 이자 부담률 역시 상승하여 2023년 1분기 말 비금융업을 영위하는 중소기업(대기업)의 평균 차입이자율은 5.79%(3.68%) 수준으로 파악된다(〈그림 2〉 참조). 재무제표상 집계하는 차입이자율은 만기 구조에 따라 시장금리를 후행적으로 반영하므로, 기업의 이자 부담은 한동안 증가할 가능성이 높다.

\* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

1) 한국은행은 2021년 8월부터 2023년 1월까지 10차례에 걸쳐 기준금리를 총 3%p 인상하였으며, 2023년 8월 현재 3.5% 수준을 유지하고 있다.

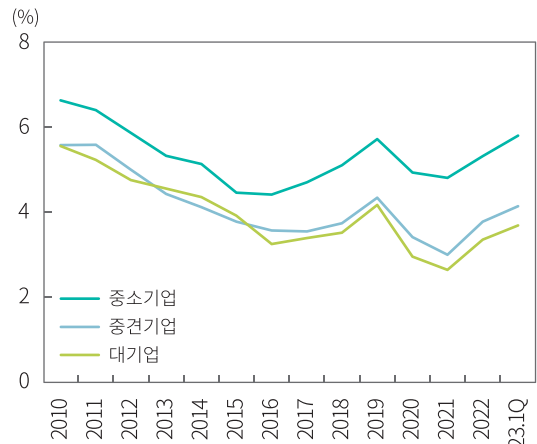
〈그림 1〉 기업대출 및 회사채 금리(월간)



주 : 2010년 1월부터 2023년 6월까지 월간 신규 기업 대출 가중평균 금리 및 회사채 금리

자료: 한국은행

〈그림 2〉 기업규모별 평균 차입이자율(연간)



주 : 1) 2010년부터 2023년(1분기)까지 유가증권 및 코스닥시장 상장 비금융업 12월말 결산법인의 평균 차입이자율(= 연간 이자비용÷평균 금융부채)

2) 극단치에 의한 영향을 완화하기 위해 무차입 기업 및 차입이자율이 30%를 넘어가는 기업은 표본에서 제외

자료: Dataguide, TS2000, 저자 계산

최근 대내외적으로 물가지수의 상승 추세는 다소 둔화하고 있으나, 여느 때보다 급격한 이번의 금리 인상은 탈세계화, 탈탄소화, 인구구조 변화 등 글로벌 인플레이션의 구조적 상승 요인이 촉발한, 중앙은행의 불가피한 물가 대응이라는 점을 상기할 필요가 있다(Nagel, 2022). 단기에 상황의 반전을 기대하기 어렵다는 시각이 지배적인 만큼, 과거의 저금리 기조보다 다소 높은 수준에서 명목균형금리의 유지 가능성을 가정하고 보수적인 시나리오 산정이 필요할 수 있다(강현주, 2023).

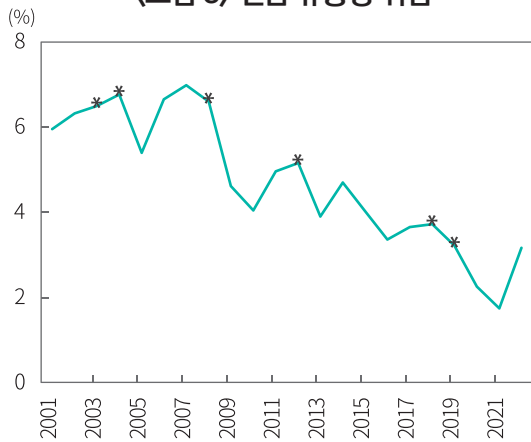
특히, 올해 상반기는 금리상승으로 인한 여러 불안 요소가 시장의 불확실성을 확대했다(김필규, 2023; 박용린, 2023). 첫째, 이자 상환 부담의 급격한 증가는 단기 영업현금흐름 악화와 함께, 부실·한계기업의 도산 우려로 이어졌다. 둘째, 기업의 재무적 곤경 위험이 증가한 상황에서 레고랜드 사태 등 자금시장의 경색 요인이 확산하자, 재무적으로 건전한 기업 역시 높은 재금융(refinancing) 비용을 지불해야 했다. 셋째, 할인율이 상승함에 따라 기업의 성장 가치를 보수적으로 평가하면서 혁신 기업의 자금조달 환경이 악화하였고, 보다 장기적 관점에서는 성장 둔화 추세의 고착화를 우려하게 되었다. 아울러, 저성장·성숙기 기업을 중심으로 효율적 자본 배치(capital allocation)의 중요성이 두드러지면서 고금리 상황은 자본의 효율적 이용에 관한 주주 행동주의 확대의 한 요인으로도 작용했다.

### 안정적인 현금 유동성 위험 및 부도 위험

다만, 여러 우려에도 불구하고, 상장기업의 단기적인 채무불이행 위험을 측정하는 현금 유동성 위험(cash crunch risk)은 비교적 안정적인 범위 내에서 소폭 반등한 정도로 추정된다(〈그림 3〉 참조). 최근 결산연도인 2022년 말을 기준으로 단기적인 자금 압박에 직면할 가능성이 있는 기업은 3.17% 수준에 해당한다. 이는 보호무역주의 강화, 내수시장 침체 등의 여파로 기업의 수익성이 악화된 2019년도의 3.22% 수준과 유사하고, 2008년도 글로벌 금융위기 당시 6.6% 수준보다는 상당히 안정적이라 평가할 수 있다. 실제 재무 상태를 살펴보더라도, 2022년 말 상장기업이 보유한 총 단기금융부채 대비 보유현금 비중은 개별(연결) 기준 106%(129%)로 기업이 운영자금 수요에 탄력적으로 대응할 여력은 충분한 상황이다.

장·단기 채무의 불이행 위험을 추정에 모두 반영한 부도 위험(default risk) 역시 안정적이다(〈그림 4〉 참조). 2023년 1분기 말 기준, 상장기업의 부도 확률 평균은 8.33%로 나타났다. 과거의 경기 저점을 포함한 여러 차례의 경제위기 시와 비교해보더라도 과도하지 않은 수준으로 판단할 수 있다.

〈그림 3〉 현금 유동성 위험

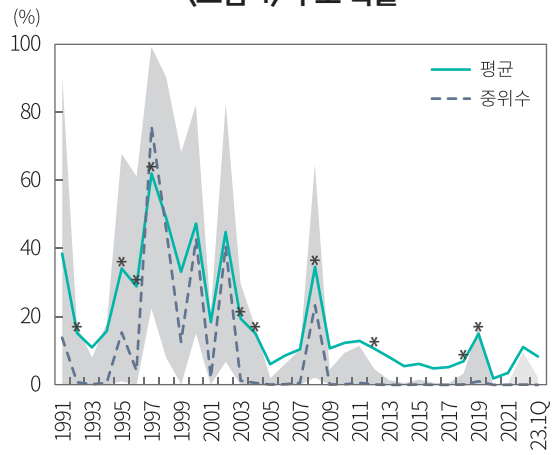


주 : 1) 2001년부터 2022년까지 유가증권 및 코스닥시장 상장 비금융업 12월말 결산법인의 현금 유동성 위험 확률 추정치(이상호, 2020)

2) \*는 순환 주기상 경기 저점을 의미

자료: Dataguide, 저자 계산

〈그림 4〉 부도 확률



주 : 1) 1991년부터 2023년(1분기)까지 유가증권 및 코스닥시장 상장 비금융업 12월말 결산법인의 반복 추정법에 의한 Merton 모형 부도 확률(Bharath & Shumway, 2008)

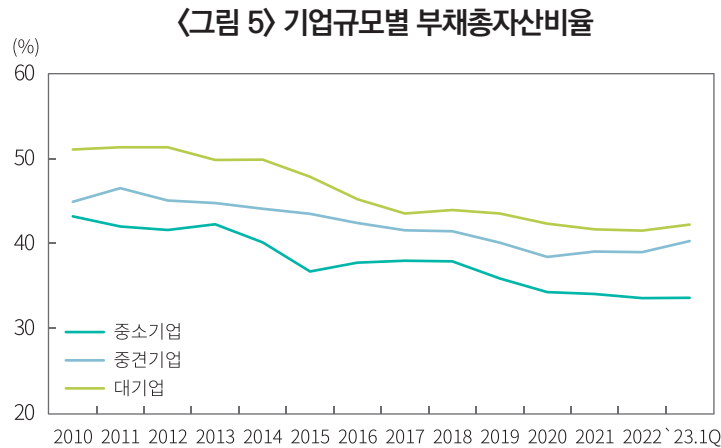
2) 회색 음영은 부도 확률의 사분위수 범위를 의미

3) \*는 순환 주기상 경기 저점을 의미

자료: Dataguide, 한국은행, 저자 계산

2022년 하반기부터 기업의 대출 규모가 빠르게 증가한 점은 분명 예의주시할 요인이다(한국은행, 2022; 2023). 그러나 이에선 회사채 시장의 일시적 경색으로 기업이 사채의 발행보다 대출을 확대하는 방향으로 부채 구성을 변화한 영향이 크게 작용한 점 또한 고려할 필요가 있다. 담보 자산 대비 총부채

비율은 지속적으로 하향 안정화하는 가운데 건전한 수준을 유지하고 있으며(〈그림 5〉 참조), 거시적으로 기업 부문의 재무건전성을 증대하게 우려할 상황은 아니다.



주 : 1) 2010년부터 2023년(1분기)까지 유가증권 및 코스닥시장 상장 비금융업 12월말 결산법인의 부채총자산비율 (= 총부채÷총자산)

2) 극단치에 의한 영향을 완화하기 위해 상·하위 1% 수준에서 윈저화(winsorization)

자료: Dataguide, TS2000, 저자 계산

이상의 결과가 시사하는 바는 최근 시장금리 상승과 기업의 대출의존도 확대 지적에도 불구하고 장·단기 채무의 부실화 위험이 시스템적으로 확산할 가능성은 크지 않다는 점이다. 취약 부문을 중심으로 한 미시적 문제의 식별과 대응이 긴요한 상황이다.<sup>2)</sup>

### 기업 성장성 제고를 위한 부채관리의 필요성

우리나라 기업 부문의 부채관리는 1997년 외환위기, 2008년 금융위기 등 큰 경제위기를 겪으면서 건전성 유지에 방점을 두어왔다. 이는 유동성 경색 등 극단적 위기 상황에서 복원력(resilience)의 원천으로 작용해왔으며(이상호, 2020), 이러한 평가는 이번의 금리 인상기에도 유효할 것이다. 다만, 2010년부터 부채 조달 비용이 추세적으로 하락해온 상황에서도(〈그림 1〉 및 〈그림 2〉 참조), 기업의 재무구조 정책이 부채의 축소(deleveraging)를 통한 건전성 확보에서 크게 벗어나지 못한 점에 대해서는(〈그림 5〉 참조) 심층적인 평가가 필요할 것으로 판단된다.

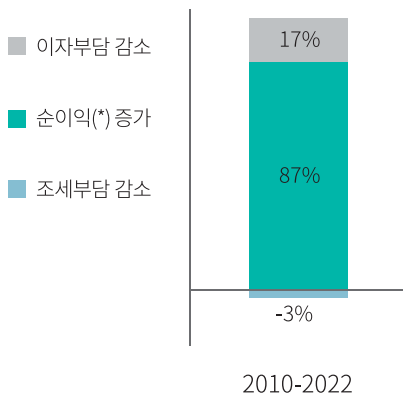
미국 S&P500 기업은 지난 20년간 이자율이 장기간 하락하는 상황에서 부채비율을 꾸준히 늘려왔다(Smolynsky, 2023). 저비용 차입자본의 적극적 활용은 재무 레버리지 확대로 기업의 이익 성장을

2) 자본잠식기업, 한계기업 등 현 상태로도 재무건전성이 부실하거나, 영업 경쟁력을 상실한 기업군은 경기 침체에 의한 수요 급감 시 현금 유동성 위험이 상당한 수준으로 예상된다. 업종별로는 장기간 원가의 부담을 판가로 전이하지 못한 유틸리티 업종이 가장 위험한 수준으로 평가된다.

촉진하였을 뿐 아니라, 가중평균자본비용을 낮추어 주가수익률 상승에도 기여했다. 특히, 트럼프 행정부의 전폭적인 법인세율 인하 조치와 맞물려<sup>3)</sup>, 동기간 실질 순이익 성장의 41%, 주가수익률 상승의 28%가 이자·조세 부담 감소의 영향으로 산출된다.<sup>4)</sup>

반면, 우리나라 기업은 2008년 글로벌 금융위기 이후 기업의 이자 부담률이 지속 하락하는 과정에서 부채비율을 신중적으로 상향 조정하기보다 안정적 관리에 치중했다. 2010년부터 2022년까지 추세적인 저금리 기조에도 불구하고, 이자부담 감소는 상장기업 실질 순이익 성장의 17% 정도를 설명하며, 주가 상승에 대한 기여도 역시 10% 수준에 그쳤다(〈그림 6〉 및 〈그림 7〉 참조).

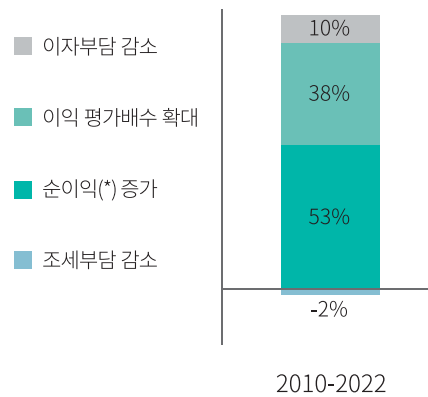
〈그림 6〉 이익 성장 요인 분해



주 : 1) 2010년부터 2022년까지 유가증권 및 코스닥 시장 상장 비금융업 12월말 결산법인의 실질 이익 성장률을 요인별로 분해한 결과  
2) 순이익(\*)은 이자·법인세 비용 차감 전 순이익을 의미

자료: Dataguide, 저자 계산

〈그림 7〉 주가 상승 요인 분해



주 : 1) 2010년부터 2022년까지 유가증권 및 코스닥 시장 상장 비금융업 12월말 결산법인의 실질 주가 상승률을 요인별로 분해한 결과  
2) 순이익(\*)은 이자·법인세 비용 차감 전 순이익을 의미

자료: Dataguide, 저자 계산

지난 10년여 간의 저금리 기조가 우리나라 기업 부문의 이익 성장에 제한적으로 기여하였음을 확인한 결과는 양면적인 시사점을 제공한다. 우선, 과거 대비 다소 높은 수준으로 금리 기조가 전환하더라도 기업 부문의 수익성 하락에 미치는 영향 역시 제한적일 가능성이 높다는 점이다. 위기 상황의 발현 시에도 기초여건 상 질서정연한 감내가 가능할 것으로 예상된다.

다른 한편으로는, 향후 기업 부문의 효과적인 부채관리 방안에 대해 발전적 논의가 필요하다는 점이다. 저금리 기조 대비 높은 수준의 명목균형금리 유지를 전제로 건전성에 대한 고려는 여전히 중요

3) 2018년 1월 1일 시행한 감세와 일자리 법안(Tax Cuts and Jobs Act of 2017)은 법정 최고 법인세율을 35%에서 21%로 14%p 인하했다.

4) Smolyansky(2023)는 회계 항등식을 이용하여 기업의 순이익 증가 요인을 1) 이자·법인세비용 차감 전 이익의 증가, 2) 이자 부담률 감소 및 3) 유효세율 감소 요인으로 분해하였으며, 이에 4) 이익 평가배수 확대 요인을 추가하여 주가수익률 상승 요인을 분해하였다.

할 것이나, 건전성 유지가 부채 활용의 목적은 아니다. 적정 부채비율에 관한 여러 이론이 존재하지만, 부채 조달 본연의 순기능 중 하나는 성장기회의 달성을 촉진하는 것이며, 궁극적으로는 기업가치를 극대화하는 것이다.

### 효과적인 부채 활용을 위한 제언

우리나라는 글로벌 금융위기 이후 장기간 이어진 저금리 기조하에서도 대외의존도가 높은 경제구조 상 보수적인 차입 경영을 내재화해왔다. 해당 기간, 부채자본비율이 200%를 초과하는 등 재무구조가 취약한 기업에 대해 외부감사인을 직권으로 지정한 조치 역시 기업의 적극적 부채 활용에 일부 제약 요인으로 작용했을 것이다.<sup>5)</sup> 단, 그러한 시기에 주도적으로 부채를 축소한 기업은 상대적으로 기초여건이 우량하고 성장기에 진입한 기업이었다. 앞으로의 부채 활용에는 성장성 제고를 위한 여러 대내·외 요인을 종합적으로 고려할 필요가 있다.

그러한 관점에서 첫째, 기업수명주기에 입각한 재무구조의 선택 및 주주환원 정책의 재검토를 제언한다. 도입기·성장기 기업은 적극적 차입전략을 통해 성장기회를 모색할 필요가 있으며, 성숙기·쇠퇴기 기업은 주주환원을 위해 자본을 효율적으로 재배치할 필요성을 점검해야 한다.

둘째, 비핵심사업 매각을 통한 부채 축소를 포함하여 운영 효율을 극대화할 필요가 있다. 잠재 GDP 성장률의 둔화가 예상되는 가운데 매출 확대를 통한 이익 성장의 여지는 제한적일 수 있다. 당분간 마진을 개선이 이익 성장의 주요 경로가 될 가능성이 높다. 이러한 과정에서 한계기업과 같은 취약부분의 재무구조 개선은 필수적이다.

마지막으로 이번의 금리 인상을 촉발한 탈세계화, 탈탄소화, 인구구조 변화 등 글로벌 인플레이션의 구조적 상승 요인이 기업의 부외 부채와도 밀접한 관련이 있음을 염두에 둘 필요가 있다. 경제 블록화 대응을 위한 이중 투자, 온실가스 감축 및 좌초 자산 대체를 위한 투자, 고령화에 따른 종업원 연금 부담 확대와 노동의 생산성 기여도 하락 등은 기업의 지속가능성 관점에서 장기간 개선해 나가야 할 과제이다. 이는 지속가능성 공시의 측면에서 객관적 식별과 측정·관리에 대한 이해관계자의 요구가 거세지는 영역이기도 하다.

5) 2014년 11월 19일 시행한 외부감사법 시행령은 부채자본비율이 동종업종 대비 1.5배를 초과하고, 절대적으로도 200%를 초과하는 경우, 영업이익이 이차비용에 미달하면 해당 주권상장법인을 감사인 지정 대상에 포함하였으나, 2020년 10월 13일 시행한 시행령 개정안에서 관련 조항을 삭제하였다.

## 참고문헌

강현주, 2023, 미국 실물경제의 금리 민감도 하락 및 시사점, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2023-12호.

김필규, 2023, 금리 상승에 따른 기업 부채구조의 변화, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2023-11호.

박용린, 2023, 최근 벤처투자 감소의 원인 진단과 향후 모험자본시장의 발전과제, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2023-13호.

이상호, 2020, 『코로나19 확산의 수요충격에 대비한 상장기업 현금소진위험 스트레스 테스트』, 자본시장연구원 이슈보고서 20-11.

한국은행, 금융안정보고서, 2022.12; 2023. 6.

Bharath, S.T., Shumway, T., 2008, Forecasting default with the Merton distance to default model, *The Review of Financial Studies*, 21(3): 1339-1369.

Nagel, J., 2022, The impact of the Russian aggression on inflation prospects and monetary policy's response, keynote address at the International Economic Symposium co-hosted by the Deutsche Bundesbank and NABE, 10 May 2022.

Smolyansky, M., 2023, End of an era: The coming long-run slowdown in corporate profit growth and stock returns, Finance and Economics Discussion Series.

## OPINION

연구위원  
박혜진

## 전환채권의 글로벌 현황과 국내 시사점\*

2020년 기준, 전 세계 온실가스 배출량의 75% 이상은 에너지 발전, 운송, 제조업 등 고탄소 산업에서 발생하고 있다. 우리나라 역시 에너지 산업, 철강, 화학, 수송 등 고탄소 산업이 국가 총배출량의 80% 이상을 차지하고 있다. 따라서 파리협약의 기후 목표를 달성하기 위해서는 이러한 고탄소 부문의 감축이 필수적이다. 이에 대응하여, 최근 OECD는 고탄소 산업의 저탄소 전환 지원 및 재정 부담 감소를 위한 '전환금융(transition finance)' 활성화를 제안하고 있다. 전환채권은 이러한 전환 금융의 주요 도구 중 하나로, 채권 발행을 통해 조달된 자금을 녹색활동이 아닌 탄소중립을 위해 과도기적으로 필요한 전환활동에도 사용할 수 있도록 허용한다는 특징이 있다. 이는 곧 기존의 녹색채권으로 자금 조달이 어려웠던 고탄소 산업의 기업들에게 새로운 자금 조달 통로를 열어줄 수 있음을 의미한다. 고탄소 산업의 비중이 높은 일본에서는 전환채권의 장점을 인지하고, 이를 적극 활용하여 저탄소 경제로의 전환에 필요한 자금을 확보하고 있다. 일본과 유사한 산업구조를 가지는 우리나라에서도 전환채권은 탄소중립 달성의 효과적인 수단이 될 수 있을 것으로 예상되며, 전환채권의 원활한 도입을 위해 명확한 기준 설정, 전환위험 방지 정책의 수립, 기존 녹색채권 및 지속가능연계채권과의 차별화를 통한 독립적인 상품 가치 확립 등의 노력이 필요하다.

2020년 기준, 75% 이상이 에너지 발전, 운송, 제조업 등 고탄소 산업에서 발생하고 있는 것으로 전해지고 있다.<sup>1)</sup> 우리나라 역시 전기 및 열 생산, 석유 정제와 같은 에너지 산업, 철강, 화학, 수송 등 고탄소 산업이 국가 총배출량의 80% 이상을 차지하고 있다.<sup>2)</sup> 따라서 파리협약의 기후 목표에 부합하는 국가 탄소중립 목표를 달성하기 위해서는 이러한 고탄소 부문의 감축이 필수적이다.

이러한 인식하에 최근 OECD(2022)에서도 고탄소 산업의 저탄소 전환을 지원하고, 그 과정에서 발생할 수 있는 기업의 재정적 부담을 줄여주기 위한 '전환금융(transition finance)'의 활성화를 제안하고 있다. 그린위험 우려로 인해 기존의 녹색금융 체계에서는 고탄소 산업 기업들이 저탄소 전환 활동을 위해 필요한 자금을 조달받기가 현실적으로 어려운 가운데, 전환금융이라는 개념을 도입하여 고탄소 산업 내 기업들도 탄소 감축 활동에 필요한 자금을 조달받을 수 있도록 하는 것이 주요 목적이다. 그중 전환채권은 전환금융의 주요 도구 중 하나로, 채권 발행을 통해 조달된 자금을 녹색활동이 아닌

\* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

1) Climate Watch Historical GHG Emissions (1990-2020). 2023. Washington, DC: World Resources Institute. Available online at: <https://www.climatewatchdata.org/ghg-emissions>

2) 환경부, 2022. 10. 25, 2020년 온실가스 배출량 전년 대비 6.4% 감소, 6억 5,622만 톤, 보도자료.

탄소중립을 위해 과도기적으로 필요한 전환활동에도 사용할 수 있도록 폭넓게 허용한다는 장점이 있다. 이는 곧 기존의 녹색채권으로 자금 조달이 어려웠던 고탄소 산업의 기업들에게 새로운 자금 조달 통로를 열어줄 수 있음을 의미한다. 고탄소 산업의 비중이 높은 일본을 비롯한 해외 주요국에서는 이러한 전환채권의 장점을 빠르게 인지하고, 자국의 고탄소 산업 내 기업들의 전환채권 발행을 적극적으로 지원함으로써 저탄소 경제로의 전환에 필요한 자금을 확보하고 있다. 고탄소 산업구조를 가지는 우리나라에서도 전환채권은 탄소중립 달성의 효과적인 수단이 될 수 있을 것이다. 이 글에서는 전환금융의 핵심 수단 중 하나인 전환채권의 주요 특징과 글로벌 발행 현황을 살펴보고, 국내에서의 전환채권 도입에 따른 시사점과 가능성을 논의하고자 한다.

### 전환채권의 개념

전환채권(transition bonds)은 산업의 본래 특성상 저탄소 전환이 매우 어려운 고탄소 산업(철강, 운송, 항공, 시멘트, 에너지 발전 등)의 탄소 저감 및 에너지 효율 개선 사업에 대한 자금 지원을 위해 고안된 채권으로, 2019년 Axa Investment Managers에서 처음 그 개념이 제시한 것으로 전해지고 있다. 전환채권은 채권 발행을 통해 조달된 자금의 사용처를 녹색활동에만 국한하지 않기 때문에 기존의 녹색채권에 비해 상대적으로 자금의 활용범위가 넓다는 장점이 있다(최순영, 2022). 즉, 녹색채권은 자금용도(use-of-proceeds: UoPs)를 친환경 녹색 프로젝트로 제한하는 반면, 전환채권은 발행 자금이 발행기업의 탈탄소 목표 달성에 도움이 되는 모든 프로젝트에 대해 사용될 수 있도록 자금용도 요건을 완화해주고 있다. 따라서 전력회사가 기존의 석탄발전설비를 고효율 천연가스 발전설비로 대체하거나, 해운회사가 증유에서 LNG로 선박 연료를 변경하는 사업 등은 엄밀히 말해 녹색활동이 아니므로 녹색채권을 통한 자금 조달이 불가능하지만, 탄소중립 달성에 필요한 과도기적 활동으로 인정될 수 있으므로 전환채권을 통한 자금조달은 가능할 수 있다(김창훈 · 이수민, 2021).

또한, 전환채권은 프로젝트 단위가 아닌 발행자의 저탄소 전환에 초점을 두고 있다는 점에서 녹색채권과 차이가 있다. 녹색채권은 프로젝트의 녹색 적격성(녹색 분류체계에 부합하는지 여부 등)에 초점을 두고 있기 때문에 해당 프로젝트의 환경 개선 효과나 발행기업의 저탄소 전환 성과가 실제 어느 정도인지에 대해서는 상대적으로 많은 관심을 가지지 않는다. 반면, 전환채권은 프로젝트 자체의 녹색 여부보다 발행기업이 녹색화(less brown or greener) 되고 있는지, 저탄소 경로(low-carbon trajectory)를 따라 친환경 녹색 기업으로 전환 중에 있는지에 중점을 둔다. 따라서, 전환채권에 있어서는 발행기업의 저탄소 전환을 입증하는 것이 중요하게 된다. 이러한 맥락에서, 2020년 국제자본시장연맹(International Capital Market Association: ICMA)에서 발간한 ‘기후전환금융 핸드북(Climates Transition Finance Handbook)’은 전환채권의 신뢰성 확보를 위해 발행기관에게 다음과

같은 4가지 사항을 공시할 것을 권고하고 있다.<sup>3)</sup> (1) 발행기관의 기후전환 전략 및 거버넌스: 발행기관은 기후전환 전략과 거버넌스 체계를 명확히 공시하며, 이 전략은 파리협약의 목표와 부합해야 함. 또한, 전환전략 수립에 있어서 기업의 비즈니스 모델의 저탄소 전환 방향성을 명확히 해야 함. (2) 사업 모델의 환경적 중요성: 발행기관은 자신들의 저탄소 전환 경로가 핵심 경영 활동과 밀접하게 관련되어 있음을 입증하며, 이는 환경과 사회에 긍정적인 영향을 가져와야 함. (3) 과학적 근거에 기반 한 저탄소 전환 전략: 전환 경로는 과학적 연구에 근거하여 설정되어야 하며, 해당 경로는 정량적이고 일관성 있게 측정되어야 하며, 단계적인 배출량 감축 목표를 포함해야 함. 예를 들어, 과학기반목표 이니셔티브(Science Based Targets Initiative: SBTi)의 기준을 참고하여 파리협약의 1.5℃ 목표에 부합하도록 탄소 배출 감축 경로를 설정하는 것을 고려해 볼 수 있음.<sup>4)</sup> (4) 이행 투명성: 발행기관은 조달한 자금의 사용내역을 상세히 공개하며, 그 성과와 영향도 투명하게 보고해야 함. 만일 지출이 계획대로 이루어지지 않았다면 그 이유를 명확히 밝혀야 함.

**〈표 1〉 ICMA에서 권고하는 전환채권 발행기관의 핵심 공시 요소**

구분	공시 지표
기후전환 전략 및 거버넌스	파리기후협약에 부합하는 장기 목표(1.5-2℃) 장기 목표로 가는 과정에서의 중간 목표 탈탄소화를 위한 전략적 계획 발행처의 전환 전략에 대한 감독 체계 및 지배구조 UN 지속가능개발목표(SDGs) 기여도 등을 포함한 광범위한 지속가능전략
비즈니스 모델의 환경적 중요성	비즈니스 모델에서 있어서 전환 계획의 중요성
과학에 기반한 전환 전략	단기, 중기, 장기 온실가스 감축 목표 기준치(baseline) 사용된 시나리오 및 적용 방법론(예: SBTi 등) Scope1-3 배출량 대한 감축 목표 탄소배출량, 탄소집약도 감축 목표
이행 투명성	전환 전략과 관련한 자산, 수익, 비용, 매각 비율(%) 전환 전략과 일치하는 시설투자비(CAPEX) 집행 계획

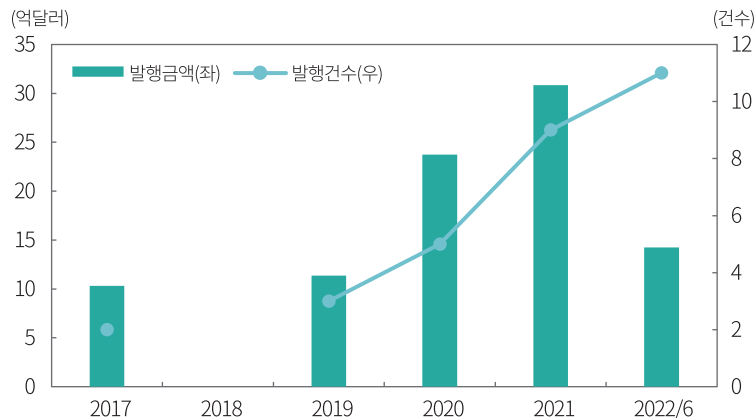
자료: ICMA 기후전환금융 핸드북(2020)

3) ICMA는 녹색채권, 지속가능채권, 사회적채권, 그리고 지속가능연계채권 등 기존의 여러 ESG 채권에 대해 조달자금 사용 및 관리, 보고, 검증 등에 대한 기준을 제시한 바 있다.  
4) SBTi는 기업에게 파리협약에 부합하는 온실가스 감축 목표를 과학적으로 설정하는 방법론을 제공하고 이를 검증하는 글로벌 이니셔티브로, 2015년 탄소정보공개프로젝트(CDP), 유엔글로벌콤팩트(UNGC), 세계자원연구소(WRI), 세계자연기금(WWF) 등이 공동 설립하였으며, 2023년 4월 기준 우리나라의 기업 및 금융기관 38개사를 포함한 전 세계 2,400개 이상의 기관이 SBTi에 가입한 것으로 전해지고 있다.

## 전환채권 글로벌 발행 현황

고탄소 산업의 전환을 지원하는 새로운 금융수단으로서 전환채권에 대한 높은 기대에도 불구하고 전 세계적으로 전환채권의 시장규모는 아직 크지는 않은 편이다. 2017년 5월 스페인 석유 및 가스 공급업체인 Repsol에서 5억유로(약 7천억원) 규모의 전환채권이 발행된 이후, 2022년 6월 현재까지 전 세계적으로 약 30건 내외의 전환채권 발행 사례가 있었던 것으로 파악된다. 2017년 5월부터 2022년 6월 전체 기간 동안의 전환채권 누적 발행금액은 90.5억 달러(약 12조원)로, 2022년 상반기 동안의 녹색채권 발행금액 2,181억 달러(약 299조원)와 비교하면 전환채권의 시장 규모는 상당히 미미하다고 볼 수 있다.<sup>5)</sup> 그러나 <그림 1>을 보면, 전환채권의 발행규모는 최근 몇 년간 꾸준히 증가하고 있는 추세이다. 전환채권 발행금액은 2019년 11.4억 달러에서 2021년 30.8억 달러로 증가하였고, 2022년 상반기에는 14.2억 달러가 발행되었다. 전환채권 발행건수도 2017년 2건에서 2022년 11건으로 전반적으로 증가하는 추세이며, 2022년 상반기에는 11건의 전환채권이 발행된 것으로 추정된다. 2022년 상반기 동안 발행된 전환채권의 상당수는 NYK Line(Nippon Yusen KK Line), 미쓰비시 중공업, 일본항공, 규슈전력 등의 일본 기업에서 발행한 것으로 파악된다. 이는 최근 일본 정부가 다배출 산업의 탄소 감축을 위한 전환금융을 주요 국정과제로 설정하고, 해당 산업의 기업의 전환채권 발행을 적극적으로 지원한 데 따른 결과로 해석되고 있다.

〈그림 1〉 전 세계 전환채권 발행금액 및 발행건수 추이



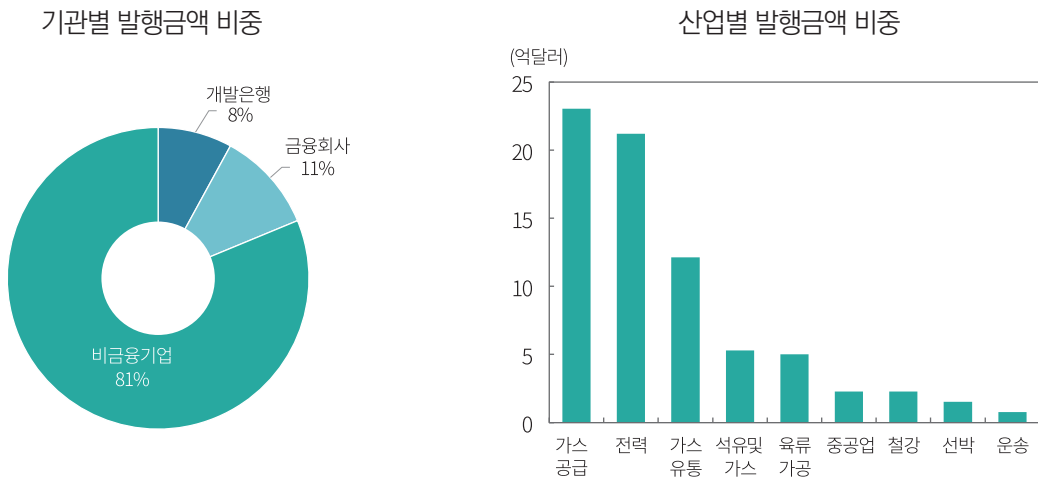
자료: OECD(2022), 보도자료, 신문기사, 회사 웹페이지 등 자료를 참고하여 저자 작성

한편, 발행주체별 누적 발행금액 비중을 보면, 비금융기업 81%, 금융회사 11%, 개발은행 8%의 순으로 비금융기업이 대부분을 차지하고 있다. 그리고 전환채권을 발행하는 기업들은 앞서 설명한 바와 같이 가스공급, 전력, 가스 유통, 석유 및 가스 개발, 철강, 선박, 운송 등 고탄소 산업에 속해 있음을 확

5) 여필립(2022)

인할 수 있다. 산업별로 보면 가스 공급업의 발행금액이 23억 달러로 가장 높는데, 이는 모두 유럽 최대 에너지 인프라 기업인 이탈리아의 SNAM에서 발행된 것이다. 다음으로는 전력 산업의 발행금액이 21억 달러, 가스 유통업 12억 달러, 석유 및 가스 공급업 5억달러, 그 외 기타 육류 가공, 중공업, 철강, 선박, 운송업에서 13억 달러 등의 순으로, 전반적으로 에너지 및 전력 산업에서의 전환채권 사용 비중이 높은 것으로 나타난다.

〈그림 2〉 기관별, 산업별 전환채권 발행 비중



주 : 2017~2022년 6월까지의 누적 발행금액을 기준으로 계산  
 자료: OECD(2022), 보도자료, 신문기사, 회사 웹사이트 등 자료를 참고하여 저자 작성

**일본의 전환채권 발행 지원 정책**

일본은 2021년 4월 기후정상회의에서 일본의 2030년 온실가스를 2013년 대비 46%로 감축하고 2050년까지 탄소중립을 달성하겠다고 발표하였다. 그러나 일본은 전체 전력 발전량 중 석탄과 천연가스가 차지하는 비중이 60% 이상인 화석연료 의존도가 매우 높은 국가 중 하나이다. 이에 일본 정부는 자국의 온실가스 배출 감축 목표를 달성하기 위해서는 탄소 집약적 산업에서의 탄소 감축이 필수적임을 인식하고, 이들 기업의 탄소 감축을 지원하기 위해 전환금융 정책을 추진하였다.

일본은 전환금융 정책의 일환으로 2021년 경제산업성(Ministry of Economy, Trade and Industry: METI), 금융청(Financial Services Agency: FSA), 환경부(Ministry of the Environment) 공동으로 '기후전환금융 가이드라인(Basic Guidelines on Climate Transition Finance)'을 발간하였다. 해당 가이드라인은 항공, 시멘트, 화학, 전기 발전, 가스, 철강, 석유, 펄프 및 제지, 해상운송 등 탄소 감축이 어려운 9개의 주요 탄소 다배출 산업을 선정하여, 각 산업에 대해 탄소중립 목표와 일치하는(aligned) 저탄소 로드맵을 제시하고 있다. 일본의 전환금융 가이드라인은 앞서 설명한 ICMA의

전환금융 핸드북을 기반으로 개발되었으며, 다음 세 요건을 충족하는 채권 및 대출상품에 대해 전환금융상품으로 인정한다고 밝히고 있다: (1) 녹색활동으로 인정되지는 않으나 저탄소 전환에 기여하는 활동을 지원하는 자금용도(Use-of-proceeds)기반 상품, (2) 발행자의 전환계획과 일치하는 탄소 감축 목표(SPT)를 설정하고 이러한 목표 달성 여부와 연계된 인센티브 조정 메커니즘이 있는 일반 목적의 금융상품(예: 탄소 감축 목표 KPI와 연계된 지속가능연계채권 및 대출), (3) 저탄소 전환에 기여하는 기존 녹색금융상품.

이러한 정부의 정책적 지원에 힘입어 일본 기업의 전환채권 발행도 최근 들어 빠르게 증가하고 있다. 앞서 언급한 바와 같이 2022년 상반기에 발행된 전 세계 전환채권의 거의 대부분이 일본 기업들이 발행한 것으로 전해지고 있다. 일본의 전기 발전 기업인 JERA의 경우 2020년 기준 LNG 71%, 석탄 15%, 석유 14%의 발전 비중을 보이고 있는데, 전력 공급의 안정성을 확보하면서 기존 발전 설비를 청정 발전 설비로 전환하기 위해 2022년 5월 120억 엔 규모의 전환채권을 발행하였다. 전환채권 발행을 통해 조달된 자금은 기존의 석탄 화력 발전소를 더 효율적인 화력 발전소(thermal plants)로 대체, 수소 및 암모니아 혼소(co-firing) 발전 기술 개발 등에 사용될 예정이다.<sup>6)</sup> 그 외, 해운기업인 NYK Line은 저탄소 연료 선박 전환 및 기존 운영의 에너지 효율성 향상을 위한 투자 자금 마련을 위해 2021년 7월에 200억 엔 규모의 전환채권을 발행하였으며, 철강업체인 JFE Steel은 2030년까지 배출량을 30% 이상 감축한다는 목표로 2022년 6월에 300억 엔 규모의 전환채권을 발행하였다. 발행자금은 전기를 이용해 철스크랩을 용해하는 방식으로 철강을 생산하는 전기로(electric arc furnace) 전환, 에너지 효율성 개선, 탄소포집, 활용 및 저장(Carbon capture, use and storage: CCUS) 등의 사업에 사용될 예정이다.

## 시사점

전환채권은 기존 녹색채권 체계에서 투자 유치가 불가능하였던 사업에 새로운 자금 조달 경로가 될 수 있다는 장점이 있다. 그러나, 전 세계적으로 전환채권 발행 규모는 아직 매우 낮은 수준에 머무르고 있다. 이처럼 전환채권 시장이 활성화되지 못하는 원인에 대해서는 크게 다음과 같은 점들이 지적되고 있다. 첫째는, 전환채권에 대한 국제적으로 합의된 기준이 부재하다는 점이고, 둘째는 녹색채권, 지속가능연계채권과 같은 기존의 ESG 채권과의 차별성이 아직 명확하지 않다는 점이다.

전환채권 시장 활성화를 저해하는 가장 큰 원인으로는 전환채권에 대한 국제적으로 합의된 기준이 없다는 점을 들 수 있다. 현재까지 전환채권에 대해 국제적으로 통일된 기준은 마련되어 있지 않은 상황으로, 기관 또는 국가마다 자체적으로 프레임워크를 개발하여 사용하고 있다. 앞서 언급한 2020년

6) 일본 경제산업성은 수소 및 암모니아 혼소 기술이 성공적으로 안착될 경우, 2030년까지 일본의 전체 온실가스 배출량의 20%를 감축할 수 있을 것으로 전망한 바 있다.

ICMA의 ‘기후전환금융 핸드북(Climate Transition Finance Handbook)’을 비롯하여, 2019년 AXA 자산운용에서 제시한 ‘전환채권 가이드라인(Guidelines for Transition Bonds)’, 2019년 유럽부흥개발은행(European Bank for Reconstruction and Development: EBRD)에서 발간한 ‘녹색 전환 채권 프레임워크(Green Transition Bonds Framework)’, 그리고 2020년 기후채권이니셔티브(Climate Bond Initiative: CBI)에서 발간한 ‘Financing Credible Transitions’ 등 여러 전환금융 관련 가이드라인이 제시되고 있으며, 캐나다, 일본, 호주, 싱가포르, 중국 등 일부 국가들에서 자체적으로 전환금융 개념을 정립하려는 시도가 진행 중인 것으로 전해지고 있다. EU Taxonomy에서도 기후변화 완화 목표에 기여하는 적격(eligible) 활동으로서 녹색활동과 함께 고탄소 부문에서의 전환활동을 별도로 구분하여 인정하고 있으나, 별도의 전환채권 표준을 제시하지는 않고 있다.

더 나아가, 이러한 전환채권에 대한 글로벌 표준의 부재는 전환 워싱(transition washing) 리스크를 높이는 요인이 될 수 있다. 2021년 중국은행(BoC)에서 발행한 전환채권은 가스 사업에 투자되었는데, 이는 중국 정부의 전환금융 기준에는 부합하지만, 파리협약의 1.5도 경로에는 부합하지 않기 때문에 전환채권으로 인정해서는 안 된다는 논란이 제기되었다. EU 택사노미에 의하면 가스 전력 발전소의 배출량은 100CO<sub>2</sub>e/kWh 기준선을 초과해서는 안 되는데, 중국은행의 전환채권 자금은 이러한 기준선을 초과하는 가스 전력 발전소 건설에 투자되었기 때문이다. 마찬가지로, 홍콩 기반의 전력 업체인 CLP 그룹에서 발행한 전환채권도 천연가스 인프라 건설에 사용되었다는 점에서 화석연료 고착화(lock-in)를 심화시킬 가능성이 높아 전환채권으로 인정해서는 안 된다는 주장이 일각에서 제기되었다.

전환채권이 활성화되지 못하는 또 다른 원인으로는 기존의 녹색채권, 지속가능연계채권 등과의 차별성이 명확하지 않다는 점도 지적되고 있다. 예를 들어, 이론적으로는 전환채권을 발행하는 대신에 탄소감축 KPI(핵심성과지표)를 설정한 지속가능연계채권을 통해 전환활동에 필요한 자금을 마련하는 것도 가능하다. 만일, 탄소 감축 목표를 설정한 지속가능연계채권과 전환채권의 경제적 실질이 거의 유사하다면, 발행자 입장에서는 아직 기준이 명확히 정립되지 않은 전환채권보다 이미 프레임워크가 잘 갖춰진 녹색채권이나 지속가능연계채권 등을 더 선호할 수 있다.

그러나 이러한 여러 이슈에도 불구하고, 전환채권은 탄소감축을 위한 효과적인 수단이 될 수 있다. 녹색채권, 지속가능연계채권과 같은 다양한 옵션이 존재하지만, 그린워싱에 대한 우려로 인해 다배출 산업의 기업들이 녹색채권을 발행하기란 현실적으로 매우 어려운 것이 사실이다. 적격 녹색 프로젝트를 찾지 못해 녹색채권 발행이 어려운 다배출 산업의 기업들은 전환채권 발행을 통해 탄소중립 이행을 위한 기술 및 설비 투자 자금을 확보할 수 있다. 특히, 우리나라와 같이 고탄소 산업에 대한 의존도가 높은 국가에서 전환채권은 탄소중립을 달성하는 데 있어 매우 유용한 수단이 될 수 있다. 따라서 전환채권의 원활한 국내 도입을 위해 전환채권에 대한 기준 설정, 전환워싱 방지를 위한 공시 체계 정비, 기존 녹색채권 및 지속가능연계채권과 차별화된 별도의 상품으로서의 가치 제고 노력 등이 활발히 전개될 필요가 있다.

## 참고문헌

김창훈 · 이수민, 2021, 『에너지전환 촉진을 위한 지속가능금융 분류체계 구축방안 연구』, 에너지경제연구원 연구보고서 2021-04.

여밀림, 2022, 녹색채권 발행의 최근 동향과 그리니엄 감소 현상, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2022-21호.

최순영, 2022, 『지속가능연계채권의 국내 도입에 따른 기대와 과제』, 자본시장연구원 이슈보고서 23-03.

OECD, 2022, *OECD Guidance on Transition Finance: Ensuring Credibility of Corporate Climate Transition Plans*, Green Finance and Investment.

ICMA, 2020, *Climate Transition Finance Handbook*.

ZOOM  
-IN

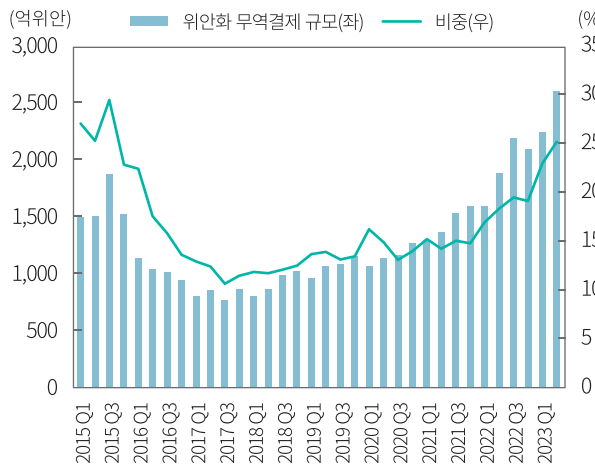
## 위안화 국제화의 최근 동향

- 최근 지정학적 불확실성이 증대되고 탈달러화(de-dollarisation) 추세가 이어지는 가운데 러시아 등 일부 국가들에서 위안화의 사용이 확대됨에 따라 위안화 국제화의 최근 동향을 점검
- 중국의 국경 간 위안화 결제 확대에도 불구하고 교환매체, 계산단위, 가치저장수단으로서의 위안화의 국제적 활용도는 미미한 증가세를 시현한 것으로 나타났으며 이는 자본이동 통제, 해외 투자가능 자산 부족 등에 기인
- 2022년 이후 글로벌 공급망 재편이 가속화되는 가운데 중국은 국경간 원자재 무역에서의 위안화 결제 확대, 역내 및 역외시장에서 위안화 금융상품 제공, 위안화 지불청산시스템 구축을 중심으로 하는 위안화 국제화 전략을 추진
- 위안화 사용 확대를 위한 중국의 노력은 지속될 것으로 예상되며 향후 무역결제, 포트폴리오 투자, 결제 인프라 개선, 통화스왑 확대 및 역외시장의 성장으로 위안화의 국제적 사용은 증가할 전망

- 최근 지정학적 불확실성이 증대되고 탈달러화(de-dollarisation) 추세가 이어지는 가운데 러시아 등 일부 국가들에서 위안화의 사용이 확대됨에 따라 위안화 국제화의 최근 동향을 점검
  - 2022년 2월 우크라이나 사태 발생 이후 미국, EU 등 국가들이 러시아에 대해 금융제재를 가함에 따라 러시아, 남미 등 미국의 비동맹국을 중심으로 위안화 사용 확대 움직임을 보임
    - 미국, EU 등은 러시아 주요 은행의 자산 동결, 국제은행결제망(SWIFT) 배제 등의 러시아에 대한 금융제재를 단행하였으며 러시아의 탈달러화가 진행되면서 중국과의 위안화 결제 확대 등 경제협력을 강화
    - 2023년초 브라질과 아르헨티나는 중국과의 무역에서 위안화 결제 허용 계획을 발표하였으며 달러 유동성 부족으로 어려움을 겪고 있는 불가리아 정부도 5월 위안화 사용에 박차를 가할 것을 공식 선언
    - 6월 30일 아르헨티나 정부는 상환 예정인 27억달러의 IMF 채무 중 17억달러는 중국인민은행과의 통화스왑을 활용해 위안화로 상환한다고 발표
- (교환매체로서의 기능) 전세계 지불통화 및 글로벌 외환거래 중 위안화 비중은 달러화 대비 낮은 수준이지만 중국의 국경 간 결제에서의 위안화 비중은 증가 중
  - 위안화는 SWIFT 결제통화 중 5위, 글로벌 일평균 외환거래량 기준 6위의 통화지만 달러화나 유로화 등의 주요 통화 대비 낮은 비중

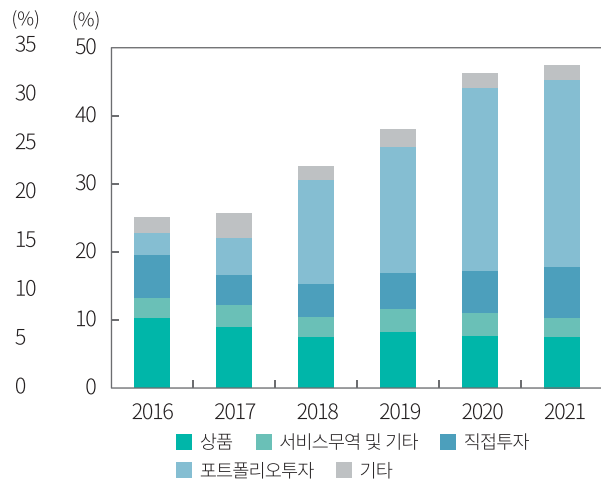
- SWIFT에 따르면 전세계 지불통화 중 위안화는 2023년 6월 기준 2.8%로 2013년말의 1.1% 대비 증가하였지만 달러화(42.0%), 유로화(31.6%), 파운드화(6.9%), 엔화(3.4%) 대비 사용량 저조
- 글로벌 일평균 외환거래량 기준 위안화 비중은 2013년말의 2.2%에서 2022년말 7.0%로 증가
- 그러나 러-우 전쟁과 미·중 무역분쟁 및 자본시장 개방 확대에 힘입어 2023년 6월 기준 중국의 국경 간 결제에서의 위안화 비중은 약 50%로 처음으로 달러화를 넘어섬<sup>1)</sup>
- 2023년 2분기 위안화 무역결제 비중은 25.1%로 2015년 4분기 이후 최고 수준을 기록
- 포트폴리오 투자 관련 국경 간 위안화 결제규모는 2021년 기준 21조위안으로 2017년 금융시장 개방 확대 이후 자본유입 증가
- 우크라이나 사태 이후 미국과 유럽의 러시아에 대한 금융제재로 중국은 러시아와의 원유거래에서 위안화와 루블화를 사용하기 시작하였으며 러시아와의 위안화 결제규모가 확대
- 러시아 중앙은행에 따르면 2023년 4월 외환거래 중 위안화의 비중은 통계 작성 이래 최고치인 42.7%를 기록 후 위안화 평가절하 추세가 지속되면서 6월 31.3%까지 하락
- 2023년 3월 기준 러시아 수출업체의 위안화 월간 거래액은 69억달러, 수입업체는 77억달러로 전년동기대비 각각 1,280%, 450% 증가<sup>2)</sup>

〈그림 1〉 위안화 무역결제 규모 및 비중



자료: Bloomberg

〈그림 2〉 위안화의 중국 국경 간 결제 비중



자료: Goldman Sachs

- (계산단위로서의 기능) 비거주자의 위안화 금융자산 보유규모는 2017년 이후 자본시장 개방 확대에 힘입어 주식과 채권을 중심으로 빠른 속도로 확대되어오다가 2022년 이후 정체
- 2017년 11월 금융시장 개방을 위한 로드맵 발표 및 단계적 개방으로 비거주자의 주식 및 채권 보유규모는 크게 확대

1) 중국외환관리국, 2023. 7. 21, 2023년 상반기 국제수지 관련 기자간담회.

2) Bank of Russia, 2023. 5. 11, Financial Market Risks Review(3월).

- 2023년 3월말 기준 주식 35.3%, 채권 33.1%, 위안화예금 18.6%, 대출 13.0%의 비중
- 2022년 4월 미·중 통화정책 디커플링으로 인한 국제 금리 역전<sup>3)</sup>, 중국 경제성장률 둔화 등이 더해져 자본 유출이 확대되면서 비거주자의 위안화 주식 및 채권 보유규모는 2021년말 대비 각각 11.5%, 20.0% 감소

**〈표 1〉 2017년 이후 금융시장 개방 내용**

	주요 내용
후강통/선강통	2018년 후강통, 선강통의 한도를 도입 초기의 4배로 확대
채권통 시행	2017년 7월과 2021년 9월 각각 채권통의 South bound와 North bound 개통
글로벌 채권지수 편입	BBGA(2019년), JPMorgan의 GBI-EM(2020년), WGBI(2021년)에 차례로 편입
QFII, RQFII 제한 완화	2019년 9월 외환관리국은 QFII와 RQFII의 투자한도 제한을 폐지하고 RQFII의 시범국가와 지역 제한 폐지
국경간 자산관리 (跨境理财通)	2020년 6월 광둥성·홍콩·마카오 지역을 ‘국경간 자산관리’ 시범지역으로 지정
홍콩달러-위안화 이중통화 거래창구	2023년 6월 홍콩 증권거래소는 홍콩달러-위안화 이중통화 거래 시스템 도입

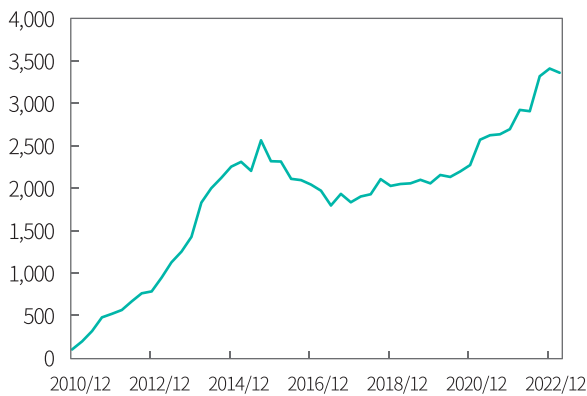
- (가치저장수단으로서의 기능) 2022년말 기준 글로벌 중앙은행의 외환보유고 중 위안화 비중은 2.6%로 2016년 1.1%보다 크게 증가했지만 절대적 수준은 낮음
  - 글로벌 중앙은행 외환보유고 중 각 통화의 비중: 달러화 58.6%, 유로화 20.4%, 엔화 5.5%, 파운드화 4.9%, 위안화 2.6%
- 중국의 국경 간 위안화 결제 확대에도 불구하고 교환매체, 계산단위, 가치저장수단으로서의 위안화의 국제적 활용도는 미미한 증가세를 시현한 것으로 나타났으며 이는 자본이동 통제, 해외 투자가 능 자산 부족 등에 기인
  - 주요 위안화 역외시장의 위안화 수신액, 국경 간 결제, 외환거래량, 덤섬본드 및 CD, 비거주자의 위안화 자산 보유규모 등을 반영한 SC그룹의 위안화 글로벌지수(Renminbi Globalisation Index: RGI)는 2017년 이후 완만한 증가세를 유지 중
    - 2015년 8월 이후 위안화 평가절하로 인한 심각한 자본유출 발생 우려로 자본통제를 강화하면서 위안화 국제화가 지연<sup>4)</sup>

3) 2022년 4월 21일 블룸버그에 따르면 미중 10년물 국제금리가 2010년 이후 12년만에 역전

4) Financial Times, 2023. 4. 12, Renminbi's share of trade finance doubles since start of Ukraine war.

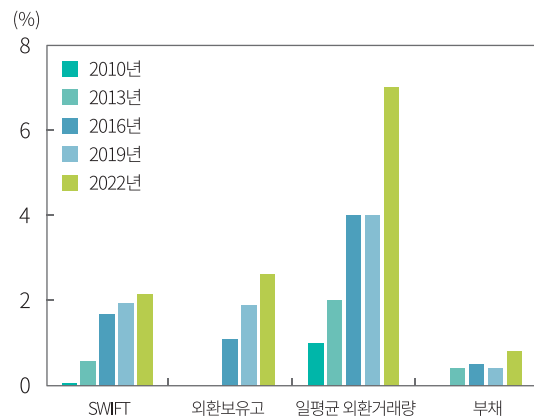
- 지정학적 긴장, 특히 미·중 무역분쟁, 해외에서의 투자 가능 위안화 자산 부족, 자본이동 통제 및 환율제도의 유연성 부재 등은 위안화 국제화 저해요인으로 작용
  - 후강통, 선강통, 은행간 채권시장 직접투자 등의 자본시장 개방 확대에도 불구하고 쿼터 기반 투자, 금융파생상품과 국경 간 은행 대출 제한 등 자본시장의 완전한 개방이 이뤄지지 않아 비거주자의 위안화 자산 투자에 제약
  - 또한 재정 및 금융시스템의 상당한 개혁에도 불구하고 중국의 법적 체제, 중국 금융시스템의 투명성과 예측 가능성 개선은 느리게 진행

〈그림 3〉 SC 위안화 국제화 지수(RGI)



자료: Standard Chartered Global Research

〈그림 4〉 위안화의 국제화 현황



자료: Bloomberg, IMF, BIS

□ 2022년 이후 글로벌 공급망 재편이 가속화되는 가운데 중국은 국경 간 원자재 무역에서의 위안화 결제 확대, 역내 및 역외시장에서 위안화 금융상품 제공, 위안화 지불청산시스템 구축을 중심으로 하는 위안화 국제화 전략을 추진

- 중국은 2009년부터 위안화 국제화 추진계획을 공식화한 후 위안화 활용도 개선을 위해 다각적인 노력을 장기간에 걸쳐 진행해왔으며, 위안화 국제화 전략은 2009~2017년, 2018~2022년, 2022년 이후 단계로 구분<sup>5)</sup>
  - 2009~2017년 위안화 국제화 전략은 국경 간 무역과 직접투자에서 위안화 사용을 확대하고 역외시장 육성 및 위안화 유동성 지원을 위한 양국간 통화스왑 협정을 활용
  - 2018~2022년 원유 선물거래의 위안화 결제를 추진하고 금융시장 개방, 주변국 및 ‘일대일로’ 관련 국가와의 위안화 결제를 추진
  - 2022년 이후 글로벌 공급망 재편으로 국경 간 원자재 무역에서의 위안화 결제 확대, 역내 및 역외시장에서 위안화 금융상품 제공, 위안화 지불청산시스템을 구축
- 러시아, 이라크, 이란, 브라질, 아르헨티나 등 국가와의 원자재 거래에서 위안화를 사용하는 등 국경 간 원자재 무역에서의 위안화 결제를 확대

5) 중국사회과학원 금융연구소, 2022. 12. 5, 全球新变局背景下人民币国际化的策略扩展—从新“三位一体”到新新“三位一体”.

- 원유, 철광석, 구리, 대두 등 원자재 무역에서의 위안화 결제규모가 증가하고 있는 가운데 2021년 기준 4,055억위안으로 전년대비 42.8% 증가하였으며, 리튬, 코발트, 희토류와 같은 신에너지 관련 원자재의 국경 간 결제규모는 1,006억위안으로 전년대비 27.7% 증가<sup>6)</sup>
- 탈달러화 움직임이 지속되는 가운데 안전자산에 대한 대체 수요 증가에 따라 국채 발행을 확대 하는 등 역내 및 역외시장에서 위안화 금융상품을 제공
  - 예컨대 2021년 중국 재정부는 홍콩에서 200억위안의 위안화 국채 발행, 선전시 정부와 광둥 성 정부는 홍콩과 마카오에서 각각 50억위안, 22억위안의 위안화 지방채를 발행, 인민은행은 2021년 홍콩에서 총 1,200억위안의 중앙은행어음을 발행
  - 또한 역외 위안화 센터로서의 홍콩의 역할을 강화하여 덤섬채권, 위안화 표시 펀드와 ETF 상품 확대, 홍콩달러-위안화 이중통화 거래창구(HKD-RMB Dual Counter Model) 운영을 통해 역외에서의 위안화 투자가능 자산을 다양화
- 중국의 새로운 국경간 결제 메커니즘인 CIPS(Cross-border Interbank Payment System) 기반 결제 인프라 확대
  - 중국은 2015년 10월부터 국경간 위안화 청산결제 서비스를 제공하는 위안화 국제결제시스템 1단계, 2018년부터 2단계 운영을 시작
  - 역외 청산은행과 달리 CIPS는 관할권과 관계없이 모든 외국 금융기관에 개방되어 있으며 참가자는 중국 거액결제시스템에 직접 연계 가능
  - 2023년 8월 기준 91개 직접 참여기관과 1,365개 간접 참여기관이 있으며, 2022년 CIPS의 총 결제금액은 전년대비 21% 증가한 97조위안에 달함

□ 위안화 사용 확대를 위한 중국의 노력은 지속될 것으로 예상되며 향후 무역결제, 포트폴리오 투자, 결제 인프라 개선, 통화스왑 확대 및 역외시장의 성장으로 위안화의 국제적 사용은 증가할 전망

- 중국은 2021년 ‘14차 5개년 계획’에서 위안화 국제화를 ‘신중하고 안정적으로 추진할 것’으로 명시하였지만 2022년 10월 당 20차대표대회에서 ‘질서 있는 추진’으로 변화
  - 최근의 국제관계와 지정학적 변화 등으로 위안화 국제화 전략을 조정한 것으로 풀이
- 향후 무역결제, 포트폴리오 투자, 결제 인프라, 통화스왑 및 역외시장의 성장으로 위안화의 국제적 사용은 증가할 전망
- 한편 위안화가 달러화를 추월하는 기축통화가 되기보다는 달러화, 유로화, 위안화를 포함한 다극체제(multipolar world)로 재편될 가능성이 높다는 견해도 상존<sup>7)</sup>

선임연구원 김은화

6) 중국인민은행, 2022, 위안화 국제화 보고서 2022.

7) CEPR, 2022. 10. 31, The renminbi's unconventional route to reserve currency status.

ZOOM  
-IN

## 미국의 비트코인 현물 ETF 상장 움직임

- 해외의 증권거래소에서는 가상자산을 기반으로 한 ETF 상품이 상장되어 거래가 이루어지고 있음
- 최근에는 세계 최대 자산운용사인 블랙록(BlackRock)이 미국증권거래위원회(SEC)에 현물 기반의 비트코인 ETF 승인 신청서를 제출하면서, 미국 증권시장에서 비트코인 현물 ETF 거래에 대한 기대감이 상승
- 그동안 미국의 주요 금융기관에서는 현물 기반의 비트코인 ETF를 상장시키려는 움직임이 꾸준히 있었으나, SEC는 비트코인 현물 ETF가 사기나 시장 조작 방지, 투자자 보호 요건 기준 등을 충족하지 못하였다는 이유로 신청 승인을 반려해 옴
- 전통 금융시장 기관들의 가상자산시장에 관한 관심이 높아지는 가운데, 향후 비트코인 현물 ETF가 시장에서 안정적인 자산군으로 자리매김하기 위해서는 제도적 기반 마련이 필요

- 해외의 증권거래소에서는 가상자산을 기반으로 한 ETF가 상장되어 거래가 이루어지고 있음
  - 최근 캐나다와 유럽 등 해외에서는 현물을 기반으로 한 비트코인 ETF가 상장되어 거래되고 있음
    - 2021년 2월, 세계 최초로 비트코인 현물 ETF인 Purpose Bitcoin ETF(BTCC)가 출시하였으며, 현재 캐나다 토론토 증권거래소에 거래되고 있음
    - 유럽에서는 지난 2021년 10월 자코비(Jacobi) 자산운용에서 개발한 비트코인 현물 ETF가 건지금융서비스위원회(Guernsey Financial Services Commission: GFSC)로부터 출시 승인을 받았으며, 2023년 8월부터 유로넥스트 암스테르담 거래소에 상장하여 Jacobi FT Wilshere Bitcoin ETF(BCOIN)로 거래를 시작함<sup>1)</sup>
  - 미국에서는 선물 기반의 비트코인 ETF인 Proshares Bitcoin Strategy ETF(BITO)<sup>2)</sup>가 2021년 10월 19일부터 뉴욕증권거래소에서 거래를 시작
    - 또한, 2023년 6월에는 최초의 레버리지 비트코인 선물 ETF인 2x Bitcoin Strategy ETF(BITX)가 상장되었으며, 비트코인 이외에도 이더리움과 같은 알트코인(Altcoin)을 기반으로 한 선물 ETF 승인 신청이 제출된 상태
    - 지금까지 미국 증권시장에서 비트코인 ETF의 승인을 받은 것은 선물 기반의 ETF이며, 현물 기반의 비트코인 ETF 승인을 기다리는 상태

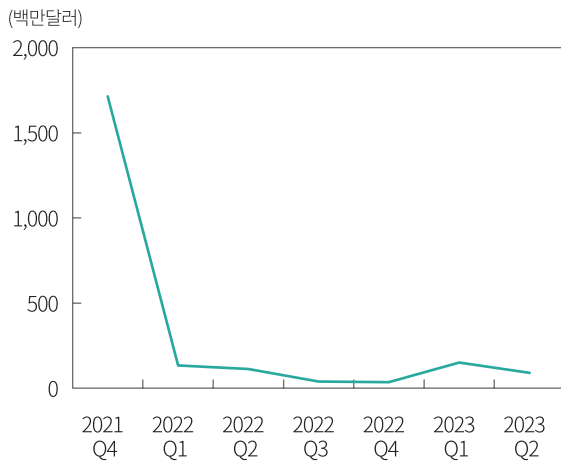
1) Jamie Crawley, 2023. 8. 15, Europe's first spot Bitcoin ETF lists in Amsterdam, Yahoo Finance.

2) BITO는 현물 가격이 아니라 시카고선물거래소(CME)에서 거래되고 있는 CME Bitcoin Futures(BTCV1)의 비트코인 선물 계약 가격을 추종하는 상품

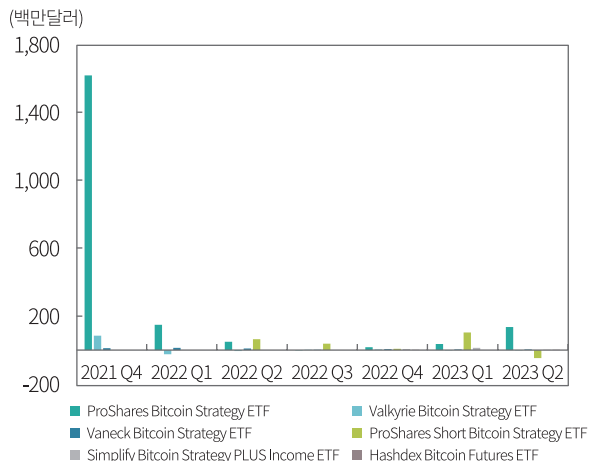
□ 처음 미국에서 선물 기반의 비트코인 ETF가 승인되었을 때 비트코인이 제도권 내에 입성하였다는 의의를 바탕으로 많은 투자자의 관심을 얻었으나, 초기의 폭발적인 수요와 달리 성장이 둔화하는 모습을 보임

- 선물 기반의 비트코인 ETF가 현물 기반의 비트코인 ETF보다 가격 조작 및 변동성 위험을 낮출 수 있다는 점에서 먼저 승인되어 거래를 시작함
- 비트코인 선물 ETF가 출시한 첫해인 2021년 4분기의 자금 흐름은 17억달러에 달하였으나, 2022년 4분기의 자금 흐름은 3,500만달러까지 감소한 모습을 보임
- 또한, 자금 흐름이 주로 프로셰어즈(Proshares)사에 집중되어 비트코인 선물 ETF가 시장에서 주요 자산군으로 확장하는 데 어려움이 있는 것으로 나타남

〈그림 1〉 미국의 비트코인 선물 ETF 자금 흐름 현황



〈그림 2〉 미국의 운용사별 비트코인 선물 ETF 자금 흐름 현황



주 : 주요 6개의 운용사의 비트코인 선물 ETF(ProShares Bitcoin Strategy ETF, Valkyrie Bitcoin Strategy ETF, Vaneck Bitcoin Strategy ETF, ProShares Short Bitcoin Strategy ETF, Simplify Bitcoin Strategy PLUS Income ETF, Hashdex Bitcoin Futures ETF)

자료: Bloomberg

자료: Bloomberg

□ 이러한 원인은 비트코인 선물 ETF의 특성상 롤오버(Rollover) 비용, 운용 수수료, 거래 운영시간 제한 등의 이슈로 투자자의 수요가 둔화하는 것으로 보임

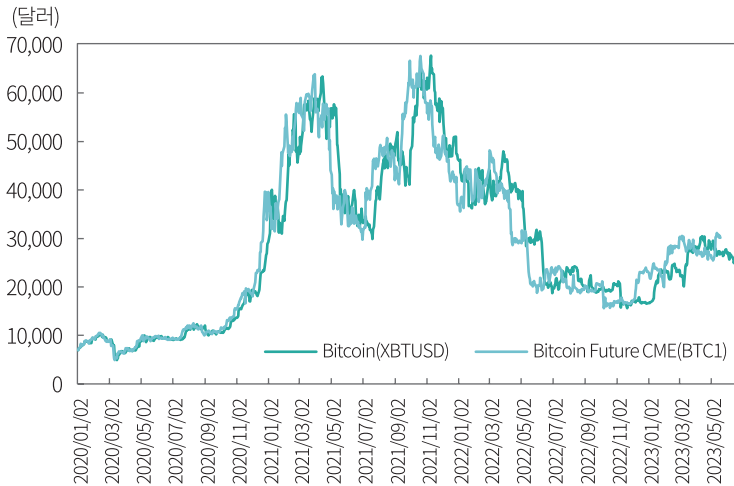
- 비트코인 선물 가격의 곡선이 대부분 콘탱고(Contango) 상태를 나타내기 때문에 비트코인 선물 ETF는 지속적으로 마이너스 롤오버(Rollover)를 겪고<sup>3)</sup>, 주요 기관투자자의 관심을 끌어내지 못한 것으로 보임
- 예를 들어, Proshares Bitcoin Strategy ETF(BITO)에 투자할 경우, 만기가 다가오면 차월물로 교체하는 연평균 롤오버 비용으로 약 8%가 발생하고, 100만달러를 투자하면 연간 9만달러 이상의 비용이 추가로 발생함<sup>4)</sup>

3) Omkar Godbole, 2021. 10. 12, Dying for a Bitcoin futures ETF? Watch out for 'contango bleed', CoinDesk.

4) Nell Mackenzie, 2022. 1. 24, Bitcoin futures ETF loses 9% a year to fees and contango, Risknet.

- 따라서 비트코인 선물 ETF의 자금 유입 감소는 거듭되는 롤오버(Roll Over)<sup>5)</sup> 비용 문제로 인해 주요 기관투자자의 유입을 증가시키지 못한 것으로 보임

〈그림 3〉 Bitcoin과 Bitcoin Future CME 가격 비교



주 : 2020년부터 2023년 6월까지

자료: Bloomberg

— 이외에도 비트코인 선물 ETF의 높은 운용수수료, 거래 운영시간의 제한 등이 비트코인 선물 ETF의 수요를 높이지 못한 원인으로 볼 수 있음<sup>6)</sup>

- 비트코인 선물 ETF는 자산운용사가 운용하는 상품으로 운용수수료(BITO 기준 0.95%)가 상대적으로 비트코인 현물을 가장자산거래소에서 직접 구매하는 매매수수료(약 0.05%)보다 높음
- 또한, 가상자산거래소는 연중무휴로 운영되고 있으나, 시카고상품거래소(CME)나 시카고옵션거래소(CBOE)와 같은 선물 시장에서 거래되는 상품의 경우에는 상품에 명시된 거래시간에만 거래할 수 있으며, 이에 따라 선물과 현물 간의 가격 차이가 발생할 수 있음

□ 최근에는 세계 최대 자산운용사인 블랙록(BlackRock)이 미국증권거래위원회(SEC)에 현물 기반의 비트코인 ETF 승인 신청서를 제출하면서, 미국 증권시장에서 비트코인 현물 ETF 거래에 대한 기대감이 상승<sup>7)</sup>

5) 선물 기반의 ETF는 보유 선물의 만기 날짜가 가까워지면 만기가 남은 선물(차월물)로 교체하는 롤오버(Roll Over)를 함. 롤오버 시 선물 매도/매수에 대한 거래수수료가 발생하며, 선물 시세 상태에 따라 펀드에 손실이나 이익이 발생함. 콘탱고(Contango)는 주식시장에서 선물가격이 현물가격보다 비싸거나 결제월이 멀어질수록 선물가격이 높은 상태이며, 백워드이션(Backwardation)은 현물가격이 선물가격보다 높거나 결제월이 멀수록 선물가격이 낮아지는 상태를 의미함

6) 최윤영·정석문, 2022. 2. 11, 2022년 비트코인 현물 ETF 승인 가능성은?, 코빗.

7) Lucy Brewster, 2023. 8. 4, spot Bitcoin ETF odds upped to 65%, Yahoo Finance.

- 블랙록은 총운용자산이 9.4조달러(2023년 7월말 기준)로 비트코인 시가총액인 5,700억달러(2023년 7월말 기준)의 약 16배에 달하는 대형 운용사로, 2023년 6월 SEC에 iShares Bitcoin Trust(BLK)라는 이름의 비트코인 현물 ETF 출시를 신청함
  - 이외에도 미국에서 비트코인 선물 레버리지 ETF가 최초로 승인<sup>8)</sup>됐다는 소식과 글로벌 자산 운용사인 피델리티가 비트코인 현물 ETF를 미국에서 2년 만에 재신청한다는 소식 등으로 비트코인 가격이 3만달러에 달하는 것으로 나타남
- 현물 기반의 비트코인 ETF를 운용하기 위해서는 상당량의 비트코인을 보유해야 하는데, 자금 규모가 큰 미국 증권시장에 상장될 경우, 대형 운용사들이 상품 운용을 위해 비트코인 자산을 대량 매입할 것으로 예상<sup>9)</sup>
  - 이에 따라 세계 최대 자산운용사인 블랙록이 비트코인 현물 ETF를 출시하려는 움직임은 시장 내 유동성 공급을 확대하는 역할을 할 것으로 기대
- 블랙록 이외에도 피델리티(Fidelity), 위즈덤트리(WisdomTree), 비트와이즈(Bitwise), 인베스트코(Investco), 반에크(VanEck) 등 대형 자산운용사가 잇따라 비트코인 현물 ETF 승인을 신청하면서, 미국에서는 비트코인 현물 ETF 승인에 대한 기대감이 더욱 증폭

□ 그동안 미국의 주요 금융기관에서는 현물 기반의 비트코인 ETF를 상장시키려는 움직임이 꾸준히 있었으나, SEC는 비트코인 현물 ETF가 사기나 시장 조작 방지, 투자자 보호 요건 기준 등을 충족하지 못하였다는 이유로 신청 승인을 반려해 옴<sup>10)</sup>

- (사기 및 시장 조작) SEC는 현물 ETF는 선물 ETF와 달리 운용사가 ETF를 운용하기 위해 상당한 양의 비트코인을 직접 매수해야 하는데, 이는 운용사가 실제 비트코인을 보유하게 되므로 시장을 조작하거나 현물 ETF를 추종하는 지수를 조작할 가능성을 우려
  - 또한, 비트코인 시장이 여전히 불안정하고 유동성이 높은 특성이 있기에 상대적으로 작은 양의 거래로도 가격을 변동시키는 것이 가능
  - 이러한 특성을 악용하고 의도적으로 가격을 조작하거나 부정확한 정보를 퍼뜨린다면, ETF 가격에 영향을 미칠 수 있음
- (시장 감시 및 조사) SEC는 비트코인 시장에 대한 감시와 조사 체계의 부재를 지적하며, 부정확한 거래소 데이터, 비트코인의 익명성, 분산화된 거래 등이 시장 감시를 어렵게 만들어 지수를 조작하는 경우가 발생할 수 있다고 우려
  - 이에 따라 SEC는 감시공유협정(Surveillance-Sharing Agreement: SSA) 등과 같은 감시 시스템을 통해 시세조종이나 시장 조작 등을 예방하고 투자자를 보호할 수 있도록 요구함

8) 시카고옵션거래소(CBOE) 산하의 증권거래소 BZX에서 미국 최초의 2배 레버리지 롱 비트코인 선물 ETF인 2x Bitcoin Strategy ETF(BITX)가 출시되어 거래를 시작함

9) 오재영, 2023. 6. 27, 블랙록 비트코인 현물 ETF 신청으로 높아진 기대, KB증권.

10) Vicky Ge Huang, 2023. 7. 23, Grayscale Questions BlackRock's sport Bitcoin ETF filing, The Wall Street Journal.

- 감시공유협정이란 금융기관 간에 거래 데이터, 금융시장 감시 정보 등을 공유하고 협력하는 협정을 의미하며, 전통 주식시장에서도 이를 통해 거래소들과 감시공유협정을 맺어 거래 규모나 시간대 등의 데이터를 공유하고, 규제당국이 의심되는 거래를 조사할 수 있도록 조치함<sup>11)</sup>
- SEC의 감시공유협정과 같은 감시 시스템 요청에 따라, 블랙록은 가상자산거래소인 코인베이스(Coinbase)를 감시공유협정사로 지정한다는 서류를 추가로 제출
- (투자자 보호 요건) 비트코인 현물 ETF가 상장되면 기관투자자뿐만 아니라 개인투자자도 비트코인에 쉽게 투자할 수 있는 환경이 조성되는데, 비트코인 시장의 불안정성과 부정확한 정보로 인해 투자자의 손해가 발생할 가능성이 있다고 우려
- 게다가 비트코인 현물 ETF의 매입을 통해 개인투자자는 일반 주식 계좌에서 비트코인을 보유할 수 있게 되는데, 보안과 사기 위험에 노출될 가능성이 커짐

□ 전통 금융시장 기관들의 가상자산시장에 관한 관심이 높아지는 가운데, 향후 비트코인 현물 ETF가 시장에서 안정적인 자산군으로 자리매김하기 위해서는 제도적 기반 마련이 필요

- 가상자산시장에 전통 금융기관들의 진출이 본격적으로 가속화되고 있으며, 특히 미국의 비트코인 현물 ETF의 승인에 관한 관심이 높음
- 비트코인을 기초자산으로 하는 폐쇄형 펀드인 Grayscale Bitcoin Trust(GBTC)를 사례로 보면, 특성상 투자자가 중간에 환매할 수 없으며, 장외 시장에서만 거래할 수 있고, 보수 비용이 2%이지만, 운용자산(AUM)은 약 190억달러에 달함<sup>12)</sup>
- 이는 GBTC가 열위한 상품임에도 불구하고 수익성이 높은 편이며, 이에 따라 운용사들의 비트코인 현물 ETF에 관한 관심이 높아졌다고 볼 수 있음
- 향후 비트코인 현물 ETF가 승인되면 가상자산시장에 큰 자금이 유입될 것으로 예상<sup>13)</sup>
- 또한, 전 세계적으로 가상자산을 기반으로 한 다양한 상품군이 상장하면서 가상자산이 제도권 금융시장에 진입하는 데 본격화하고, 동시에 가상자산시장의 발전 성숙도에 기인할 것이라 기대
- 따라서 가상자산을 기반으로 한 새로운 상품군이 주류의 금융상품에 편입되어 안정적인 자산군으로 자리매김할 수 있도록 하는 제도적 기반 마련이 필요

연구원 맹주희

11) 최윤영·정석문, 2022. 2. 11, 2022년 비트코인 현물 ETF 승인 가능성은?, 코빗.

12) 홍성욱, 2023. 8. 18, 비트코인 현물 ETF에 운용사들이 집착하는 이유, NH투자증권.

13) Phil Rosen, 2023. 8. 17, Bitcoin is headed to \$180,000 if regulators approve the first spot ETF in the US, Fundstrat's Tom Lee says, Markets Insiders.