

위안화 국제화 가능성 분석 및 국제금융질서 변화에 관한 연구

이승호 | 김한수 | 현석 | 주현수 | 강현주

KCMI

K o r e a C a p i t a l M a r k e t I n s t i t u t e



이승호 (Seungho Lee)

선임연구위원 / 경제학 박사

연구분야

- FX Market and International Finance
- Exchange Rate and Monetary Policy
- Open Macroeconomics

김한수 (Hansoo Kim)

연구위원 / 경제학 박사

연구분야

- International Finance
- Macroeconomics
- Time Series Econometrics

현 석 (Suk Hyun)

연구위원 / 경제학 박사

연구분야

- International Finance
- Applied Econometrics
- Asian Capital Markets
- Flow of Funds Analysis

주현수 (Hyunsoo Joo)

연구위원 / 경제학 박사

연구분야

- International Finance
- Open Macroeconomics

강현주 (Hyunju Kang)

연구위원 / 경제학 박사

연구분야

- International Finance and Macroeconomics
- Monetary Economics

위안화 국제화 가능성 분석 및 국제금융질서 변화에 관한 연구

2015. 12

선임연구위원	이 승 호
연 구 위 원	김 한 수
연 구 위 원	현 석
연 구 위 원	주 현 수
연 구 위 원	강 현 주



자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

서 언

우리나라와 경쟁국인 동시에 동반자 관계를 강화해 온 중국은 최근 실물부문에서의 경제대국을 넘어 금융강국으로 발돋움하기 위한 노력을 다각도로 추진하고 있다. 이의 일환으로 중국은 2010년경부터 역내 주변국과의 위안화 무역결제를 시작으로 자국통화인 위안화의 국제화에 적극적으로 나서고 있다. 2014년에는 아시아 인프라투자은행(AIIB) 설립을 주도함으로써 미국 중심의 국제금융질서에 새로운 변화를 각인시킨 바 있으며 2015년에는 위안화를 IMF의 SDR 구성통화에 편입시키는 데에도 성공하였다. 아직까지 중국은 국내 자본시장이 개방되지 않았고 금융시장의 성숙도 면에서도 미흡한 점이 적지 않으나 국제사회는 위안화 국제화가 단지 시기의 문제일 뿐 성공 가능성에 대해 공감대를 형성해 가고 있는 것으로 보인다.

지난 수년간 보여준 중국의 금융굴기 노력과 성과는 향후 국제금융질서에 새로운 변화의 시기가 도래하고 있음을 시사한다. 좁게는 중국과 역내 실물시장 및 금융시장과의 연계성을 확대하여 역내 지역을 거대한 영향권으로 묶는 이른바 위안블록 현상을 가속화시킬 것으로 보인다. 보다 장기적으로는 미달러화 중심의 현 국제금융질서에 도전하는 신흥세력으로 성장하면서 위안화가 미달러화, 유로화에 이은 3대 국제통화로 자리매김 할 가능성이 높아지고 있다. 또한 이의 추진과정에서 필수적으로 요구되는 중국 자본시장의 개방 속도도 점차 빨라질 것으로 보여 향후 글로벌 자금흐름에 변화를 초래할 것으로 보인다. 이러한 점에서 위안화 국제화의 가능성을 분석해 보고 국제금융질서에 미칠 영향을 살펴 보고 있는 것은 매우 시기적절하고 의미있는 연구로 생각된다.

본 연구총서에서는 현재까지 진행되어 온 중국의 위안화 국제화 관련 진행사항을 체계적으로 정리하고, 위안화의 국제화 가능성을 실증적

으로 분석하였다. 또한 위안화 국제화가 가져올 향후 국제금융질서 변화를 국제자본흐름, 위안블록 가능성 및 국제통화체제에 대한 영향 등을 중심으로 심층적으로 분석하였다. 이러한 분석을 토대로 위안화 국제화 진전이 우리나라 경제에 미치는 영향을 살펴보고 우리나라의 입장에서 기회와 위험 요인이 무엇인지를 점검해 볼 수 있는 기회를 제공하고 있다는 점에서 본 보고서가 기여하는 바가 있을 것으로 생각된다.

아무쪼록 독자들이 본 보고서를 통해 향후 위안화 국제화가 가져올 금융환경 변화를 인식하고 바람직한 대응방향을 모색하는 데 도움이 되기를 바란다. 본 연구총서의 집필에 수고해 주신 국제금융실 연구위원 및 연구원들께 감사의 말씀을 전한다.

2015년 12월

자본시장연구원

원장 신인석

목 차

Executive Summary	xv
Abstract	xxi
I. 서론	3
1. 연구배경	3
2. 보고서의 구성	7
II. 위안화 국제화 추진과정 및 현황	11
1. 위안화 국제화 추진배경 및 경과	11
2. 위안화의 국제적 활용도 현황	39
3. 주요국의 위안화허브 추진현황	48
III. 위안화 국제화 가능성 분석	83
1. 통화 국제화의 의의 및 결정요인	84
2. 위안화 국제화의 선결조건 분석	93
3. 위안화 국제화 가능성에 관한 실증분석	101
4. 소결	112
IV. 위안화 국제화가 국제금융질서에 미치는 영향	117
1. 글로벌 자본이동에 미치는 영향	118
2. 위안블록 및 역내 환율동조화 가능성	133

3. SDR 편입 배경 및 국제통화체제에 대한 영향	152
V. 한국경제에 대한 시사점	175
참고문헌	185

표 목 차

<표 II-1> 중국의 경제적 위상	13
<표 II-2> 위안화 국제화의 단계별 전략	17
<표 II-3> 위안화 무역결제 확대를 위한 규제완화	19
<표 II-4> 위안화 혁신업무 시범구 현황 및 특징	20
<표 II-5> 해외직접투자 관련 규제완화	21
<표 II-6> 위안화 청산은행 현황	23
<표 II-7> 중국의 통화스왑체결 현황	25
<표 II-8> 위안화 직거래 통화 및 시장 개설현황	26
<표 II-9> 역외 위안화채권 발행 정책	27
<표 II-10> QFII 및 RQFII 주요 내용 비교	29
<표 II-11> 후강통 개요	30
<표 II-12> 외국인의 중국A주에 대한 투자경로	31
<표 II-13> 역내 및 역외 위안화채권시장 비교	33
<표 II-14> 판다본드 발행 실적	34
<표 II-15> 비거주자의 중국내 위안화 금융자산 현황	42
<표 II-16> 역외 위안화표시채권 발행 사례	47
<표 II-17> 홍콩의 위안화업무 발전 추이	50
<표 II-18> 홍콩의 위안화Repo 개요	53
<표 II-19> 홍콩의 위안화 금융상품 개요	56
<표 II-20> 싱가포르의 위안화업무 관련 주요 정책	59
<표 II-21> 대만·중국간 금융부문 개방 추이	62
<표 II-22> 원·위안화 직거래시장 시장조성자 현황	70
<표 II-23> 대중국 교역시 결제통화 비중	73

<표 II-24> 국내 금융기관의 RQFII 자격 취득 현황	76
<표 II-25> 국내 위안화표시채권 발행 사례	79
<표 III-1> 국제통화의 기능	85
<표 III-2> 완전 국제화 및 부분 국제화 비교	88
<표 III-3> 통화 국제화에 관한 선행연구 및 결정요인	89
<표 III-4> 통화국제화의 결정요인 분석결과	104
<표 III-5> 완전국제화와 부분국제화 예측확률	106
<표 III-6> 위안화 국제화의 정태적 시뮬레이션 결과	108
<표 III-7> 동태적 시뮬레이션의 시나리오별 가정	109
<표 IV-1> 국가별 자본시장 개방도 분류	125
<표 IV-2> 개방도별 국제투자 평균 규모	126
<표 IV-3> 중국의 국제투자 규모 전망	127
<표 IV-4> 아시아 주요국의 역내 무역비중	136
<표 IV-5> 중국과 역내국 주가지수간 상관계수	139
<표 IV-6> 위안화 환율의 일중 변동	143
<표 IV-7> 아시아 국가의 환율변동 분석(패널분석)	148
<표 IV-8> 아시아 국별 환율변동 분석(국가별 분석)	149
<표 IV-9> 아시아 국가의 환율변동 분석(도구변수/패널분석)	151
<표 IV-10> SDR 바스켓 통화별 구성비	154
<표 IV-11> 주요국의 IMF 쿼터 및 투표지분율 현황	155
<표 IV-12> 위안화의 SDR 구성통화 편입기준 요약	160
<표 IV-13> AIIB 회원국별 지분 현황	162

그림 목 차

<그림 II-1> 중국 외환보유고 및 미국채 보유현황	14
<그림 II-2> 주요국의 경상수지 추이	15
<그림 II-3> QDII 승인한도 및 취득기관수 추이	36
<그림 II-4> 위안화의 경상결제 규모 추이	40
<그림 II-5> FDI 및 ODI 위안화 결제규모 추이	41
<그림 II-6> RQFII 국가별 한도, 소진액 및 취득기관수	42
<그림 II-7> 후강통 거래량 추이	43
<그림 II-8> 후구통 투자잔액 추이	43
<그림 II-9> 비거주자의 역내 채권투자잔액 추이	44
<그림 II-10> 역외 위안화 예금규모 추이	46
<그림 II-11> 위안화표시 국제채권 발행 현황	47
<그림 II-12> 홍콩의 위안화 RTGS 거래규모 추이	51
<그림 II-13> 홍콩의 위안화 예금 추이	54
<그림 II-14> 홍콩의 위안화 무역결제 추이	54
<그림 II-15> 덤섬본드 발행 추이	55
<그림 II-16> 후강통 일평균거래량 추이	57
<그림 II-17> 주요국의 역외 위안화 결제비중	60
<그림 II-18> 싱가포르의 위안화 예금 잔액 추이	61
<그림 II-19> 대만의 위안화 거래 추이	63
<그림 II-20> 포모사본드 누적발행규모 추이	64
<그림 II-21> 달러화 포모사채권 및 일반달러채 금리비교	65
<그림 II-22> 런던의 위안화 금융거래 추이	67
<그림 II-23> 한·중 교역규모 및 비중 추이	68

<그림 II-24> 원/위안화 환율 추이	71
<그림 II-25> 원/위안 시장 거래량	72
<그림 II-26> 원/달러 시장 거래량	72
<그림 II-27> 위안화 환전비용 추이	73
<그림 II-28> 국내투자자의 후강통 거래실적 추이	77
<그림 II-29> 국내 거주자의 외화예금 현황	78
<그림 III-1> 세계 GDP 및 수출 비중	94
<그림 III-2> 주요국 인플레이션	95
<그림 III-3> 주요국의 국제채권 비중	97
<그림 III-4> 주요국의 금융개방도 지수	98
<그림 III-5> 위안화 국제화 지수	99
<그림 III-6> 위안화 국제채권시장 전망	111
<그림 III-7> 동태적 시뮬레이션 결과	111
<그림 IV-1> 중국의 대외투자 자산 및 부채 추이	119
<그림 IV-2> 중국의 항목별 대외투자 추이	120
<그림 IV-3> 중국과 미국의 국제투자 비교	121
<그림 IV-4> 주요국의 제도적(de jure) 개방도	124
<그림 IV-5> 주요국의 실질적(de facto) 개방도	124
<그림 IV-6> 항목별 대외 자산 및 부채 전망	128
<그림 IV-7> 중국의 순자본흐름 전망	131
<그림 IV-8> 중국 및 역내 국가의 주가변동률 관계	138
<그림 IV-9> 신흥국 CDS프리미엄 변동	139
<그림 IV-10> 역내 위안화환율 추이	141
<그림 IV-11> 역내 및 역외 위안화환율 추이	142
<그림 IV-12> 주요국 무역규모 현황	156
<그림 IV-13> 통화별 외화보유액 및 대외자산 현황	157
<그림 IV-14> 통화별 국제채무증권 및 은행부문 부채 현황	158

<그림 IV-15> 통화별 국제결제 및 무역신용 현황	159
<그림 IV-16> 통화별 외환거래량 현황	160
<그림 IV-17> 전세계 통화별 외환보유액	166
<그림 V-1> 위안화 국제화가 한국경제에 미치는 영향	178

약어 표

ABS	Asset Backed Securities
ABCP	Asset Backed Commercial Paper
ACU	Asian Clearing Union
ADB	Asian Development Bank
AIIB	Asian Infrastructure Investment Bank
AMBIF	ASEAN+3 Multi Currency Bond Issuance Framework
AREAER	Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions
ASEAN	Association of Southeast Asian Nations
BIS	Bank for International Settlements
CDS	Credit Default Swap
CFETS	China Foreign Exchange Trade System
CIBM	China Inter Bank Bond Market
CICC	China International Capital Corporation Limited
CIC	China Investment Corporation
CIPS	China International Payment System
CMI	Chinag Mai Initiative
CMIM	CMI's Multilateralization
CMU	Central Moneymarkets Unit
CNAPS	China National Advanced Payment System
COFER	Composition of Official Foreign Exchange Reserve
CSRC	China Securities Regulatory Commission
DOTS	Direction of Trade Statistics

ECFA	Economic Cooperation Framework Agreement
EFBN	Exchange Fund Bills and Notes
ELS	Equity Linked Securities
ETF	Exchange Traded Fund
FDI	Foreign Direct Investment
FTA	Free Trade Agreement
FTZ	Free Trade Zone
GFCI	Global Financial Centre Index
GDP	Gross Domestic Product
HIBOR	Hong Kong Interbank Offered Rate
HKGB	Hong Kong Government Bond
HKMA	Hong Kong Monetary Authority
HSBC	Hongkong and Shanghai Banking Corporation
ICC	International Currency Certificates
IFC	International Finance Corporation
IIP	International Investment Position
IMF	International Monetary Fund
IPO	Initial Public Offering
JCBC	Joint Council for Bilateral Cooperation
MAS	Monetary Authority of Singapore
MMF	Money Market Fund
NDB	New Development Bank
NRA	Non Resident Account
NSSF	National Social Security Fund
OBU	Offshore Banking Unit
OCA	Optimum Currency Area
ODI	Outward Foreign Direct Investment

OLS	Ordinary Least Squares
PBoC	People's Bank of China
PPP	Purchasing Power Parity
QDII	Qualified Domestic Institutional Investor
QFII	Qualified Foreign Institutional Investor
Repo	Repurchase Agreement
RQDII	Renminbi Qualified Domestic Institutional Investor
RQFII	Renminbi Qualified Foreign Institutional Investor
RTGS	Real Time Gross Settlement
SAFE	Sate Administration of Foreign Exchange
SAR	Special Administrative Region
SDR	Special Drawing Right
SWF	Sovereign Wealth Fund
SWIFT	Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication
TMA	Treasury Market Association
UCITS	Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities
WB	World Bank
WEO	World Economic Outlook
VIX	Volatility Index
2SLS	Two Stage Least Squares

《 Executive Summary 》

지난 글로벌 금융위기 이후 미국 등 주요 선진국들이 양적완화 정책을 통해 적극적인 경제회복에 나서는 동안 중국은 자국통화인 위안화의 국제화를 위해 적극적으로 노력하고 있다. 이는 중국이 미 달러화에 대한 의존도 및 대규모 외환보유액 보유에 따른 환리스크를 줄이고 세계 2위의 경제규모에 걸맞게 국제금융질서에서의 영향력 확대를 도모하고자 하는 것을 배경으로 하고 있다.

중국은 아직까지 자본시장 개방이 초기단계에 있고 채권시장 등 금융시장의 성숙도가 미흡한 점 등을 고려하여 역외 위안화 시장(off-shore renminbi market)을 육성하는 동시에 점진적 자본시장 개방이라는 차별화된 형태의 국제화 전략을 추구하고 있다. 이를 위해 중국은 역내 주변국을 중심으로 한 위안화 무역결제 확대에 중점을 두면서 중장기적으로는 위안화를 국제투자통화 및 준비자산통화(reserve currency)로 발전시킨다는 목표를 설정하고 있다.

위안화 국제화의 시발점이라 할 수 있는 무역결제는 예상보다 빠른 속도로 확대되고 있다. 2014년말 기준 중국의 무역결제액 중 위안화 결제비중은 약 24%에 달하고 전세계 지불통화 중 위안화 비중은 달러화, 유로화, 파운드화, 엔화에 이어 5위를 기록하고 있다. 대내적으로는 금융특구 지정을 통해 해외 위안화 송금 및 대출 업무를 허용하는 한편, 역외시장에서의 위안화 결제인프라 구축을 위해 주요국에 위안화 청산은행 지정, 실시간 지급결제시스템 구축 지원, 양국간 통화스왑(bilateral swap agreement) 확대 등을 지원하고 있다. 그 결과 현재 15개국에 위안화 청산은행이 지정되었고 중국과 통화스왑을 체결한 국가는 총 33개국에 이른다.

이러한 노력의 결과 주요 역외 위안화 금융시장도 홍콩 등을 중심으로 빠르게 성장하고 있다. 역외 위안화 예금잔액은 2014년말 기준 약 2조위안 규모로 성장하였으며 역외 위안화표시채권 발행잔액도 같은 기간중 약 954억달러를 기록하였다. 또한 역외 위안화자금의 국내 금융시장 투자경로인 RQFII, 후강통, 은행간 채권시장에서의 투자도 최근 증가하고 있다.

이러한 중국의 역외 위안화 시장 구축 노력에 편승하여 홍콩은 물론 싱가포르, 대만, 영국 등 주요국은 자국 금융시장에서 위안화 금융거래를 활성화함으로써 위안화 국제화를 새로운 기회로 활용하기 위해 노력중이다. 특히 홍콩은 중국과의 긴밀한 협력관계와 국제 금융중심지로서의 이점을 활용하여 상대적으로 독보적인 위안화 비즈니스를 선점해 나가고 있다. 우리나라의 경우에도 2014년 한·중 정상회담 이후 위안화 청산은행 지정, 원·위안화 직거래 외환시장 개설 등 관련 인프라가 구축되고 대중국투자를 위한 800억위안의 RQFII 한도중 61%가 이미 소진되고 있다. 원/위안 직거래 외환시장에서의 일평균 거래량도 비교적 큰 편이나 아직까지 실물부문에서 위안화 무역결제 비중은 여전히 낮은 상황이다.

현재로서 중국 위안화의 국제화가 얼마나 빠른 속도로 진행되어 미달러화나 유로화와 어깨를 나란히 할 수 있을 것인가에 대해 예단하기는 어렵다. 아직까지 중국의 자본시장이 개방 초기단계에 머물러 있고 중국 금융시장의 성숙도 등에서 위안화가 국제통화로 자리매김하기 위해 필요한 조건들이 충분히 성숙되지 않았기 때문이다. 중국은 통화국제화의 기본 요건중 경제규모 등 거시경제적 조건은 만족할 만한 수준이나 국제채권거래 규모가 작고 자본시장 개방도도 매우 낮아 국제투자통화로서 위안화의 매력도는 아직 낮은 상황으로 판단된다.

위안화 국제화에 대한 높은 관심에도 불구하고 많은 연구들에서는 정성적인 분석을 토대로 위안화의 국제화 가능성을 평가하는데 그치고 있다. 이런 점에서 본 연구에서는 위안화 국제화의 가능성을 실증분석 모형 및 시나리오 분석을 통해 정량적으로 분석하고 장기 전망을 제시하였다.

실증분석 결과에 따르면 위안화가 호주달러화나 캐나다달러화와 같은 부분 국제화 통화로 사용될 확률은 현재 92%로 이들 국가보다 다소 높으나 미국 달러화와 같이 완전 국제화된 통화로 이용될 확률은 7.3% 수준에 불과하다. 그러나 시나리오 분석 결과 2020년까지 역외 위안화 채권시장이 급속히 성장해 나갈 경우 위안화의 완전 국제화 확률은 57% 수준까지 상승하고, 동시에 국내 금융개방도가 획기적으로 높아지는 경우에는 그 확률이 84%까지 상승하는 것으로 추정되었다. 이는 자본거래의 개방 확대와 투자의 국내 환류에 대한 제도 정비 등을 통해 국제채권시장에서 국제투자통화로서 위안화의 매력도를 높이는 것이 국제화 성공의 주된 과제임을 시사한다.

한편 장기적으로 위안화의 부상은 역내 및 글로벌 금융질서에 변화를 가져올 것으로 예상된다. 우선 위안화의 국제화는 국내 자본시장에 대한 개방 및 금융자유화를 전제조건으로 하므로 중국자본의 해외 및 역내로의 양방향 자본이동을 증가시킬 것으로 보인다. 본 연구에서의 시산결과 2020년경 중국의 포트폴리오투자 대외자산과 대외부채의 잔액은 2013년에 비해 각각 약 10배 및 12배나 늘어나면서 그 비중이 자산의 경우 12.6%에서 27.7%로, 부채는 9.8%에서 34.9%로 크게 높아질 것으로 추정되었다. 이는 국제금융시장에서 중국자본의 영향력이 지금보다 훨씬 커질 뿐만 아니라 중국과 국제금융시장과의 통합(integration) 정도가 크게 높아지게 됨을 의미한다.

한편 중국은 아시아 역내 국가와 전통적으로 무역 연계성(trade linkage)이 클 뿐만 아니라 최근 자본시장의 점진적 개방으로 역내는 물론 글로벌 경제와의 금융 연계성(financial connectedness)도 점차 높아지고 있다. 또한 중국 당국의 위안화 환율 유연성 제고 노력이 가세하면서 역내 경제가 중국을 중심으로 점차 통합되는 위안블록(yuan bloc) 가능성이 제기되고 있다.

이 경우 위안화 환율변동이 역내 국가 환율에 미치는 영향이 커질 것으로 예상된다. 본고에서의 다양한 방법에 의한 실증분석 결과에서도 위안화 국제화 진전 이후 위안화 환율 변동이 역내 국가환율에 미치는 영향이 크게 증가하면서 역내 국가간 환율동조화 현상이 나타나는 것으로 분석되었다. 이는 과거 역내 국가 환율에 대해 준거통화(reference currency)의 기능을 담당하던 일본 엔화의 역할을 위안화가 상당부분 대신하고 있음을 의미한다. 향후 중국의 자본시장 개방이 가속화될 경우 위안블록 현상이 지금보다 강화되면서 우리나라 등 역내 국가의 금융시장 및 실물경제에 미치는 영향도 함께 커질 전망이다.

최근에는 위안화의 SDR 편입으로 국제사회가 위안화에 대해 국제통화로서의 상징적 의미를 부여한 만큼 국제금융시장에서 위안화에 대한 수요 확대는 물론 준비자산통화로의 위상이 앞당겨지는 데 도움이 될 것으로 보인다. 장기적으로는 위안화가 미달러화와 유로화에 이은 주요 국제통화로 자리매김하면서 미달러화 중심의 현 국제통화체제에도 변화가 예상된다. 당분간은 세계 최대의 경제규모 및 가장 발달한 금융시장을 보유한 미달러화의 지위가 유지되겠지만 점차 유로화, 엔화 및 위안화와 더불어 국제통화체제가 다극체제(multi-polar system)로 바뀔 가능성이 있을 것으로 판단된다.

위안화 부상에 따른 역내 및 국제금융질서 변화는 우리나라 경제에도 많은 영향을 줄 것으로 보인다. 우선 긍정적 요인으로는 한중간 교역이 확대되고 미달러화 의존도 축소로 우리 경제의 거시적 안정성(resilience)이 제고될 수 있을 것으로 보인다. 뿐만 아니라 대중국투자 활성화 및 중국 자본의 국내 자본시장 유입은 국내 금융투자업 및 금융산업 발전에 새로운 기회가 되고 있다.

반면 중국발 자본유출입 확대로 국내 금융시장의 변동성이 확대되고 금융안정성을 저해할 가능성도 함께 커지고 있다. 또한 실물부문에서도 경제성장률이 그간의 고도성장기에서 하향세를 보이고 있는 중국의 영향이 국내 실물부문으로 빠르게 전이되면서 부정적 영향이 확대될 것으로 예상된다. 이 경우 대중국 투자와 관련한 투자리스크도 동반 확대될 수 있음에 유념할 필요가 있다.

이상의 논의에 비추어 볼 때 우리나라 경제에는 다음과 같은 시사점을 도출해 볼 수 있다. 첫째, 위안화 국제화는 중국 자본시장의 개방과 맞물려 있고 중국과의 실물 및 금융연계성 확대를 전제로 하므로 중국 금융시장 및 거시경제 동향 등에 대해 더욱 유의할 필요가 있다.

둘째, 역내 통화 및 환율운영에 관한 공조체제를 한층 강화해 나가야 한다. 향후 위안블록 강화로 중국의 통화정책 등 거시경제정책 변화가 우리나라 등 역내 국가의 실물 및 금융부문에 미치는 파급효과가 점차 커질 것으로 예상되는 만큼 한·중·일 정책당국자 간의 정례적이고 실질적인 통화정책 협력 논의가 필요할 것으로 생각된다. 아울러 역내통화로서 엔화에 이어 위안화가 강력히 부상하고 있다는 점에서 우리나라 원화의 위상제고에도 보다 적극적인 자세를 가져야 할 시점으로 판단된다.

셋째, 대중국 투자활성화를 통해 금융산업 발전 및 투자수익률 제고의 기회로 활용해 나갈 필요가 있다. 상대적으로 위안화 금융자산에 대한 투자수익률이 높은 점을 감안하여 국내 공적연기금 및 민간 금융기관들의 해외 투자시 위안화의 비중 확대를 감안한 포트폴리오를 구축해 나가되 이에 따른 위험관리에 더욱 유의할 필요가 있다. 또한 장기적인 관점에서 우리나라 외환보유액 구성통화로서 위안화의 비중확대를 고려해 나갈 필요가 있다.

마지막으로 국내 금융시장에서 위안화 금융거래를 활성화해 나가는 것이 중요하다. 이를 위해서는 우선 기업들의 위안화 무역결제를 유도해 위안화 유동성 공급기반을 확충해 나가야 한다. 다만 이 경우 기업들의 결제통화 변경에 다소간의 시간과 비용이 수반된다는 점에서 현 시점에서는 위안화 채권거래 활성화 등 금융부문의 노력이 선행될 필요가 있을 것으로 보인다.

《 Abstract 》

Internationalization of Chinese yuan and its impact on international monetary and financial order

While major advanced countries including U.S. has conducted unconventional monetary easing since the global financial crisis, China has aggressively strived to internationalize its currency, yuan. The internationalization of Chinese yuan is based on reducing China's dependence on U.S. dollar and enlarging its impact on international monetary and financial order as G-2.

Considering its early stages of financial account opening and less mature domestic financial markets, China pursued to develop offshore renminbi market and gradual opening of its domestic markets. For this purpose, China set the long-run goal of shifting Chinese yuan to the reserve currency in international financial markets, while focusing on the expansion of trade settlement by renminbi in the mean time.

As a starting point of renminbi internationalization, trade settlement has increased faster than expected. As of 2014, Chinese yuan accounts for 24% of total trade settlement in China. In addition, yuan is ranked No.5 in the global trade settlement, following U.S. dollar, euro, British pound and Japanese yen. Within the border, Chinese government allowed outward renminbi remittance and loan through financial special districts.

At the same time, various policies such as designation of yuan clearing and settlement banks in the offshore markets, real time payment and settlement system and bilateral swap agreements have been introduced to promote the offshore markets. Now, yuan clearing and settlement banks have been designated in 15 countries and there are 33 countries who signed the bilateral swap contracts. As a result of the continued efforts, offshore financial markets have prospered. Offshore renminbi deposits reached 2 trillion dollars at the end of 2014. In addition, offshore yuan-denominated bond outstanding was 95.4 billion dollars. In addition, the inbound investment channels such as RQFII and Shanghai-Hong Kong stock connect have been implemented recently.

With this policy effort by Chinese government, many economies including Hong Kong, Singapore, Taiwan and the United Kingdom are trying to utilize the renminbi internationalization as their new opportunity by promoting the yuan-denominated financial trading in their domestic financial markets. Especially, Hong Kong is a leading economy to develop offshore renminbi markets, using its established status as international financial center and close ties with Chinese government. Korea also started to build yuan-trading infrastructure such as the designation of clearing and settlement bank and Korean won-yuan direct trading market opening since the Korea-China summit in 2014.

61% of RQFII quota granted to Korea was already approved to the Korean financial institutions and the trading volume at the won-yuan foreign exchange market is high, even though yuan still accounts for very small share of trade settlement between the two countries.

It's difficult to predict how fast yuan internalization will progress to be equal to the status of U.S. dollar and euro in the global financial market. Until now, Chinese financial account opening remains at the early stage and the prerequisites to become the reserve currency such as mature financial markets are not met. While its economic size is large enough for renminbi to become one of key currencies in international financial market, it is not as attractive as the other reserve currencies in terms of the small share in international bond markets and relatively closed domestic financial markets.

China has had strong trade linkage with regional Asian countries, and now it becomes increasingly connected to the global economy as a whole. In addition, Chinese efforts to make yuan exchange rate flexible may raise the possibility of making the regional economy 'yuan bloc'. In this case, the impact of yuan exchange rates on regional currencies will be expected to grow. Empirical results based on several methodologies in this research also confirm the increased impact of yuan since its internationalization policy has been conducted.

This implies that yuan is now replacing for the role as the reference currency once Japanese yen has taken in the region. If the Chinese financial markets become more open to the foreign investors, the impact of yuan on regional financial markets and economy will increase with the yuan bloc strengthened.

Recent inclusion of renminbi into IMF SDR basket will contribute to raising its demand and status in international financial markets. In the long run, Chinese yuan is expected to rise as one of the key international currencies and to impact the current dollar-centered financial order. For the time being, the status of U.S. dollar supported by the largest economy and most developed financial markets in the world will be maintained, but it is likely that the global monetary system will shift to the multi-polar regime.

The change of regional and international financial order in response to Chinese yuan's emerging is expected to have significant impacts on the Korean economy. Its positive aspects include greater macroeconomic resilience by promoting the Korea-China trade and reducing Korea's dependence on U.S. dollar. In addition, the portfolio investment to China as well as the inflows of Chinese capital to Korean financial markets will provide a new growth opportunity for the Korean financial service industry.

However, the increased capital inflows and outflows from China will affect the domestic financial instability. Moreover, Chinese economic downturn as it happened can be quickly spread to the domestic real economy and amplify the negative impact by deteriorating the risk for the portfolio invested in China.

From the discussions above, we can drive the following policy implications. First, Considering that the renminbi internationalization is closely related to the financial market opening and greater trade and financial linkage with China, we should carefully monitor Chinese financial market and macro economy.

Second, the regional monetary and exchange rate coordination should be strengthened further. Because the Chinese macroeconomic policy change will have a greater impact on the regional finance and economy through the construction of yuan bloc, the regular and effective discussions among the policy makers in Korea, China and Japan are needed. In addition, Korea should consider its own currency internationalization.

Third, we have to utilize the revitalization of investment to China. Because the yuan-denominated financial products provide higher yields, public pension and private financial institutions should considering greater weights to Chinese market with necessary risk management. In addition, increasing the share of Chinese yuan in the foreign exchange reserves should be worth consideration in the long run.

Lastly, the yuan trading in the Korean financial market should be expanded. For this purpose, the supply base for renminbi liquidity should be enlarged by inducing the yuan settlement for Korea-China trade. However, as it takes time to for exporting companies to change their invoicing currency, the effort from the financial sectors to raise the demand for yuan should be preceded.

1. 서론

1. 연구배경

2. 보고서의 구성

I. 서론

1. 연구배경

지난 2008년 글로벌 금융위기가 발생한 이후 국제금융질서에는 새로운 변화가 일어나고 있다. 주요 선진국들은 금융규제 강화 움직임을 보이는 가운데 미국, 일본 및 유로지역 등에서는 전례가 없는 양적완화 정책을 시행하면서 확장적인 통화 및 재정정책을 시행해 오고 있다. 그 결과 글로벌 유동성이 풍부해 지면서 신흥국 등으로의 자본이동이 확대되고 금융자산가격의 변동성도 크게 확대되는 모습이 지속되고 있다. 또한 미달러화를 제외한 대부분의 통화들이 약세를 보이며 글로벌 환율전쟁 양상이 나타나고 있다.

이러한 선진국의 움직임과 달리 세계 2위의 경제대국으로 부상한 중국은 경제의 구조개혁과 안정화 정책을 추구하는 동시에 자국 통화인 위안화의 국제화(internationalization)를 위해 다각도로 노력하고 있다. 위안화의 국제화란 위안화가 국경을 넘어 범세계적으로 유통됨으로써 화폐가 가지는 교환수단, 가치저장 수단 등 고유의 기능이 국제적으로 확산됨으로 의미한다. 이를 위해 중국은 우선 아시아 역내 주변국을 중심으로 한 위안화 무역결제 확대를 추진하고 있으며 주요국 중앙은행과의 통화스왑 확대를 통해 위안화의 해외 사용을 적극 장려하고 있다.

중장기적으로는 위안화를 무역결제통화를 넘어 투자통화(investment currency) 및 준비자산통화(reserve currency)로 발전하기 시키기 위해 국내 자본시장 개방 및 금융자유화를 추진하고 있다. 그 예로 외국인 직격투자자제도나 후강통 등을 통해 국내 자본시장을 부분적으로 개방하고 해외에서의 위안화 상품개발과 수요 확대를 도모하고 있다. 중국의

4 위안화 국제화 가능성 분석 및 국제금융질서 변화에 관한 연구

역외 위안화시장 구축 노력에 편승하여 홍콩은 물론 싱가포르, 대만 등 주요국은 자국 금융시장에서 위안화 금융거래를 활성화함으로써 위안화 국제화를 새로운 기회로 활용하기 위해 노력 중이다.

이처럼 중국이 위안화의 국제화를 위해 노력하는 것은 글로벌 금융 위기 이후 미달러화 중심의 국제금융질서에 대한 문제점이 노정되면서 장기적으로 미달러화에 대한 의존도를 축소하고 대규모 외환보유액 보유에 따르는 환리스크를 줄이고자 하는 것으로 보인다. 또한 중국은 세계 2위의 경제규모를 갖춘 경제대국으로 부상한 만큼 경제규모에 걸맞게 국제금융질서에 영향력 확대를 도모하고자 하는 의도도 깔려 있는 것으로 판단된다. 특히 최근에는 아시아 인프라투자은행(Asian Infrastructure Investment Bank: AIIB)의 창설을 주도하였을 뿐만 아니라 IMF의 SDR 구성통화 편입에 노력해 오면서 소기의 성과를 달성한 것도 국제금융질서에서 중국의 영향력 확대를 도모하는 것과 같은 맥락으로 풀이된다.

현재로서 중국 위안화의 국제화가 얼마나 빠른 속도로 진행될 것인가에 대해 예단하기는 어렵다. 아직까지 중국의 자본시장이 개방 초기단계에 머물고 있고 중국 금융시장의 성숙도 등에서 위안화가 국제통화로 자리매김하기 위한 필요한 조건들이 충분히 성숙되지 않았다고 평가되기 때문이다. 즉, 국제통화로서의 필요요건이라 할 수 있는 경제규모, 무역네트워크 등에서는 상당한 진전이 있었으나 아직까지 자본시장의 개방도가 미흡하고 국내 금융시장의 성숙도도 높지 않음에 따라 국제투자통화로서 위안화의 매력은 아직 크지 않다.

그러나 2010년 이후 불과 5년 사이에 적어도 무역결제통화로서 위안화의 위상은 예상보다 빠르게 확대되고 있다. 만약 중국의 자본시장 개방이 예정대로 진행되고 투자통화로서 위안화의 매력이 높아질 경우 체계적으로 위안화관련 금융거래가 비약적으로 늘어나면서 미달러화 및 유로화와 더불어 위안화가 주요 국제통화로서 자리 잡을 가능성이 더욱

커지고 있는 상황이다. 다만, 이를 위해서는 중국의 경제가 안정적인 성장을 지속하는 가운데 자본시장 개방은 물론 채권시장 등 금융시장 발전이 필수적으로 요구된다고 하겠다.

이러한 위안화의 부상은 역내 및 글로벌 금융질서에 적지 않은 변화를 가져올 것으로 예상된다. 지금까지 막대한 경상수지 흑자와 외국인의 중국에 대한 직접투자자금 유입이 해외로 유출되기 보다는 외환보유액 축적으로 나타난 것과는 달리 위안화의 해외 유출이 크게 확대될 것으로 예상된다. 또한 위안화 국제화에 필수적인 중국 자본시장 개방의 가속화로 중국내외의 포트폴리오 투자자금 유입도 함께 늘어날 것으로 보인다. 그 결과 중국 자금의 국경간 유출입 규모가 크게 늘어날 것으로 예상된다.

뿐만 아니라 중국 위안화 환율의 변동이 역내 국가의 통화가치에 미치는 영향이 점차 커지고 중국 자본시장과 역내 및 글로벌 금융시장과의 통합(integration)이 가속화 될 것으로 보인다. 이는 전통적으로 역내국가 간 무역 연계성이 큰 데다 최근 금융의 연계성도 점차 커지고 있는데 따른 것으로 역내 아시아 국가가 위안블록(yuan bloc)을 형성해 나갈 가능성이 있음을 시사한다.

장기적으로는 위안화가 미달러화와 유로화에 이은 주요 국제통화로 자리매김하면서 국제금융질서에서 중국의 영향력이 점차 확대될 것으로 보인다. 이는 국제통화체제(international monetary system)가 현재의 미달러화 중심에서 유로화, 엔화 및 위안화 등 다극체제로 변화함을 의미한다. 특히 최근 위안화의 SDR 편입으로 국제적으로 위안화의 위상이 더욱 공고해 지면서 국제금융시장에서 위안화에 대한 수요 확대, 준비자산통화로의 역할 증대 등이 이루어질 것으로 보인다. 이러한 위안화의 부상은 역내에서 엔화와 위안화 등과 관련한 역내 통화협력(regional monetary cooperation)에도 영향을 미칠 것으로 예상된다.

6 위안화 국제화 가능성 분석 및 국제금융질서 변화에 관한 연구

위안화의 부상에 따른 이러한 국제금융질서의 변화는 우리나라에도 새로운 도전과 기회를 제공하고 있다. 위안화가 머지않아 국제통화로 자리잡을 가능성이 크고 중국 경제에 대한 의존도가 적지 않은 우리나라로서는 이러한 환경변화에 대비해 나감은 물론 이를 국내 금융산업 발전의 기회로 삼아야 한다는 데 공감대가 형성되어 가고 있다. 또한 중국의 영향력 확대로 향후 중국의 경제상황 변화에 따라 국내 실물 및 금융 부문에 대한 영향이 점차 커질 것으로 예상됨에 따라 통화정책 등 거시 경제정책 운영에 중요한 변수가 되고 있음에 유념할 필요가 있다.

이런 점에서 위안화 국제화와 관련한 다각적이고 심도 있는 연구 필요성이 큰 상황이라 생각된다. 본 연구총서는 국제통화로서 중국 위안화의 현주소를 진단해 보고 향후 위안화의 부상 가능성을 심층적으로 분석해 보고자 한다. 아울러 위안화 부상에 따른 역내 및 글로벌 금융질서에 예상되는 변화를 분석해 보았다. 특히 위안화 국제화에 따른 자본유출입 규모 변화, 위안화와 역내 환율의 동조화 가능성 및 국제통화체제의 예상 변화 등에 분석의 초점을 두었다. 또한 이러한 분석을 토대로 우리나라에 미치는 영향 및 대응방향 등 시사점을 도출하였다.

2. 보고서의 구성

연구총서의 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ장에서는 중국의 위안화 국제화 추진과정 및 현황을 살펴보았다. 우선 위안화 국제화를 추진해 온 배경을 살펴보고 이를 위해 그 동안 중국이 시행해 온 역내외 위안화 결제 인프라 구축, 역외 금융시장 활성화, 국내 자본시장 개방 조치 등 일련의 정책에 대해 설명하였다. 또한 현 시점에서 위안화의 국제적 활용도 현황을 국경간 위안화 결제 및 비거주자의 위안화 자산 등을 중심으로 분석해 보았다. 아울러 우리나라는 물론 위안화 국제화 정책에 편승한 홍콩, 싱가포르, 대만, 영국 등 주요국의 위안화 금융허브(financial hub) 구축 현황 및 전략에 대해 살펴보았다.

제Ⅲ장에서는 위안화의 국제화 가능성을 분석해 보았다. 우선 통화국제화(currency internationalization)의 의의 및 선결과제를 이론적 측면에서 살펴보고 위안화가 통화국제화의 기본요건을 만족하는지를 중국의 거시경제적 조건, 자본시장 조건 및 제도적 조건으로 나누어 분석하였다. 또한 위안화 국제화의 가능성을 실증분석과 시나리오 분석을 통해 계량적으로 분석하였다. 이를 위해 국제화 가능성을 완전 국제화와 부분 국제화로 구분하고 국제화 가능성의 확률을 시산하기 위한 비선형 순위로짓(ordered logit)모형을 설정한 후 다양한 시뮬레이션 분석을 실시하였다. 아울러 분석 결과를 토대로 위안화 국제화의 성공을 위한 핵심적인 과제를 살펴보았다.

제Ⅳ장에서는 위안화 국제화 진전이 국제금융질서에 미칠 영향에 대해 분석하였다. 우선 위안화 국제화 진전시 확대될 것으로 예상되는 중국의 역내 및 역외 양방향으로의 자본이동 규모를 추정해 보고 그 영향을 분석하였다. 또한 위안화 국제화로 위안화 환율의 변동이 역내 국가의 통화가치에 미치는 영향을 실증분석해 봄으로써 역내 금융통합 정도

8 위안화 국제화 가능성 분석 및 국제금융질서 변화에 관한 연구

를 살펴보고 역내 지역의 위안블록 형성 가능성을 분석하였다. 아울러 위안화가 SDR 바스켓 구성통화에 편입된 배경과 그 영향을 분석해 보았다. 특히 장기적인 관점에서 위안화의 부상이 국제통화체제 및 역내 통화협력에 어떤 변화를 가져올 지 등에 대해 검토하였다.

제V장에서는 위안화 국제화가 우리나라 경제에 미치는 시사점을 도출하여 보았다. 즉, 위안화 국제화가 우리나라 실물 및 금융부문에 미치는 영향을 긍정적 및 부정적 영향으로 나누어 살펴보고 이를 바탕으로 우리나라의 거시경제 안정 및 금융산업 발전에 대한 시사점을 제시하였다.

II. 위안화 국제화 추진과정 및 현황

1. 위안화 국제화 추진배경 및 경과
2. 위안화의 국제적 활용도 현황
3. 주요국의 위안화허브 추진현황

II. 위안화 국제화 추진과정 및 현황

1. 위안화 국제화 추진배경 및 경과

가. 추진배경

통화 국제화(currency internationalization)란 국제거래에서 해당 통화의 범용성 확대를 의미한다. Cohen(2012) 등에 따르면 국제거래에서 통화의 기능은 지급수단(means of payment)으로서의 기능, 계산단위(unit of account)로서의 기능, 가치저장(store of value)수단으로서의 기능을 포함하고 있다. 따라서 통화의 국제화란 국제거래에서의 결제수단으로서의 범용성, 해외자산의 매매에 따른 투자통화로서의 범용성, 각국 중앙은행의 준비자산통화로서의 범용성 등을 두루 포함하고 있다. 이런 점에서 한 나라 통화가 국제화를 달성하기 위해서는 자국 경제의 규모, 금융시장 발전정도 및 안정성, 정치 및 금융제도의 신뢰성 등 제반 여건이 성숙하고 금융시장이 발전되어 있을 때 가능하다고 할 수 있다.

주요 통화의 국제화 사례를 살펴보면 대체로 이러한 통화국제화의 제반조건이 성숙한 경우에 국제화가 성공하였다고 할 수 있다. 우선 미달러화의 경우를 보면 미연방준비제도가 설립된 1913년 이후 선진화된 금융시장을 바탕으로 단기간 내 주요 국제통화로 성장하였다. 당시 최대 국제통화였던 영국 파운드화가 1차 대전 이후 경제적 어려움에 처하면서 주요국이 상대적으로 매력도가 부각된 미달러화를 주된 준비자산통화(reserve currency)로 비축함에 따라 미달러화의 국제화가 빠르게 진행된 것으로 평가된다.¹⁾ 특히 1944년 브레튼우즈체제 출범이후 미달러

1) 1929년 세계 외환보유액에서 미달러화 비중(56%)은 이미 파운드화 비중

화는 확고한 기축통화로서의 지위를 유지하고 있다.

엔화의 경우 1970년대 이후 빠른 경제성장으로 국내총생산 및 대외 무역거래 규모가 크게 확대됨에 따라 기업 및 금융기관의 환리스크를 완화하고 국제금융센터로서의 일본의 입지를 강화하기 위해 엔화 국제화를 도모하였다. 한때 세계 외환보유액 비중에서 영국 파운드화를 상회하는 등 엔화의 국제적 활용도가 크게 증가하였으나 1990년대 이후 장기불황 등을 겪으면서 더 이상의 큰 진전은 이루지 못하고 있는 것으로 평가된다.

1999년 탄생한 유로화의 경우에는 회원국간 단일통화 사용에 따른 통화사용의 범용성 확대와 주변국과의 높은 무역거래 등으로 주요 국제통화의 지위를 빠르게 확보하였다. 특히 출범당시 독일 마르크화의 위상에 힘입어 국제 채권발행 및 외환보유액 구성통화로 비중이 크게 확대되었다. 한때 유로화는 미달러화의 위상을 추월할 것이라고 전망되기도 하였으며 최근 유럽 재정위기의 여파에도 불구하고 미달러화 다음가는 국제통화의 지위를 유지하고 있다.

한편 이들 나라에 비해 경제규모가 훨씬 작은 호주의 경우에도 1983년에 전면적인 외환자유화 이후 견실한 기초경제여건 및 금융서비스 기반 등을 토대로 통화국제화가 빠르게 진행되었다. 특히 호주는 국제시장 선진화와 통화스왑시장 활성화를 통해 호주달러표시채권 발행이 역외에서 크게 활성화 되면서 비교적 단기간 내 국제통화로 성장하였다.

이런 점에 비추어 볼 때 중국의 위안화 국제화는 지금까지의 주요 통화국제화 사례와는 구별되는 특징을 보이고 있다. 즉, 중국의 경우 국내총생산이나 무역거래 등 실물경제측면에서는 통화 국제화의 여건이 충분한 것으로 볼 수 있으나 금융시장측면에서는 아직까지 자본시장의 개방도가 크게 미흡하고 금융시장 성숙도 측면에서도 발달 정도가 여타

(41%)을 상회하였다.

국에 비해 매우 낮은 상황이라 할 수 있다. 그럼에도 불구하고 중국이 자본시장의 완전개방 이전 단계에서 통화 국제화에 적극적으로 나서고 있는 것은 다음과 같은 점이 주요 배경으로 작용하고 있는 것으로 보인다.

첫째, 중국은 세계경제에서 자국의 위상에 부합하도록 위안화 국제화를 통해 국제금융시장에서의 위상을 제고하고자 노력하고 있다. 중국은 국내총생산 기준으로 미국에 이어 세계 2위의 경제대국일 뿐만 아니라 세계 최대 수출국이다. 또한 인구 13억 5천만명을 보유한 중국은 외환보유액, 에너지소비 등에서도 세계최대의 거래 당사자로 부상하였다. 따라서 중국은 이러한 자국의 막대한 국제거래의 매개체로 자국 통화의 활용도를 제고함으로써 국제금융시장에서 자국의 위상을 제고하고자 하고 있다고 할 수 있다.

<표 II-1> 중국의 경제적 위상

항목	1위	2위	3위
GDP	미국	중국	일본
수출금액	중국	미국	독일
에너지소비	중국	미국	인도
외환보유액	중국	일본	사우디아라비아

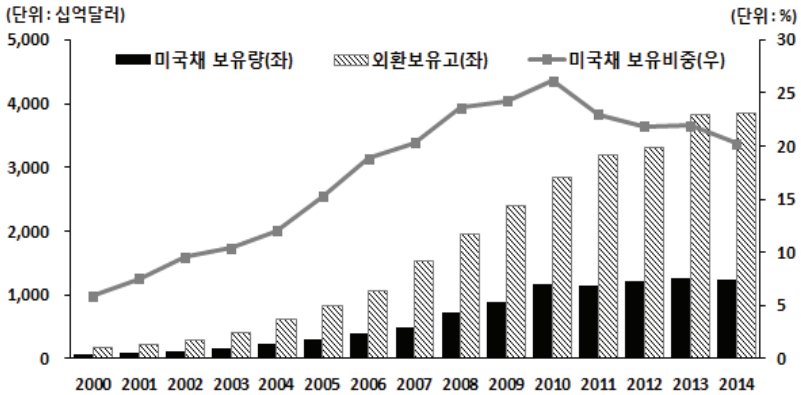
주 : 2014년 기준
 자료: IMF, Enerdata

둘째, 중국은 미달러화의 가치변동에 따른 국부자산의 위험관리 방안의 하나로 위안화의 국제화를 추진하고 있다. 중국은 현재 세계 최대 규모의 외환보유액을 보유하고 있으며 이의 상당부분을 미달러화 자산으로 보유하고 있다²⁾. 따라서 다양한 요인에 의한 미달러화의 가치변동

2) 2014년 기준 중국의 외환보유액 중 미달러화 자산 비중은 약 55%에 달하는 것으로 추정된다.(이치훈, 2015)

은 직접적으로 중국의 외환보유액의 가치변동 요인으로 작용한다. 위안화 국제화는 기업의 외화자금 수요 감소와 더불어 중국의 외환보유고 보유 필요성을 낮추어 미달러화 자산에 집중되어 있는 국가 전체의 외화자산 리스크 관리를 위한 효율적 수단을 제공할 것으로 예상된다.

<그림 II-1> 중국 외환보유고 및 미국채 보유현황

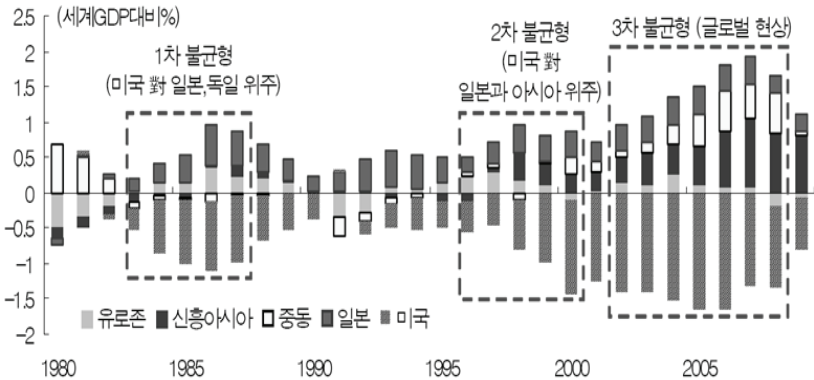


자료: 중국인민은행, U.S. Department of the Treasury

셋째, 중국의 지속적인 경상수지 흑자로 인한 국가간 갈등 또한 위안화 국제화 추진배경의 하나로 작용하고 있다. 소위 글로벌 불균형(global imbalance)이라 지칭되는 경상수지 적자국과 흑자국 간의 괴리는 2000년대 이후 중국의 경상수지 흑자 지속과 더불어 더욱 심화되고 있으며, 이는 미국 등 대중국 경상수지 적자국과의 갈등을 유발하고 있다. 즉 중국의 외환보유고 확대는 수출경쟁력 확보를 위한 인위적인 외환시장 개입(FX market intervention)으로 비춰질 수 있으며, 이러한 연유로 인해 글로벌 불균형 확대는 주요국간 갈등 심화를 야기하고 국제금융시장 개혁 요구의 배경으로 작용하기도 한다³⁾. 이에 따라 중국은

위안화 국제화를 통해 대외거래에서 자국통화의 거래비중을 확대함으로써 국가간 무역 마찰 및 외환시장 안정성 확보에 대한 부담감을 경감할 수 있을 것으로 보인다.

<그림 II-2> 주요국의 경상수지 추이



자료: 송경희 등(2010)

마지막으로 장기적인 관점에서 위안화 국제화를 통해 미달러화 주도의 국제금융시장에서 어느 정도의 주도권을 확보한다는 중국의 전략적 목표 또한 주요한 위안화 국제화의 배경 중 하나라 할 수 있다. 중국은 현재와 같은 미달러화 중심의 국제금융질서가 글로벌 금융위기 발생 원인의 하나라는 인식하에서 국제통화체제(international monetary system)의 개혁이 필수적이라고 보고 있다. 특히 신흥국의 관점에서 중국은 세계 최대의 교역국임에도 불구하고 거래의 대부분을 미달러화 등 외화로

3) 글로벌 불균형의 확대는 20세기 초반 금본위제도 폐지의 주요인으로 작용하였다. 이는 1970년대에도 브레튼우즈체제 종식의 요인으로 작용하였으며, 엔화 및 마르크화의 국제화를 촉진하는 등 국제금융시스템 변혁의 주요 배경으로 지목되고 있다.

결제함에 따라 발생하는 원죄(original sin)⁴⁾를 완화하는 동시에 위안화 국제화를 통해 자국 금융시장의 안정성 확보와 향후 국제금융시장에서의 주도권 확충을 동시에 추구하고 있다. 최근 중국 주도의 아시아 인프라투자은행(Asia Infrastructure Investment Bank) 설립은 위안화 국제화의 지원과 더불어 국제금융시장에서 중국의 주도권을 확충하기 위한 방안의 하나로 판단된다.

나. 추진과정

중국은 2000년대 이후 외환 및 금리자유화를 추진하면서 위안화 국제화를 위한 기본 토대를 마련해 왔으며, 2009년 전국인민대회를 통해 위안화 국제화 추진계획을 공식 선언하면서 본격적으로 위안화 국제화를 추진하고 있다.

중국의 위안화 국제화 추진 정책은 크게 보면 역내 자본시장 개방을 점진적으로 추진하는 동시에 역외 위안화의 범용성 확대를 위해 역외시장을 육성하는 조치를 포함하고 있다. 즉, 역외에서의 국제거래 결제통화로서 위안화의 사용을 확대하고 이를 통해 역외에서 축적된 위안화 자산이 역내 자본시장으로 환류되게 하여 국제투자통화로서의 위상을 제고할 수 있도록 자본시장 개방을 점진적으로 확대해 나가는 투트랙(two track) 접근방식을 사용하고 있는 점이 주요한 특징이라 할 수 있다. 이러한 전략을 통해 중국은 단기적으로는 역외 위안화 유통시장 구축을 통해 위안화 사용의 지역적 확대를 추구하고, 장기적으로는 자본시장 개방의 완성과 더불어 주요 국제통화로서의 확고한 위상 구축을 도모하고 있는 것으로 보인다.

4) 신흥국이 자국통화로 외화차입을 받을 수 없음을 지칭하는 비유로, Eichengreen and Hausmann(1999)을 참조하기 바란다.

이런 점에 비추어 볼 때 중국의 위안화가 미달러화나 유로화 등과 같은 주요 국제통화로 성장하기까지는 상당한 시간이 소요될 것으로 판단된다. 중국 정부도 성급한 위안화 국제화 추진에 따른 부작용 방지를 위해 위안화 국제화를 전반적인 금융개혁 및 개방 속도에 맞추어 장기적으로 추진할 것임을 천명한 바 있다.⁵⁾ 따라서 중국은 우선 단계적으로는 인접국과 아시아 지역에서의 무역결제통화로서 위안화 범용성을 확대하고, 장기적으로 아시아 지역 및 전세계를 대상으로 국제투자통화로서 위상 제고를 달성하며 궁극적으로는 국제보유통화로서 위상 제고를 지향하고 있다. 이를 통화의 기능별로 보면 무역결제통화에서 국제투자통화로 발전한 이후 장기적으로 준비자산통화를 지향하는 통화국제화 전략과 목표를 설정하고 있다고 할 수 있다.

<표 II-2> 위안화 국제화의 단계별 전략

	1단계(2010~2020)	2단계(2020~2030)	3단계(2030~2040)
사용범위	주변화(인접국)	지역화(아시아)	국제화(전세계)
통화기능	무역결제통화	국제투자통화	준비자산통화

자료: 陳雨露(2010)

이러한 중장기 목표를 달성하기 위한 중국의 위안화 국제화 추진전략은 구체적으로 국제결제 통화로서의 범용성 확대, 역외 위안화 결제를 위한 인프라 구축, 역외 위안화 금융시장 활성화, 국내 자본시장 개방 등으로 구분할 수 있다. 이하에서는 각 분야별로 중국이 추진하고 있는 세부적인 위안화 국제화 진행상황을 살펴보았다.

5) 2013년 제12차 전국인민대표회의의 내용을 참조하기 바란다.

1) 국경간 위안화결제

중국이 위안화 국제화의 첫 단계로서 현재 가장 역점을 두고 있는 부분은 무역결제통화로서 위안화의 범용성 확대이다. 이는 아직까지 중국의 자본시장이 개방되지 않아 국제투자통화로서의 위안화 국제화를 추진하기보다는 무역결제통화로서 위안화의 활용도를 높이는 것이 위안화 국제화를 위한 현실적인 대안이기 때문이다.

중국은 이미 1990년대 들어서면서 주변국과의 무역결제에 있어 위안화 사용을 시범적으로 허용하였다.⁶⁾ 그러나 중국이 본격적으로 위안화 무역결제를 통한 국제화를 시작한 것은 2009년 7월 「위안화 역외 무역결제 시범시행 관리방안」을 발표하면서 부터이다. 중국은 동 조치를 통해 위안화 국제화 전략의 첫 단계로 상하이 등 중국내 5개 도시 소재 기업의 홍콩, 마카오, ASEAN(Association of Southeast Asian Nations) 10개국 간 위안화 무역결제를 허용하였다. 2010년 6월에는 해외대상 지역에 대한 제한을 철폐하였고, 중국내 대상도시를 20개 도시로 확대하였다. 이어 2011년 8월에는 중국내 위안화 결제지역 제한을 철폐하여 위안화 무역결제 가능지역을 중국 전역으로 확대함으로써 사실상 위안화 무역결제 업무를 자유화하였다.

이후에도 중국 정부는 개인의 무역 및 다국적 기업의 집중 결제업무 등 잔존규제와 관리절차 등을 간소화하여 지속적으로 위안화 무역결제 확대를 추진하고 있다. 이러한 노력의 결과 현재 국경간 위안화결제의 상당부분은 무역결제가 차지하고 있다.

6) 중국 정부는 1993년 11월부터 라오스, 미얀마, 베트남, 태국, 캄보디아 등 일부국가와의 국경무역에서 위안화 결제를 허용하였으며, 이 후 2003년에는 국경무역 허용국가를 8개국 추가하여 위안화 무역결제를 시범적으로 운용하였다.

<표 II -3> 위안화 무역결제 확대를 위한 규제완화

시기	주요 정책
2009.7	“위안화 역외 무역결제 시범시행 관리방안” 발표 상하이 등 5개 도시를 위안화 무역결제 시범도시로 선정
2010.6	위안화무역결제 시범지역을 기존 5개 도시에서 20개 성시로 확대
2011.8	위안화 무역결제 지역을 중국 전역으로 확대
2012.6	중국내 상품무역, 서비스무역 및 기타 경상계정 취급 모든 기업의 위안화 결제 전면 허용
2013.7	경상계정 관련 국경간 위안화 결제업무 절차 간소화
2014.3	인민은행 및 관련부처는 수출 상품무역 주요 관리대상 기업명단 심사권한을 은행에 위양하고 관리절차 간소화
2014.6	개인의 상품 및 서비스 무역에 대한 국경간 위안화결제 허용
2014.11	다국적기업그룹의 국경간 경상계정 관련 거래의 위안화 결제 시 중앙집중식 결제 허용

자료: 중국인민은행

한편 중국은 중국내 일부 지역을 금융종합개혁시험구(이하 금융특구)로 지정하여 국경간 위안화 결제업무 확대를 도모하고 있다. 중국정부는 2012년 12월 이후 10개 지역을 금융특구로 지정한 것을 시작으로 2013년에는 자유무역구(Free Trade Zone: FTZ)를 지정하여 지정국가에 대한 제한없이 허용된 국경간 위안화 업무가 가능하도록 하였다.⁷⁾ 즉, 금융특구로 지정된 지역의 역내 기업 및 개인에 대해 지정된 국가와의 국경간 위안화 업무범위를 추가적으로 개방⁸⁾하여 개인의 경상거래 관련 국경간 위안화 결제, 양방향 위안화 대출 등의 추가 업무가 가능하도록 하였다.

7) 또한 상하이 FTZ 확대 방안 및 광둥, 텐진, 푸젠 등 3개 시범구 확대방안 등이 추가 승인되었다.

8) 이에는 「1) 자본계정 자유화 및 금리 자유화 범위 확대, 2) 위안화 국경간 사용관련 시범개혁 조치 우선 실시, 3) 금융기관의 자산가격 자율결정 범위 확대, 4) 국경간 위안화 결제 편의제고를 위한 외환제도완화 시범 실시, 5) 다국적기업의 외화자금운용 통합운용관리센터 설립 지원」을 포함한다.

<표 II-4> 위안화 혁신업무 시범구 현황 및 특징

명칭	승인날짜	대상지역 특징
원저우 금융종합개혁신범구	2012.3	- 개인의 역외 직접투자 시범지역
첸하이 선전-홍콩 현대 서비스업 협력구	2012.12	- 비거주자(홍콩)의 역내 대출
쿤산 양안산업 협력시범구	2013.7	- 비거주자(대만)의 역내 대출 - 개인의 경상계정하의 국경간 결제업무 및 대외직접투자
중-카자흐스탄 휘얼귀스 국제변경협력센터	2013.8	- 중국과 카자흐스탄의 협력 강화 - 은행의 역외 용자·대출 가능 - 비거주자의 역내 대출 - 역외 기업의 NRA(Non Resident Account) 계좌 개설
저장 이우시 국제무역종합 개혁신범구	2013.8	- 개인의 경상계정하의 국경간 결제업무
광시 동생 핵심개발개방시범구	2013.9	- 변경지역 투자자유화와 무역 편리화 - 개인의 경상계정하의 국경간 결제업무 - 개인의 화폐태환 특별허가 업무 시범지구
상하이 자유무역시험구	2013.9	- 비거주자의 역내 대출 - FTZ내 자유무역계좌 개설 - 위안화 역외 M&A 관련 대출
윈난 엔벤금융종합개혁신범구	2013.11	- 아세안국가와 남아시아 국가와의 금융협력 - 위안화 역외업무 - 개인의 해외직접투자
칭다오 자산관리 금융종합개혁신범구	2014.2	- 다원화된 자산관리시장 발전 - 비거주자(한국)의 역내 대출
쑤저우 공업단지	2014.6	- 비거주자(싱가포르)의 역내 대출 - 싱가포르에서 위안화 채권 발행 - 개인의 해외직접투자
텐진 생태성	2014.7	- 비거주자(싱가포르)의 역내 대출 - 싱가포르에서 위안화 채권 발행 - 개인의 해외직접투자

자료: 中國金融信息网 (2014)

한편 중국은 직접투자에 대해서도 2011년 1월 이후 위안화 결제를 허용하고 있다. 중국 정부는 2011년 1월 역내 기관의 위안화 대외직접투자(Outward Foreign Direct Investment: ODI)를 허용한데 이어, 2011년 10월에는 외국인의 위안화 역내 직접투자(Foreign Direct Investment: FDI)를 허용하였다. 이후에도 중국은 해당 절차를 간소화 하는 조치를 통해 위안화 직접투자 결제를 장려하고 있다. 이밖에도 중국은 역내 은행의 위안화 대출업무, 위안화 무역금융 관련 업무, 위안화 담보 업무 등 국경간 위안화 결제 확대를 위한 다양한 조치 및 규제완화를 시행하고 있다.

<표 II-5> 해외직접투자 관련 규제완화

해외직접투자 관련 제도적 허용사항	
2011.1	역내기관의 대외직접투자 위안화 결제 허용
2011.10	외국인 투자자 중국 내 직접투자 시 위안화 결제 허용
2013.9	외국인 투자자 역내 금융기관 설립, 인수합병 및 지분참여 시 위안화 결제 허용
2014.6	직접투자 관련 국경간 위안화 결제업무 취급절차 간소화
기타(무역금융, 대출, 차입 등)	
2011.10	중국 역내은행의 역외 프로젝트 관련 위안화 대출업무 참여 허용
2013.7	- 중국 역내은행의 국경간 위안화 무역금융자산의 국경간 이전업무 허용 - 역내 비금융기관의 위안화 역외 대출업무 및 위안화 담보업무 허용 - 역외참여은행의 위안화 계정 금융기한과 한도 완화
2014.9	해외기업의 중국내 위안화 채권 발행 시 국경간 위안화 결제 허용

자료: 중국인민은행

2) 위안화 결제를 위한 역외 인프라 구축

중국은 위안화 국제화를 실현하기 위한 방안으로 역외 위안화 결제 관련 인프라 구축을 지원하고 있다. 역외 위안화 금융시장이 활성화되기 위해서는 결제시스템 등 금융인프라의 구축이 우선적으로 요구되기 때문이다. 이에 크게 청산은행 지정, 실시간 지급결제시스템 구축, 국가간 통화스왑 등을 들 수 있다.

우선 위안화 청산은행(clearing and settlement bank)은 시중은행들의 위안화업무 취급 시 위안화 자금에 대한 공급창구의 기능을 담당하는 동시에 위안화 관련 포지션(position) 청산 등의 후선업무를 지원하는 기능을 수행한다. 다시 말하여 청산은행은 역외 위안화 결제와 관련하여 중국 인민은행(People's Bank of China: PBoC)의 해외지점 역할을 수행함으로써 각국 은행이 중국의 역내 대리은행(corresponding bank)을 통하지 않더라도 역외에서 직접 위안화 결제가 가능하도록 해준다. 따라서 청산은행은 역외시장에서 위안화의 결제와 관련한 지급안정성을 담보하는 역할을 담당한다고 할 수 있다.

아래의 <표 II-6>에 나타난 바와 같이 전 세계에 지정되어 있는 위안화 청산은행은 홍콩, 대만, 한국 등 아시아 국가는 물론 영국, 프랑스, 캐나다, 호주 등을 포함하여 2015년 5월 현재 15개국에 이르고 있다. 최초로 청산은행이 지정된 나라는 홍콩으로 이미 2003년 12월 중국은행이 홍콩 내에서 청산은행의 역할을 수행하고 있었으나 위안화 국제화 추진 이후 각국의 청산은행 지정이 본격화된 것은 2012년 이후부터이다. 우리나라의 경우에는 교통은행 서울지점이 2014년 7월 청산은행으로 지정된 바 있다. 향후에도 중국은 위안화 무역결제의 증가를 바탕으로 중국과의 교역비중이 높은 국가를 대상으로 청산은행 지정을 확대해 나아갈 것으로 전망된다.

<표 II-6> 위안화 청산은행 현황

국가 및 지역	시기	청산은행
홍콩	2003.12	중국은행(홍콩)유한회사
마카오	2004.9	중국은행 마카오지점
대만	2012.9	중국은행 타이베이 지점
싱가포르	2013.2	중국공상은행 싱가포르지점
영국	2014.6	중국건설은행(런던)유한회사
독일	2014.6	중국은행 프랑크푸르트지점
한국	2014.7	교통은행 서울지점
프랑스	2014.9	중국은행 파리지점
룩셈부르크	2014.9	중국공상은행 룩셈부르크지점
카타르	2014.11	중국공상은행 도하지점
캐나다	2014.11	중국공상은행(캐나다)유한회사
호주	2014.11	중국은행 시드니지점
말레이시아	2015.1	중국은행(말레이시아)유한회사
태국	2015.1	중국공상은행(태국)유한회사
칠레	2015.5	중국건설은행 칠레지점

자료: 중국인민은행

또한 중국은 일부 국가에 한해 본국의 지급결제시스템(China National Advanced Payment System: CNAPS)과 역외 시스템을 연계하여 위안화 실시간지급결제가 가능한 실시간총액지급결제시스템(Real Time Gross Settlement: RTGS) 구축을 허용하고 있다. 실시간총액지급결제시스템은 중국 내부에서와 마찬가지로 시차 없이 실시간으로 위안화 결제가 가능한 인프라로서 역외 위안화 결제업무의 효율성을 크게 증진시킬 것으로 기대되고 있다. 홍콩의 경우 2011년 중 동 시스템을 구축하여 위안화 거래금액 및 건수가 전년 대비 각각 28배 및 5배 이상 크게 증가하였다.⁹⁾ 또한 중국인민은행은 위안화 청산업무의 국제화 추진을 위해 국제표준을 사용하는 국제결제시스템(China International

Payment System: CIPS)을 준비 중이다. 동 시스템은 신속하고 안전한 위안화 결제를 가능케 할 것으로 기대되고 있어 향후 역외 위안화시장 성장을 촉진할 것으로 기대되고 있다.

한편 중국은 역외 인프라 결제시스템의 원활한 운영을 위해 위안화 유동성을 지원할 수 있는 방안으로 양국간 통화스왑협정(bilateral currency swap agreement)을 활용하고 있다. 즉, 역외시장에서 위안화 금융업무 지원에 필요한 위안화 수요 발생 시 양국간 통화스왑을 통해 유동성을 지원할 수 있도록 지원하고 있는 것이다. 그 예로 홍콩 등 일부 국가에서는 통화스왑을 활용하여 시중은행에 위안화 유동성을 제공해주는 프로그램을 운영하고 있다.¹⁰⁾ 이는 실질적인 위안화 공급 효과와 더불어 역외시장에서 위안화 유동성에 대한 심리적 안정을 제공함으로써 위안화 국제화를 지원할 수 있는 중요한 수단의 하나로 평가되고 있다.

아래의 <표 II-7>에 나타난 바와 같이 중국은 2015년 6월말 기준 총 33개 국가와 3조 2,292억위안 규모의 통화스왑을 체결하고 있다. 이중 홍콩과의 통화스왑 규모가 4,000억위안으로 가장 크며 우리나라가 그 다음인 3,600억위안에 달하고 있다. 지역적으로는 아시아 국가가 가장 많으나 동유럽이나 중남미 등 전 세계 국가를 대상으로 점차 확대하고 있을 뿐만 아니라 신흥국은 물론 영국, 유럽 등 선진 경제권과도 통화스왑 체결이 이루어지고 있다.

9) 현재 홍콩, 대만에 위안화 RTGS 시스템이 구축되어 있으며, 싱가포르 또한 연내 운용개시를 목표로 진행 중이다.

10) 홍콩은 스왑자금을 활용하여 단기 위안화유동성을 지원하고 있으며, 자세한 내용은 제II-3장 해외사채 홍콩 부분을 참조하기 바란다.

<표 II-7> 중국의 통화스왑체결 현황

(단위: 억위안)

대상국	규모	체결일	대상국	규모	체결일
아르헨티나	700	2009.3.29	스리랑카	100	2014.9.16
우즈베키스탄	7	2011.4.19	대한민국	3,600	2014.10.11
카자흐스탄	70	2011.6.13	러시아	1,500	2014.10.13
아랍에미리트	350	2012.1.17	카타르	350	2014.11.3
터키	100	2012.2.21	캐나다	2,000	2014.11.8
싱가포르	3,000	2013.3.7	홍콩	4,000	2014.11.27
브라질	1,900	2013.3.26	태국	700	2014.12.22
영국	2,000	2013.6.22	파키스탄	100	2014.12.23
헝가리	100	2013.9.9	수리남	10	2015.3.18
아이슬란드	35	2013.9.11	아르메니아	10	2015.3.25
알바니아	20	2013.9.12	호주	2,000	2015.3.30
인도네시아	1,000	2013.10.1	남아프리카 공화국	300	2015.4.10
유럽	3,500	2013.10.8	말레이시아	1,800	2015.4.17
뉴질랜드	250	2014.4.25	벨로루시	70	2015.5.10
아르헨티나	700	2014.7.18	우크라이나	150	2015.5.15
스위스	1,500	2014.7.21	칠레	220	2015.5.26
몽골	150	2014.8.21	합계	32,292	

자료: 중국인민은행

3) 역외 위안화 금융시장 활성화

중국은 위안화 무역결제를 통한 역외 위안화 유동성 확대와 더불어 역외 위안화 금융시장 구축을 통해 투자통화로서 위안화의 위상제고를 도모하고 있다. 이를 위해 중국은 역외 및 역내에 은행간 직거래 외환시장(inter-bank foreign exchange market)을 조성하여 위안화 외환시장의

발전을 추구하고 있으며, 청산은행을 통해 직거래 은행간 시장에서의 거래결과에 대해 결제업무수행을 지원하고 있다. 이미 중국 내에서도 상해 외환시장에서는 미달러화, 유로화, 엔화 등 11개의 통화가 직거래되고 있으며, 역외에서는 러시아, 일본, 싱가포르, 한국 등 국가에서 직거래시장을 개설한 바 있다.¹¹⁾

<표 II-8> 위안화 직거래 통화 및 시장 개설현황

구분	거래통화 / 개설지역
상해 은행간 외환시장 직거래 통화	미달러화(USD), 유로화(EUR), 일본엔화(JPY), 홍콩달러화(HKD), 영국파운드화(GBP), 호주달러화(AUD), 뉴질랜드달러화(NZD), 싱가포르달러화(SGD), 캐나다달러화(CAD), 말레이시아링깃화(MYR), 러시아루블화(RUB)
역외시장 개설지역 및 시기 ¹⁾	홍콩(2010.7), 대만(2013.1), 싱가포르(2013.2), 런던(2014.6), 서울(2014.7), 프랑크푸르트(2014.9), 파리(2014.9), 룩셈부르크(2014.9), 도하(2014.11), 토론토(2014.11), 시드니(2014.11), 방콕(2014.12), 쿠알라룸푸르(2015.1)

주: 1) 파리, 룩셈부르크, 프랑크푸르트는 위안화와 유로화간 직거래시장을, 이외 지역은 자국통화와의 직거래 시장을 나타내며 ()내는 개설시기를 의미.

중국은 국경간 위안화 결제 확대로 역외 위안화 유동성이 확대됨에 따라 이를 투자할 수 있는 역외 위안화 금융시장 구축에도 적극적으로 나서고 있다. 중국 정부는 역내 금융기관, 국가기관, 기업들이 역외시장에서 위안화표시채권을 발행할 수 있도록 허용하여 역외채권시장 조성을 유도하고 있다. 최초의 역외 위안화표시채권은 2007년 6월 홍콩에서

11) 우리나라 원화의 경우 서울 외환시장에 이어 상해 외환시장에서도 원/위안화 직거래시장이 개설될 예정이다.

중국 국가개발은행(China Development Bank)이 발행하였으며, 이후 런던, 대만, 싱가포르, 룩셈부르크 등 각지에서 위안화표시채권발행이 이루어지고 있다. 중국은 2012년에는 중국 내 모든 기업이 역외시장에서 위안화표시채권을 발행할 수 있도록 제도를 완화하였으며 이후 역외 위안화표시 채권시장이 빠르게 성장하고 있다.

<표 II-9> 역외 위안화채권 발행 정책

시기	주요정책
2007.6	중국내 정책성은행과 상업은행 홍콩 내 위안화표시채권 발행 허용
2010.2	홍콩 현지 및 해외기업 홍콩 내 위안화표시채권 발행 허용
2012.5	중국내 비은행기관의 위안화표시채권 발행 허용
2013.3	중국내 비은행기관이 홍콩시장에서 위안화표시채권 발행 시 발행자의 재무상황 등 신청보고서 관련 규정 완화
2013.7	중국내 비금융기관의 해외에서 조달한 위안화 자금사용에 대한 전용 위안화 예금계좌 개설 등에 대한 규정 완화

자료: 국제군안증권(2014)

4) 역외 위안화 환류를 위한 자본시장 개방

중국은 역외 위안화 결제 및 금융시장 활성화 조치와 더불어 역내 자본시장(capital market)의 점진적 개방을 통해 역외에 축적된 위안화 자금의 역내 유입 및 투자가 가능하도록 점진적 자본시장 개방을 추진하고 있다.

2009년 7월 위안화 무역결제 시범 실시를 시작으로 글로벌 무역과 투자에서의 위안화 사용이 점차 확대되기 시작하였으며 그 결과 역외 위안화 유동성이 지속적으로 확대되었다. 그 결과 홍콩 등을 중심으로 위안화 예

금이 가파르게 증가하였다. 중국 당국은 이에 따른 금융기관의 유동성 관리와 위안화 자산에 대한 투자수요에 부응하기 위해 2011년 12월 위안화적격해외기관투자자제도(Renminbi Qualified Foreign Institutional Investor: RQFII)를 도입하였다. RQFII 쿼터를 부여받은 해당국가의 자산운용사 및 증권회사 등 기관투자자는 위안화로 직접 중국 주식 및 채권시장에 투자가 가능해졌다.¹²⁾

RQFII 제도는 미달러화 등 외화로 중국 자본시장 투자를 허용하였던 이전의 적격해외기관투자자제도(Qualified Foreign Institutional Investor : QFII) 제도에서 외화 대신 위안화로 투자할 수 있도록 한 제도라 할 수 있다. 이와 동시에 투자종목 및 대상에 있어서도 기존 QFII 대비 규제수준을 완화하여 역외에서 유통되는 위안화 유동성을 흡수할 수 있는 장치를 제공하고 있다.¹³⁾ 그 예로 투자대상에 있어서는 두 경우 모두 주식, 상장채권, 펀드, 은행간 채권시장 등으로 동일하나 투자비중에 있어서는 RQFII가 아무런 제약이 없는 반면 QFII의 경우에는 주식 50% 이상, 채권 50% 이하, 현금 20% 이하 등으로 규정하고 있다. 또한 계좌별 원금최소액의 경우에도 QFII의 경우에는 2천만달러 이상으로 설정하고 있는 반면 RQFII의 경우에는 제한이 없다.

12) 2015년 7월말 현재 홍콩, 대만, 영국, 싱가포르, 프랑스, 한국, 독일, 캐나다, 룩셈부르크, 스위스, 호주, 칠레, 헝가리 등 13개국이 국별 한도를 부여받은 상황이다.

13) 적격해외기관투자자제도(QFII)는 일정요건을 갖춘 외국 기관투자자가 중국 본토 주식시장(A주시장)에 투자할 수 있는 제도로 2002년 12월 처음 도입된 이후 2006년과 2009년 두 번에 걸쳐 자격요건이 점진적으로 완화되었으며 투자범위 및 투자한도도 확대되었다.

<표 II-10> QFII 및 RQFII 주요 내용 비교

	QFII	RQFII
투자통화	미달러	위안화
결제통화	위안화	위안화
자격·한도 부여기관	증권감독관리위원회(CSRC), 외환관리국(SAFE)	증권감독관리위원회(CSRC), 외환관리국(SAFE)
신청자격	각 기관별 경력, 운용자산, 순자산 등 측면에서 제한	해당국가 금융기관 및 자산운용업무 경력 보유
투자대상	주식·상장채권·펀드 등 은행간 채권시장	주식·상장채권·펀드 등 은행간 채권시장
투자비중	주식 50% 이상, 채권 50% 이하, 현금 20% 이하	제약 없음
투자기간 /규모	- 쿼터 승인 후 6개월, - 2천만달러 이상	- 개방형 펀드 제약 없음 - 기타 계좌 유형: 쿼터 승 인후 6개월 이내 투자, 최 소자본투자 요건 없음
송금	- 원금: 3개월 이내 - 현금/이익금: 매주 송금 가능, 월 송금액은 자산의 20% 이내	- 원금: 제약없음 - 현금/이익금: 매일 송금 가능, 송금 누적액 쿼터 초과 금지
계좌별 원금최소액	2천만달러 이상	최소금액요건 없음

자료: 중국증권감독관리위원회

또한 중국은 2014년 홍콩을 통해 직접 상해주식거래소 상장 주식에 대해 직접 위안화로 투자가 가능한 홍콩-상해 주식시장간 양방향 상호투자(Two-way RMB Investment System, 일명 “후강통”) 제도를 도입하였다. 동 제도를 통해 외국인은 QFII, RQFII와는 달리 자격 제한 없이 중국 주식투자가 가능하다. 현행 제도 하에서 비거주자는 홍콩을 경유하며 중국 본토 상해거래소 A주식 568종목(전체 상장종목 시가총액의 약 90%)에 대해 일일한도 130억위안(총 3,000억위안) 내에서 직접투자가 가능하다.

<표 II-11> 후강통 개요

	후구통(중국 본토주식 투자)	강구통(홍콩주식 투자)
매매대상	상하이 190지수와 상하이 380지수 구성종목, A+H(상하이·홍콩) 동시상장종목	항셱 대형주 및 중형주지수 구성종목, A+H 동시상장종목, 항셱중형주지수 구성종목
거래참여자	제한없음	개인(50만위안 이상 잔고 보유자) 및 기관투자자
투자한도	총 한도: 3,000억위안 일일거래 한도: 130억위안	총 한도: 2,500억위안 일일 거래한도: 105억위안
기타	거래시간, 결제방식, 공휴일, 거래단위 등은 원칙적으로 현지 시장의 거래방식과 규칙에 따름	

한편 2015년 7월 1일부터는 펀드교차판매제도도 시행중이다. 중국 증권감독관리위원회(China Securities Regulatory Commission: CSRC)와 홍콩 증권선물감독위원회는 2015년 5월 중국·홍콩간 펀드교차판매제도를 구축하여 펀드시장의 공동발전을 도모하기 위한 「중국과 홍콩간 펀드 상호인정 협약」을 체결하였다. 이에 따라 중국과 홍콩 자산운용사는 상호간 펀드판매가 가능하다. 교차판매가 가능한 펀드 유형은 주식형펀드, 채권형펀드, 지수형펀드 등이며 설정기간은 1년 이상, 펀드규모는 2억위안 이상의 펀드를 대상으로 하고 있다¹⁴⁾. 또한 각각 상대방 시장에서 판매할 수 있는 펀드규모는 총자산의 50%로 제한하고 있으며, 각 지역의 초기 투자한도는 3,000억위안이다.

이상에서 살펴본 바와 같이 중국은 국내 자본시장을 부분적으로 개방함에 따라 현재 비거주자가 중국 A주식에 투자할 수 있는 경로는 QFII, RQFII, 후강통, 펀드상호투자 등으로 다양해졌다. 이를 정리해 보면 다음 <표 II-12>와 같다.

14) CSRC에 따르면 상기 기준에 부합되는 홍콩펀드는 약 100개, 본토 펀드는 약 850개인 것으로 추정되고 있다.

<표 II-12> 외국인의 중국A주에 대한 투자경로

	QFII	RQFII	후강통	펀드 교차판매
대상	상하이·선전	상하이·선전	상하이·홍콩 양방향	본토·홍콩 양방향
투자자	기관투자자	기관투자자	기관투자자, 개인	개인
투자 대상	일반주, 우선주, 채권, 펀드, 지수선물, 자산유동화증권 등	일반주, 우선주, 채권, 펀드, 지수선물, 자산유동화증 권 등	<ul style="list-style-type: none"> • 후구통: 상하이 190지수와 상하이 380지수 구성종목, A+H(상하이·홍콩) 동시상장종목 • 강구통: 항셱 대형주 및 중형주 지수 구성종목, A+H 동시상장종목, 항셱중형주 지수 구성종목 	본토펀드: 설립 1년 이상, 펀드 자산규모 2억위안 이상, 홍콩시장을 주요투자대상으로 하지 않는 펀드, 홍콩에서의 판매규모가 펀드 총자산 중 비중 50% 이하
투자 한도	한도 1,500억달러, 개별투자자 한도: 국부펀드, 중앙은행 및 통화당국 외 상한은 10억달러	한도 6,400억달러 개별투자자 한도제한 없음	<ul style="list-style-type: none"> • 후구통: 총 한도: 3,000억위안 일일거래한도: 130억위안 • 강구통: 총 한도: 2,500억위안 일일거래한도: 105억위안 	본토와 홍콩 공모펀드 상호투자한도: 3,000억위안
투자 비중	개별투자자의 상장회사 지분 보유상한 10%, 전체투자자 보유상한 30%	개별투자자의 상장회사 지분 보유상한 10%, 전체투자자 보유상한 30%	<ul style="list-style-type: none"> • 후구통: QFII와 동일 • 강구통: 개별투자자에 대한 제한 없음 	
투자 통화	미달러화	위안화	위안화	

자료: CICC

한편 중국 채권시장(bond market)에 대한 투자 채널도 점차 본격화될 전망이다. 중국의 채권시장은 거래소(exchanges)를 통한 채권거래의 경우 QFII 및 RQFII 취득기관은 별도의 승인 없이 거래가 가능하다. 그러나 은행간 채권시장(China Inter-Bank Bond Market: CIBM)은 2010년 8월 해외 중앙은행과 통화당국 및 위안화 청산은행과 위안화 무역결제 참가은행에 한해 최초로 개방하였다. 이후 2011년 12월 RQFII 제도가 도입되면서 RQFII 자격취득 기관의 은행간 채권시장 참여가 가능해졌으며, QFII 자격을 취득한 기관은 2013년 3월부터 은행간 채권시장 참여를 허용하였다. 그러나 QFII 및 RQFII의 경우에도 역내 채권시장에 핵심 시장인 은행간시장에 직접 참여하기 위해서는 2015년 7월 이전까지는 인민은행의 별도 승인을 받도록 하였다. 중국 채권시장의 경우 은행간시장의 비중이 전체 거래량의 90%를 상회할 정도로 큰 비중을 차지하고 있어, 비거주자의 중국 채권시장에 대한 투자는 주식시장에 비해 개방이 초기단계에 머물러 있다고 할 수 있다.¹⁵⁾

그러나 최근 중국은 위안화 국제화 노력의 일환으로 자국 채권시장 개방을 확대하고 있다. 2015년 5월 중국 정부는 HSBC(HongKong and Shanghai Banking Corporation), Morgan Stanley 등 30여개 금융기관에 대해 은행간 채권시장 참여를 허용한데 이어, 2015년 7월에는 중앙은행, 통화당국, 국부펀드(Sovereign Wealth Fund: SWF), 해외금융기관의 경우 기존 쿼터제(승인제)에서 등록제로 변경하고 사전승인 및 한도제한 없이 등록절차만으로 은행간 채권시장에서 채권, 이자율스왑, 및 환매조건부채권(Repurchase Agreement: Repo) 등을 자유롭게 거래할 수 있도록 개정하였다.¹⁶⁾ 이는 해외 투자자들이 시장상황에 따라 투자한도를

15) 특히 중국 채권시장에서 가장 큰 비중을 차지하고 있는 정책금융채는 중국의 3대 정책은행(중국개발은행, 중국수출입은행, 중국농업개발은행)이 발행하는 채권으로, 이들 은행은 일반 예금 수취가 불가하여 채권 발행을 통한 자금 조달만이 가능하다.

결정할 수 있다는 것을 의미하는 것으로 외국 투자자들의 역내 위안화 채권매매에 대한 진입장벽을 크게 제거한 것으로 평가된다. 동 조치를 통해 해당 금융기관은 중국 은행간 채권시장에서 자유로운 거래가 가능해 졌다. 또한 중국 역내 위안화 채권시장이 역외 위안화 채권시장 대비 수익률 및 유동성이 양호하여 향후 비거주자의 투자확대가 더욱 빠르게 진행될 것으로 예상되고 있다.

<표 II-13> 역내 및 역외 위안화채권시장 비교

	역내 위안화 채권	역외 위안화 채권
시장규모	30조위안	7,000억위안
발행자	중국 정부, 정부관련 기관 및 기업	중국, 홍콩 및 해외 소재기업
발행자수	3,000개 이상	150개 이상
종목수	8,000개 미만	300개 이상
만기수익률	3~6%	3~5%
듀레이션	4~5년	2~3년

자료: Fidelity 및 국제금융센터(2015)에서 재인용

한편 비거주자가 중국에서 발행하는 위안화 채권(일명 판다본드)은 2005년 처음으로 발행되었다. 그동안 인민은행의 승인을 얻어 판다본드를 발행한 기관은 국제금융공사(International Finance Corporation: IFC)와 아시아개발은행(Asia Development Bank: ADB) 등 국제금융기구에 국한되었으나 2015년 들어 독일 다임러사(Daimler AG)와 홍콩소재 금융기관 및 기업들의 채권발행이 증가하고 있다.

판다본드(Panda Bond)시장은 비거주자의 새로운 자금조달 수단으로

16) 2015년 4월기준 은행간 채권시장 진입자격을 부여받은 해외 금융기관은 총 232개로 집계되고 있다.

서 특히 중국에서 사업을 전개하는 기업에게는 중요한 시장으로 부상하고 있다.¹⁷⁾ 따라서 위안화의 국제화를 위해서는 역외시장에서의 딤섬본드(Dimsum Bond)와 더불어 판다본드 시장의 확대가 필수적인 것으로 인식되고 있다. 이런 점에서 중국은 현재의 판다본드 채권의 발행 허가제를 등록제로 완화할 계획인 것으로 알려지고 있다.

<표 II-14> 판다본드 발행 실적

발행자	발행액 (백만위안)	발행일	만기(년)	이율(%)
ADB	1,000	2005.10.14	10	3.3
IFC	1,130	2005.10.14	10	3.4
IFC	870	2006.11.15	7	3.2
ADB	1,000	2009.12.8	10	4.2
Daimler AG	500	2014.3.17	1	5.2
Daimler AG	1,500	2014.11.6	1	4.6
Daimler AG	3,000	2015.4.10	1	4.8
Bank of China HK	1,000	2015.9.30	3	3.5
Hong Kong & Shanghai BK	1,000	2015.10.8	3	3.5
China Merchants HK	500	2015.11.2	1	3.0

자료: Bloomberg

5) 자본시장을 통한 자금유출

국내 자본시장 개방과 더불어 위안화 국제화를 위한 자금유출 방안들도 시행되고 있다. 이러한 해외투자 주체로는 외환보유고 운용목적으

17) 판다본드를 통해 중국 본토에서 기업의 중장기 위안화 조달이 가능해지며 발행 기업은 모회사의 신용을 바탕으로 중국에서 지속적인 사업전개와 안정적인 자금조달이 가능하게 된다는 점과 자금조달의 다양화라는 점에서 의의가 있다.

로 설립된 중국투자공사(China Investment Corporation: CIC), 외환관리국(State Administration of Foreign Exchange: SAFE) 및 중국사회보장기금(National Social Security Fund: NSSF) 등 공적기관과 적격국내기관투자자(Qualified Domestic Institutional Investor: QDII), 위안화 적격국내기관투자자(Renminbi Qualified Domestic Institutional Investor: RQDII) 등이 있다.

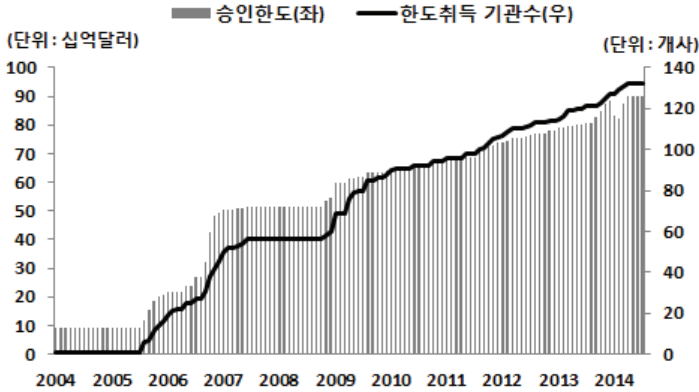
외환보유액 중 위탁운용자금은 외환관리국 화안투자공사(SAFE Investment Company)와 중국투자공사가 운용하고, 가계자산은 NSSF, QDII, RQDII를 통해 운용이 가능하다. 중국화안투자공사는 외환관리국이 외환보유액 운용목적으로 1997년 홍콩에 처음 설립하였다.¹⁸⁾ 또한 중국 정부는 외환보유고를 보다 효율적으로 관리하기 위해 2007년 국부펀드인 중국투자공사를 설립하였다.¹⁹⁾

한편 2006년에는 자본계정이 개방되지 않은 상황에서 중국 금융기관들이 해외 자본시장에 투자할 수 있는 제도로 적격국내기관투자자제도(QDII)가 도입되었다. QDII도 QFII와 마찬가지로 중국 증권감독관리위원회(CSRC)에서 자격을 부여하고 외환관리국에서 투자한도를 부여한다. QDII펀드는 주식형펀드, 채권형펀드 및 대체투자상품에 투자가 가능하다. 2014년 기준 QDII 국가별 투자비중을 살펴보면 홍콩이 59.0%로 가장 많고, 그 다음 미국(20.6%), 한국(4.6%), 인도(3.4%), 대만(3.1%) 순으로 투자되었다. 2015년 6월말 기준 132개 기관이 900억달러 규모의 한도를 승인받았다.

18) 중국화안투자공사는 증권, 외환, 상품 등을 포함한 각종 금융상품에 투자할 수 있으며 외환관리국을 대신하여 외환보유고를 관리하고 외환관리국의 허가를 받은 기타 업무를 하고 있다.

19) CIC는 전략적 자산배분과 리스크관리 원칙에 따라 투자하고 있으며, 투자상품에는 금, 주식, 채권, 절대수익상품(헤지펀드), 장기자산(산업 직접투자, 사모펀드, 에너지 광산, 부동산과 기초 인프라) 투자 등이 포함된다.

<그림 II-3> QDII 승인한도 및 취득기관수 추이



자료: CEIC, 중국외환관리국

한편 중국인민은행은 2014년 11월 17일 「위안화 적격국내기관투자자의 해외증권투자 통지」를 통해 RQDII제도를 시행하였다. RQDII란 중국 기관투자자들이 보유하거나 모집한 위안화 자금을 해외 위안화 금융상품에 투자할 수 있는 제도로 중국은 그동안 1인당 매년 환전 가능액수를 최대 5만달러로 제한해 왔으나 이번 조치를 통해 사실상 중국의 위안화 해외투자가 완전 개방되었다. RQDII의 자격요건은 국무원 감독관리기관의 허가를 받은 후 위안화로 역외 증권투자를 하는 본토 금융기관에 한하며, 2006년 시작된 QDII제도와는 위안화로 해외에 투자한다는 점에서 차이가 있다. 또한 QDII는 각 기관에 쿼터를 부여해 투자한도를 제한하고 있지만 RQDII는 각 기관이 자율적으로 투자할 수 있도록 하고 있다.²⁰⁾ RQDII 제도의 시행은 본토 위안화의 해외 투자를 허용함으로써

20) 다만, RQDII는 상품 발행 시 최대 규모를 감독기관에 보고해야 하고, 해외 투자자금의 송금규모는 실제모집규모를 기준으로 하며, 보고한 상품의 최대 발행규모를 초과해서는 안 된다. 실제모집 상황에 따라 상품의 최대 발행규모를 조정할 수 있다.

해외 금융기관의 위안화 관련 금융상품 확대를 가져와 역외 위안화 투자 범위가 확대될 것으로 전망된다.

한편 사회보장기금(NSSF)을 통한 해외투자도 시행중이다. 현재 사회보장기금은 이사회가 직접 자금을 운용하거나 투자운영자에게 위탁하여 운용한다. 사회보장기금의 투자범위에는 은행예금, 채권, 신탁투자, 자산담보부증권(Asset Backed Securities: ABS), 주식, 증권투자펀드, 지분투자와 산업투자펀드가 포함되어 있다. 실제로 사회보장기금의 투자 형태 중 은행예금과 국채투자 비중은 50% 이상이다. 중국정부는 2006년부터 사회보장기금의 해외투자를 승인하였으며, 지난 2009년 전체 자산의 20%까지 해외투자가 가능하도록 하는 등 해외투자를 장려하고 있다. 그러나 아직까지 실제 기금의 해외자산 투자 비중은 약 7%에 불과하며 사회보장기금은 위탁투자기관을 통해 국채 위주의 해외투자를 하고 있다.

6) 향후 계획

향후에도 중국의 국내 자본시장 개방 및 해외투자과 관련한 자유화 조치들은 지속될 전망이다. 국내 자본시장 개방과 관련한 QFII의 경우 참여자, 투자한도, 투자범위, 자금진출조건 등의 제한이 완화되고, RQFII 관련 승인국가 및 투자한도 확대, 투자한도 승인절차 간소화, 투자대상 금융자산범위 확대, 역외 송금절차 간소화 등이 추진될 것으로 예상된다.

은행간 채권시장에 대한 투자에 있어서는 향후 해외기관의 역내 은행간 시장 주체 범위와 투자규모가 더욱 확대될 것으로 전망되며 후강통에 이어 선전증권거래소와 홍콩거래소간의 증시를 연계하는 선강통이 2015년말 시행될 것으로 예정되어 있다.²¹⁾ 런던과 상하이 증권거래소간

교차거래에 대해서도 타당성 조사에 착수한 것으로 알려지고 있다.

해외투자과 관련하여서도 초기 시범도시는 상하이, 톈진, 충칭, 우한, 선전, 윈저우 등 6대도시를 대상으로 개인의 적격해외투자자제도인 QDII2제도가 조만간 도입될 예정이다.

21) 이와 관련하여 2015년 8월 주가급락 이후 잠정 보류되었다.

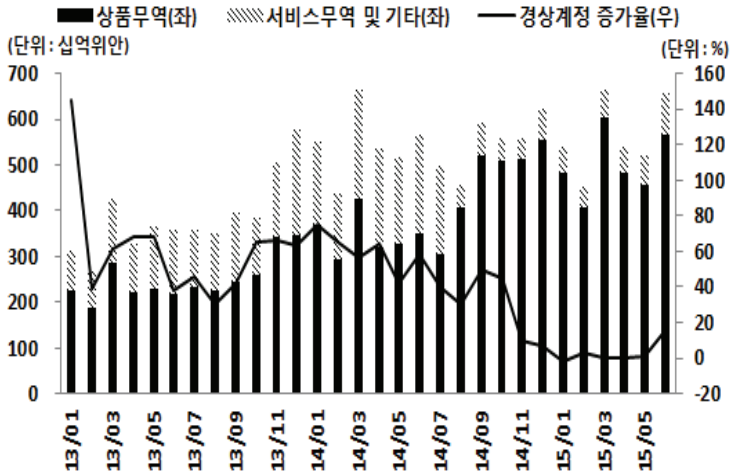
2. 위안화의 국제적 활용도 현황

가. 국경간 위안화결제

위안화 국제화추진 이후 국제지불통화로서 위안화의 국제적 범용성은 이미 상당 수준 진전되었다. 이는 아직까지 중국의 자본시장이 완전히 개방되지 않아 금융거래에서의 위안화 결제가 제한적임에도 불구하고 무역 및 직접투자 등에서의 위안화 결제가 크게 늘어난 데 주로 기인한다. SWIFT(Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication)의 집계에 따르면 2014년말 기준 전세계 지불통화 중 위안화의 비중은 2.17%로 달러화(44.6%), 유로화(28.3%), 파운드화(7.9%), 엔화(2.7%)에 이어 5위를 기록하였다. 또한 위안화의 무역금융 관련 비중은 미달러화에 이어 2위를 기록하였으며, 전세계 외환거래량 기준으로도 위안화가 6위를 차지하였다.

이러한 결과는 무엇보다 중국의 국경간 무역에서의 위안화 비중이 지속적으로 증가하고 있는데 기인하는 것으로 보인다. 2014년말 기준 중국의 국경간 무역 결제액은 약 6조 5,500억위안으로 전년말 대비 41.6% 증가하였으며, 전체 결제액 중 위안화 결제 비중 또한 23.6% 수준에 달하고 있다. 2014년말 기준 위안화 무역결제가 진행되고 있는 지역은 189개 국가(홍콩, 마카오, 대만 제외)에 달하는데, 이중 홍콩지역과의 결제 비중이 52.7%로 가장 크며 그 밖에도 싱가포르, 대만 등 인접국과의 국경간 위안화 결제규모도 빠른 증가 추세를 보이고 있다. 이에 따라 무역 및 서비스 거래를 포괄하는 경상거래에 있어서의 위안화 결제 규모도 빠른 속도로 증가하고 있다.

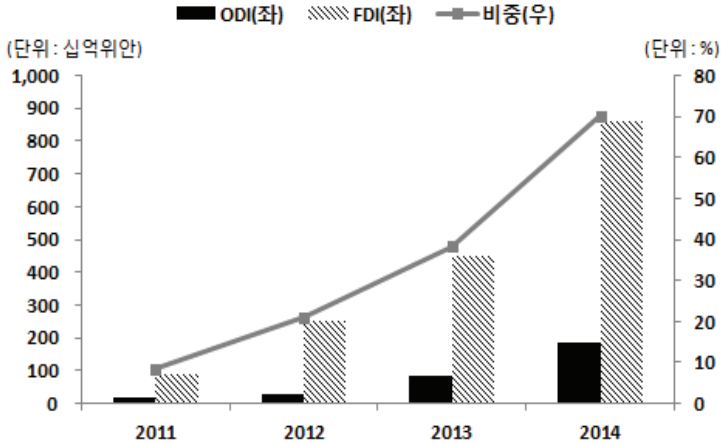
<그림 II-4> 위안화의 경상결제 규모 추이



자료 : CEIC

국경간 직접투자의 경우에도 위안화 결제규모가 빠른 속도로 확대되고 있다. 중국의 대외직접투자의 경우 위안화 결제금액은 2014년 기준 전년대비 117.9% 증가한 1,866억위안을 기록하였으며, 외국인 직접투자 또한 전년대비 92.4% 증가한 8,620억위안을 기록하는 등 직접투자의 위안화 결제금액은 총 1조위안을 상회하였다. 그 결과 직접투자자금에 있어서의 위안화 결제비중은 약 70% 내외를 기록하고 있는데 특히 외국인의 중국 내 직접투자금액의 대부분이 위안화로 결제되고 있다. 또한 중국의 대외직접투자액 중 위안화 결제 비중도 2014년 25% 수준을 기록하여, 2011년의 4%에 비해 크게 확대되었다.

<그림 II-5> FDI 및 ODI 위안화 결제규모 추이



자료: 중국인민은행, 중국상무부

나. 비거주자 위안화 금융자산

1) 중국내 비거주자 금융자산

위안화 국제화 추진 이후 비거주자의 위안화 금융자산 보유액은 빠른 속도로 확대되고 있다. 먼저 중국 역내 비거주자의 위안화 금융자산 규모는 2015년 4월말 기준 약 4조 4천억위안으로 2013년말 대비 약 53% 증가하였다. 부문별로는 위안화 예금이 2조 1,530억위안으로 약 절반을 차지하고 있으며, 주식 및 채권투자가 전체 금액의 31%, 대출이 20%를 차지하고 있다.

<표 II-15> 비거주자의 중국내 위안화 금융자산 현황

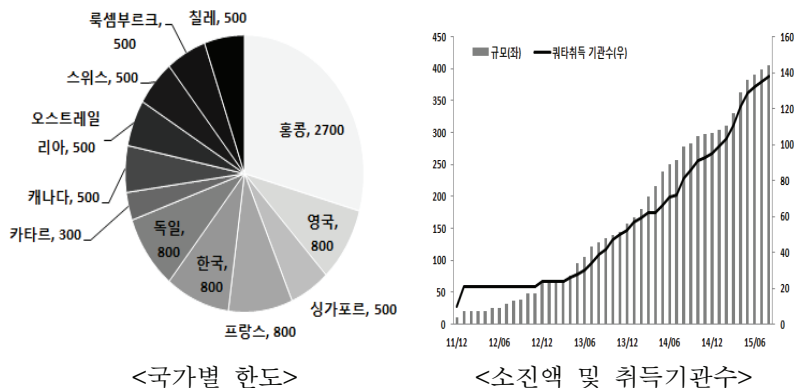
(단위: 억위안)

	2013.12	2014.6	2014.12	2015.4
주식	3,448	3,642	5,555	6,444
채권	3,990	5,593	6,716	7,352
대출	5,310	8,958	8,190	8,739
예금	16,049	20,451	23,722	21,530
합계	28,797	38,625	44,183	44,065

자료: 중국인민은행(2015)

이러한 역내 위안화 자산의 빠른 증가세는 중국 자본시장이 RQFII, 후강통 등을 통해 간접적으로 개방되어 온 데 주로 기인한다. 우선 2015년 8월 기준 전세계 138개 금융기관이 RQFII 쿼터를 취득하여 현재 홍콩이 한도를 전액 소진한 것을 비롯하여 싱가포르(282억위안), 영국(212억위안), 프랑스(150억위안), 한국(490억위안), 독일(60억위안), 오스트레일리아(100억위안), 스위스(50억위안) 등도 비교적 높은 소진율을 보이고 있다.

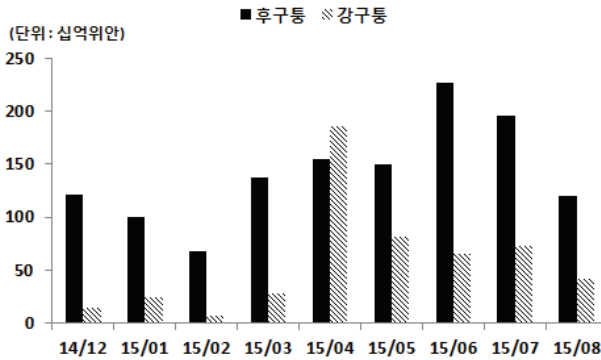
<그림 II-6> RQFII 국가별 한도, 소진액 및 취득기관수



자료: 중국인민은행, CEIC

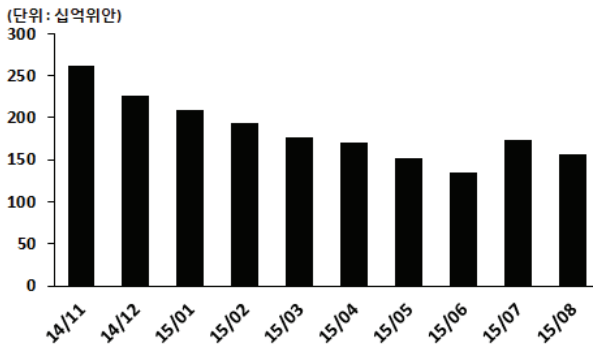
한편, 투자자의 자격제한 없이 중국본토 주식시장 투자가 가능한 후구통의 경우 총 투자총액은 2015년 8월말 기준 약 1,442억위안으로 집계되고 있다.

<그림 II-7> 후강통 거래량 추이



자료: CEIC

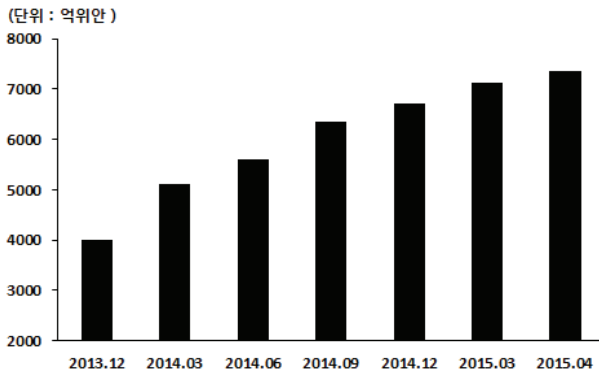
<그림 II-8> 후구통 투자잔액 추이



자료: CEIC

반면 중국 역내 채권시장은 QFII, RQFII 부여기관과 중앙은행 및 일부 금융기관에 한해 참여가 가능한 데 아직까지 중국 내 채권시장에서 비거주자의 비중은 주식시장 대비 매우 미미한 수준이다. 비거주자의 중국 내 위안화표시채권(판다본드) 발행잔액은 2014년 기준 약 46억 위안에 불과하며, 비거주자의 역내 채권투자 또한 주식시장 대비 매우 제한적으로 허용되어 그 실적이 미미하다.²²⁾ 즉, 2015년 1/4분기 중국 대외투자대조표상 외국인의 중국 채권 보유액은 2,283억달러로 전체 채권보유액의 3.7%에 불과하다. 그러나 중국은 최근 해외금융기관의 은행간 채권시장 참여를 확대하는 등 외국인 채권투자 확대조치를 시행하고 있어 향후 비거주자 채권시장 참여는 점차 확대될 것으로 예상된다.

<그림 II-9> 비거주자의 역내 채권투자잔액 추이



자료: 중국인민은행(2015)

22) 2015년 5월 비거주자 채권시장 참여 허용 조치로 30여개의 금융기관 및 중앙은행에 한해 중국 은행간 채권시장 참여가 가능하나, QFII, RQFII 보유기관의 경우에는 은행간 시장 참여를 위해 별도로 중국인민은행의 승인을 받아야 한다.

비거주자의 위안화 대출시장 진출도 현재까지 매우 제한적으로만 가능하다. 현재 중국 내 일부 시범지역 내에서만 외국 금융기관의 위안화 대출 업무가 허용되고 있으며, 전체 대출액 규모도 비거주자 역내 예금액 대비 매우 낮은 수준이다. 반면 중국 내 비거주자의 위안화 예금의 경우 별다른 제약 없이 예금업무가 가능하다. 2014년말 기준 총 예금액의 약 21%는 비거주자 개인의 예금액이며, 나머지는 중국진출 외국 기업의 예금액으로 추정된다.

2) 역외 위안화자산

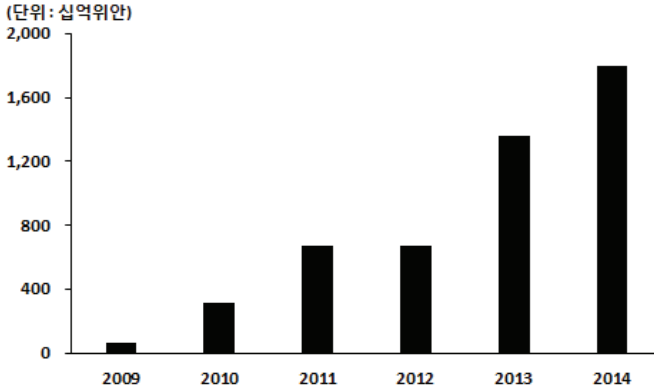
중국의 위안화 무역결제 허용 이후 위안화 유동성이 증가하면서 역외시장에 유통되는 위안화표시 자산도 빠르게 성장하고 있다. 현재 역외 위안화자산은 위안화 예금 및 위안화표시채권이 대부분을 차지하고 있으며, 기타 위안화 대출, 보험, 파생상품 등도 홍콩시장에서 일부 거래되고 있다.²³⁾

위안화 예금의 경우 2014년말 기준 홍콩, 대만, 싱가포르 등 주요 역외시장의 예금규모는 1조 9,867억위안으로, 2009년 대비 16배 이상 성장하였다. 이중 2014년말 기준으로 홍콩시장의 위안화 예금액이 전체규모의 약 56%를 차지하고 있으며, 이어서 대만, 싱가포르가 각각 17% 및 15%를 차지하고 있다.²⁴⁾

23) 기타 위안화 자산 현황은 II-3장 홍콩사례를 참조하기 바란다.

24) 전체 역외 위안화예금액은 통계수집이 가능한 홍콩, 대만, 싱가포르, 룩셈부르크, 영국, 한국 등의 위안화 예금 규모의 합산으로 추정하였다.

<그림 II-10> 역외 위안화 예금규모 추이



주 : 2011년 이전 홍콩, 2012년 홍콩·대만·영국·한국, 2013년 이후
 홍콩·대만·싱가포르·한국·룩셈부르크·런던 포함
 자료: Wind, 한국은행

역외 위안화 채권시장도 홍콩을 중심으로 지속적인 증가세를 보이고 있다. 국제결제은행(Bank for International Settlements: BIS)에 따르면 2014년 역외 위안화표시 국제 채권 및 어음 발행액은 476억달러로 전년 대비 약 104.7% 증가하였으며, 2014년말 기준 위안화표시채권 발행잔액은 954억달러를 기록하였다. 그러나 위안화표시 채권시장의 빠른 성장세에도 불구하고 동 시장의 글로벌 비중은 여전히 매우 낮은 수준이다. 2014년 위안화표시채권 발행액은 총 국제채권 발행액의 1.9%를 차지하였으며, 잔액 기준으로는 총액의 0.5%에 불과하다.²⁵⁾

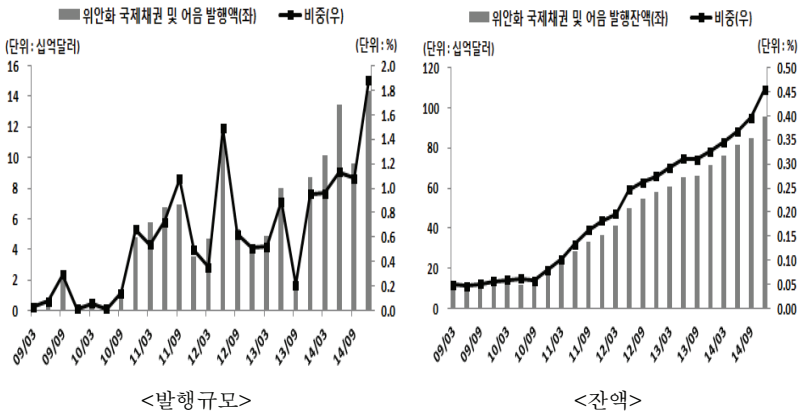
25) 글로벌 국제채권 및 어음의 발행잔액 중 달러화, 유로화, 파운드화, 엔화 비중은 각각 40.4%, 41.5%, 9.3%, 2.0% 수준이다.

<표 II-16> 역외 위안화표시채권 발행 사례

시기	발행기관	발행지	내용
2007.6	국가개발은행	홍콩	첫 번째 역외 위안화 채권
2010.8	맥도날드	홍콩	첫 번째 다국적기업의 역외 위안화 채권
2011.11	바오강그룹	홍콩	첫 번째 중국내 비금융기업의 역외 위안화 채권
2012.4	HSBC	런던	런던의 첫 번째 역외 위안화 채권
2013.6	iShares	홍콩	아시아 첫 번째 역외 위안화 채권 ETF
2013.6	HSBC	싱가포르	첫 번째 싱가포르 증권거래소에서 상장한 역외 위안화 채권
2013.11	브리티시컬럼비아주	홍콩	외국 지방정부가 발행한 첫 번째 위안화 채권
2013.11	국가개발은행	홍콩	첫 번째 역외 위안화 변동금리부 채권
2013.11	중국농업은행	대만	첫 번째 대만지역 역외 위안화 채권
2014.5	중국은행	룩셈부르크	첫 번째 룩셈부르크 증권거래소에서 상장한 위안화 채권

자료: 국제군안증권(2014)

<그림 II-11> 위안화표시 국제채권 발행 현황



자료: BIS

3. 주요국의 위안화허브 추진현황

가. 홍콩

홍콩은 현재 세계 최대의 역외 위안화 유통 중심지이다. 2014년말 기준으로 전세계 위안화 무역결제액의 절반 이상이 홍콩을 통해 이루어지고 있으며, 세계 최대 규모의 위안화 예금을 보유하고 있어 위안화 유통성이 가장 높은 지역이다. 홍콩은 세계 최고수준의 국제금융중심지로서의 강점과 더불어 효율적인 위안화 업무관련 인프라를 갖추고 있다. 특히 홍콩에서는 위안화 청산은행 지정, 위안화 무역결제 허용, 위안화 표시채권 최초 발행 등 역외 위안화 관련 상품 및 인프라 구축이 세계에서 가장 먼저 이루어졌다.

위안화 허브로서 홍콩의 독보적인 위상은 중국과 홍콩간의 특별한 관계 및 국제금융중심지로서 홍콩의 위상에 기인한다. 중국의 특별행정구(Special Administrative Region: SAR)로 일국양제의 원칙아래 자치구를 형성하고 있는 홍콩은 이미 국제적인 경쟁력을 갖춘 국제금융중심지이다.²⁶⁾ 이러한 독특한 배경을 바탕으로 중국은 자본시장 완전개방 이전 단계에서 위안화 국제화의 대외창구로 홍콩을 전담 허브로 활용하고 있다. 2011년에 발표한 12차 5개년 경제개발계획에서 중국은 역외 위안화 허브로서 홍콩의 역할을 강조한 바 있으며, 2012년 중국 국가발전계획위원회 발표에서도 홍콩을 위안화가 국제금융시장으로 나가는 출구 역할을 담당할 필요가 있음을 표명하였다. 즉, 중국은 위안화 국제화의 주요 수단의 하나로서 홍콩의 위안화허브 육성을 전략적으로 추진하고 있다고

26) 주요도시의 국제금융경쟁력을 비교하고 있는 GFCI(Global Financial Centre Index)에서는 홍콩을 런던, 뉴욕에 이어 세계 3위의 국제금융중심지로 평가하고 있다.

할 수 있다.

역외 위안화 허브로서 홍콩의 발전은 2004년 중국과 체결한 경제동반자협정(Closer Economic Partnership Agreement: CEPA)²⁷⁾을 근간으로 진행되었다. 홍콩과 중국 간 경제동반자협정은 일반적인 자유무역협정(Free Trade Agreement: FTA)보다 포괄범위가 광범위한데, 금융부분 협정을 제외하고 있는 중국의 자유무역협정과는 달리 역외 위안화 유통에 관련한 제반 사항을 포함하고 있다. 또한 협정체결 이후 매년 보충협상을 통해 추가 개방 및 기타 여건에 대한 논의를 지속해오고 있으며, 이를 통해 홍콩에서의 위안화 사용 여건에 관한 지속적인 협의가 이루어지고 있다. 최근 제10차 경제동반자협정에서도 홍콩의 적격 금융기관이 중국 내 합자집합투자기구를 설립할 수 있도록 허용하고 있는 등 제도적 부분에서 홍콩은 가장 높은 수준의 시장개방을 부여받고 있다.²⁸⁾

위안화 허브로서 홍콩의 독특한 지위로 인해 중국의 역외 위안화거래를 위한 대부분의 제도적 허용은 홍콩을 필두로 시작되었다. 중국은 2007년 국경지역 일부 국경접경 시범국가를 제외하고는 세계최초로 홍콩과의 위안화 무역거래를 허용하였다. 뿐만 아니라, 역외 위안화 예금, 위안화 청산은행, 위안화 표시채권 발행 등 대부분의 역외 위안화거래와 관련된 업무의 허용 및 인프라 구축은 홍콩을 시발점으로 추진되었다고 할 수 있다.

27) “중국·홍콩간 경제긴밀화협정”이라고도 번역되는 CEPA(Closer Economic Partnership Agreement)는 일반적인 자유무역협정(FTA)과 유사하나, 일국 양제라는 중국·홍콩 간 특별한 관계로 매년 추가 개방범위를 절충하는 보충협상을 진행하고 있으며, 현재 10회에 걸친 보충협상이 진행되었다.

28) CEPA의 협의에 따라 2015년 7월 중국과 홍콩 정부는 “본토와 홍콩간 펀드 상호인정 협약”을 체결하였다.

<표 II-17> 홍콩의 위안화업무 발전 추이

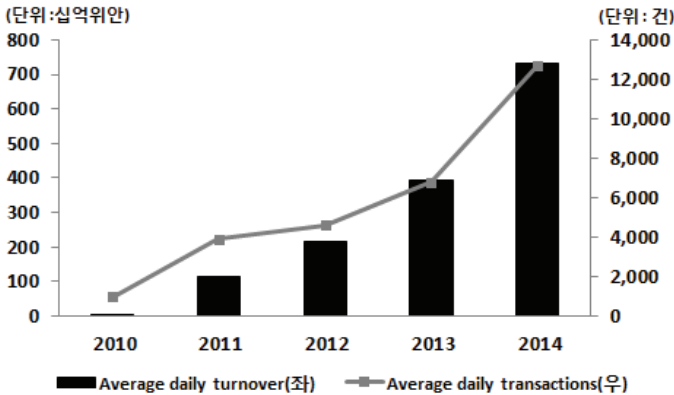
시기	주요정책
2003.11	중국인민은행과 홍콩금융감독국은 베이징에서 협력MOU를 체결하고 홍콩에서의 위안화 업무 개시를 지원 및 중국은행(홍콩)을 청산은행으로 지정
2004.1	개인 위안화 예금업무 개시
2007.7	최초 위안화표시채권 발행
2009.7	위안화 무역결제 관련 계획 발표
2009.9	홍콩 최초 위안화표시 중국국채 발행
2010.2	홍콩통화청(HKMA) 국경간 위안화 자금이동 및 위안화 비즈니스 관련 감독원칙에 관한 회보 발행
2010.8	역외 청산은행 및 기타 은행의 중국내 은행간 채권시장 참여 허용계획 발표
2010.11	CMU(Central Moneymarkets Unit)를 통해 위안화표시 중국 국채 발행
2011.1	중국 본토기업 위안화 해외직접투자 허용; 홍콩 은행은 동 거래목적 편당제공 허용
2011.12	홍콩 RQFII 계획 발표; 홍콩 내 외국인투자자는 RQFII 한도 내에서 본토 주식 및 채권시장 위안화 투자가능
2012.6	HKMA 위안화 유동성 공급 Facility 제공
2012.8	홍콩소재 은행의 비홍콩거주자 대상 위안화 관련 서비스 제공 허용
2012.12	홍콩 금융기관의 첸하이, 심천 소재기업의 첸하이 개발사업 관련 위안화 대출허용
2013.6	홍콩 위안화 은행간 기준금리 발표(홍콩 재정자본시장 협회)
2014.11	상해-홍콩 거래소간 상호주식투자(후강통) 방침 발표

자료: HKMA

그 예로 2003년 홍콩은 세계 최초로 중국으로부터 위안화 청산은행(중국은행홍콩법인)을 지정받는데 이어 2004년에 중국이 최초로 홍콩 거주자의 위안화예금을 허용하면서, 홍콩은 역외시장 최초로 위안화예금

및 지급결제 인프라를 갖추게 되었다. 또한 2007년 6월에는 홍콩의 위안화 결제시스템과 중국 내 결제시스템(CNAPS)을 직접 연결하여 실시간 결제가 가능한 실시간총액결제시스템(RTGS)으로 개선되었다.²⁹⁾ 이러한 실시간결제인프라 등 최초의 위안화 결제 인프라 구축이라는 시장선점 효과로 인해 현재 홍콩은 위안화 결제허브로서 독보적인 경쟁력을 보유하고 있다. 홍콩의 위안화 결제 플랫폼에는 홍콩 소재 199개 은행(2014년말 기준)이 참여하는 거대한 시스템과 더불어 1,000여개의 해외은행 또한 홍콩 내 은행에 코레스 계좌(correspondent account)를 개설하고 있다. 홍콩의 실시간총액결제시스템을 통한 일평균 위안화 거래금액은 2014년 기준 7,327억위안으로 2013년 대비 2배 가까이 증가하는 등 홍콩에서의 위안화 결제업무는 매우 빠른 속도로 증가하고 있다.

<그림 II-12> 홍콩의 위안화 RTGS 거래규모 추이



자료: HKMA

29) 홍콩은 중국인민은행이 중국은행(Bank of China)을 통해 역외 지역에 CNAPS 직접 연결을 허용한 유일한 지역이다.

또한 홍콩통화청(HKMA)은 위안화 결제허브로서의 경쟁력 제고를 위해 2012년 6월부터 위안화 유동성 공급제도(RMB Liquidity Facility)를 시행하고 있다. 즉, 홍콩통화청은 위안화 유동성 지원을 위해 자체적인 재원과 더불어 중국인민은행과 체결한 통화스왑자금을 활용하여 홍콩소재 은행들의 위안화 유동성 부족 시 즉시 위안화 자금을 공급할 수 있도록 하고 있다. 실제 유동성 공급은 중국은행 홍콩지점 등 7개 은행이 유동성 공급자(primary liquidity provider)의 역할을 담당하고 있다.³⁰⁾ 또한 동 제도는 위안화 유동성 제공자와 홍콩 시중은행 간 환매조건부 채권(Repo) 거래형식으로 운영되며, 이를 통해 시중은행은 단기 위안화의 차입이 가능하다. 담보물로는 외국환평형기금증권(Exchange Fund Bills and Notes: EFBN), 홍콩정부채(HKGB), 중국 재무성이 홍콩에서 발행한 위안화채권 등이 이용되며 각 은행의 전용 Repo 한도는 20억위안이다. 홍콩 정부의 이러한 유동성 지원 장치는 위안화 지급결제 업무에 대한 시장의 신뢰를 높이는 주요 인프라 기능을 담당하고 있다.

이를 배경으로 홍콩은 현재 역외 국가로는 세계 최대 규모의 위안화 유동성을 보유하고 있다. 즉, 2014년말 기준 홍콩 내 위안화 예금액은 1조위안을 상회하고 있는데, 이는 2위 규모의 예금액을 보유하고 있는 대만의 위안화 예금액의 3배를 능가하는 규모이다. 따라서 위안화 유동성 측면에서 홍콩은 다른 나라에 비해 독보적인 위치를 차지하고 있다고 할 수 있다.

30) 홍콩통화청은 2014년 11월 우선 유동성 공급자로 중국은행(홍콩), BNP Paribas, 중국건설은행(아시아), Citi 은행, 중국공상은행(아시아), Standard Chartered 등 7개 은행을 지정하였다.

<표 II-18> 홍콩의 위안화Repo 개요

	1-Week(익일)	1-day(익일)	Overnight (당일)	Intraday (당일)
금리	시장금리	시장금리	3 TMA ³¹⁾ overnight CNH HIBOR fixing의 평균 + 50bp	3 TMA overnight CNH HIBOR fixing의 평균
담보	- 외국환평형기금증권(Exchange Fund Bills and Notes: EFBN) - 홍콩정부채(HongKong Government Bond: HKGB) - 중국 재무성에 의해 홍콩에서 발행된 RMB 채권(CMOF) - 중국농업개발은행, 중국개발은행, 중국수출입은행을 포함하는 중국 정책은행이 홍콩에서 발행한 RMB 채권			
헤어컷	- EFBN, HKGB: 잔존만기에 대해 연간 2%+2% (Cross-currency haircut) - CMOF, 중국 정책은행채권: 잔존만기에 대해 연간 2%, 최저헤어컷 2%			
Repo 거래시간	12:00	12:00	15:00	08:30~23:30
조달재원	PBoC와의 SWAP 자금		HKMA 자체 조달자금	

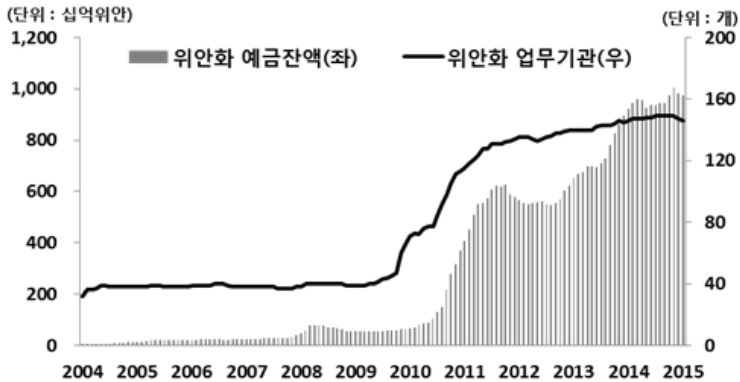
자료: HKMA, 한국은행

특히 홍콩의 위안화 유동성 증가는 주로 2010년 이후 홍콩·중국간 위안화 무역결제에 급속히 증가하고 기업들의 위안화 예금수취가 허용되면서 급증하였다. 홍콩은 2009년 파일럿 프로그램으로 중국과의 무역에서 위안화 무역결제가 시작된 이래 홍콩-중국간 위안화 무역결제액은 연평균 60% 이상 성장하여 2014년 기준 6조 3천억위안에 달한다. 또한 2014년에는 일일 위안화 환전액 한도가 철폐되면서 홍콩 내 위안화 예금액은 향후 더욱 확대될 것으로 예상된다.³²⁾

31) TMA는 재정자본시장협회(Treasury Market Association)를 의미한다.

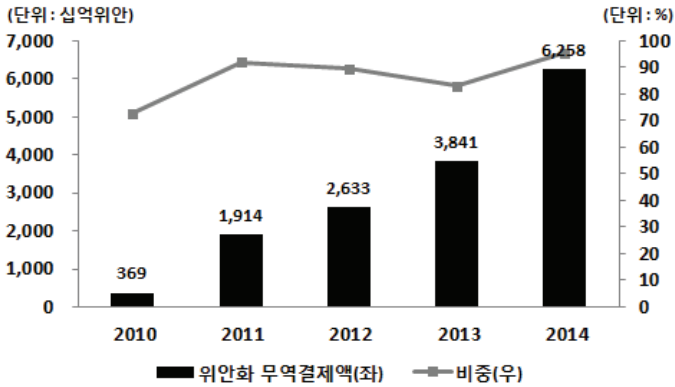
32) 홍콩거주자의 일일 위안화 환전 한도액은 2만위안이었으나 2014년 후강통 실시와 더불어 환전 한도제한제를 폐지하였다.

<그림 II-13> 홍콩의 위안화 예금 추이



자료: HKMA

<그림 II-14> 홍콩의 위안화 무역결제 추이

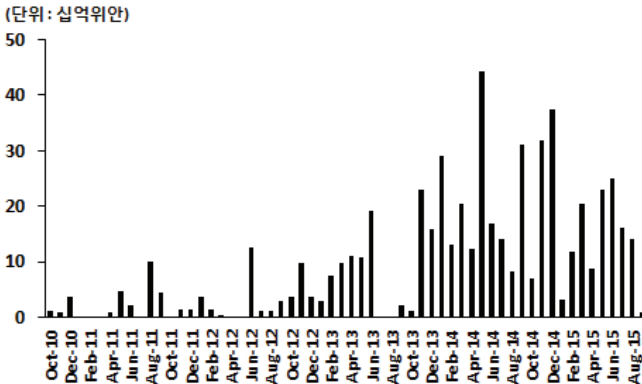


자료: HKMA

홍콩의 위안화 유동성 확대에 의해 홍콩시장에서는 현재 위안화표시 채권, 보험, 대출, 위안화 펀드 등 다양한 위안화 금융상품의 거래가 이루어지고 있다. 이 중 특히 홍콩의 위안화표시채권(딤섬본드) 시장이 빠

른 속도로 성장하고 있다. 2007년 중국개발은행(China Development Bank) 및 중국은행(Bank of China)이 최초로 홍콩에서 위안화표시채권을 발행한 이래 중국정부, 중국 일반기업, 다국적 기업의 위안화표시채권 발행이 허용되었으며, 2010년 2월 중국정부 승인 없이 홍콩 내 담점본드 발행이 가능하게 된 이후 발행규모가 빠르게 증가하였다. 당시 중국 역내 대비 저렴한 금리로 채권발행이 가능했던 중국 기업의 담점본드 발행이 확대되었으며, 2010년 8월에는 다국적기업 최초로 맥도날드사가 담점본드를 발행하였다. 최근에는 독일, 미국, 한국 등 30여개 역외 국가 기업의 담점본드 발행액이 전체 담점본드 시장의 10% 이상을 차지하고 있다.

<그림 II-15> 담점본드 발행 추이



자료: Bloomberg

홍콩의 대출시장 역시 2012년 중국 선전 첸하이 지역이 최초로 중국-홍콩간 금융특구로 지정되어 비거주자 대출이 허용되면서 빠르게 성장하고 있다. 2014년말 기준 위안화 대출 잔액은 1,880억위안으로 세계최대 규모이다. 또한 홍콩 재정자본시장협회(Treasury Markets Association:

TMA)에서는 2013년 6월 이후 홍콩 위안화 은행간 기준금리(CNH HIBOR Fixing)를 발표하고 있다.³³⁾ 동 금리는 대출시장의 벤치마크(benchmark)로서 이를 활용한 다양한 금융상품의 개발 및 리스크 헤지 기회 제공을 통해 위안화 시장 활성화에 기여하고 있다.

그 밖에 홍콩에서 거래되고 있는 위안화 금융상품에는 보험, 투자펀드, 파생상품 등 매우 다양한 데 이를 정리해 보면 아래의 <표 II-19>와 같다.

<표 II-19> 홍콩의 위안화 금융상품 개요

금융상품		시작일
예금증서		2010.7
채권	본토 금융기관	2007.7
	본토 비금융기업	2011.11
	해외기업	2010.7
	국제기구, 국가	2009.10
구조성 예금/어음		2010.7
보험상품		2009
투자펀드	위안화 펀드	2010.8
	RQFII 펀드	2012.1
위안화 IPO	부동산투자펀드	2011.4
	이중통화 상장지분	2012.10
ETF	위안화 금 ETF	2012.2
	RQFII A주 ETF	2012.7
파생상품		통화선물 2012.9

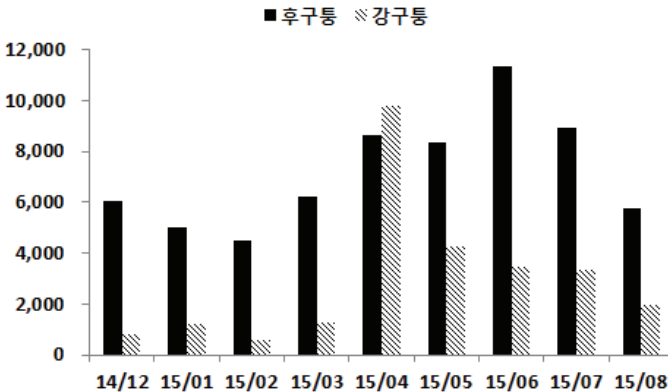
주 : 이중통화 상장지분이란 기업이 신주 발행시 위안화와 홍콩달러로 표시된 신주를 동시에 발행해 투자자가 위안화 혹은 홍콩달러로 신주를 구매하는 것을 말함. 투자자는 위안화로 위안화 주식을, 홍콩달러로 홍콩달러 주식을 거래할 수 있으며, 위안화-홍콩달러 주식 간 상호 거래도 가능

자료: 중국사회과학원 금융연구소

33) HIBOR(Hong Kong Interbank Offered Rate)는 홍콩통화청 및 재정자본시장협회가 지정한 16개 은행이 제출한 금리 중 상·하위 6개 값을 제외한 중간값을 8개 만기물에 대해 산출하여 TMA 홈페이지에 게재하고 있다.

한편 홍콩은 전세계에서 유일하게 홍콩거래소를 통해 직접 본토 주식에 투자할 수 있는 시스템을 갖추고 있다. 즉, 2014년에 시작된 “후강통”은 상해증권거래소와 홍콩증권거래소 간 양방향 상호투자 지원시스템으로, 홍콩의 투자자는 후구통을 통해 상해거래소 A주식의 매매가 가능하다. 현재 후강통을 통한 주식거래는 일부 제한적인 잔존조항 등으로 인해 일일한도에 미치지 못하고 있으나, 향후 성장 잠재력은 매우 큰 것으로 판단된다.³⁴⁾ 또한 홍콩거래소와 중국 심천거래소와의 교차거래시스템 또한 준비 중에 있어, 향후 비거주자의 홍콩을 통한 중국 주식시장 참여는 더욱 확대될 것으로 예상된다.

<그림 II-16> 후강통 일평균거래량 추이



자료: CEIC

34) 후강통의 부진 요인으로는 해외기관투자의 법적 요건이 UCITS(Undertaking for Collective Investment in Transferable Securities)의 기준을 충족하지 못해 참여가 제한되고 있으며, 주문방법 제한, 주문 수정금지 조항, 공매도 제한 등 일부 잔존제한 조치 등이 지목되고 있다.

나. 싱가포르

싱가포르는 국제금융중심지로서의 경쟁력³⁵⁾ 동남아시아지역의 거점으로서 중국과의 무역 및 금융거래의 중개지라는 이점으로 인해 향후 위안화 중심지로서의 높은 잠재력을 보유하고 있다³⁶⁾. 특히 중국의 대외직접투자(ODI)의 상당부분이 동남아시아 국가를 대상으로 투자되고 있으며 자산운용센터로서 싱가포르의 강점 등으로 위안화 관련 금융업무 확대 가능성이 매우 높다는 점에서 위안화 허브로서의 성장가능성이 매우 높은 나라이다.

싱가포르는 정부차원의 위안화허브 청사진을 현재로선 발표한 바 없으나, 2008년 중국과 자유무역협정(FTA) 체결 이후 자국의 위안화 금융서비스 환경 개선을 위해 다양한 노력을 펼치고 있다. 또한 2003년 이후 매년 중·싱가포르 협력위원회를 개최하고 있으며, 이를 통해 양국간 금융협력 방안을 지속적으로 논의하고 있다.³⁷⁾ 또한 싱가포르는 2010년 중국과 300억달러 규모의 통화스왑협정을 체결하였으며, 2013년에는 중국으로부터 RQFII 한도를 500억위안으로 배정받았다. 또한 2013년에 중국 공상은행 싱가포르 지점을 위안화 청산은행으로 지정하였으며, 2014년 10월에는 싱가포르달러·위안화간 직거래 시장을 개장하는 등 다양한 채널을 통해 위안화 비즈니스 확대를 위한 노력을 진행하고 있다.³⁸⁾

35) 싱가포르의 국제금융중심지 경쟁력 순위는 런던, 뉴욕, 홍콩에 이어 4위를 기록(GFCI 7)하고 있으며, 2013년 BIS 서베이 기준 일평균외환거래량은 뉴욕, 런던에 이어 3위를 기록하고 있다.

36) 싱가포르의 역내무역 비중은 2014년말 기준 55% 수준으로 홍콩(20%) 대비 매우 높은 수준이다.

37) 중·싱가포르 협력위원회(Joint Council for Bilateral Cooperation: JCBC)는 2002년 당시 후진타오 주석의 싱가포르 방문 시 제안되었으며, 이후 2003년 11월 양국간 양해각서를 체결한 이후 매년 개최되고 있다.

38) 싱가포르는 직거래 활성화를 중국계 7개 은행, 싱가포르계 3개 은행, 말레

아울러 싱가포르는 중국의 소주공업단지(2014년 6월) 및 텐진에코시티(2014년 7월)의 금융특구로 지정되어 해당지역 기업에 대한 위안화 대출 업무를 개시하였으며 그 밖에 위안화 채권, 대출, 무역용자, 외환 등 다양한 위안화 관련 상품이 싱가포르에서 거래되고 있다.³⁹⁾

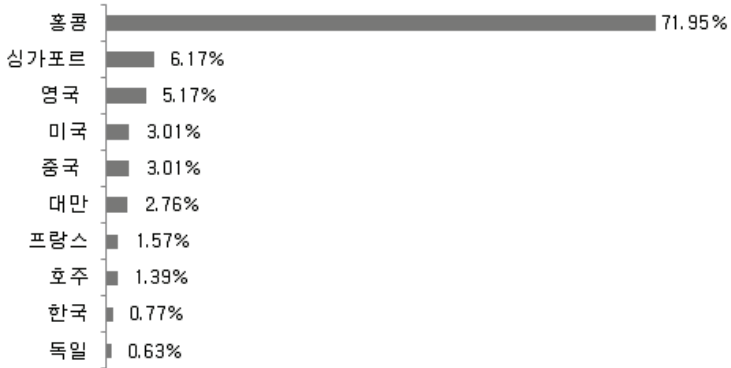
<표 II-20> 싱가포르의 위안화업무 관련 주요 정책

시기	주요정책
2010.7	중국인민은행과 통화스왑협정 체결
2013.5	위안화 청산업무 시작
2013.6	위안화표시채권 발행
2013.7	RQFII 시행
2013.8	위안화 주식상장
2014.7	소주공업단지 및 텐진에코시티 금융특구 지정
2014.10	싱가포르다털·위안화간 외환 적거래시장 개장

이러한 노력의 결과로 싱가포르는 2014년 상반기 이후 런던을 제치고 홍콩에 이어 두 번째로 큰 위안화 결제액을 기록하였다. 즉, SWFIT에 따르면 2015년 2월 기준 전체 역외 위안화 결제액의 약 6.17%가 싱가포르 금융기관을 통해 이루어졌다. 이는 2009년 위안화 무역결제 업무 개시 이후 싱가포르가 동남아시아 전역에서의 대중국 무역 및 무역금융 거래를 점유하면서 매우 빠른 성장세를 보인데 기인한다.

아사아 등 기타 외국계 3개 은행 등 13개 은행을 시장조성자로 지정하였다.
 39) 싱가포르 소재 은행은 소주공업단지 소재 기업에 대해 중국인민은행 남경 지점이 정하는 한도 내에서 위안화 직접대출이 가능하며, 또한 해당 기업은 싱가포르에서 위안화표시채권 발행이 허용되고, 소주단지에 등록된 주식투자펀드는 싱가포르 기업에 직접 주식투자가 허용되는 등 금융특구로서 다양한 혜택이 부여되고 있다.

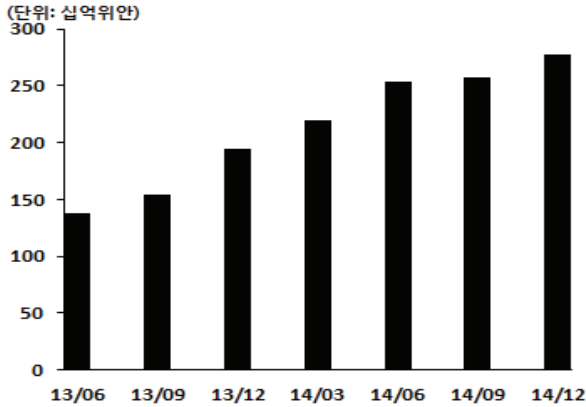
<그림 II-17> 주요국의 역외 위안화 결제비중



주 : 2015년 2월 기준
 자료: SWIFT

싱가포르의 위안화 예금 보유액도 지속적으로 성장하고 있다. 아래 <그림 II-18>에서 보는 바와 같이 2014년말 기준 위안화 예금액은 3,002억위안으로 전년동기대비 약 42% 성장하며 꾸준한 증가세를 이어가고 있다. 또한 싱가포르에서 발행된 위안화표시채권(Lion City Bond)도 2013년 7월 최초 발행된 이후 빠르게 성장하고 있으며, 최근에는 중국 공상은행이 싱가포르에서 역대 최대인 40억위안 규모의 위안화 채권 발행을 성공한 바 있다. 특히 싱가포르거래소(Singapore Exchanges)의 2013년 9월말 기준 1,400여개 상장채권 중 위안화표시채권 비중이 약 6%에 달하여 홍콩거래소에 이어 가장 많은 역외 위안화 채권이 상장되어 있는 시장으로 자리매김하고 있다.

<그림 II-18> 싱가포르의 위안화 예금 잔액 추이



자료: 싱가포르통화청(MAS)

다. 대만

대만은 중국으로부터 홍콩과 같은 특별한 지위를 부여받고 있다는 점에서 위안화 허브로서의 강점을 보유하고 있다. 대만은 2010년 중국과 경제협력기본협정(Economic Cooperation Framework Agreement: ECFA)을 체결하였으며, 홍콩·중국 간 CEPA와 유사하게 후속 협상을 통해 상호 개방의 범위를 확장해가고 있다. 이를 통해 대만은 위안화 업무관련 추가 개방범위를 조절하고 있을 뿐만 아니라 위안화 관련 인프라의 구축이 빠른 속도로 이루어지고 있다. 또한 대만은 중국과의 무역규모가 전체 무역에서 차지하는 비중이 26%(2013년 기준)에 달하는 등 중국과의 경제연관성이 높은 지역으로, 중국본토에서 영업중인 대만기업의 위안화 무역결제 지원과 더불어 향후 위안화 허브로서의 경쟁력 강화를 목적으로 위안화 기반 구축을 추진하고 있다.

<표 II -21> 대만·중국간 금융부문 개방 추이

시기	내용
2010.6	대만·중국 간 경제협력기본협정(ECFA) 체결
2010.9	중국은행 대만 내 대표사무소 설립
2010.12	대만은행업 중국 분점 업무 운영
2011.3	대만금융기관 중국 대출회사 설립
2011.7	대만은행 해외지점 및 대만 내 외국환은행의 위안화 업무 허용
2012.6	중국은행 대만 내 분점 설립
2012.12	중국은행 대만 내 위안화 청산은행 지정
2013.2	대만중앙은행 역외 위안화 비즈니스 개시 발표
2013.6	대만·중국 간 서비스무역협정 체결 / RQFII 승인

자료: 중국시보, PWC

금융부문에 있어서의 양국 간 교류 수준도 높은 편으로, 2010년 최초로 중국은행(Bank of China) 대표사무소 설치 이후 중국건설은행 교통은행, 인민은행 등이 대만에 지점을 두고 있다. 또한 2011년 7월 대만 정부는 국제금융서비스지구 내 외국환은행⁴⁰⁾ 및 대만은행 해외지점의 위안화 비즈니스를 허용하였으며, 이후 2013년 2월 국내 외국환은행의 위안화 예금업무를 허용하였다. 현재 대만의 11개 은행이 중국에 진출해 19개 지점을 두고 있다.

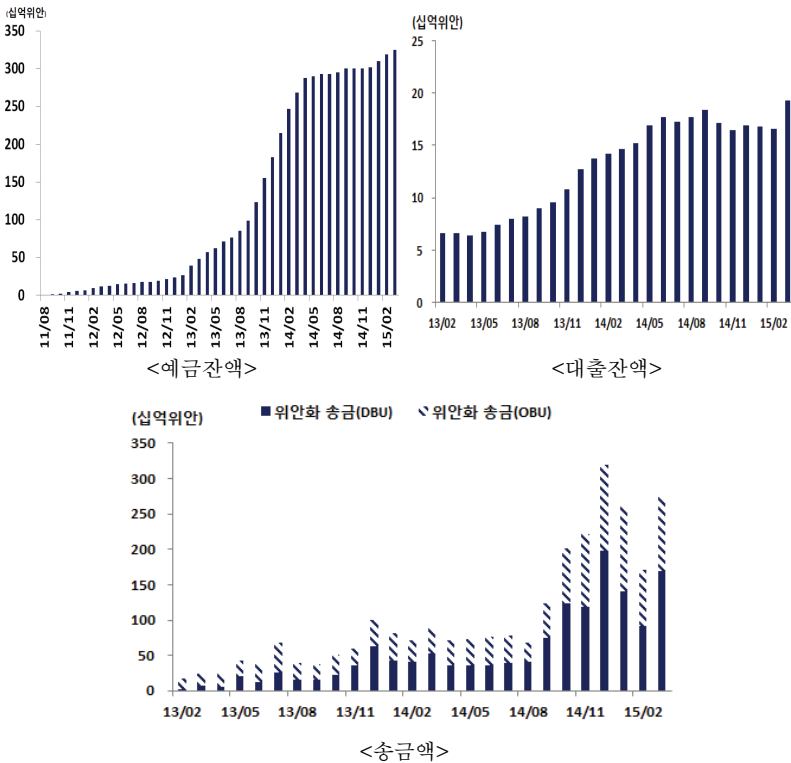
대만 내 위안화 관련 인프라 구축은 2012년 12월에는 중국 인민은행과 대만 중앙은행이 상호 결제은행 지정을 위한 “위안화 업무 청산협정” 이후 활발히 진행되고 있다. 특히 2013년 9월에는 실시간 위안화 청산결제 서비스 인프라인 실시간총액결제시스템(RTGS)을 시행하면서 효율적인 위안화 역내외 청산결제 환경 및 비용 절감이 가능해졌다.⁴¹⁾

40) 대만 소재 은행 중 국제금융 업무 인가를 받은 은행으로 “국제금융서비스지구(Offshore Banking Unit: OBU)”라 지칭한다.

41) 대만의 RTGS는 중국인민은행에 직접 결제계좌를 개설하지 않고 중국본토 내 환거래 은행에 결제계좌를 개설하는 방식으로 청산업무를 진행하였다.

대만은 국내은행의 위안화업무 허용이후 대만 내 위안화 예금이 급증하여, 2014년말 기준 대만의 위안화 예금액은 홍콩에 이어 세계 2위를 기록하고 있다. 또한 2013년 9월에는 중국의 강소성 쿤산이 대만-중국간 금융특구로 지정되어 위안화 직접대출 등 관련 업무가 확대되고 있으며, 위안화 송금액도 크게 증가하였다.

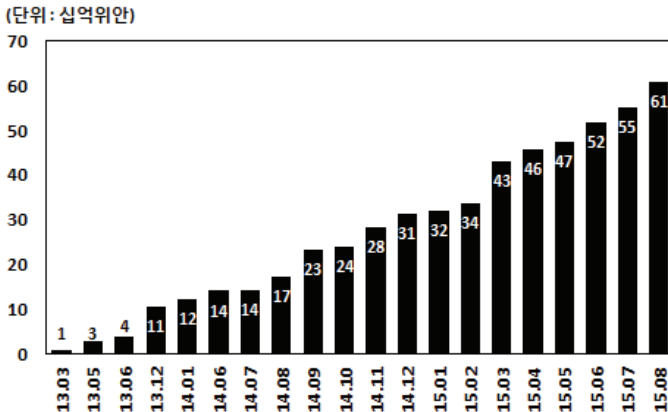
<그림 II-19> 대만의 위안화 거래 추이



자료: CEIC

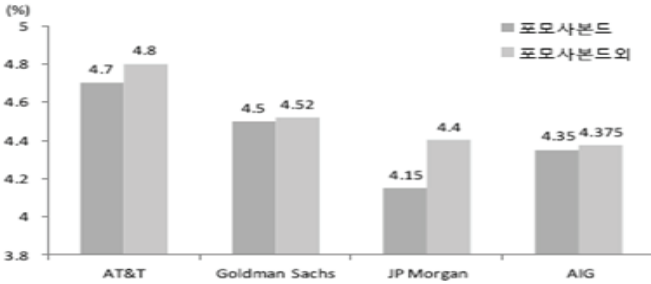
최근에는 대만 내 위안화표시채권(일명 “포모사본드”) 시장이 급성장하고 있다. 위안화표시 포모사본드 발행잔액은 2014년말 기준 314억 위안이던 것이, 2015년 8월 기준 610억위안으로 늘어나 두 배 가량 증가하였다. 대만정부는 2013년 위안화표시채권 발행을 허용한데 이어 2014년 6월 대만 보험사들이 동 채권을 매입할 수 있도록 제도를 완화하였다. 이는 수익률 제고 필요성이 확대되고 있는 보험사의 수요와 더불어 위안화 포모사본드 시장의 급성장을 이끌고 있는 요인으로 작용하고 있다. 특히, 자금조달자 입장에서 위안화표시채권을 통한 자금조달이 가능한데 한국기관의 경우에도 위안화표시 포모사본드 발행을 통한 조달비용이 약 20~40bp 저렴하여, 현재 수출입은행 등 6개 기관이 위안화표시 포모사본드를 발행하고 있다. 또한 대만정부는 포모사 채권시장 육성을 위해 외국인투자자 양도차익 및 이자소득세 면제 등 제도적 육성책을 시행하고 있어 향후 포모사본드시장의 높은 성장세가 지속될 것으로 예상된다.

<그림 II-20> 포모사본드 누적발행규모 추이



자료: Bloomberg

<그림 II-21> 달러화 포모사채권 및 일반달러채 금리비교



자료: Bloomberg, 국제금융센터에서 재인용

라. 런던

전통적인 국제금융중심지인 런던은 중국 위안화의 부상 이후 위안화 관련 비즈니스 환경 제고를 향후 금융허브로서 런던시의 경쟁력 유지를 위한 핵심과제로 인식하고 있다. 이에 따라 영국 정부는 중국과의 공식 대화채널을 통해 위안화 비즈니스 관련 업무환경 개선을 위해 노력하고 있으며, 특히 런던의 금융특구인 시티오브런던(City of London)은 중국과의 정책대화, 민간위원회 발족, 홍콩 등 주요 위안화 업무지역과의 협력관계 구축 등 전방위적인 지원에 나서고 있다.

시티오브런던은 2012년 4월 이러한 위안화 관련 비즈니스 확대 필요성을 향후 중요 정책목표로 제시하여 위안화 허브 구축을 위한 이니셔티브(Initiative on London as a centre for renminbi business)를 발표하였다. 동 이니셔티브에는 중국은행(런던지점), 중국건설은행(런던지점) 등 중국계 은행과 Barclays, JP Morgan 등 주요 금융기관이 참여하여 런던 내 위안화 청산·결제, 위안화 관련 금융상품 거래 등 위안화 비즈니스 확대를 위한 제반 필요사항에 대해 협의하고 있다.

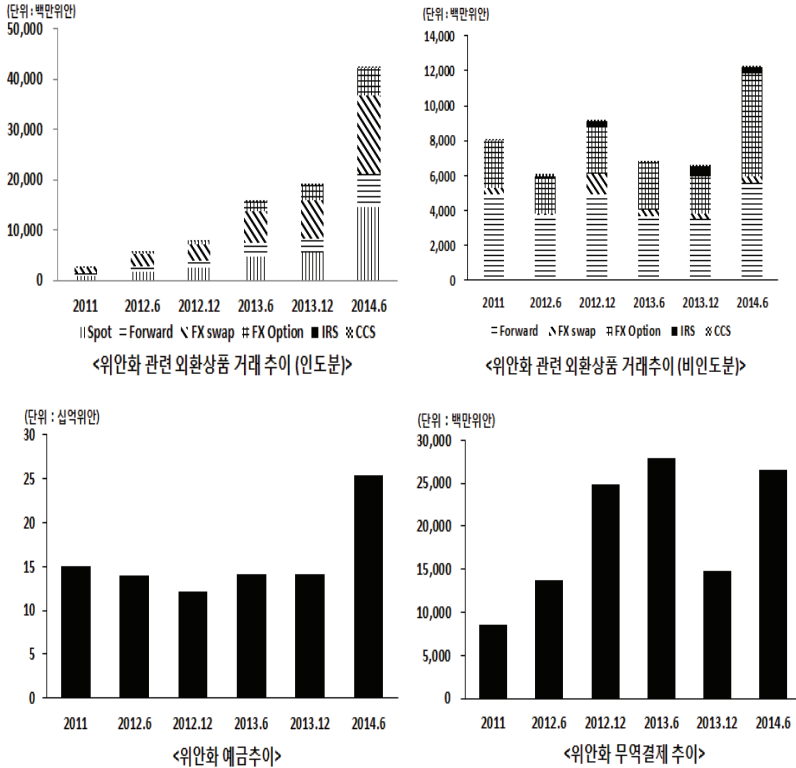
또한 영국은 정부차원에서 매년 영·중 재정경제대화회의 개최를 통해 위안화 관련 업무 지원방안을 협의하고 있으며, 유럽 국가 중 가장 앞서 중국과의 위안화 비즈니스 관련 인프라 구축을 시작하였다. 영국은 이미 2013년 G7 국가 중 최초로 중국과 양국간 위안화 스왑협정을 체결하였으며, 같은 해 RQFII를 G7 및 유럽 국가 중 최초로 배정받았다. 또한, 2014년 10월에는 위안화표시 중국 국채가 런던에서 발행되기도 하였다.

한편 영국은 런던 내 위안화 결제업무 촉진을 위한 홍콩과의 연계를 강화하고 있다. 영국은 2012년 홍콩과의 민간기관 포럼을 통해 홍콩의 위안화 RTGS 시스템 운영시간 연장을 요청하였으며⁴²⁾, 그 결과 위안화 청산은행이 부재한 런던 내 금융기관의 위안화 결제업무환경을 상당부분 개선하였다. 이후 2014년에는 중국건설은행 런던지점이 위안화 청산은행으로 지정되었다.

위안화 관련 업무에 있어서 런던의 최대 강점은 국제 외환거래중심지로서의 경쟁력에 있다. 런던은 세계 최대규모의 외환시장을 보유하고 있는 국제금융센터로, 전세계 외환거래의 약 40%가 런던 외환시장에서 이루어지고 있다. 이러한 이점은 역외 위안화 거래에서도 이어져 2013년에는 위안화 외환거래량의 16.5%가 런던에서 이루어졌다. 최근에는 위안화 무역결제액 및 위안화 예금 또한 증가세를 보이고 있는데, 2014년 6월말 현재 런던 내 위안화 예금은 254억위안을 기록하고 있다.

42) 영국은 2012년 영국·홍콩 재무장관회의를 통해 양국간 위안화 비즈니스 발전방안 협의체를 구성하였으며, 이를 통해 RTGS 운영시간을 5시간 연장하도록 요청하였다.

<그림 II-22> 런던의 위안화 금융거래 추이



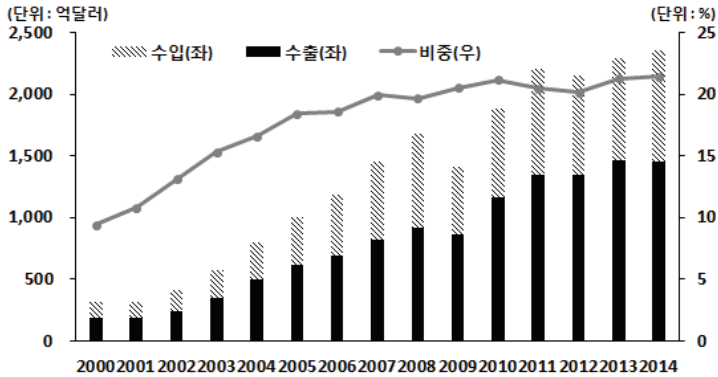
자료: City of London

마. 한국

한국은 중국과 교역 및 실물부문에서 경제연관성이 매우 높은 나라로 한국의 대중국 교역비중은 2014년 기준 21.4%에 달한다. 중국의 입장에서 한국은 4대 교역 대상국으로 양국간 무역 연관성이 매우 높다. 직접투자 측면에서도 한국은 미국에 이어 중국의 제2위의 투자대상국으

로 현재 8개의 중국 금융기관이 한국에 진출하여 있으며, 반대로 총 49개의 한국 금융기관이 중국에 진출하여 있다. 이러한 높은 경제연관성을 바탕으로 한국은 위안화 국제화에 적극 대응하고 이를 기회로 활용한다는 전략적 방향을 설정하고 있으며, 특히 2014년 7월 한·중 정상회담을 계기로 이러한 노력이 구체화되어 원·위안 직거래 시장개설, 청산은행 지정, RQFII한도 부여 등이 일괄적으로 추진되는 성과를 이루었다.

<그림 II-23> 한·중 교역규모 및 비중 추이



자료: 관세청

먼저 한국은 위안화 결제환경 구축을 위해 위안화 청산은행 지정을 추진하였다. 그 결과 중국 교통은행 서울지점이 2014년 7월 중국인민은행으로부터 한국 내 위안화 청산결제은행으로 지정받았으며, 2014년 11월 이후 위안화 청산업무를 시작하였다. 2015년 8월 현재 국내에 위안화 청산결제 계좌를 개설한 금융기관은 국내은행 18개사, 외국계은행 7개사 등 총 57개 금융기관에 달한다. 또한 정부는 안정적인 위안화 청산업무 지원을 위한 관련 인프라 확충 계획을 진행 중이다. 이의 일환으로 2015년 7월 한국에탁결제원은 교통은행과 위안화표시채권의 동시결제 시스

템을 구축하여 위안화표시채권 거래 시 소유권 변경과 위안화 대금지급의 동시 처리 업무를 지원하고 있다.

그러나 아직까지 국내은행의 위안화 청산·결제 업무는 청산은행을 이용하기 보다 상당부분 홍콩 소재 계좌를 통해 거래하고 있는 것으로 보고되고 있다⁴³⁾. 이는 은행들의 내부적 관행, 국내 청산은행 계좌 이용기관과 홍콩 청산은행 계좌 이용기관 간 결제리스크 우려⁴⁴⁾, 그리고 직거래시장 출범초기 국내 청산은행의 홍보 부족 등에 기인한 것으로 판단된다.

2014년 12월에는 한국의 은행간 외환시장에서 원·위안화 직거래 시장을 개설하였다. 기존 은행간 시장에서의 위안화 거래의 경우 먼저 원화를 달러화로 교환한 후 위안화를 다시 거래하는 2단계 과정을 통해서만 거래가 가능하였으나, 원·위안화 직거래시장을 통해 은행간 위안화 직거래가 가능해 졌다. 현재 원·위안화 직거래시장은 원·달러 시장과 동일하게 전자중개방식으로 외환중개사를 통해 거래되고 있으며, 최소거래 단위 100만위안, 호가 단위는 0.01원으로 운용되고 있다. 또한 정부는 시장개설 초기 원·위안화 직거래시장의 유동성 공급을 위해 시장조성자(market maker) 제도를 도입하여 운용하고 있는데 현재 국내은행 7개사 및 외은지점 5개사 등 12개사가 시장조성자로 지정되어 있다.

43) 매일경제(2015.5.4)에 따르면 2015년 3월중 원·위안 직거래 시장에서 결제된 자금 중 국내 청산결제 계좌로 거래된 자금은 15%에 불과하며 홍콩 청산결제 계좌를 통한 거래가 49%, 국내 청산결제 계좌와 홍콩 청산결제 계좌간 거래가 36%인 것으로 보도되었다.

44) 홍콩 내 위안화 자금결제는 현지시각 기준 0시 30분(한국시간 1시 30분)까지 가능한 반면, 국내 청산은행 계좌 이용기관과 홍콩 청산은행 계좌 이용기관 간 거래의 경우 중국인민은행 CNAPS를 경유해야 하며 CNAPS 입력마감 시간인 17시(한국시간 18시) 이후에는 중국인민은행을 경유하는 자금 이체 및 수취가 어려워 결제지연 등의 문제가 발생할 가능성 존재한다.

<참고> 원·위안화 직거래시장 시장조성자 현황

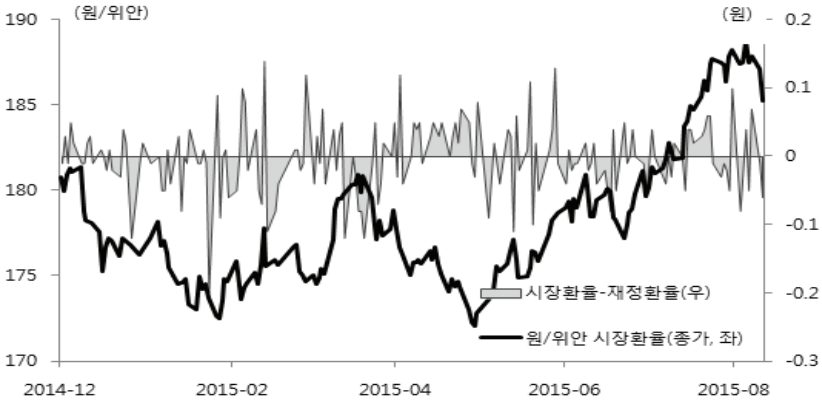
시장조성자는 원·위안화 직거래시장 개설 초기 위안화의 수요·공급을 보완하는 역할을 수행한다. 시장조성자로 선정된 은행은 시장에서 연속적으로 매수·매도 가격을 제시하여 가격형성을 주도함으로써 시장에 유동성을 공급한다. 외환당국은 은행의 재무건전성, 원·달러 거래실적, 위안화 접근성 등의 선정기준을 바탕으로 국내 및 외은지점 12개 은행을 시장선정자로 조성하고 있으며, 이들 은행에 대해서는 일정기간 시장조성자로서의 의무를 충실히 이행한 경우 한시적으로 외환건전성 부담금 감면 등의 혜택을 제공하고 있다. 현재 시장조성자 은행은 원·위안화 직거래 시장 거래량 비중의 80% 이상 차지하는 등 개설초기 직거래시장 발전에 중요한 역할을 담당하고 있다.

<표 II-22> 원·위안화 직거래시장 시장조성자 현황

활동기간	구분	개수	선정은행
2015 상반기	국내은행	7	신한은행, 우리은행, 중소기업은행, 한국산업은행, 한국스탠다드차타드은행, 한국씨티은행, 한국외환은행
	외은지점	5	교통은행, 도이치은행, 제이피모간체이스은행, 중국공상은행, 홍콩상하이은행
2015 하반기	국내은행	7	국민은행, 신한은행, 우리은행, 중소기업은행, 한국산업은행, 한국스탠다드차타드은행, 한국외환은행
	외은지점	5	교통은행, 제이피모간체이스은행, 중국공상은행, 중국은행, 홍콩상하이은행

현재 원·위안화 직거래 시장은 시장조성자 제도 및 대기업에 대한 위안화거래 유도 등 정책적 노력으로 시장개설 초기임에도 불구하고 비교적 큰 규모의 거래량을 기록하고 있다. 특히 원·위안화 직거래규모는 2015년 3월 이후 큰 폭으로 증가하여, 개설 초기 일평균 54억위안에 불과하였던 거래량이 2015년 6월에는 203억위안을 기록하였으며, 이후 일평균 150~160억위안 수준을 유지하고 있다.⁴⁵⁾ 또한 원·위안화 환율의 가격 효율성 또한 높은 수준으로 나타나고 있다. 현재 직거래 시장 원·위안화 환율은 대부분 원/달러 및 달러/위안 두 환율간의 재정환율(cross rate)과 밀접하게 움직이고 있으며, 매수·매도 호가 차이도 재정환율의 경우보다 좁게 유지되고 있다.

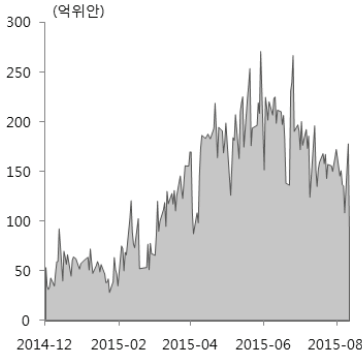
<그림 II-24> 원/위안화 환율 추이



자료: 연합인포맥스

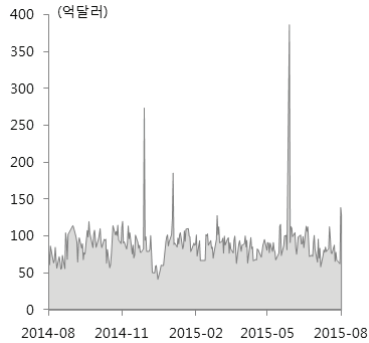
45) 2015년 3월 이후 시장조성자 인센티브 도입, 증개수수료 할인 등 정책적 인센티브와 은행간 시장 선점 경쟁, 삼성전자 무역결제 물량 출회 등으로 거래량이 크게 증가한 것으로 판단된다.

<그림 II-25> 원/위안 시장 거래량



자료: 연합인포맥스

<그림 II-26> 원/달러 시장 거래량



자료: 연합인포맥스

그러나 이러한 원/위안 거래량의 안정적 증가 및 효율성 제고에도 불구하고 무역결제 등 위안화 실물수요가 뒷받침되지 않고 있어 향후 직거래시장의 안정적인 성장에 걸림돌로 작용할 가능성이 있다. 2014년 대중국 수출액 중 위안화 결제 비중은 1.7%, 수입액 중 위안화 결제 비중은 0.9%에 불과하다.⁴⁶⁾ 2015년 2/4분기 기준으로는 위안화 수출입 결제비중이 각각 2.9%(18.2억위안)로 다소 상승하였으나 동 기간 중 원·위안화 외환시장에서의 일평균 거래규모의 약 1% 수준에 불과하다. 이는 직거래 외환시장에서의 거래량 대부분이 실수요를 바탕으로 하기보다는 은행간 포지션 거래에 치중하고 있음을 의미한다.

46) 다만 최근 정부는 위안화 무역결제 활성화를 위해 위안화 수출대금의 환손실에 대한 수출보험 한도 우대 등 지원책을 실시하고 있으며, 점차 수출입 기업의 관심 또한 확대되고 있어 향후 위안화 무역결제액 비중은 서서히 확대될 수 있을 것으로 예상된다.

<표 II-23> 대중국 교역시 결제통화 비중

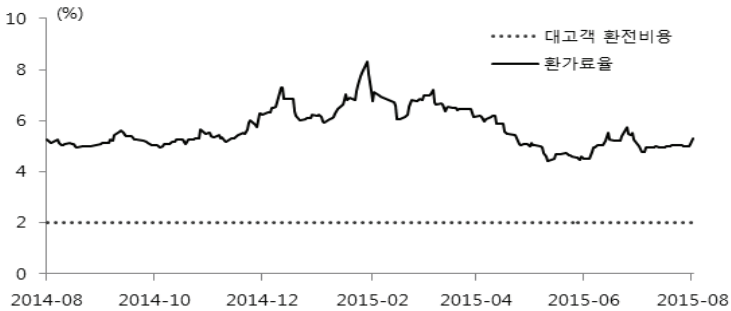
(단위: %)

	수 출			수 입		
	2014	2015		2014	2015	
		1/4	2/4		1/4	2/4
달러화	95.4	94.8	94.2	95.3	95.3	93.6
엔화	0.6	0.6	0.6	0.8	0.8	0.9
유로화	0.5	0.5	0.3	1.4	1.0	1.1
원화	1.7	2.2	1.9	1.4	1.4	1.4
위안화	1.7	1.9	2.9	0.9	1.3	2.9

자료: 한국은행 ECOS

또한 위안화 직거래시장 설립시 기대하였던 위안화 환전비용 절감효과도 아직 크지 않다. 대고객 환전비용⁴⁷⁾은 직거래 시장 이후 큰 변화 없이 대략 2% 수준을 유지하고 있으며, 환가료율⁴⁸⁾도 큰 변화가 없다. 이는 아직까지 무역결제 및 대고객 환전수요가 크지 않아 은행들의 고객유치를 위한 가격경쟁 유인이 크지 않은데 기인하는 것으로 판단된다.

<그림 II-27> 위안화 환전비용 추이



자료: 연합인포맥스

47) (매도환율-매입환율)/(매도·매입환율 평균)을 의미한다.

48) 신용장에 대한 은행들의 할인매입율을 말하며 일반적인 위안화 금리수준이 높은 만큼 위안화 환가료율 또한 높은 편이다.

<참고> 위안화 무역결제 부진 이유

중국과의 결제가 확대될 경우 중국 수입업체의 환전 수수료 절감, 미달러화 가치변동에 따른 환리스크 완화, 위안화 가치 상승 등 추가적인 수익 확보가 가능함에도 불구하고 위안화 무역결제 확대가 부진한 이유로는 다음의 요인들을 들 수 있다.

첫째, 가공무역 중심의 한·중 교역구조로 인한 미달러화 거래 관행이다. 중국 수입업자의 경우 미국 등으로 수출할 물품에 대한 대금을 미달러화로 결제할 경우 환위험을 줄일 수 있으므로 미달러화 결제를 선호하는 경향이 있다. 한국의 대중국 가공무역 수출 비중은 2014년 기준 52%로 이러한 교역구조는 환위험 분산측면에 서의 위안화 무역결제 수요를 둔화시키는 요인으로 작용한다.

둘째, 업종 자체의 특성상 원유 등 미달러화 수입비중이 큰 국내 수출기업도 환위험관리를 위해 위안화보다 미달러화를 선호하고 있다. 특히 국제적 분업으로 인해 다국적기업의 본-지사간 거래가 활발한 국내 기업의 경우 미달러화 결제를 통한 회계시스템 단일화 및 영업활동을 통한 헤지 유인이 크게 작용한다. (Song, Lee and Makhita, 2015)

셋째, 높은 위안화 환전 비용과 부족한 헤지수단 또한 위안화 무역결제 장애요인으로 작용하고 있다. 현재 위안화 무역결제 경우 한국무역보험공사의 환변동보험과 2015년 10월 개설된 위안화 선물 등이 있으나 비용 및 거래편의 차원에서 아직 활성화되지 못하고 있다.

한편 위안화 금융거래와 관련하여 국내 거주자의 위안화투자 경로인 RQFII는 다른 나라에 비해 비교적 활발히 진행되고 있는 것으로 보인다. 현재 한국은 홍콩, 대만, 영국, 싱가포르, 프랑스에 이어 6번째로 큰 800억위안 규모의 RQFII 쿼터를 중국으로부터 부여받고 있다.⁴⁹⁾ 또한 우리나라 금융당국이 RQFII 활성화를 위해 국내금융기관의 RQFII 취득 업무 지원 및 국내 투자계약 완화를 위한 제도 개선 등 지원업무를 실시하고 있다⁵⁰⁾. 현재 국내 자산운용사 16개사, 증권 5개사, 보험 1개사, 은행 1개사 등 총 23개 국내 기관이 RQFII자격을 취득하고 있으며, 이들 쿼터 총합은 약 490억위안에 달하고 있다. 이는 우리나라가 부여받은 총 RQFII 한도 대비 61%에 해당하는 것으로 국가쿼터를 전액 소진한 홍콩에 이어 두 번째로 높은 소진율을 보이고 있다.

국내 거주자의 후강통을 통한 중국 주식시장 투자도 활발히 진행되고 있다. 아래 <그림 II-28>에 나타난 바와 같이 국내 투자자의 후강통을 통한 거래량은 후강통 시행이후 9개월간 약 11.3조원을 기록하였으며, 총 후강통 거래량에서 국내투자자가 차지하는 비중은 약 8% 수준을 기록하고 있다. 다만, 2015년 6월과 8월 들어 중국의 주가가 크게 하락하면서 최근들어 후강통을 통한 대중국 투자가 다소 위축된 모습이 나타나고 있다.

49) 향후 동 한도를 홍콩 다음으로 큰 1,200억위안으로 확대하기로 한·중간 합의(2015.11.3.)한 바 있다.

50) 중국 증권감독관리위원회(CSRC)는 RQFII 자격을 자산운용업 영위 금융회사로 제한하고 이외의 증권, 은행, 보험 등의 경우 자격보증을 통한 확인서를 요청하고 있으며, 국내 금융당국은 확인서 관련 업무를 지원하고 있다.

<표 II-24> 국내 금융기관의 RQFII 자격 취득 현황

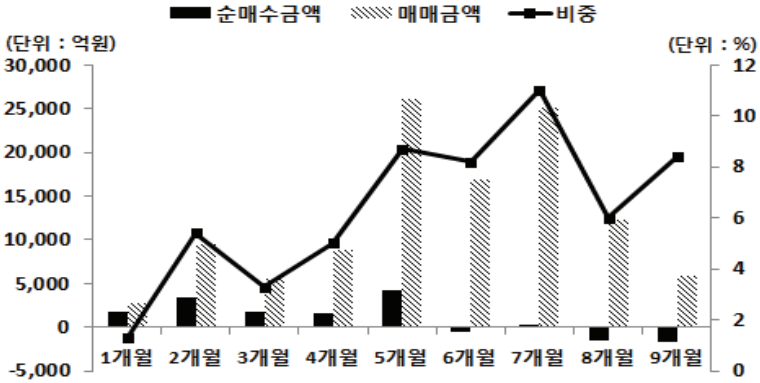
(단위: 억위안)

기관명	자격승인일	투자한도
미래에셋자산운용	2015.1.30	10
동부자산운용	2015.2.13	20
NH-CA자산운용	2015.2.13	15
한국투자신탁운용	2015.2.13	15
동양자산운용	2015.2.13	20
미이에셋자산운용	2015.3.26	15
하나USB자산운용	2015.3.26	15
트러스톤자산운용	2015.3.26	10
대신자산운용	2015.3.26	20
신한BNP파리바자산운용	2015.4.28	80
삼성자산운용	2015.4.28	25
홍국자산운용	2015.4.28	30
신한투자금융	2015.4.28	20
하나대투증권	2015.4.28	10
삼성증권	2015.5.29	30
대우증권	2015.5.29	20
교보약사자산운용	2015.5.29	15
메리츠자산운용	2015.6.29	30
하이자산운용	2015.7.29	15
삼성생명	2015.7.29	20
동부증권	2015.8.28	25
KB자산운용	2015.8.28	20
한국산업은행	2015.8.28	10
총액		490

주 : 2015년 8월말 기준

자료: Bloomberg

<그림 II-28> 국내투자자의 후강통 거래실적 추이

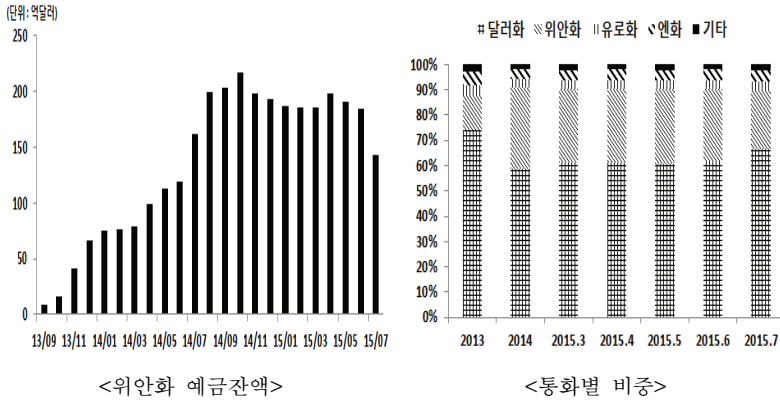


주 : 비중은 국내투자자거래량이 후강통 매매금액에서 차지하는 비중을 의미
 자료: 금융감독원

그 밖에 한국 내 위안화 금융자산으로는 위안화 예금, 대출, 채권상품 등이 거래되고 있다. 우리나라 거주자의 총 위안화 예금액은 2011년 0.8억달러 수준에서 2014년 10월 217억달러 규모로 크게 증가하였다. 이는 중국 내 유동성 축소에 따른 국내 진출 중국계 은행의 위안화 예금 유치 경쟁과 국내 금리인하에 따른 상대적 매력도 상승에 따른 것이다.⁵¹⁾ 이후 중국의 금리인하를 통한 유동성 공급, 위안화 약세에 따른 환차손 우려 등으로 국내 위안화 예금은 소폭 감소 추세를 보이고 있다. 2015년 6월 기준 거주자의 외화예금에서 위안화가 차지하는 비중은 약 28.6%로 미달러화에 이어 두 번째로 높은 비중을 차지하고 있다.

51) 국내 증권사는 고금리 위안화 정기예금 가입과 환위험 헤지를 통해 원화 수익률 3%대의 자산유동화기업어음(Asset Backed Commercial Paper: ABCP)를 발행하였으며, 이를 통해 조달한 자금을 MMF, ELS(Equity Linked Securities) 등 운용자산으로 편입하여 수익률 제고를 도모하였다.

<그림 II-29> 국내 거주자의 외화예금 현황



자료: 한국은행

한편 위안화표시채권 거래에 있어서는 2014년 이후 시범적으로 위안화채권 발행이 실시되었다. 최초 국내 위안화표시채권 발행은 2014년 10월 우리은행이 2억위안 규모로 성공하였으며, 이후 중국공상은행 및 하이난항공 등이 국내에서 위안화채권을 발행하여 총 발행 규모는 5.8억위안 수준이다.

위안화 대출의 경우에는 국내 시중은행에서 대출상품이 출시된 바는 있으나 그 규모는 매우 미미한 수준이다⁵²⁾. 그러나 2015년 7월 중국 산동성 청도지역이 한국과의 금융특구로 지정되고 한국은행의 현지대출 관련 제도완화로 인해 향후 위안화 대출이 증가할 것으로 예상된다.

52) 외환은행이 2014년 11월 6천만위안 규모의 대출을 시행하였으며, 이어 신한은행이 2014년 12월 위안화 대출상품을 출시한 바 있다.

<표 II-25> 국내 위안화표시채권 발행 사례

(단위: 백만위안, %)

발행자	발행일	만기일	통화	발행금액	표면이율	이자유형
우리은행	2014.10.10	2016.10.10	CNY	200	3.87	고정-이표
공상은행 아시아	2014.10.14	2016.10.14	CNY	180	3.70	고정-이표
하이난항공	2015.03.06	2018.03.06	CNY	200	7.00	고정-이표

자료: SEIBRO

III. 위안화 국제화 가능성 분석

1. 통화 국제화의 의의 및 결정요인
2. 위안화 국제화의 선결조건 분석
3. 위안화 국제화 가능성에 관한 실증분석
4. 소결

III. 위안화 국제화 가능성 분석

앞장에서 살펴본 바와 같이 중국의 위안화 국제화를 위한 적극적인 노력으로 최근 무역결제에서 위안화의 사용이 크게 늘어나고 세계 주요 국에서 역외 위안화 금융시장이 태동하고 있다. 그러나 위안화가 미달러화와 유로화에 버금가는 국제통화로서의 위상을 확립하기에는 상당한 시간이 걸릴 것으로 보인다. 이는 그간 무역결제나 직접투자 등 실물부문을 중심으로 한 국경간 거래에서 위안화의 사용이 빠르게 확대되어 왔음에도 불구하고 통화 국제화를 위해 필수적인 국내 자본시장 개방도, 금융시장 발전 정도, 환율의 유연성 등의 면에서 아직 미흡한 점이 적지 않기 때문이다.

위안화의 국제화 가능성에 대한 기존의 다양한 연구들에서 많은 학자들은 위안화 국제화의 성공을 위한 선결과제로 중국의 자본시장 개방이 선행되어야 함을 주장하고 있다. 이는 중국 자본시장의 개방을 통해 국제투자통화로서 위안화의 매력도를 높이는 것이 위안화 국제화의 성공을 달성하기 위한 핵심 과제로 인식되고 있기 때문이다. 같은 맥락에서 위안화가 국제투자통화로 기능하기 위한 필수적인 요건으로 국제채권시장의 발전과 중국의 금리 및 환율 자유화도 매우 중요한 과제로 지적되고 있다.

이 장에서는 우선 통화국제화의 의의 및 이를 위한 선결과제가 무엇인지 살펴보고 중국 위안화가 이러한 조건들을 만족하고 있는지를 분석하였다. 아울러 위안화 국제화의 가능성을 모형을 이용한 실증분석과 시나리오 분석을 통해 계량적으로 전망해 보았다. 마지막으로 소결에서는 실증분석 및 시나리오 결과를 바탕으로 위안화 국제화를 위한 핵심적인 과제가 무엇인지를 살펴보았다.

1. 통화 국제화의 의의 및 결정요인

가. 통화 국제화의 의의

통화 국제화(currency internationalization)란 한 나라 통화가 거주자(resident)와 비거주자(non-resident) 간의 거래뿐만 아니라 비거주자간 거래에서도 자유롭게 사용되어 통화의 사용 범위가 국제적으로 확대됨을 의미한다.⁵³⁾ 즉, 한 나라의 통화가 국제화된 경우 그 나라 통화가 화폐로서 갖는 계산단위, 결제수단 및 가치저장의 기능이 국경을 넘어서 국제적으로 확대된다고 할 수 있다.

여기서 국제화된 통화의 기능으로서 계산단위(unit of account)란 무역 및 국제금융거래에서 한 나라의 통화가 계산단위로서 표시되거나 한 나라 통화의 환율을 표기함에 있어 기준이 됨을 의미한다. 또한 결제수단(means of payments)에 있어서는 민간부문의 대외거래에서 실제 지급 및 결제가 그 나라의 통화로 이루어지거나 외환당국의 외환시장 개입시 개입통화로 사용됨을 말한다. 또한 가치저장수단(store of value)의 경우에는 그 나라 통화가 통화의 대체(substitution)수단으로서 기능하면서 예금, 대출, 채권발행 등에 사용되거나 주요국 외환보유액의 구성통화로 활용되는 경우를 지칭한다.

국제화된 통화가 갖는 계산단위, 결제수단, 가치저장수단 등의 기능을 민간부문과 공공부문으로 나누어 정리해 보면 <표 III-1>과 같이 요약할 수 있다.

53) Kenen(2011)을 참고하기 바란다.

<표 III-1> 국제통화의 기능

기능	민간 부문	공공 부문
계산단위	무역거래·국제금융거래의 표시단위통화	환율표시통화 환율페그시 기준통화
지급수단	무역대금결제·대외채무상환 수단 통화	외환시장 개입 통화
가치저장수단	예금, 대출, 채권발행 등에 사용되는 통화	대외지급수단 보유통화

자료: Kenen(2011)

이와 같은 통화 국제화가 진전될 경우 궁극적으로 한 나라의 위기대응능력 제고, 외환보유액 보유 필요성 감소, 경제주체의 환위험 회피 및 거래비용 절감, 국내 금융 및 외환시장 발전, 시노리지(seigniorage)⁵⁴⁾ 수익 등 다양한 긍정적인 효과를 거둘 수 있다.⁵⁵⁾

첫째로 미달러화의 의존도를 줄이고 해외에서 자국 통화의 사용 확대를 통해 다양한 경제적 이득을 향유할 수 있다. 특히 신흥국의 경우 국제금융시장 불안과 글로벌 외화유동성 경색 가능성이 있을 때는 위기 대응능력(resilience)이 제고된다.⁵⁶⁾ 또한 자국 통화를 대가로 자국 기업 및 금융기관의 외자조달이 용이해지므로 급격한 자본유출 등 외부충격에 대한 흡수력이 제고된다. 따라서 신흥시장국의 관점에서 태생적으로

54) Jefferson(1998)의 논문에 따르면 미국의 경우 1977~95년 중에 기축통화의 독점적인 지위를 이용하여 해외부문에서 얻은 시노리지 규모가 연간 23~118억 달러로 전체 조세수입의 0.4~1.8%에 이르는 것으로 추정하고 있다.

55) 그러나 통화 국제화 추진과정에서 단기적으로 부작용이 발생할 우려가 있다. 구체적으로 투기적 공격 가능성 및 환율변동성 증대, 당국의 환율관리의 어려움, 통화정책의 유효성 감소 등이 초래될 수 있다. Ishii et al. (2001), 송원호 외(2007), kim and Suh(2011)은 통화 국제화의 부정적인 측면으로 통화당국의 독립성 약화와 외환시장의 불안 등을 지적하고 있다.

56) 신흥국의 통화 국제화에 대한 논의는 Maziad et al.(2011) 참조하기 바란다.

안고 있는 외자조달의 부담(original sin)을 줄여 통화불일치 위험(currency mismatch)이 경감된다.⁵⁷⁾ 따라서 위기발생시 대외지급준비자산으로서 보유하고 있는 외환보유액의 필요 규모가 줄어들어 보유에 따른 기회비용이 절감되는 효과도 발생한다. 이는 자국통화를 통한 외화조달이 가능해 지므로 외환보유액 확충을 통해 위기에 대비할 필요성이 그 만큼 줄어들기 때문이다. 실제로 국제 통화를 가지고 있는 나라의 경우 비국제화된 통화 보유국에 비해 외환보유액 보유규모는 그다지 크지 않다.

둘째, 통화 국제화는 자국 금융기관의 외화유동성 사정 및 자본건전성 개선에 기여한다. 자국 통화를 통한 외자조달이 용이해지므로 금융기관의 외화유동성 사정이 개선될 뿐만 아니라 자국통화 자산의 대외거래 활성화 등으로 외환 및 자본시장의 발전에 기여할 수 있다. 또한 금융기관의 자국통화표시 신종 금융상품의 개발·보급 등이 촉진될 수 있다. 그 예로 국내 채권시장에 다양한 투자자 및 외환시장과의 연계상품 확대 등으로 자본시장의 질적 발전에도 도움이 된다. 나아가 국제금융시장에서 자국통화표시채권 발행 등으로 외채를 줄이고 금융기관의 자본건전성 개선에 기여한다.

셋째, 국내 수출입업체 등 민간 경제주체의 환위험(exchange rate risk)이 축소되고 무역거래 활성화에 기여한다. 가령 자국통화를 결제통화로 하여 수출을 하는 경우 환율변동에 따른 수출기업의 환헤지 부담이 축소되므로 기업의 환전비용 등 거래비용이 절감된다. 또한 수입대금의 자국 통화결제 비중이 높아질 경우에도 환리스크가 줄어들 뿐만 아니라 외환 수요에 따르는 자국 통화 환율의 상승압력이 줄어들고 외자조달 필요성도 줄어든다.

57) Eichengreen et al.(2007)은 통화국제화가 이루어질 경우 신흥시장국의 원죄(original sin)에서 벗어나 글로벌 금융시장에 정상국가로 참여하게 된다고 주장하였다.

한편 통화 국제화는 기능이나 이용범위에 따라 완전국제화와 부분국제화로 구분할 수 있다. Ishii et al.(2001)는 통화의 기능면에 기준을 두고 제3자 간의 거래계약이 없는 상태에서 국제통화의 3가지 기능(거래, 투자, 보유)을 모두 보유한 통화는 완전국제화로, 국제통화의 3가지 기능 중 거래와 투자기능만을 보유한 통화는 부분국제화로 정의하였다.

반면 Genberg(2011)는 국제통화 이용범위에 기준을 두어 완전국제화와 부분국제화를 제3자 간 거래의 허용여부에 따라 구분하였다. 즉, 기능상 국제통화의 3가지 기능을 모두 보유한 상태에서 제3자 간의 거래가 허용될 경우에는 완전국제화로, 제3자간의 거래가 제한될 경우에는 부분국제화로 정의된다. 또한 현석·이상현(2013)은 거래계약이 없는 상태에서 국제통화의 3가지 기능(거래, 투자, 보유)을 모두 보유한 통화는 완전국제화로, G5⁵⁸⁾를 제외한 나머지 통화들 중에서 거래와 투자기능만을 보유한 통화나 국경간 거래가 국내 거래보다 활발한 통화들은 부분국제화된 통화로 정의하였다.⁵⁹⁾ 나머지 통화들은 비국제화된 통화로 정의된다.

본 연구에서는 현석·이상현(2013)의 정의에 따라 통화의 완전국제화와 부분국제화를 구분하고 이를 토대로 위안화의 국제화 가능성을 실증 분석하였다.

58) 미달러화, 유로화, 일본 엔화, 영국 파운드화, 스위스 프랑화를 G5로 명칭한다.

59) 부분 국제화 범주안에는 비거주자 간에 자유롭게 거래되는 통화도 포함되어 있지만 외환보유액으로 이용되는 비중이 낮거나 전세계적으로 사용되기 보다는 지역적(regional)으로 이용되는 통화들이 주로 포함되어 있다. 이에 포함되는 통화는 호주달러화, 캐나다달러화, 홍콩달러화, 싱가포르달러화, 뉴질랜드달러화 등이 대표적이다.

<표 III-2> 완전 국제화 및 부분 국제화 비교

선행연구	완전 국제화	부분 국제화
Ishii et al. (2001)	<ul style="list-style-type: none"> · 제3자 간의 거래가 허용 · 국제통화의 3가지 기능(거래, 투자, 보유)을 모두 보유 	<ul style="list-style-type: none"> · 제3자 간의 거래가 허용 · 국제통화의 3가지 기능 중 거래와 투자기능만을 보유
Genberg (2011)	<ul style="list-style-type: none"> · 제3자 간의 거래가 허용 · 국제통화의 3가지 기능을 모두 보유 	<ul style="list-style-type: none"> · 제3자 간의 거래가 제한 · 국제통화의 3가지 기능을 모두 보유
현석·이상헌 (2013)	<ul style="list-style-type: none"> · 위 기준을 만족하면서 외환 보유고로도 많이 이용되는 5개국 통화(G5) 	<ul style="list-style-type: none"> · 통화의 국경간 거래가 국내 거래보다 활발함(G5 제외)

나. 통화 국제화의 결정요인

통화 국제화를 달성하기 위해서는 그 나라의 경제 및 무역 규모가 글로벌 경제에서 차지하는 비중이 클 뿐만 아니라, 안정된 통화가치, 자본시장의 규모 및 성숙도, 금융개방도(financial openness) 등 다양한 선결과제가 먼저 요구된다. 통화 국제화의 결정요인을 명확하게 구분할 수 있는 이론적 틀은 명확하지는 않으나⁶⁰⁾ 아래의 <표 III-3>에서 보는 바와 같이 많은 선행연구(오용협 외(2008), 백승관·오용협(2010), Chinn and Frankel(2007, 2008), Gao and Yu(2011), Maziad et al.(2011))들에서는 통화 국제화에 대한 여러 가지 선결조건들을 언급하고 있다. 본 연구에서는 이러한 변수들을 크게 거시경제적 조건, 자본시장 조건 및 제도적 조건으로 구분하여 통화 국제화의 결정요인을 구체적으로 살펴보고 위안화의 통화 국제화의 가능성을 분석해 보고자 한다.

60) 이에 관해서는 Beckmann et al.(2002)을 참조하기 바란다.

<표 III-3> 통화 국제화에 관한 선행연구 및 결정요인

선행연구	결정요인
오용협 외(2008) 백승관·오용협(2010)	<ul style="list-style-type: none"> · 경제규모: GDP, 무역(수출) · 통화가치의 신뢰성: 인플레이션, 환율 · 금융·자본시장의 개방과 발전: 외환거래, 자본통제, 금융·자본시장의 규모, 자본시장과 금융기관의 국제화, 금융개혁 · 무역의 형태: 공산품 수출 비중 · 국가위협도: 정치적 위협도 · 경상수지
Chin and Frankel (2007, 2008)	<ul style="list-style-type: none"> · 경제규모: GDP, 무역 · 통화가치의 신뢰성: 인플레이션, 환율 · 네트워크 외부성: 외환거래 · 금융·자본시장의 규모: 주식시장가치/GDP
Gao and Yu(2011)	<ul style="list-style-type: none"> · 경제규모: GDP · 화폐의 교환성: 자본통제 · 금융·자본시장의 개방과 발전
Maziad et al.(2011)	<ul style="list-style-type: none"> · 결제통화로서의 사용 · 외환시장 거래 · 외환보유고 사용 · 경제적 규모: GDP, 무역 · 국가 신용도 · 금융시장 개방도: 외환시장 · 금융·자본시장의 규모

통화 국제화의 선결조건 중 거시경제적 측면에서 무엇보다도 중요한 변수는 경제규모이다. 만일 일국의 생산량과 무역량이 크다면 교역 상대국은 해당 국가의 통화를 사용할 가능성이 높다. 왜냐하면 지속적인 교류를 통해 수출과 수입이 반복되는 경우, 교역국들은 굳이 다른 통화를 이용하여 교역할 유인이 크지 않기 때문이다. 또한 큰 경제규모를 가진

국가는 교역국에 비해 우월한 협상력을 가지므로 국가 간의 거래에서 경제규모가 큰 국가의 통화를 이용할 가능성이 높다. 즉, 국내총생산 등 경제규모가 크고 다른 국가들과의 무역규모 역시 크다면 통화 국제화의 가능성이 그 만큼 높아진다.

경제규모 뿐만 아니라 그 나라 화폐의 신뢰도도 중요한 요소이다. 기본적으로 화폐는 가치저장의 기능을 보유하므로 통화 가치가 일정하게 유지되는 것이 중요하다. 이런 의미에서 인플레이션(inflation)은 해당국 통화의 신뢰도를 나타내는 지표로 사용가능하다. 가령 경제규모가 크더라도 물가가 지속적으로 상승한다면 통화의 실질가치는 하락하기 때문이다. 따라서 높은 인플레이션은 해당 통화의 실질 가치를 낮추어 해당통화에 대한 수요를 떨어뜨리므로 통화 국제화를 제약하는 요인이라 할 수 있다. 또한 대외적으로도 그 나라 환율의 안정성 확보도 신뢰도에 중요한 요인이라 할 수 있다. 해당 통화의 환율 변동성이 과도한 경우 국제통화로서의 신뢰도가 저해되기 때문이다.

다음으로는 잘 발달된 자본시장도 통화 국제화에 긍정적인 요인으로 작용한다. 자본시장 조건으로는 채권시장, 특히 국제채권시장이 중요하다⁶¹⁾. 일국 통화가 거시경제적 조건들을 만족하는 경우에도 국제채권시장이 잘 발달되어 있지 않으면 해당 통화의 운용 수단인 금융상품이 제한되기 때문에 통화 국제화에 한계가 있다. 따라서 유동성이 풍부하고

61) 자본시장 발전정도를 국내 주식시장이나 채권시장의 규모(GDP대비)로도 측정할 수 있다. 그러나 중국처럼 큰 규모의 주식시장이나 채권시장이 있다하더라도 자본통제에 따라 접근이 제한적인 경우에는 통화 국제화에 걸림돌이 되기 때문에 통화 국제화에 직접 영향을 줄 수 있는 국제채권시장을 자본시장 조건 변수로 사용하였다. Yang(2011)도 실증분석을 통해서 국제채권시장 발전이 통화 국제화를 제고시킬 수 있으며 통화 국제화는 국내 채권시장 발전에 영향을 준다고 주장하고 있다. 이는 중국이 위안화 국제화를 위해서 홍콩의 역외시장(offshore)을 활용하는 것과 같은 논리라고 볼 수 있다.

금융개방도가 높은 국제채권시장의 존재는 통화 국제화의 가능성을 높인다. 미달러화가 국제통화로서의 지위를 유지하는 가장 큰 이유 중 하나는 미국이 유럽과 일본에 비해서 세계에서 가장 발달한 국제채권시장을 보유하고 있기 때문이다(Gao and Yu(2011)).

뿐만 아니라 통화 국제화는 외환거래나 자본시장 개방과 같은 제도적 조건과도 밀접한 관계가 있다. 일국 통화가 앞서 언급한 거시경제적 조건과 자본시장 조건을 충족한다 하여도 외환거래에 복잡한 규제나 통제가 존재하거나 시장이 개방되어 있지 않으면 통화 국제화는 달성되기 어렵다. 이런 제도적 조건은 각국의 외환거래법령에 의해 관리되기 때문에 통화 국제화는 정책당국의 의지와도 관련이 있다. Kenen(2012) 역시 통화의 국제화 절차 중 금융규제와 외환규제의 완화나 철폐를 첫 번째 필요조건으로 언급하였다. 따라서 통화 국제화가 실현되기 위해서는 금융 및 외환 규제의 완화를 통해 국경간(cross-border) 자본거래가 자유롭게 허용되어야 한다.

특히 위안화 국제화와 관련하여 외환규제나 자본시장 개방 등 제도적 조건은 중요한 의미를 갖는다. Prasad and Ye(2012)는 국제통화로서의 위안화를 무역거래와 금융거래에서의 자유로운 교환, 자본계정의 자유화, 중앙은행이 외환보유액으로 위안화 보유라는 세가지 측면에서 분석하면서 중국 자본계정의 자유화 측면에서 아직까지 국제통화요건을 충족하고 있지 못하다고 지적하였다.⁶²⁾ Subramanian(2012)와 Prasad and Ye(2012)는 경제규모, 무역규모와 금융자유화가 국제통화로서 위안화의 위상을 확보하기 위한 중요한 결정 요소로 보고 중국의 금융개혁과 자본자유화가 성공적으로 진행된다면 향후 위안화가 국제통화의 기

62) 아울러 그는 위안화가 중앙은행의 외환보유 통화가 되기 위해서는 중국의 경제규모, 무역거래와 금융거래의 확대, 자본계정 자유화, 글로벌 금융시장에서 자유로운 거래, 변동환율제, 금융시장 선진화, 안정된 거시경제 등이 선행되어야 한다고 지적하고 있다.

능을 충분히 수행할 수 있다고 예상하였다. 또한 Subramanian and Kessler(2012)도 2010년 이후 위안화는 국제통화로 급부상하고 있다고 평가하면서 위안화 사용이 많은 동아시아 내에는 위안화 경제권(yuan bloc)이 형성되어 있고, 이들 10개국 중 중국과 교역량이 많은 7개국의 통화는 미달러화보다 위안화와 밀접한 관계를 가지며 움직이는 등 역내 위안화의 위상이 점차 높아지고 있다고 평가하였다. 다음 장에서는 이러한 논의를 바탕으로 위안화 국제화의 선결요건들을 분석하였다.

2. 위안화 국제화의 선결조건 분석

가. 중국의 거시경제 조건

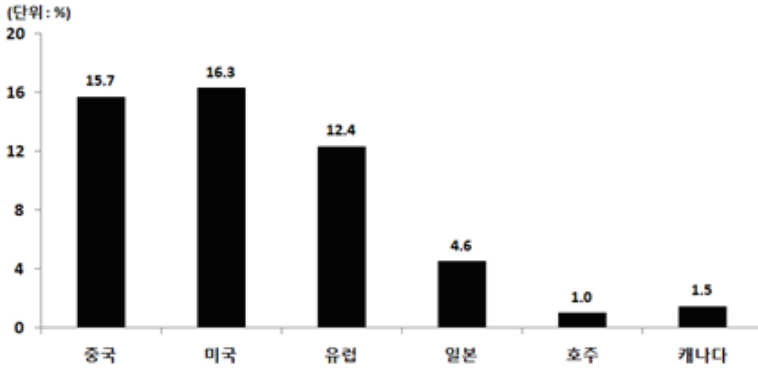
중국은 통화국제화를 위한 거시경제 조건 중에서 가장 기본적인 경제규모 조건을 만족하고 있다. <그림 III-1>에 나타난 바와 같이 2013년 기준으로 전세계 GDP(Gross Domestic Product)에서 차지하는 중국의 GDP(PPP 기준) 비중은 15.7%로서 미국(16.3%)보다는 낮으나, 유럽(12.4%)이나 일본(4.6%)보다 높은 수준이다. 따라서 위안화는 경제규모 면에서 국제화를 달성하기에 유리한 위치에 있다고 할 수 있다.

이와 관련하여 경제규모가 외환정책과 환율 변동성에 주는 영향을 분석한 Martin(1998)은 이론모형과 실증분석을 통해 경제규모와 환율의 변동성은 역U자형의 관계를 갖고 있어 경제규모가 작으면 환율의 변동성이 높아지다가 일정 규모를 넘어서면 경제규모가 클수록 환율의 변동성이 낮아진다고 주장하였다. 따라서 경제규모가 크면 클수록 환율의 변동성이 낮아지기 때문에 통화 국제화에 유리하다고 볼 수 있다.⁶³⁾

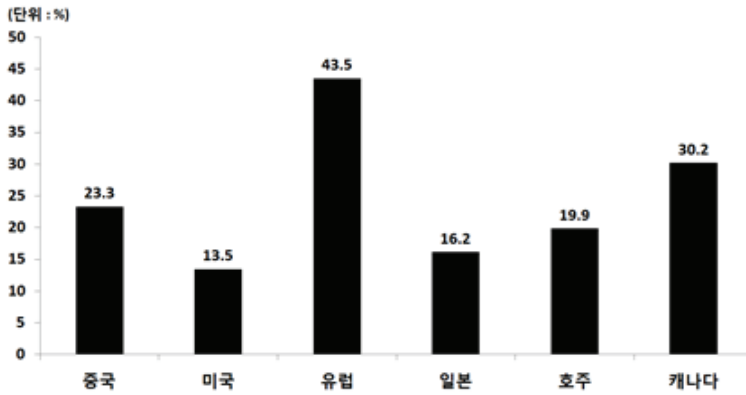
반면 중국의 경우, 막대한 교역규모를 바탕으로 수출 의존도(GDP 대비 수출규모)가 23.3%에 달해 미국(13.5%), 일본(16.2%)보다 높은 편이다. 그러나 경제규모가 크더라도 높은 수출 의존도는 위안화 국제화에 부정적 요인으로 작용할 수 있다. 왜냐하면 중국 경제에서 수출이 차지하는 비중이 높을수록 대외경제의 변화 등의 외부 충격에 민감하게 반응할 수 있기 때문이다.

63) 중국 위안화 환율의 경우 관리변동환율제도를 채택하고 있어 환율변동성과 관련한 국별 비교는 의미가 크지 않아 보인다.

<그림 III-1> 세계 GDP 및 수출 비중



<GDP비중(PPP기준)>



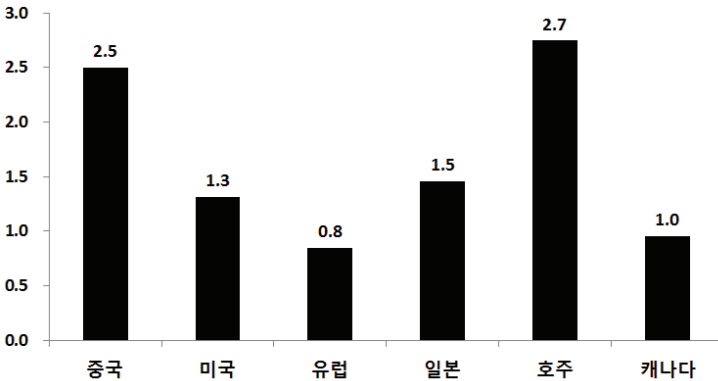
<수출비중(GDP대비)>

주 : 2013년 기준

자료: IMF

또한 통화 국제화를 위해 통화가치의 신뢰가 중요한데 <그림 III-2>에서 보는 바와 같이 중국은 호주를 제외한 주요 선진국보다는 높은 인플레이션을 보이고 있다. 경제규모가 크더라도 물가가 지속적으로 상승한다면 통화의 실질가치는 하락하므로 위안화의 가치저장 기능을 확보하기 위해서는 통화 가치가 안정적으로 유지되어야 한다. 높은 인플레이션을 보이는 통화는 실질 가치를 낮추기 때문에 해당통화의 보유를 제약한다. 중국의 물가수준이 지금 보다 하향 안정화되어 통화가치의 신뢰가 높아지는 경우 위안화 국제화에 긍정적인 요인으로 작용할 것으로 보인다.⁶⁴⁾

<그림 III-2> 주요국 인플레이션



주 : 2013년 기준
 자료: IMF

64) 그러나 각 국별로 경제발전 단계가 상이하므로 물가수준을 직접비교하여 통화가치의 신뢰를 평가하는 데는 다소 무리가 있을 것으로 생각된다.

나. 중국의 자본시장 조건

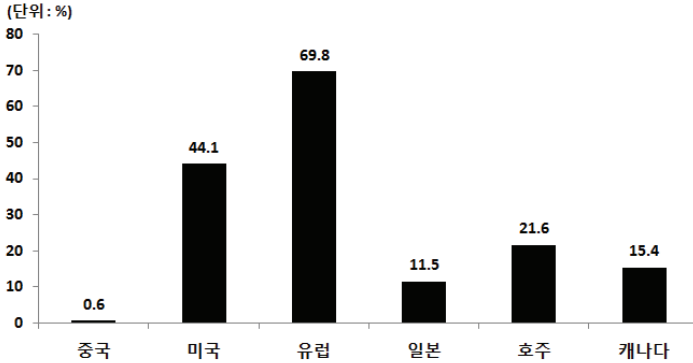
한 국가의 자본시장 발전은 해당국 통화가 국제적으로 이용되는데 큰 역할을 한다. 만일 자본시장이 잘 발전되어 있지 않거나 개방되지 않으면, 위안화를 보유한 외국인은 이 자금을 운영할 금융 수단이 제약받게 되기 때문이다. 반면 자본시장이 충분히 발전되고 개방된 경우에는 해당국 통화는 가치저장의 기능을 충분히 수행할 수 있다. 따라서 자본시장 발전은 투자통화로서 국제통화의 지위를 향상시킬 수 있다.

Dailami and Masson(2011)과 현석·이상현(2013)은 이러한 자본시장의 조건으로 무엇보다도 국제채권시장의 중요성을 들고 있다.⁶⁵⁾ <그림 III-3>은 2013년 기준으로 주요국의 GDP대비 자국통화표시 해외채권의 발행 규모를 나타낸다. 먼저 자국통화표시 해외채권발행 비중을 보면 미국(44.1%), 유럽(69.8%)은 물론 호주(21.6%), 캐나다(15.4%)에 비해서도 중국(0.6%)은 상당히 낮은 수준을 보이고 있다.

이는 아직 중국 자본시장이 충분히 발전되지 않고 개방되지 않았음을 단적으로 보여주는 예이다. 최근 홍콩과 영국 등의 국제금융센터를 중심으로 위안화채권의 역외 발행이 증가하는 추세이지만 그 규모는 아직 의미 있는 수준은 아니다. 이는 중국 위안화의 국제화가 진전되기 위해서는 무엇보다 금융시장 효율성과 위안화표시 국제채권시장의 발전 필요성이 큼을 시사한다.

65) 자본시장 발전정도에 대한 다양한 지표들이 존재하나 본고에서는 국제채권시장에서의 채권발행 비중이 통화국제화와 가장 관련이 깊다는 점에서 이를 이용하여 분석하였다.

<그림 III-3> 주요국의 국제채권 비중



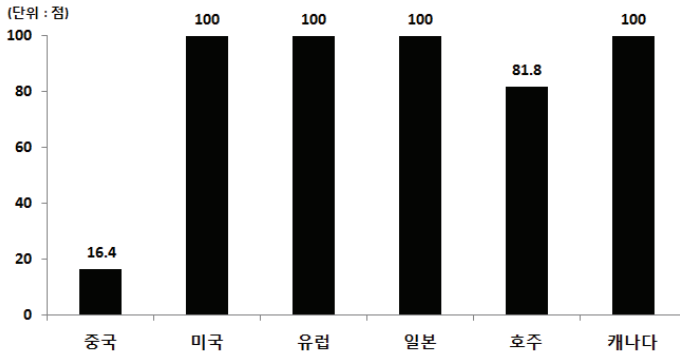
주 : 2013년 기준 GDP대비 비중
 자료: BIS, IMF, WB

다. 중국의 제도적 조건

앞장에서 논의한 바와 같이 중국은 위안화 국제화를 추진하면서 QFII, RQFII, 후강통 등 다양한 경로를 통해 자본시장을 부분적으로 개방해 왔다. 그럼에도 불구하고 중국의 자본시장 개방도는 아직 매우 낮은 수준이다. <그림 III-4>에 나타난 바와 같이 Chinn-Ito 지수에 의한 중국의 자본시장 개방도는 2013년 기준 16.4로 나타나 미국, 유럽, 일본은 물론 호주, 캐나다 등에 비해 훨씬 낮은 수준을 보이고 있다.⁶⁶⁾ 이러한 낮은 자본시장 개방도는 위안화 국제화에 걸림돌로 작용하고 있으나 향후 중국의 자본시장 개방 및 자본계정 자유화 등으로 위안화의 국제 수요는 점차 증가할 것으로 예상된다.

66) 자본시장 개방도와 관련한 자세한 논의는 제 IV-1장을 참고하기 바란다.

<그림 III-4> 주요국의 금융개방도 지수



주 : 1) 유럽은 유로화 사용 국가들의 평균치
2) 원자료를 0~100사이의 범위로 조정함
3) 2013년 기준

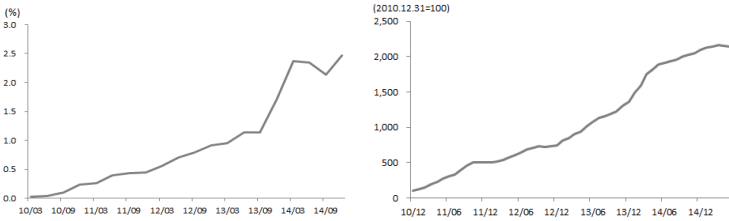
자료: Chinn and Ito(2008)

<참고> 위안화 국제화 지수

위안화의 국제화 정도를 추정하고 있는 중국인민대학 및 SC은행의 위안화 국제화지수를 살펴보면, 중국 정부의 위안화 국제화 추진 이후 빠른 속도로 국제화가 이루어지고 있는 것으로 나타나고 있다.

무역, 금융거래 및 국제보유통화 등 세부부분으로 나누어 지수화한 중국인민대학의 위안화 국제화지수는 2010년 첫 발표 이후 현재까지 약 세배 이상 상승하였으며 홍콩, 런던, 싱가포르 위안화 관련 비즈니스를 대상으로 지수를 구성하고 있는 SC은행의 위안화 국제화지수도 높은 증가세를 보이고 있다.

<그림 III-5> 위안화 국제화 지수



<중국인민대학 국제화지수¹>

<SC은행 국제화지수²>

- 주 : 1) 위안화 무역결제, 국제금융시장에서의 활용도, 외환보유통화로서의 활용도 등을 지수화한 척도로 0~100을 기준으로 측정
 2) 2010년 12월 31일을 기준시점(기준지수 100)으로 하여 홍콩, 런던, 싱가포르 등 세계 3대 역외 위안화 시장을 대상으로 수신액, 덤섬본드 및 CD, 무역결제 및 기타 국제결제, 외환거래 등 4개 핵심부분의 성장세를 반영하여 산출

자료: 중국인민대학, Bloomberg

이러한 위안화 국제화지수의 빠른 상승세는 위안화 국제화의 초기단계에서 역외 위안화 유동성이 빠르게 증가하고 있는데 기인한다. 중국의 거대한 경제규모와 중국 정부의 적극적인 위안화 무역결제 촉진정책 추진으로 무역결제 통화로서 위안화의 범용성은 점차 아시아 주변국으로부터 전세계 무역결제 시장으로 확대되어 가고 있다.

그러나 중국 자본시장의 개방이 지연되는 경우 역외 위안화 유동성 흡수를 통한 국제화 진전을 저해하는 요인으로 작용할 수 있다. 최근 채권시장 개방 확대 등 개방일정이 진일보하였으나, 전면 개방까지는 다소 시일이 걸릴 것으로 예상되므로 향후 위안화 국제화 진전여부는 이에 크게 좌우될 것으로 보인다. 다만, 현재로서는 역외 위안화 금융시장 육성에 대한 중국정부의 의지 및 주요국의 위안화 금융상품에 대한 관심 확대 등으로 향후 위안화 국제화는 점차 가속화될 것으로 전망된다.

3. 위안화 국제화 가능성에 관한 실증분석

가. 실증분석 모형

본 장에서는 위안화 국제화 가능성을 확률 모형을 이용하여 실증분석 하였다. 본고에서는 현석·이상현(2013) 연구에서와 같이 통화 국제화를 통화의 국제적 통용 범위에 따라 완전국제화와 부분 국제화로 구분하였다. 즉, 완전 국제화는 앞서 정의한대로 해당국의 통화가 제3자 간의 거래에서 제약이 없으며 국제통화로서 거래, 투자, 보유의 3가지 기능을 보유하여 G5와 같이 외환보유고로 사용되는 경우를 나타낸다. 그리고 부분 국제화의 경우 상기 두 조건을 만족하여도 해당국 통화가 외환보유고로 이용될 비중이 매우 낮거나 지역적으로만 이용되는 통화로 국경간 거래에 이용되는 경우를 의미한다.

이를 위해 모형의 종속변수를 통화 국제화의 분류기준에 따라 미달러화나 유로화의 경우 완전 국제화의 경우는 3의 값을, 부분 국제화는 2의 값을, 그리고 비국제화는 1의 값을 부여하였다.

분석모형은 국제화의 확률을 시산하기 위해서 아래와 같이 비선형 순위로짓(ordered logit) 모형으로 설정하였다.

$$\Pr(y_{i,t} = j) = \Pr(\kappa_{j-1} < ME_{i,t}\psi + CM_{i,t}\lambda + IS_{i,t}\delta + u_{i,t} \leq \kappa_j) \quad (1)$$

단, $j \in \{1, 2, 3\}$

식 (1)에서 $y_{i,t}$ 는 통화 국제화의 정도를 나타내고, $ME_{i,t}$ 는 통화 국제화를 위한 거시경제적 조건을 나타낸다. 거시경제적 조건에는 각국의

경제규모(GDP 비중), 무역의존도와 인플레이션 등이 포함된다. $CM_{i,t}$ 는 자본시장 조건을 나타낸다. 자본시장 조건에는 GDP대비 자국통화표시 해외채권발행비중 등이 포함된다. $IS_{i,t}$ 는 금융개방도를 나타낸다. κ_j 는 각 통화 국제화 유형 확률의 절삭점(cut-off point)을, $u_{i,t}$ 는 로지스틱 분포를 따르는 오차항을 나타낸다. 기본적으로 순위로짓모형은 비선형 확률모형이기 때문에 식 (1)의 추정결과로부터 위안화의 완전국제화 확률($\Pr(y_{i,t} = 3)$)과 부분국제화의 확률($\Pr(y_{i,t} = 2)$)을 다음과 같은 방법으로 계산할 수 있다.

$$\Pr(y_{i,t} = 3) = 1 - \frac{1}{1 + \exp(-\kappa_2 + X_{i,t}\hat{\beta})} \quad (2)$$

$$\Pr(y_{i,t} = 2) = \frac{1}{1 + \exp(-\kappa_2 + X_{i,t}\hat{\beta})} - \frac{1}{1 + \exp(-\kappa_1 + X_{i,t}\hat{\beta})} \quad (3)$$

여기서 $X_{i,t} = [ME_{i,t}, CM_{i,t}, IS_{i,t}]$ 이고, $\hat{\beta} = [\hat{\psi}, \hat{\lambda}, \hat{\delta}]'$ 이다.

나. 분석 자료

추정에 사용된 분석 자료는 BIS, IMF, WB(World Bank)와 Chinn and Ito(2008)의 자료를 사용하였다. 우선 각국의 GDP, 인플레이션 및 무역량은 IMF 자료를 이용하였다. GDP는 실질구매력(Purchasing Power Parity: PPP)기준으로 작성된 각국의 GDP 비중을, 인플레이션은 원자료를 사용하였으며, 무역자료는 DOTS(Direction of Trade Statistics)를 이용하였다. 외환시장과 채권시장 데이터는 BIS 자료를 이용하였다. 외환시장 자료는 BIS가 3년마다 조사하는 서베이자료(Triennial central bank survey)를 이용하였으며 채권시장 자료는 BIS가 분기별로 발간하는 BIS Quarterly Review를 이용하였다.

금융개방도는 각국의 국경간 금융거래 제약수준에 관한 정보가 있는 AREAER(Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions)의 지표를 이용하여 측정된 Chinn-Ito지표를 이용하였다.⁶⁷⁾ AREAER에서는 다음의 4가지 항목에 대한 정보를 포함하고 있다.

- 다양한 환율(multiple exchange rates)의 존재 여부(k_1)
- 경상거래(current account transaction)에 대한 제약(k_2)
- 자본거래(capital account transaction)에 대한 제약(k_3)
- 수출수익의 공출(the surrender of export proceeds) 요구사항(k_4)

AREAER에서는 각 항목에 제약이 있는 경우 1의 값을 부여하지만 Chinn and Ito(2008)는 국경간 자본거래의 통제가 아닌 개방도를 측정하기 위해 제약이 없는 경우 1의 값을 부여하였다. 특히 Chinn and Ito(2008)는 4가지 항목(환율, 경상거래, 자본거래, 수출수익의 공출) 중 자본거래에 관한 사항은 다음과 같이 5개년의 평균치를 이용하였다. 즉, $SHAREk_{3,t} = \left(\frac{1}{5} \sum_{i=1}^5 k_{3,t-i} \right)$ 이후 이 지표들의($k_{1,t}, k_{2,t}, SHAREk_{3,t}, k_{4,t}$) 주성분 분석을 통해 Chinn-Ito지표, 즉 금융개방도를 작성하였다.

다. 실증분석 결과

아래의 <표 III-4>에 나타난 실증분석 결과에 따르면 완전국제화를 위해서는, 경제규모(GDP 비중), 자본시장의 발전(GDP대비 자국통화표시 국제채권), 금융개방도의 증가가 통계적으로 유의한 양(+의 영향을 보여 통화국제화에 긍정적인 효과를 주는 것으로 분석되었다. 또한 무역

67) Chinn-Ito지표는 대외개방정도를 지수화한 것으로 국내외 자본이동에 대한 규제정도의 지표로 수치가 클수록 대외개방도가 높은 것을 의미한다. 원자료는 http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm에서 얻을 수 있다.

의존도의 경우에는 음(-)의 값을 가지면서 통계적 유의성이 높아 무역의존도 증가가 통화국제화에 부정적 효과를 갖는 것으로 분석되었다. 반면 인플레이션은 통계적 유의성은 낮으나 인플레이션 상승이 위안화의 완전국제통화로 이용될 확률을 낮추는 것으로 분석되었다.

<표 III-4> 통화국제화의 결정요인 분석결과

변수명	모형	
	I	II
▶ 거시경제적 조건		
GDP 비중	0.93 *** (4.79)	0.39 *** (3.6)
무역의존도 (수출/GDP)	-0.02 *** (-2.95)	-0.02 *** (-3.68)
인플레이션	-0.01 (-0.06)	-0.10 (-0.71)
▶ 자본시장 조건		
자국통화표시 해외채권/GDP	0.34 *** (3.38)	0.22 *** (4.02)
▶ 제도적 조건		
금융개방도	0.03 *** (3.61)	0.04 ** (3.82)
▶ 기타 통계량		
절삭점1	2.18	1.27
절삭점2	13.76	8.77
Pseudo R ²	0.63	0.55
관측치	131	131

주 : 1) 모형I은 명목 GDP, 모형II는 PPP 기준 GDP로 추정
 2) () 숫자는 Z-통계량을 나타내고, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10%의 유의수준을 의미
 3) 분석기간은 2001, 2004, 2007, 2010, 2013년
 자료: IMF, BIS, WB

한편 분석모형을 이용하여 각 통화가 외환보유고로 이용될 확률을 계산한 결과에 따르면, 위안화의 부분 국제화 확률은 92.0%로 호주달러화(75.9%)나 캐나다달러화(84.9%)보다 높은 것으로 추정되었다. 그러나 미달러화와 같이 완전 국제화된 통화로 이용될 확률은 현재로서 7.3%에 지나지 않는다. 이는 경제규모 측면에서 보면 위안화가 완전 국제화의 기준을 충족하고 있지만 금융개방도나 국제채권시장의 발전 정도가 매우 낮은 수준에 머물고 있기 때문이다.

반면에 일본, 호주, 캐나다의 경우, 경제규모는 중국에 훨씬 못 미치나 자국통화표시 해외채권의 비중과 금융개방도가 상대적으로 크게 나타나고 금융개방도와 국제채권의 비중도 높아 중국 위안화보다 완전 국제화될 확률이 큰 것으로 나타나고 있다. 여기서 엔화의 완전 국제화 확률이 호주달러화와 대동소이한 것으로 나타나고 있는데, 이는 엔화가 일본의 경제규모에 비해 국제채권시장의 발전이 미흡한데 따른 결과로 보인다.⁶⁸⁾

결론적으로, 위안화가 현재와 같은 부분 국제화의 수준을 뛰어넘어 미달러화와 유로화와 같이 완전 국제화된 통화가 되기 위해서는 경제규모를 뒷받침할 수 있는 국제채권시장의 발전과 금융개방도를 높이는 정책적 노력이 중요하다고 할 수 있다. 이는 이들 요소가 국제투자통화 및 준비자산통화로서의 기능을 만족시키기 위해 필수적으로 요구되기 때문이다.

68) IMF의 '외환보유액 통화별 구성보고서(Composition of Official Foreign Exchange Reserve: COFER)'에서는 호주달러화·캐나다달러화의 국제통화로서의 중요성이 높아지면서 2012년부터 준비자산통화(reserve currency)로 편입하여 발표하고 있어 비전통적 준비자산통화(non-traditional reserve currency)로서의 지위를 인정하고 있다.

<표 III-5> 완전국제화와 부분국제화 예측확률

(단위: %)

통화	완전국제화	부분국제화	GDP 비중	자국통화표시 해외채권/GDP	금융개방도
중국 위안화	7.3	92.0	15.7	0.6	16.4
미국 달러화	100.0	0.0	16.3	44.1	100.0
유로화	100.0	0.0	12.4	69.8	100.0
엔화	23.7	76.1	4.6	11.5	100.0
호주 달러화	22.9	75.9	1.0	21.6	81.8
캐나다 달러화	14.7	84.9	1.5	15.4	100.0

주: 각 예측된 확률들 중 일부 통화의 결과만 보고하였음

라. 시나리오 분석

위안화 국제화의 성공여부에 따라 향후 국제통화시스템체계(international monetary system)에도 변화가 예상된다.⁶⁹⁾ 일부에서는 미 달러화 중심의 현 체제가 당분간 지속될 것으로 보기도 하나 위안화를 포함한 다극통화체제가 형성될 것이라는 견해도 설득력을 얻고 있다.

기존 연구들은 위안화 국제화 가능성을 및 국제통화체제 변화 가능성에 대해 정성적으로 평가하고 있을 뿐 구체적인 데이터를 통해 그 가능성과 시점에 대한 분석은 거의 없어 이에 대한 연구가 필요하다. 이러한 관점에서 본 연구에서는 통화 국제화의 중요한 결정요인인 GDP 및 무역 비중의 전망치와 추정치를 각각 이용하여 향후 위안화가 달러화, 유로와 같이 완전 국제화된 통화로 이용될 시기를 추정하였다. 분석에 사용된 데이터는 2013년까지는 실제 데이터를, 2014년부터 2020년까지는 IMF WEO(World Economic Outlook) 전망치를 사용하였다. 또한 무역비

69) 이와 관련하여서는 제IV-3장 및 World Economic Forum(2012), Dailami and Masson(2011) 등을 참조하기 바란다.

중은 GDP비중을 이용한 추정치를 사용하였다. 아울러 중국 금융개방도와 (국제)채권시장의 발전 정도에 따라 위안화 국제화의 가능성이 얼마나 변화하는지를 가정한 세가지 시나리오를 설정하고 각 시나리오에 따른 정태적 시뮬레이션 분석을 통해서 위안화 국제화의 가능성을 검토하고자 한다⁷⁰⁾.

- 시나리오 #1: 현재의 금융개방도와 국제채권시장 발전 정도를 유지하는 경우 2020년 위안화가 완전 국제화된 통화로 이용될 확률
- 시나리오 #2: 현재의 금융개방도를 유지하면서 국제채권시장을 발전(미국 수준)시킨 경우 2020년 위안화가 완전 국제화된 통화로 이용될 확률
- 시나리오 #3: 금융개방도를 완전히 개방(100)하고, 국제채권시장을 발전(미국 수준)시킨 경우 2020년 위안화가 완전 국제화된 통화로 이용될 확률

아래 <표 III-6>에서 나타난 시나리오별 시뮬레이션 결과를 보면, IMF 추정대로 2020년 중국의 GDP가 전세계에서 차지하는 비중이 현재 15.7%에서 18.9%로 증가하는 경우(시나리오 #1), 위안화가 완전 국제통화로 이용될 가능성은 21.0% 수준에 머무는 것으로 추정된다. 이는 경제규모만으로는 완전 국제화된 통화가 될 확률은 매우 낮은 것을 보여준다.

만일 중국이 금융개방도를 현재와 같은 수준을 유지하면서 미국과 유사한 수준의 국제채권시장을 갖게 되는 경우(시나리오 #2) 위안화가 완전 국제통화로 이용될 가능성은 100.0%로 증가한다. 이는 현재 중국 정부가 위안화 국제화를 위해 국내 채권시장 발전과 홍콩을 중심으로

70) 정태적 시뮬레이션에서는 중국 위안화가 미국 달러와 같이 완전 국제화가 되기 위해서는 상당한 시간이 걸린다는 것을 보이기 위해서 장기적인 과제인 완전 금융개방과 발전된 국제채권시장이라는 비현실적인 가정을 두고 분석하였다.

한 역외 위안화 채권시장 발전을 위해서 정책적 노력을 기울이는 것과 맥락을 같이 한다고 할 수 있다.

마지막으로 금융시장의 개방과 함께 위안화표시 해외채권의 비중을 2013년 미국과 비슷한 수준으로 증가시킬 경우(시나리오 #3), 위안화는 준비자산통화(reserve currency)로 이용될 가능성이 100.0%에 가까운 것으로 나타난다. 이러한 분석결과에 따르면, 위안화가 국제통화로서 위상을 갖추고 준비자산통화로 이용되기 위해서는 금융시장의 개방과 함께 위안화표시 금융상품을 늘리는 것이 중요함을 시사하는 것이다.

<표 III-6> 위안화 국제화의 정태적 시뮬레이션 결과

시나리오	GDP 비중(%)	금융개방도	위안화표시 해외채권/GDP(%)	완전국제화 확률(%)
현재 (2013년기준)	15.7	16.4	0.6	7.3
#1	15.7 → 18.9	16.4	0.6	21.0
#2	18.9	16.4	0.6 → 44.1	100.0
#3	18.9	16.4 → 100.0	0.6 → 44.1	100.0

- 주: 1) 2020년 GDP 비중은 IMF 추정치를 이용
 2) 금융개방도는 완전개방 수준(100)으로 증가한다는 가정을 적용
 3) 위안화표시 해외채권/GDP은 2013년 미국 수준(44.1%)을 적용

한편 위안화가 미달러화나 유로화를 능가할 수 있는 시기와 속도에도 관심이 모아지고 있다. 위안화의 국제적 이용을 위해서는 많은 시간이 필요하며 대체로 2020년~2030년이 되어야 국제적으로 사용 가능할 것으로 보는 견해가 지배적이다. 현재 상황과 향후 중국 정부의 노력으로 미루어 볼 때 상당 시간이 필요하지만 장기적으로 위안화는 국제통화로 사용될 가능성은 높다고 할 수 있다.

이러한 관점에서 위안화 국제화의 가능성과 구체적인 시기를 분석하기 위해서 <표 III-7>와 같이 네가지 시나리오를 상정하고 동태적 시물레이션을 아울러 실시하였다.

<표 III-7> 동태적 시물레이션의 시나리오별 가정

	경제규모	금융개방도	국제채권시장
시나리오0(s0)	IMF GDP와 인플레이션 전망	16.4	0.73
시나리오1(s1)	상동	16.4	채권시장의 급성장을 반영하기 위해 지수함수형태로 가정 ⁷¹⁾
시나리오2(s2)	상동	단계적 개방 2020년 한국수준 개방	0.73
시나리오3(s3)	상동	단계적 개방 2020년 한국수준 개방	채권시장의 급성장을 반영하기 위해 지수함수형태로 가정

각 시나리오별 시물레이션 결과를 보면, 중국 정부가 2020년까지 금융개방도에 큰 변화 없이 현재 상태를 유지하는 경우(시나리오s0), 위안화의 완전 국제화 확률은 앞서 살펴본 대로 21% 수준에 머무는 것으로 분석되었다.

그러나 현재와 같이 홍콩을 중심으로 한 역외 국제채권시장이 급속하게 성장해 나간다면 (시나리오s1) 완전 국제화 확률은 57% 수준까지

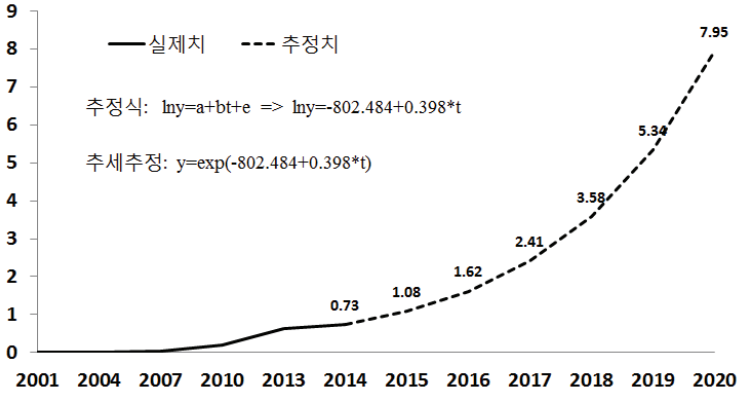
71) 홍콩을 중심으로 급속하게 발전하고 있는 국제채권시장(역외시장)의 추세가 지속될 것이라는 가정하여 지수함수를 사용하였다.

상승하는 것으로 추정되었다. 다만, 이러한 추정 결과는 자본시장의 완전 개방을 전제로 하는 것으로 급속하게 금융개방도를 높이는 것은 현재 중국 금융자본시장의 발전 정도와 금융시스템 수준을 고려한다면 쉽지 않은 정책적 선택으로 판단된다.

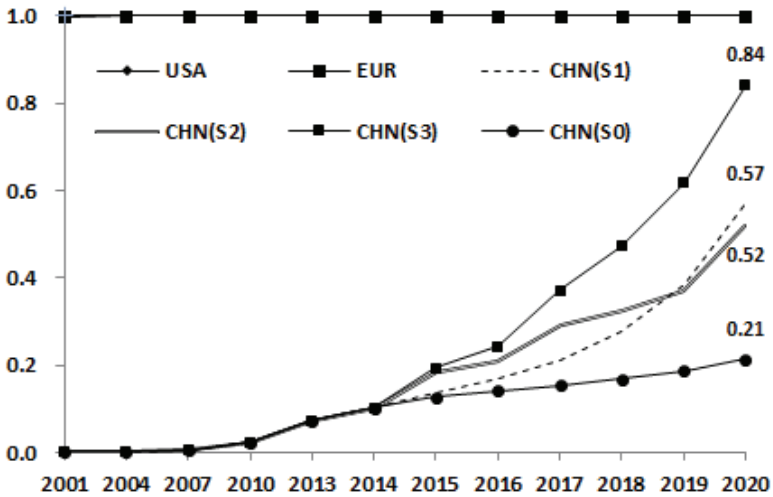
따라서 점진적으로 금융개방도를 높여서 2020년에 한국 수준으로 금융개방도를 높이는 경우(시나리오s2)를 가정하면 위안화 완전 국제화 확률은 52%로 추정된다. 마지막으로 시나리오 1과 2의 가정을 혼합하여 금융개방도를 높이면서 국제채권시장을 발전시켜 나간다면(시나리오s3) 완전 국제화 확률은 84%로 높아지는 것으로 분석되었다. 이러한 추정 결과에 비추어 볼 때 위안화가 미달러화와 유로화를 대체할 수준에 도달하는 가능성과 시기는 위안화 국제채권시장발전과 자본시장개방에 관한 중국 정부의 정책적 노력과 의지에 크게 좌우된다고 판단할 수 있다.

이러한 분석과 관련하여 Subramanian(2011)은 2022년경에 위안화가 미달러화의 지위를 능가할 것으로 전망하였으나, Prasad and Ye(2012)는 위안화 국제화와 국제통화시스템의 관계를 분석하면서 중국 정부가 결국 자본이동 통제를 점차 완화하더라도 위안화가 단기간에 미달러화를 대체하기는 힘들 것으로 분석하였다.

<그림 III-6> 위안화 국제채권시장 전망



<그림 III-7> 동태적 시뮬레이션 결과



4. 소결

현재까지 위안화 국제화는 중국의 막대한 경제규모 및 정부의 적극적인 정책적 지원과 함께 주요국 역외시장의 위안화 수요 증가를 배경으로 비교적 빠른 속도로 진행되고 있다. 그러나 위안화 국제화의 수준은 미달러화나 유로화와 같은 완전국제화 통화와 비교하면 아직 초기단계에 있다고 할 수 있다.

본 장에서의 실증분석 결과에 따르면, 위안화가 부분 국제화될 확률은 92.0%로 호주달러화나 캐나다달러화보다 높으나 미달러화와 같이 완전 국제화된 통화로 이용될 확률은 현재 7.3% 수준에 불과하다. 이는 무엇보다 중국의 금융개방도가 미흡하고 국제채권시장의 발전 정도가 매우 낮은 데 따른 결과이다. 이런 점에 비추어 볼 때 장기적인 위안화 국제화의 성공 여부 및 진전 속도는 채권시장 등 금융시장의 질적 발전과 관련한 제반 여건의 변화가 가장 중요한 요인이 될 것으로 보인다.

현재 중국의 금융시스템은 은행대출위주의 간접금융 중심으로 금융부분의 과도한 리스크 집중과 기관투자자의 투자상품 편중으로 경제발전에 필요한 금융의 기능이 미흡한 것으로 평가된다. 따라서 채권시장의 확대와 이를 통한 다양한 자금조달 채널의 확충은 금융산업의 질적 개선을 통해 위안화 국제화를 뒷받침할 것으로 생각된다. 특히 중국 채권시장은 그간의 양적성장에도 불구하고 중국의 자본시장 미개방과 각종 규제 등으로 외국인 투자자들의 중국 채권시장 접근에 걸림돌이 되고 있다.⁷²⁾ 중국이 은행간 채권시장에 대한 외국인 투자를 허용하는 등 자본시장 개방을 차질없이 이행하는 경우 국제투자통화로서 위안화의 투

72) 2014년 국제결제은행(BIS) 통계에 따르면 중국채권시장(홍콩 제외) 규모는 약 4조달러로 10년 전에 비해서 9배 증가하여 세계 6위 규모의 시장으로 성장하였으나 외국인투자비중은 3% 내외로 매우 작은 수준이다.

자매력도가 높아질 것이라는 점에서 위안화 국제화에 필수적이라 할 수 있다.

이런 점에서 최근 중국이 은행간 채권시장에 대한 투자제한을 완화한 것은 의미 있는 조치로 평가된다. 최근 외국기업에 대해 중국 국내채권시장에서 자금조달 수단을 제공하는 판다본드 발행을 기존의 허가제에서 등록제로 완화하는 경우 시장개방 및 자본자유화 속도도 더욱 빨라질 것으로 보인다. 이 경우 기업들의 중국내 사업기회가 확대되고 채권발행을 통한 위안화 조달수요 확대가 예상된다. 이 점에서 위안화 국제화에 긍정적인 요인으로 작용할 전망이다. 그러나 현재 판다본드는 중국 본토 채권시장에서 발행되므로 중국 법제도의 틀에 기초를 두고 있으나 아직까지 일반기업의 판다본드 발행에 대해서는 구체적인 법이 존재하지 않아 이에 관한 제도적 정비가 긴요한 것으로 보인다.

아울러 덤섬본드 등 역외 위안화 채권시장의 활성화도 위안화 국제화의 중요한 요소로 작용할 전망이다. 덤섬본드 등 역외 채권시장 확대는 위안화표시 국제채권시장의 확대를 의미하는 것으로 위안화 금융자산에 대한 투자수요를 증대시키기 때문이다. 향후 중국이 자본자유화를 추진하는 과정에서 역외 위안화표시채권 발행에 보다 유연한 입장을 보이는 경우 중국 및 글로벌 금융기관의 역외 채권발행 수요도 증가할 것으로 예상된다. 다만, 역외 채권시장이 원활히 작동하기 위해서는 환율의 유연성 제고와 자본거래 규제의 지속적 완화가 요구되며 역외시장에서의 유동성 확보도 중요한 과제라 하겠다.

한편 대중국 투자의 국내환류에 대한 제도의 미비도 위안화 국제화를 위해 개선되어야 할 점으로 보인다. 최근 일부 자본계정의 자유화 진전에도 불구하고 아직 자본거래에 대한 금융기관의 참가 자격, 심사·인가 프로세스, 투융자규모, 자금 흐름의 방향 등에 대해 엄격한 규제가 존재하고 자본거래를 통한 직접투자도 엄격히 제한되어 있다. 판다본드

의 경우에도 조달된 위안화 자금이 해외로 유출되는 것은 외환관리와 관련된 사항으로서 주무당국인 외환관리국(SAFE)의 입장이 명확하지 않은 상황이다. 이러한 자본거래의 제한은 중국 본토 위안화자산의 대규모 대내투자자와 해외 위안화표시자산의 중국 본토시장에 대한 투자가 제한된다는 것을 의미한다. 이는 결국 국제통화로서 위안화의 역할을 제약하는 요인으로 판단된다.

IV. 위안화 국제화가 국제금융질서에 미치는 영향

1. 글로벌 자본이동에 미치는 영향
2. 위안블록 및 역내 환율동조화 가능성
3. SDR 편입 배경 및 국제통화체제에 대한 영향

IV. 위안화 국제화가 국제금융질서에 미치는 영향

위안화 국제화의 진전은 국제금융시장은 물론 국제통화체제 등 금융질서에 장기적으로 영향을 미칠 것으로 예상된다. 앞서 논의한 바와 같이 위안화의 국제화는 국내 자본시장에 대한 개방 및 금융자유화를 기본 전제조건으로 하고 있다는 점에서 중국 자본시장의 발전을 가져옴은 물론 중국자본의 해외 및 역내로의 양방향 자본이동을 증가시킬 것으로 보인다. 또한 이는 중국의 포트폴리오자금을 중심으로 한 외자의 유출입 규모가 크게 확대되면서 글로벌 불균형 면에서도 막대한 경상수지 흑자가 외환보유액 축적으로 나타난 지금까지와는 다른 양상이 나타날 것으로 예상된다.

한편 중국을 포함한 역내 국가간의 높은 무역연계성과 더불어 금융연계성도 확대되면서 위안화 환율의 변동이 역내 국가의 통화가치에 미치는 영향을 점차 증가시키고 역내 국가에 대한 중국의 영향력이 점차 커질 것으로 보인다. 이는 중국 자본시장과 역내 및 글로벌 금융시장과의 통합이 진전되면서 위안블록의 형성이 가속화됨을 의미하며 그 결과 중국의 통화 및 환율정책 변화가 역내 국가경제에 미치는 영향이 더 밀접해 질 것으로 전망된다.

보다 장기적인 관점에서는 위안화가 SDR 바스켓 구성통화로 편입되면서 미달러화와 유로화에 이은 주요 국제통화로 자리매김할 가능성이 있을 것으로 보인다. 이는 국제통화체제가 현재보다 다극체제로 변화함을 의미하는 것으로 국제금융시장에서 위안화에 대한 수요 확대, 준비자산통화로의 역할 증대 등이 이루어질 것으로 보인다.

이하에서는 위안화 국제화의 진전은 역내 및 글로벌 금융질서에 미칠 영향을 국제자본이동의 확대, 위안블록의 형성 가능성 및 환율동조화, 그리고 국제통화체제 변화 가능성 등을 중심으로 분석하였다.

1. 글로벌 자본이동에 미치는 영향

중국은 위안화의 국제화를 위해 글로벌 자본 및 금융시장으로의 위안화 공급을 확대하는 데 정책의 초점을 두고 있다. 이를 위해 중국은 주요국과 통화스왑계약(currency swap agreement)을 체결해 오는 한편 역외 위안화시장(off-shore renminbi market)이 빠른 속도로 발전할 수 있도록 다양한 정책적 지원 노력을 기울이고 있다. 그 결과 위안화의 해외 사용이 무역결제 자금을 중심으로 빠르게 증가하고 있다.

이와 병행하여 중국 당국은 국내 자본시장개방 및 일련의 금융개혁 조치를 추진하여 중장기적으로 국제통화로서 위안화의 신인도를 높여나감으로써 위안화를 미달러화에 버금가는 국제통화로 발전시키는 전략을 추구하고 있다고 할 수 있다.

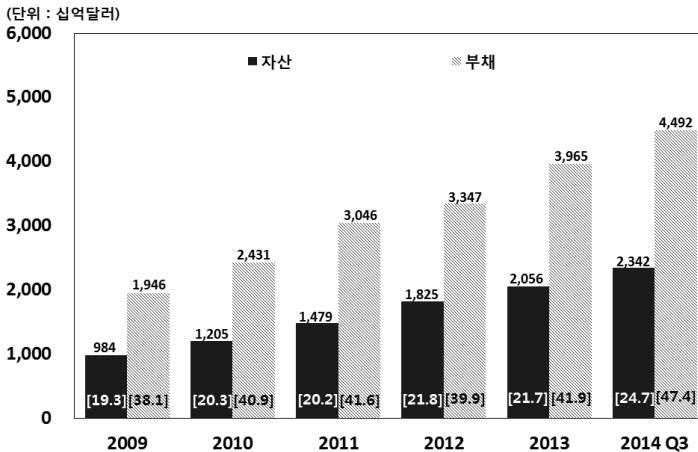
이러한 맥락에서 위안화의 국제화가 진전될수록 글로벌 금융시장에서 위안화 공급이 늘어나게 되면서 향후 국제자본이동에도 상당한 영향을 줄 것으로 보인다. 본 장에서는 중국의 자본유출입 현황을 살펴보고 위안화 국제화 진전에 따라 향후 예상되는 국제자본이동의 변화와 그에 따른 영향을 분석해 보았다.

가. 중국의 자본유출입 현황

중국의 자본유출입 규모는 아직까지 자본시장개방의 미흡 등으로 여타 국가에 비해 낮은 수준에 머물러 있다. 국제투자대조표(International Investment Position: IIP)를 통해 자본 및 금융거래를 통한 중국의 국제투자 현황을 살펴보면 외국인의 대중국 투자 규모(liabilities)는 2014년 3/4분기말 현재 4조 4,920억달러로 GDP의 47.4%를 차지하고 있는 반면

준비자산(reserve assets)⁷³⁾을 제외한 민간부문의 대외투자자산(assets) 규모는 같은 기간중 2조 3,420억달러로 GDP의 24.7%에 머물러 있는 것으로 나타나고 있다. 이는 현재 중국으로의 국제투자 자본 유입이 대외자산의 유출 규모를 상회하고 있음을 의미한다. 다만, 대외자산과 대외부채의 증가 속도에 있어서는 2010년~2014년중 연평균 각각 18.4%와 19.0%로 증가함으로써 비슷한 양상을 보이고 있다.

<그림 IV-1> 중국의 대외투자 자산 및 부채 추이



주 : 1) 자산 중 지급준비금은 제외, 2) []는 GDP 대비 비중
 자료: IMF

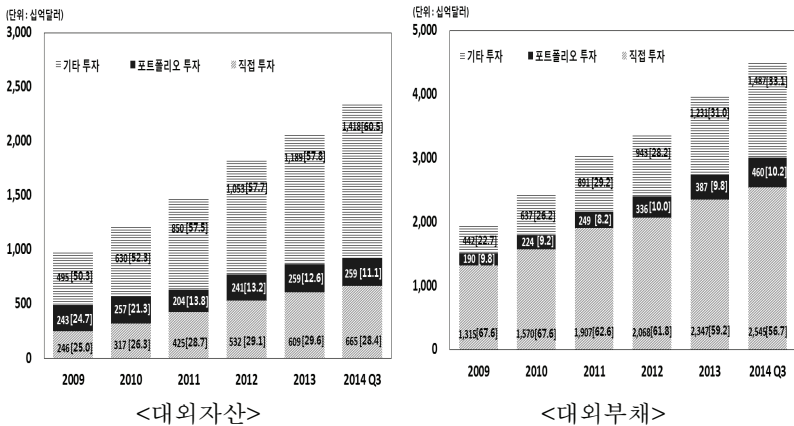
대외자산 및 부채를 구성항목별로 살펴보면 부채항목 중에서는 직접 투자(FDI) 규모가 가장 큰 비중을 차지하고 있다. 2010년말의 전체 대외부채에서 직접투자가 차지하는 비중이 67.6%에 달하였으나 2014년 3/4

73) 중국의 대외준비자산은 2013년말 현재 3조 8,494억달러로 민간부문의 대외자산규모를 상회하고 있다.

분기말에는 56.7%로 다소 줄어드는 추세이다. 또한 은행차입 등 기타투자자부채 잔액은 2014년 3/4분기말 현재 1조 4,870억달러로 전체의 33.1%를 차지하고 있다. 이에 반해 부채항목중 포트폴리오투자(portfolio investment)는 2014년 3/4분기말 현재 4,600억달러로 전체 부채의 10.2%에 그치고 있는데, 이는 아직까지 본격적인 국내 자본시장 개방이 이루어지지 않은 데 주로 기인한다.

대외자산 항목 중에서는 기타투자자산이 60.5%로 가장 큰 비중을 차지하고 있으며 그 다음으로는 직접투자자산(28.4%)이 차지하고 있다. 반면 대외 포트폴리오투자 자산은 전체 대외자산에서 차지하는 비중이 11.1%인 2,590억달러에 그쳐 대외부채의 경우와 마찬가지로 그 비중이 가장 낮은 것으로 나타났다.

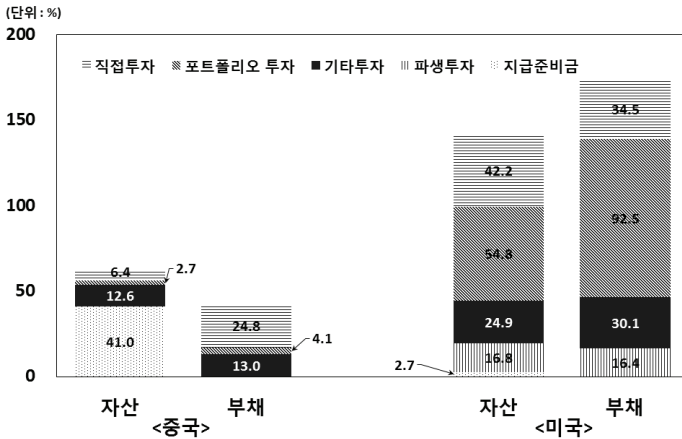
<그림 IV-2> 중국의 항목별 대외투자 추이



주 : 1) []는 총 자산 및 부채 대비 각 항목별 비중
 자료: IMF

한편 중국의 국제투자 현황을 미국과 비교하여 보면 중국의 외국인 직접투자 부채(FDI liabilities)는 2013년 기준으로 GDP대비 24.8%로 미국(34.5%)과 상대적으로 차이가 크지 않으나 포트폴리오 투자(portfolio investment)의 경우에는 자산과 부채 항목에서 큰 차이를 보이고 있다. 즉 같은 기간의 경우 중국의 대외투자(assets)는 GDP대비 2.7%에 그치고 있는 반면 미국의 경우에는 54.8% 달하여 상당한 차이를 보이고 있고, 부채 항목에 있어서도 미국이 GDP대비 92.5%를 나타낸 반면 중국은 4.1%에 그치고 있는 상황이다. 이는 향후 중국의 자본시장 개방 및 금융자유화 조치가 예정대로 진전될 경우 위안화의 국제화가 더욱 촉진되면서 중국의 포트폴리오투자를 중심으로 한 자금유출입 규모가 양방향으로 모두 크게 확대될 가능성이 있음을 시사하는 것으로 판단된다.

<그림 IV-3> 중국과 미국의 국제투자 비교



주 : 1) 2013년말 기준, 2) 각국 GDP 대비 비중
 자료: IMF

나. 자본유출입 규모 추정

국제자본이동 중 포트폴리오 투자 자금은 일반적으로 글로벌 유동성(global liquidity)이나 위험선호(risk appetite), 세계 경제성장률 등 대외적 요인과 다양한 국가별 대내 요인에 따라 영향을 받는 것으로 알려져 있다. 국가별 요인으로는 주로 경제성장률 차이 및 내외금리차 등 경제 펀더멘탈(economic fundamentals) 요인은 물론 주식시장의 시가총액 등 자본시장의 성숙도(financial market deepening), 자본시장 개방도(capital market openness) 등이 중요한 변수로 인식되고 있다.

중국의 경우 최근 위안화 국제화를 지원하고 금융시장 발전을 촉진하기 위해 국내 자본시장에 대한 자유화 계획을 발표⁷⁴⁾하는 등 제도 변화가 있을 것으로 예상됨에 따라 적어도 제도적인 측면에서 자본시장 개방도가 높아질 전망이다. 이 경우 중국 자본거래를 통한 포트폴리오투자 자금의 유출 및 유입 규모가 자본시장 개방도가 유사한 다른 나라 수준으로 커질 것으로 가정해 볼 수 있다.

본장에서는 향후 예상되는 중국의 자본유출입 규모를 추정해 보고자 한다. 추정방법에 있어서는 회귀분석 등을 이용한 직접 추정 보다는 자본시장 개방도에 따른 다른 나라의 국제자본 이동 정도를 비교 평가함으로써 향후 중국의 자본유출입 규모를 간접적으로 추정하는 방식을 이용하였다. 이는 자본시장 개방도가 유사한 나라의 경우 자본유출입 규모 및 잔액도 비슷한 수준을 보일 수 있다는 점을 전제로 한다.

74) 중국은 2014년중 상해와 홍콩의 주식시장 상호투자 허용, 예금금리의 상한 확대(기준금리의 1.5배), 일일 환율변동허용폭을 2.0%로 확대한 데 이어 향후에도 은행간 채권시장 개방 확대, 심천-홍콩간 주식교차거래 허용 및 비거주자의 중국내 금융상품 투자 허용, 역내기관의 해외 위안화채권 발행 제한 점진적 완화, RQFII 한도 확대 등 자본자유화 조치를 지속적으로 시행해 나갈 계획이다.

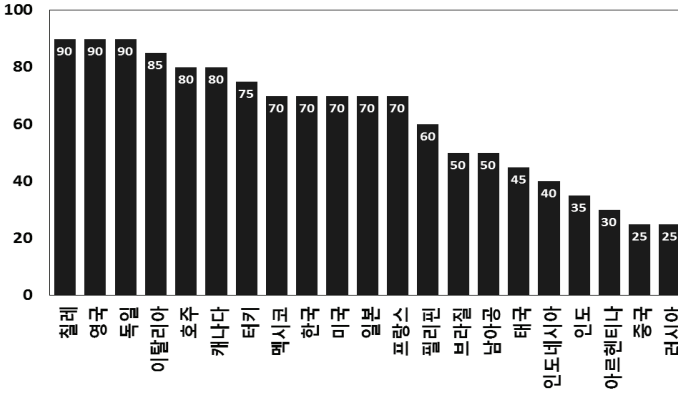
이를 위해서는 우선 자본시장 개방도를 국별로 비교해 볼 필요가 있다. 현재 중국의 자본시장 개방도는 높지 않은 것으로 평가되고 있는데 Chinn and Ito(2008)의 연구에 따르면 중국의 제도적(de jure) 및 실질적(de facto) 자본시장 개방 정도는 매우 낮은 수준으로 평가하였다. He et al.(2012)의 연구에서도 중국은 자본시장 개방도를 4그룹으로 분류할 경우 가장 낮은 수준의 개방도를 나타내고 있는 것으로 분석하고 있다. 그러나 중국의 국내 자본시장 개방 및 금융자유화 계획이 차질 없이 이행될 경우 지금보다 개방도가 크게 높아질 것으로 예상된다.

본 연구에서는 세계 22개 선진국 및 신흥국을 대상으로 제도적(de jure) 및 실질적(de facto) 자본시장 개방 정도를 감안하여 세 그룹으로 구분해 보았다⁷⁵⁾. A그룹은 제도적 및 실질적 자본시장 개방도가 낮은 국가를, B그룹은 제도적으로 자본이동의 제약이 크지 않으나 실제 포트폴리오 투자자금의 유출입이 제한적으로 일어나는 국가를, C그룹은 제도적 및 실질적 개방도가 모두 큰 나라를 가정하였다. 여기서 제도적 개방도란 법제도상 자본이동에 제약이 있는지 여부로 판단하며 실질적 개방도는 제도의 상이에도 불구하고 실제 자본유출입이 일어나는 규모를 파악함으로써 추정한다. 본 연구에서는 실질적 개방도 추정을 위해 경제 규모 대비 포트폴리오 투자의 부채잔액을 실질적 자본이동 규모로 파악하였다.

주요국의 개방도를 제도적 및 실질적 측면에서 비교해 보면 다음 <그림 IV-4> 및 <그림 IV-5>와 같이 중국의 경우에는 두 가지 측면에서 모두 개방도가 가장 낮은 수준인 것으로 분석되었다.

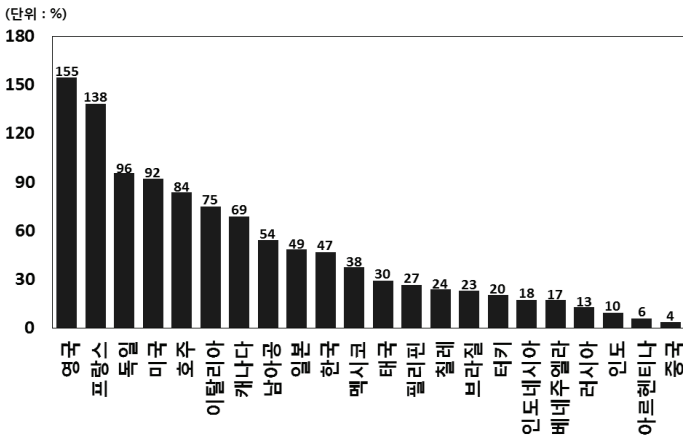
75) He et al.(2012)의 연구에서와 같이 IMF의 AREAER를 바탕으로 하되, 본고에서는 포트폴리오 투자자금의 실질적인 이동 규모에 따른 실질적 개방 정도를 아울러 감안하였다.

<그림 IV-4> 주요국의 제도적(de jure) 개방도



주 : Heritage Foundation의 2015년 투자자유화 지수기준
 자료: Heritage Foundation

<그림 IV-5> 주요국의 실질적(de facto) 개방도



주 : 1) 2013년말 포트폴리오 투자 부채/명목 GDP, 2) 소수점 첫째자리에서 반올림
 자료: IMF

이러한 국별 개방도를 바탕으로 분석 국가들을 세 그룹으로 분류한 결과는 다음과 같다. 단, 국가의 선정에 있어서는 표본국가 선정에 따른 편향(bias)을 최소화하기 위해 홍콩, 싱가포르 등 경제규모에 비해 자본 유출입이 매우 큰 나라는 제외하였다. 중국의 경우 그룹 A로 분류되어 인도, 인도네시아, 러시아 등과 같이 자본시장 개방도가 가장 낮은 국가로 분류되었다.

<표 IV-1> 국가별 자본시장 개방도 분류

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

한편 자본시장 개방 정도에 따른 그룹별로 국제투자대조표상의 자본이동 규모를 평균적으로 살펴보면 개방도가 가장 높은 그룹C와 개방도가 가장 낮은 그룹A의 경우 자본이동 규모가 큰 차이를 보이는 것으로 나타났다. 이를 자본이동의 형태별로 구분하여 직접투자자금, 포트폴리오 투자자금 및 은행부문 자금이동 등으로 나누어 자세히 살펴보면 다음 <표 IV-2>과 같다.

이에 따르면 자본시장 개방도별로 가장 큰 차이를 보이는 것은 포트폴리오 투자인 것으로 나타났다. 즉 그룹A 국가들은 대외 포트폴리오 투자 자산의 경우 평균잔액이 2013년을 기준으로 GDP대비 2.5%에 불과한 반면 그룹B 및 그룹C의 경우 각각 15.3%로 69.0%로 큰 차이를 보였다. 또한 포트폴리오 투자 부채의 경우에도 그룹A는 13.4%인 것으로 나타났다. 또한 그룹B와 그룹C의 경우 각각 29.1%와 89.5%인 것으로 분석되었다. 특히 중국의 경우에는 국내 자본시장 개방이 본격적으로 이루어지

지 않아 포트폴리오부채가 GDP에서 차지하는 비중은 평균적인 그룹A 국가에도 크게 미치지 못하는 4.1%인 것으로 나타났다.

<표 IV-2> 개방도별 국제투자 평균 규모

(단위: %)

		그룹 A	중국	그룹 B	그룹 C
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

자료: IMF

이러한 시산 결과는 향후 중국의 자본시장 개방화가 진전될 경우 현재의 A그룹에서 2020년⁷⁶⁾경까지는 제도적 제한사항이 상당부분 완화되어 그룹B와 유사한 수준의 자본유출입 행태를 보이는 것으로 가정할 경우 향후 포트폴리오투자를 중심으로 한 자본유출입 규모가 크게 확대될 수 있음을 시사한다. 다만 자본시장 개방 등 제도변경이 정착되고 실질적인 국제자본 이동 규모가 확대되어 그룹C 수준으로 이어지는 데는 보다 장기간이 필요할 것으로 보인다.

이상에서의 가정을 토대로 2013년 실제치 대비 2020년경 중국의 항목별 국제투자규모를 전망해 본 결과는 <표 IV-3>과 같다. 여기서 중국의 명목GDP 전망치는 IMF의 WEO 자료를 이용하였다.

76) 중국 정부의 제12차 5개년(2011~2015년) 계획 및 향후 자본자유화 일정을 감안하였다.

<표 IV-3> 중국의 국제투자 규모 전망

(단위: 십억달러)

		2013	2020	변동액
직접투자	자산	609.1 (29.6) [0.8]	2,795.2 (31.3) [2.9]	2,186.1
	부채	2,347.5 (59.2) [3.1]	5,622.7 (41.8) [5.8]	3,275.2
	포지션 ¹⁾	-1,738.4	-2,827.5	-1,089.1
포트폴리오투자	자산	258.5 (12.6) [0.3]	2,472.0 (27.7) [2.5]	2,213.5
	부채	386.8 (9.8) [0.5]	4,701.7 (34.9) [4.8]	4,314.9
	포지션 ¹⁾	-128.3	-2,229.7	-2,101.4
기타투자	자산	1,188.8 (57.8) [1.6]	3,651.5 (40.9) [3.8]	2,462.7
	부채	1,230.9 (31.0) [1.6]	3,134.5 (23.3) [3.2]	1,903.6
	포지션 ¹⁾	-42.1	517.0	559.1
명목GDP	중국	9,469.1	16,157.1	
	전세계	75,470.9	97,249.9	

주 : 1) 포지션=자산-부채, 2) ()는 자산 및 부채에서 차지하는 각각의 비중을 의미하며, []는 전세계 명목GDP에서 차지하는 비중(%)을 나타냄
 자료: IMF WEO 및 추정치

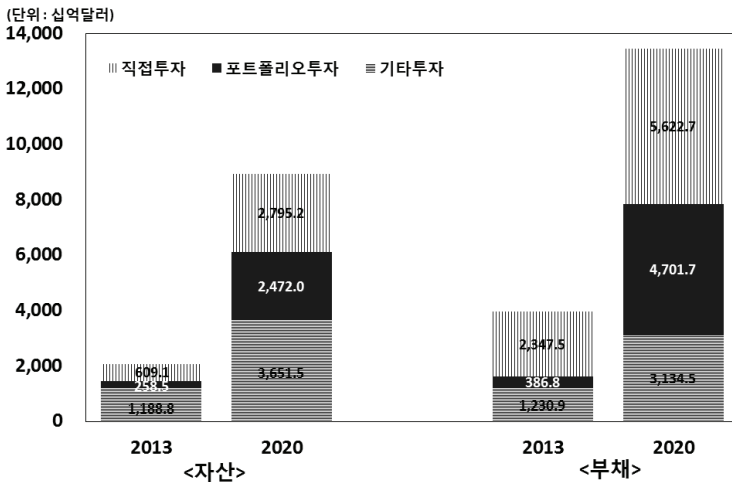
시산결과에 따르면 2020년경까지 대외자산 및 대외부채가 모든 항목에서 크게 증가하는 것으로 나타났다. 직접투자의 경우에는 그간 중국내로의 자본유입이 상대적으로 컸으나 2020년경에는 유입액 못지않게 대외 직접투자 규모도 크게 늘어날 것으로 보인다. 그러나 대외 직접투자의 순포지션(대외자산 - 대외부채)은 여전히 부채가 자산 규모를 두 배 이상 상회함에 따라 마이너스를 기록할 전망이다.

포트폴리오 투자 규모에 있어서도 유입과 유출이 모두 크게 늘어날 전망이다. 2020년경 포트폴리오 투자 자산과 부채의 잔액은 2013년에 비해 각각 10배와 12배 늘어날 것으로 보인다. 그 결과 대외자산 및 부채에서 포트폴리오 투자 항목의 비중은 같은 기간중 자산의 경우 12.6%에서 27.7%로, 부채의 경우에는 9.8%에서 34.9%로 크게 높아질 것으로 예상된다. 그 결과 포트폴리오투자 자산과 부채는 전세계 GDP대비 규모 각각 2.5% 및 4.8% 수준까지 확대될 전망이다. 다만, 중국으로의 포트폴

리오투자 자금 유입은 중국이 자본시장 개방 계획이 예상대로 실행에 옮기고 양호한 경제성장세를 이어가는 경우를 전제로 한다고 할 수 있으며 유출의 경우에도 위안화 국제화 노력 등으로 자국통화의 대외유출 촉진 정책이 지속된다는 점을 가정한 것이라고 할 수 있다.

아울러 은행부문의 자금이동 등을 중심으로 한 기타투자는 2020년경 2013년에 비해 절대 금액이 증가하겠으나 대외자산 및 대외부채에서 차지하는 비중은 각각 감소할 것으로 보인다.

<그림 IV-6> 항목별 대외 자산 및 부채 전망



자료: IMF WEO 및 추정치

이와 같이 2020년경까지 중국자본의 유입 및 유출이 모두 크게 증가함에 따라 중국의 국제투자(international investment)는 전세계 GDP 대비 자산의 경우 2013년의 2.7%에서 9.2%로, 부채의 경우 5.2%에서 13.8%까지 크게 증가할 것으로 추정된다. 이는 중국이 국제자본 이동에

서 차지하는 중요성이 지금보다 높아질 뿐만 아니라 국제금융시장과의 통합(integration) 정도가 크게 높아지게 됨을 의미한다.

다. 자본이동 확대에 따른 영향

위에서 전망한 바와 같이 중국의 자본시장 개방을 동반한 위안화 국제화 진전은 중국으로의 외국자본 유입 및 중국자본의 해외유출에 모두 영향을 줄 것으로 보인다. 이는 글로벌 불균형에 영향을 미침은 물론 역내 국가의 거시정책 운용에도 많은 영향을 주게 됨을 의미한다.

우선 글로벌 불균형과 관련하여 자본이동의 확대는 중국의 막대한 경상수지 흑자가 외환보유액으로 축적되어 온 지금까지와는 달리 향후에는 이의 상당부분이 자본유출로 나타남으로써 결과적으로 글로벌 불균형(global imbalance) 해소에도 일정 부분 영향을 미칠 것으로 보인다.

지금까지 중국은 경상수지 흑자가 지속되는 가운데 직접투자를 중심으로 한 대규모 자본유입으로 늘어난 유동성이 엄격한 자본이동 규제 등으로 해외로 유출되지 못함에 따라 해외 투자보다 국내 저축의 증가로 이어지고 결과적으로 외환보유액의 증가가 지속되었다. 이는 아래 산식에서 보는 바와 같이 저축-투자 갭의 결과인 경상수지 흑자가 자본유출 및 외환보유액 증가로 나타나기 때문이다.

$$S - I = CA = KA(-) + \Delta res(-)$$

여기서 S는 저축, I는 투자, CA는 경상수지, KA는 자본·금융수지, Δres 는 외환보유액변동을 나타낸다.

실제 2003~2013년중 중국은 GDP 규모대비 연평균 경상수지 흑자 규모가 5.0%에 달하였으며 자본금융계정을 통한 자본유입과 더불어 같은 기간중 외환보유액 증가 규모가 GDP대비 연평균 7.8%에 달하였다. 이는 중국의 자본시장 개방 미흡으로 자본의 유출이 제한적인 데 주로 기인한다.

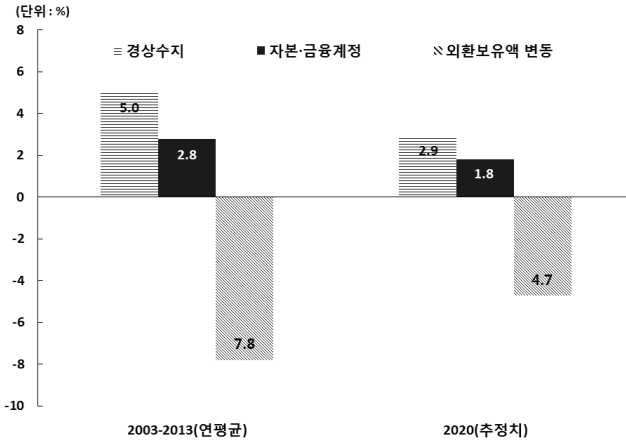
그러나 향후 2020년경에는 이러한 추세에 일정부분 변화가 나타날 것으로 예상된다. 즉, 경상수지는 안정적인 흑자 기조를 보이겠으나 자본금융계정을 통한 순자본유입 규모가 축소되면서 외환보유액 증가도 이전보다 줄어들 것으로 보인다. 2020년경 중국의 순자본흐름을 분석해 추정해 보면⁷⁷⁾ 경상수지가 GDP대비 2.9%의 흑자를 보일 것으로 전망되며, 순자본유입은 유출 확대에 기인하여 과거 평균보다 그 규모가 줄어든 GDP대비 1.8%를 보이는 것으로 추정되었다.⁷⁸⁾ 그 결과 외환보유액 증가는 GDP대비 4.7%로 증가폭이 이전보다 둔화될 것으로 시산되었다.⁷⁹⁾

77) 추정을 위해 중국의 경상수지 흑자는 IMF WEO의 전망치를 이용하였으며 자본금융계정의 유출입 규모는 앞 절의 분석결과를 이용하여 시산하였다.

78) He et al.(2012)은 2020년경 중국의 포트폴리오 투자 포지션이 자산이 부채를 상회하여 양(+)으로 전환될 것으로 전망하였으며, Hooley(2013)는 2025년경 전체적인 중국의 대외투자포지션(IIP)이 양(+)을 보일 것으로 전망하였다.

79) 다만, 이 경우 외환보유액 변동에 대한 추정은 경상수지 흑자 및 국제투자대조표 상의 순자본유입 변동만을 고려한 것으로 국제금융시장 불확실성이나 중국 경제의 경착륙 가능성 등에 따른 자본유출을 무시함으로써 다소 과대 계상된 측면이 있을 것으로 보인다.

<그림 IV-7> 중국의 순자본흐름 전망



주 : 1) GDP대비 비중, 2) 2020년 수치는 2014년 이후 순자본유입 금액이 동일할 규모로 이루어진다고 가정하여 산

자료: IMF WEO 및 추정치

이러한 추정결과에 비추어 볼 때 향후 중국의 대외불균형 규모는 지금보다는 줄어들겠으나 여전히 상존할 가능성이 크다. 이는 중국의 대규모 경상흑자가 지속되는 데다 자본유출입 면에서도 유입이 유출보다 더 큰 데 기인한다. 다만, 국내 자본시장의 개방 및 위안화 국제화의 진전 속도에 따라서는 자본유출입이 가변적일 가능성도 있을 것으로 보인다. 즉, 국내 자본시장 개방 속도보다 위안화 국제화에 따른 해외 포트폴리오투자 증가 및 해외 위안화 표시 금융상품 거래의 증가가 예상보다 더 커지는 경우에는 자본유출 규모가 더 크게 늘어나면서 글로벌 불균형 규모가 위의 산출결과보다 더 축소될 것으로 전망된다.

한편 중국의 자본유출입 확대는 우리나라 등 역내 국가의 거시정책 운용 및 자본시장 발전에 중요한 시사점을 제공하고 있다. 우선 중국의 해외증권투자 확대는 우리나라의 주식 및 채권시장에 자금유입을 확대시

킴으로써 자산가격 상승 등 긍정적인 측면이 있는 반면, 외자 유출입의 변동성을 확대시켜 금융시장의 불안요인으로 작용할 수 있다. 특히 지금까지 중국으로부터의 자본유입은 주로 공적자금을 중심으로 한 장기투자자금의 성격이 강하였으나 중국의 자본시장 개방 및 대외유출 촉진으로 단기적인 성격을 지닌 포트폴리오투자자금의 이동이 활발해 질 경우 우리나라는 물론 역내 및 글로벌 금융시장에 단기변동성 확대요인으로 작용할 전망이다. 따라서 중국의 경제상황 및 통화정책 기초의 변화에 따른 자본유출입 변화 추이에 세심한 주의가 필요할 것으로 보인다.

아울러 중국의 자본시장 개방으로 우리나라 등 역내 국가의 대중국 투자도 지금보다 크게 늘어날 전망이다. 우리나라의 경우 저금리 기조가 장기화되는 상황에서 투자수익률 제고를 위한 대중국 투자 요구가 점차 커지고 있으므로 위안화 국제화 및 중국 자본시장 개방을 기회로 활용할 필요가 있다. 위안화 국제화로 역외시장에서 유동성이 풍부해 지고 위안화 환율의 유연성 제고로 다양한 금융상품의 출현이 가능할 것으로 예상되는 만큼 우리나라 금융기관들도 이에 대비해 나갈 필요성이 클 것으로 보인다. 특히 중국 자본시장에 대한 적극적인 투자를 통해 국내 자본시장이 국제화를 도모해 나감은 물론 국내 금융시장에서도 위안화 금융거래를 활성화함으로써 자본시장의 발전을 촉진하는 기회로 삼을 필요가 있다.

2. 위안블록 및 역내 환율동조화 가능성

미국에 이은 세계 2위의 경제규모를 가지고 있는 중국은 아시아 역내 국가와의 무역 연계성(trade linkage)이 클 뿐만 아니라 최근에는 중국 주식시장의 교차거래 허용 등 자본시장의 점진적 개방으로 역내는 물론 글로벌 경제와의 금융 연계성(financial connectedness)도 점차 높아지고 있다.

뿐만 아니라 중국은 2005년 10월 이후 환율제도를 관리변동환율제도(managed exchange rate system)로 개편한 데 이어 최근까지 환율의 일일 변동허용폭을 확대함으로써 위안화 환율변동의 유연성을 제고해 왔다. 또한 2010년 이후 역외 위안화 시장이 활성화됨으로써 중국내 위안화 환율과 별도로 역외 위안화 환율이 형성되고 있다. 특히 역외시장은 중국 당국의 영향력이 상대적으로 약한 가운데 위안화에 대한 역외시장에서의 수급과 다양한 글로벌 요인들에 의해 위안화 환율이 변동함으로써 무역 연계성이 특히 큰 역내 아시아 국가 통화의 환율에도 영향을 미치고 있는 것으로 보인다.

이러한 실물 및 금융의 연계성과 위안화의 유연성 제고를 바탕으로 역내 위안블록(yuan bloc) 가능성이 제기되고 있으며 그 결과 위안화는 역내 준거통화(reference currency)로서의 역할을 담당하면서 위안화 환율 변동이 아시아 국가 통화에 미치는 영향도 증대되어 온 것으로 판단된다. 이런 점에서 이 장에서는 위안화 국제화 진전 이후 위안블록 가능성 및 위안화 환율변동이 아시아 역내 국가 통화에 미치는 영향력이 어떻게 변화하였는지를 실증분석해 보았다.

가. 위안블록(yuan bloc) 가능성

중국 위안화의 국제화가 진전되면서 중국 경제가 역내국가에 미치는 영향이 커지고 그 결과 위안화 환율 변동이 아시아국가 환율에 미치는 영향도 증가하고 있는 것으로 보인다. 이는 역내 지역에서 과거의 엔 블록(yen bloc)이 영향력을 점차 약화되는 대신 위안블록(yuan bloc)이 새로운 역내금융질서를 형성하고 있음을 시사한다.

위안블록이란 광의에서 보면 역내지역에서 중국의 실물생산이나 무역 등 경제규모가 역내지역의 가장 큰 비중을 차지하면서 역내 무역 및 투자는 물론 관련 금융거래가 위안화를 중심으로 발생하고 그 결과 역내통합이 중국을 중심으로 이루어짐을 의미한다. 이런 의미에서 위안블록은 이미 상당부분 진전되었다고 할 수 있다. 반면 좁은 의미에서 위안블록이란 역내 국가의 위안화 무역 및 금융거래가 확대되면서 각국이 환율을 위안화에 고정시키는 것이 편리하다고 느낄 정도로 발전하는 것으로 정의할 수 있다.⁸⁰⁾ 만약 중국 위안화의 변동에 따라 역내 국가 환율이 시장에서 동일한 움직임을 보이는 것은 이러한 경제블럭화를 반영한 것으로 해석할 수 있다.

과거 아시아 역내에서 중요한 역할을 담당했던 엔화를 대신하여 위안화의 블록 가능성이 커지고 있는 것은 전통적으로 일본 엔화가 수출경합관계를 반영하여 아시아 역내 국가 통화가치 변동에 준거통화로서의 역할을 해 온 것을 대신하여 위안화가 중국의 경제상황 및 외환수급 등을 반영하여 변동하면서 역내 준거통화로서의 역할이 더욱 증대되고 있음을 의미한다.

중국의 역내국가에 대한 영향력 확대와 위안화 환율변동이 역내 아시아 국가 통화에 미치는 영향이 커진 것은 전통적으로 역내 국가간 무역

80) Holloway(1990)를 참조하기 바란다.

연계성이 큰 데다 최근 금융 연계성이 확대되어 온 데에도 기인하는 것으로 보인다. 또한 위안화 환율의 결정도 중국 당국의 영향보다는 점차 시장원리에 따라 결정되도록 하면서 위안화 환율의 유연성(flexibility)이 확대되어 온 데서도 그 원인을 찾을 수 있다.

1) 높은 무역 연계성

역내 국가간 무역의 연계성을 살펴보면 중국의 역내국가에 대한 교역 비중은 과거보다 다소 줄어들기는 하였으나 2014년의 경우 여전히 35% 이상을 유지하는 가운데 각국의 대중국 교역액 비중은 이전보다 확대되는 추세이다. 일본의 경우 대중국 교역액 비중은 2005년중 17.0%에서 2014년에는 20.5%로 증가하였으며 우리나라의 경우에도 같은 기간중 18.5%에서 21.6%로 증가하였다. 홍콩의 경우에는 대중국 교역액이 2014년중 50%를 상회하였으며 특히 10개 아세안 국가의 경우에도 2005년중 9.3%에서 2014년중에는 15.1%로 크게 확대되었다.

뿐만 아니라 역내국가의 무역 상대방으로 일본 보다 중국의 비중이 과거보다 커지고 있다. <표 IV-4>에서 보는 바와 같이 일본과 중국을 제외한 역내 국가가 일본 및 중국과의 무역에서 차지하는 비중을 보면 일본과의 비중은 2005년의 34.0%에서 2014년에는 22.3%로 하락한 반면 대중국 비중은 같은 기간중 72.8%에서 86.9%로 증가하였다. 이러한 무역구조는 단기간에 큰 변화가 일어나기 어려우므로 현재의 역내 무역구조는 위안블록을 가속화시키는 요인으로 작용할 전망이다.

이와 같이 역내 국가간 교역규모의 연계성이 높은 것은 위안화 환율 변동이 아시아 국가 통화의 환율 변동에 영향을 미치는 주요인으로 작용하는 것으로 판단된다. 이는 역내 국가와 중국과의 수출경쟁 관계뿐만 아니라 중국의 경기상황 변화가 위안화 환율과 주변국 환율에 간접적으

로 영향을 주는 데에도 기인한다. 즉, 중국의 경제성장을 하락 등 경기 둔화 우려가 커질 경우 중국당국의 수출경쟁력 확보 노력 등으로 위안화 환율이 상승 압력을 받는 가운데 여타 아시아 국가들도 중국의 경기 둔화에 따른 대중국 수출둔화에 대한 우려 등으로 통화가치가 하락압력을 동시에 받는 것으로 풀이된다.

<표 IV-4> 아시아 주요국의 역내 무역비중

(단위: %)

		중국	일본	한국	홍콩	아세안	합계
2005	중국		13.5	8.2	10.0	9.5	41.2
	일본	17.0		6.4	3.4	13.4	40.2
	한국	18.5	13.3		3.2	9.8	44.9
	홍콩	45.0	8.2	3.3		9.4	65.9
	아세안 ²⁾	9.3	12.5	4.3	4.9		30.9
2010	중국		10.4	7.3	8.0	10.3	36.0
	일본	20.7		6.2	3.0	14.6	44.6
	한국	21.3	10.5		3.1	11.0	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	9.1	11.6	35.3
	일본	20.5		5.7	2.6	14.7	43.5
	한국	21.6	7.9		2.7	12.7	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 무역거래 비중을 의미. 예를 들어 2005년 중국의 전체 무역거래에서 일본무역거래가 차지하는 비중은 13.5%를 나타냄.

2) 아세안(ASEAN) 회원가입 10개국(말레이시아, 싱가포르, 태국, 필리핀, 인도네시아, 브루나이, 캄보디아, 라오스, 미얀마, 베트남)을 의미함.

자료: IMF Direction of Trade Statistics

2) 금융 연계성 증가

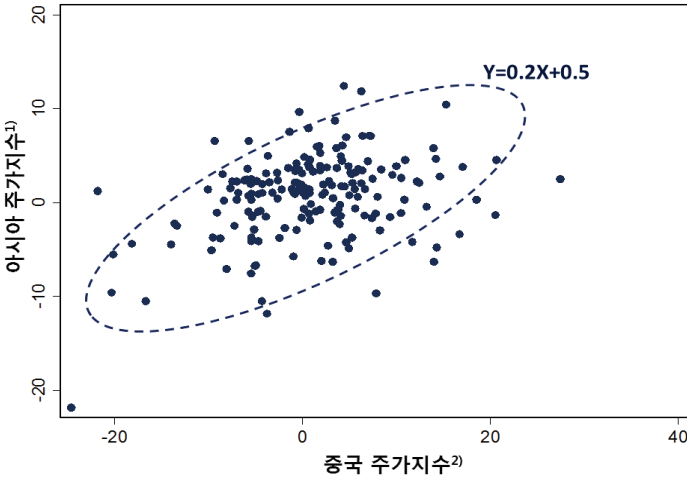
최근 역내 국가와 중국간 금융의 연계성 증가도 역내 국가 통화가치에 대한 위안화 환율의 영향력을 확대하면서 위안블록을 형성하는 요인이라 할 수 있다. 중국과 역내 국가의 금융연계성에 관한 기존의 연구들을 보면 글로벌 금융위기 이후 중국 주가변동은 역내 아시아 국가의 주가에 이전보다 큰 영향을 미치는 것으로 분석되고 있다. 이러한 금융연계성 증가는 결과적으로 위안화와 역내 국가 환율의 동조화 원인으로 작용하는 것으로 보인다.

이에 관한 대표적인 연구로 Huyghebaert and Wang(2010)은 아시아 금융위기 기간중 국별 주식시장의 상호 연계성이 높았음을 주장하였고 Li(2012)는 글로벌 금융위기 이후 중국의 금융개혁 노력 등으로 중국주가 변화가 아시아 국가의 주가에 미치는 파급효과가 커진 것으로 분석하였다. Glick and Hutchison(2013)도 글로벌 금융위기 이후 중국과 역내국가간 금융연계성이 채권시장보다는 주식시장을 중심으로 크게 증가한 것으로 분석하였다. 장홍범·이상헌(2015)의 연구에서는 글로벌 금융위기 이후 동아시아 국가의 주가수익률에 대한 중국 주가의 영향이 미국 주가의 영향력보다 더 크게 나타나는 것으로 분석하였다.

중국 및 역내 아시아 국가의 금융 연계성 증가를 주가지수 변동의 상호 관계를 통해 살펴보면 대체로 두 지표간 정(+)의 관계를 보이는 것으로 판단된다. 즉 아래 <그림 IV-8>에서 보는 바와 같이 월별 중국 주가변동률과 10개 아시아 국가의 평균적인 주가변동률을 살펴보면 동일한 방향으로 변동하는 경우가 더 많은 것으로 보인다.⁸¹⁾

81) 다만, 2014년 이후에는 상해 주가지수의 상대적인 급등으로, 2015년경에는 상해지수의 급락이 이어지면서 정(+)의 관계가 다소 약화된 것으로 보인다.

<그림 IV-8> 중국 및 역내 국가의 주가변동률 관계



주 : 1) 아시아 주가지수는 아시아 지역 10개국(호주, 뉴질랜드, 홍콩, 인도, 인도네시아, 필리핀, 태국, 한국, 싱가포르, 말레이시아)의 전월대비 종합주가지수 변동률 평균자료, 2) 중국 주가지수는 전월대비 상해종합주가지수 변동률, 3) 기간 : 2000년 1월~2015년 7월, 월말 자료

자료: Bloomberg

특히 2015년 6월중과 8월중 중국의 주가가 두 차례에 걸쳐 급락한 이후 역내 국가의 주가도 대부분 동반 하락하는 모습을 보였으며 9월 이후 중국주가가 회복세를 보임에 따라 역내 국가의 주가도 상승하는 등 중국과 역내 국가의 동조화 현상이 뚜렷이 나타났다. 2015년 6~9월 중 중국의 주가와 역내 국가의 일별 주가간의 상관계수(correlation coefficient)를 구해 보면 대부분의 국가에서 0.5 이상의 높은 수준을 보이는 것으로 나타나 중국과 역내국가의 주식시장간 동조화 현상을 뒷받침하는 것으로 보인다.

<표 IV-5> 중국과 역내국 주가지수간 상관계수

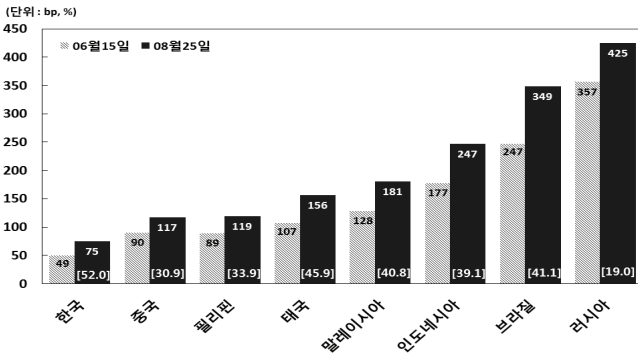
국가	호주	뉴질랜드	홍콩	인도	인도네시아
상관계수	0.72	0.53	0.91	0.55	0.78
국가	필리핀	태국	한국	싱가포르	말레이시아
상관계수	0.76	0.81	0.69	0.80	0.60

주 : 1) 2015년 6월 15일(중국 주가하락 시작일)~9월18일 기준, 2) 상하이 종합지수와 개별국가 주가지수간의 상관계수

자료: Bloomberg

뿐만 아니라 중국의 금융불안은 신흥국의 주가 하락과 통화가치 하락을 초래함은 물론 대부분의 나라에서 CDS(Credit Default Swap)프리미엄이 급등하는 등 국가위험도의 동반 상승을 초래하였다. 즉 중국의 주가가 급락하기 시작한 2015년 6월 15일~8월 25일중 주요 신흥국의 CDS프리미엄 변동률을 보면 중국의 리스크프리미엄 증가폭을 상회하는 수준인 것으로 나타났다. 이는 중국경제의 영향이 금융 경로를 통해 빠르게 역내지역으로 확산됨을 의미하는 것으로 역내 지역의 금융 연계성이 과거보다 커진 데 대한 반증이다.

<그림 IV-9> 신흥국 CDS프리미엄 변동



주 : 1) []는 2015년 6월 15일(중국 주가하락 시작일)~8월25일중 변동률(%)
2) CDS 프리미엄 5년물

자료: Bloomberg

3) 위안화 환율의 유연성 제고

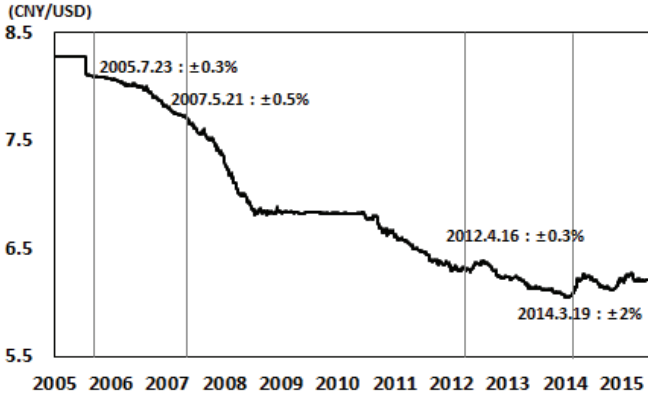
역내 위안화 환율의 유연성 제고와 역외 위안화 환율의 형성도 위안화와 역내 국가 통화가치의 동조화 및 위안블록 요인으로 작용한다. 위안화 환율은 2005년 7월 이후 주요 무역상대국의 통화바스켓을 반영하여 시장수급에 기초한 관리변동환율제도를 시행하고 있다.⁸²⁾ 이 제도 하에서 중국 인민은행은 외환거래센터(China Foreign Exchange Trade System: CFETS)가 매일 오전 시장조성자들로부터 입수한 거래호가를 이용하여 가중평균환율을 산출한 후 자체 통화바스켓 환율을 동시에 감안하여 당일의 매매기준율을 공표해 왔다. 은행간 외환시장(interbank market)에서는 인민은행이 공표한 기준환율을 중심으로 일정한 밴드(band) 내에서 당일의 거래가 가능토록 하였는데 미달러화에 대해서는 최초 0.3%에서 최근 2%까지 허용범위를 확대하여 왔다. 이에 따라 적어도 제도적으로 역내 위안화 환율의 유연성이 제고되었다고 할 수 있다.⁸³⁾

이러한 역내 위안화 환율의 유연성 제고 노력은 역외 위안화 환율변동에 영향을 미칠 뿐만 아니라 환율의 유연성이 위안화 보다 상대적으로 큰 역내 아시아 국가 통화의 환율변동과의 밀접한 관계를 증대시키는 요인으로 작용하는 것으로 생각된다.

82) 2005년 7월 이전에는 단일환율제 및 이중환율제를 거쳐 사실상 고정환율제 형태의 관리변동환율제를 시행한 바 있다.

83) 다만 실제에 있어서는 기준환율이 전일종가와 괴리를 보이는 경우가 많아 인민은행이 기준환율 고시를 통해 시장환율을 경직적으로 유도해 나가는 성격이 강하였다.

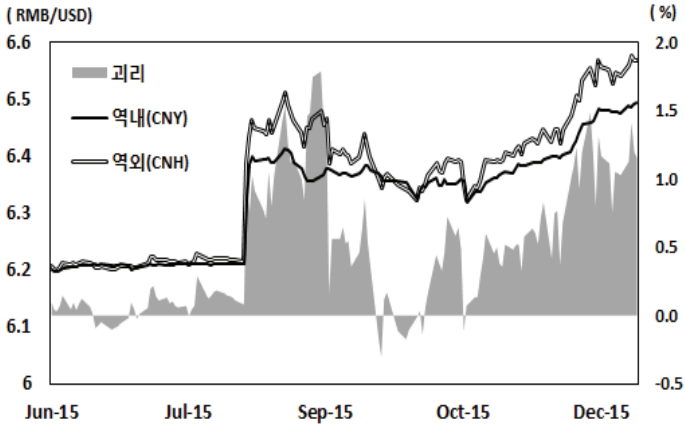
<그림 IV-10> 역내 위안화환율 추이



주 : 1) 각 일자자는 일중변동폭 확대일 및 변동허용폭을 의미
 자료: Bloomberg

뿐만 아니라 위안화 국제화의 한 축을 담당하고 있는 역외 위안화시장에서는 역내 위안화 환율(CNY)과는 별도로 역외 위안화 환율(CNH)이 형성되고 있다. 역외시장은 중국당국의 통제 및 영향력이 크지 않아 역외 위안화 환율이 외환수급요인은 물론 글로벌 금융시장의 다양한 요인들에 의해 변동하고 있다. 아래 <그림 IV-11>은 2015년 6월 이후 역내 및 역외 위안화 환율을 나타낸 것으로 8월중 중국인민은행이 기준환율 산정방식 조정 및 평가절하를 단행한 이후 역외 환율과 역내 환율간의 괴리가 확대된 모습을 보이고 있다. 이는 최근 중국경기 부진에 대한 우려가 커지면서 역외에서 위안화의 약세기대가 더 크게 나타나고 있음을 보여준다. 즉, 역내 및 역외환율과의 괴리는 8월중 확대된 후 10월경 다시 축소되었으나 미 금리인상 등으로 글로벌 금융시장이 영향을 받은 12월경 다시 확대되는 모습이 나타난다. 이러한 역외 위안화의 변동은 역내 아시아 국가 환율에 밀접한 영향을 미치는 요인으로 작용하는 것으로 생각된다.

<그림 IV-11> 역내 및 역외 위안화환율 추이



주 : pril은 역내환율 대비 역외환율의 pril율(%)을 의미
 자료: Bloomberg

한편 아래의 <표 IV-6>은 역내 및 역외 위안화 환율변동을 일일 허용범위(daily band)가 상이한 기간별로 나누어 분석해 본 결과이다. 이에 따르면 역내 위안화의 일일 환율변동 허용범위의 확대와 더불어 일일 환율의 변동률이 다소 상승하는 모습이 나타났다⁸⁴⁾. 또한 각 기간중의 일변환율의 표준편차와 최대변동치도 환율변동 허용범위의 확대와 더불어 더 큰 값을 갖는 것으로 나타났다. 그러나 일일변동허용폭에 비해서는 실제 위안화 환율 변동이 크지 않아 환율의 변동성은 여전히 작은 수준에 머물러 있다.

84) 일일허용범위가 $\pm 0.5\%$ 인 구간이 $\pm 1.0\%$ 기간중보다 더 큰 변동을 보인 것은 글로벌 금융위기 여파에 기인하는 것으로 보인다.

<표 IV-6> 위안화 환율의 일중 변동

기간	2005.7.23 ~2007.5.20	2007.5.21 ~2012.4.15	2012.4.16 ~2014.3.18	2014.3.19 ~2015.12.31
허용변동범위 ²⁾	±0.3%	±0.5%	±1%	±2%
	CNY	CNY CNH ⁴⁾	CNY CNH	CNY CNH
변동률(%) ³⁾	0.04	0.07 0.13	0.06 0.07	0.08 0.14
표준편차	0.05	0.08 0.15	0.07 0.07	0.13 0.18
최대값	0.25	0.72 1.31	0.48 0.44	1.82 2.71

주 : 1) CNY는 역내 위안화, CNH는 역외 위안화를 의미, 2) 매일 오전 고시되는 기준환율 대비 은행간 시장의 당일 거래허용폭을 의미, 3) 일중 절상절하율=[(전일증가-당일증가)/당일증가] 절대값의 기간평균, 4) 2010.8.24.일~2012.4.15일 기준

자료: Bloomberg

4) 시사점

이상의 논의를 종합하여 보면 역내 국가는 중국과 전통적으로 높은 무역관계를 보이고 있을 뿐만 아니라 최근에는 일본과의 무역구조가 중국으로 무게중심이 옮겨가는 양상을 보이고 있다. 또한 위안화의 국제화를 위해서는 중국의 자본시장 개방 및 금융자유화가 필수적으로 요구되는 만큼 위안화 관련 금융거래가 크게 늘어날 전망이다. 이 과정에서 중국 위안화 환율이 역내 국가 환율에 미치는 영향은 더욱 커질 것으로 보인다. 더욱이 중국의 위안화 환율 유연성 제고 노력과 더불어 역외 위안화시장의 육성에 적극적으로 나서고 있어 위안블록의 형성도 가속화될 전망이다.

이러한 점에서 위안화 환율변동이 우리나라 등 역내 국가의 금융시장 및 실물경제에 미치는 영향도 함께 커질 전망이다. 현재 중국의 경제성장률 둔화 등 과거의 고성장에서 점차 하향세를 보이고 있고 최근의 주가급락 등 금융불안이 발생하면서 과거와 같은 위안화의 일방적인 절상기대보다는 단기적인 위안화의 절하기대감도 커지고 있다. 위안화의 절하는 역내 국가환율의 상승을 초래하면서 각국의 거시경제 운용에 중

요한 고려사항으로 작용할 가능성이 있다.

한편으로는 중국의 대규모 경상수지 흑자가 지속되고 있고 위안화 국제화에 따른 위안화 금융자산에 대한 수요도 점차 증가할 것으로 보여 위안화의 질상 요인도 병존하고 있다는 점에서 향후 위안화 환율의 변동성 확대가 예상된다. 이러한 위안화 변동성 확대는 역내 국가 통화 가치의 변동성을 확대시키는 요인으로 작용할 가능성도 클 것으로 판단된다. 이 경우 위안화 금융자산에 대한 수요에 영향을 주면서 국내 주가 등 금융자산 가격에도 영향을 줄 것으로 보인다. 따라서 향후 미달러화와 엔화는 물론 중국 위안화 환율의 변동이 우리나라의 실물경제 및 금융시장에 미치는 영향도 커질 수 있다는 점에 유의할 필요가 있다.

나. 역내 환율과 위안화 환율의 동조화

위안블록 형성이 진전되는 경우 위안화 환율변동이 역내 국가 환율에 미치는 영향이 커질 것으로 예상되는 만큼 여기서는 위안화의 국제화 진전 이후 이러한 영향이 실제 나타나고 있는지를 실증분석해 봄으로써 역내 환율 동조화 및 위안블록 현상이 진행되고 있는지를 분석하였다.⁸⁵⁾

1) 기존 연구

중국의 환율정책 변화가 역내·외 국가 통화에 영향을 주는 연구는 2005년 7월 중국이 관리변동환율제도로 환율제도를 변경한 이후부터 활발히 이루어졌다. Shu(2010)은 중국이 고정환율제도에서 관리변동환율제

85) 여기서는 위안화 환율이 역내 환율의 미치는 영향이 실증적으로 나타나는 경우를 위안화 환율과 역내환율의 동조화 현상이 있는 것으로 가정하였다.

도로 변경한 이후 위안화가 아시아지역에 주는 영향이 두드러지게 나타났음을 밝힌바 있다. Fratzscher and Mehl(2011)는 선진국과 신흥국의 통화가 중국의 환율정책 충격으로 인해 영향을 받는다고 분석하였다.

또한 아시아 역내 주요 국가의 통화에 대해 미달러화와 위안화의 영향을 비교하는 연구도 이루어졌다. Henning(2012)는 동아시아지역 통화의 환율변동에 미치는 미달러화의 영향력은 점차 낮아진 반면 위안화의 영향은 증가하는 추세를 보였다. Subramanian and Kessler(2012)는 2010년에서 2012년 기간 동안 동아시아지역 10개국 통화중 7개국의 통화에 대해 분석한 결과 유로화와 미달러화보다 위안화가 기준통화(reference currency)로서 유의성이 더 큰 것으로 주장하였다.

2) 실증분석 방법

이 장에서는 위안화 환율변동이 아시아 국가 환율변동에 미치는 영향이 나타나는지를 위안화의 국제화 진전 이전과 이후 기간을 중심으로 구분하여 실증분석해 보았다. 우선 이를 위한 추정모형으로는 Frankel and Wei(1994) 등이 사용한 아래 분석모형을 이용한 회귀추정을 사용하였다.

$$\Delta e_{Asian/USD} = a_0 + a_1 \Delta e_{Euro/USD} + a_2 \Delta e_{Yen/USD} + a_3 \Delta e_{Rmb/USD}$$

여기서 Δe 는 각 통화의 명목 환율을 로그(log)변환한 후 1차 차분한 값을 의미한다. 따라서 피설명변수인 $e_{Asian/USD}$ 는 미달러화 대비 아시아 주요국 통화의 환율을 나타낸다. 여기서 설명변수인 유로화 환율(Euro)은 엔화 환율(Yen)이나 위안화 환율(Rmb)과 마찬가지로 미달러화당 환율로 변환한 후 추정하였다.⁸⁶⁾

위안화 환율의 경우 중국내에서 결정되는 역내환율(CNY)과 더불어 역외 위안화시장에서 결정되는 역외환율(CNH)을 동시에 고려하였는데 이는 위안화 국제화 이후 홍콩 등 역외 위안화시장에서 위안화 거래에 대한 청산결제기능이 갖추어 지면서 선물환, 파생상품 거래와 더불어 현물환 거래가 크게 증가하기 시작한 데다 중국내 시장(on-shore market)에서는 중국당국의 개입과 일일변동 허용폭의 적용 등으로 역외시장과 상이한 환율이 결정될 수 있는 점을 고려하기 위함이다.

구체적인 추정방법으로는 우선 패널(panel)분석을 사용하여 아시아 국가환율 변동을 종합적으로 분석한 후 10개 개별 국가의 환율변동을 각각 추정하여 추정결과의 강건성(robustness)을 확보하고자 하였다. 또한 최소자승추정법(Ordinary Least Square: OLS)을 이용하되 아시아 국가환율이 위안화 환율에 주는 반대방향의 영향도 있을 수 있다는 점을 고려하여 도구변수(instrumental variable)를 이용한 2단계 최소자승법(Two Stage Least Square: 2SLS)을 이용함으로써 추정상의 내생성(endogeneity)문제를 해결하였다.⁸⁷⁾ 또한 도구변수의 선정에 있어서는 모형상의 기본적인 변수 외에 국별 리스크 프리미엄을 반영한 CDS프리미엄이나 글로벌 불확실성을 고려한 변동성지수(Volatility Index: VIX) 등의 변수들도 함께 고려하였으며 위안화 환율의 경우에는 전기변수를 도구변수로 사용하였다.

분석기간은 위안화 국제화 진전이후의 변화에 초점을 두고 위안화 국제화 이전 기간(2005년7월~2010년7월)과 이후(2010년8월~2015년7월)기

86) 다만, 추정식에서 계수값 a_2 는 유로환율 및 엔화환율이 미달러화에 대해 변하지 않는 경우를 전제로 하므로 해석상에 다소간의 한계가 존재한다.

87) 이와 관련한 기존의 연구로 Fratzscher and Mehl(2011)는 아시아 통화의 변화는 위안화의 변화에 영향을 주지 않는다고 주장하였으며 Subramanian and Kessler(2012)도 아시아 국가 통화의 환율 변화가 위안화 환율에 주는 영향은 위안화가 아시아 통화에 주는 영향보다 작은 것으로 분석하였다.

간으로 각각 구분하였다. 다만, 위안화가 국제화되기 이전 기간에는 역외 위안화 환율이 효율적으로 형성되어 있지 않으므로 주로 2010년 이후의 분석에 초점을 두었다(추정자료는 일별 데이터를 이용하였다).

3) 실증분석 결과

패널분석을 이용하여 아시아 국가통화에 대한 유로화환율, 엔화환율 및 위안화 환율변동의 영향 분석 결과는 아래 <표 IV-7>와 같다. 우선 위안화 국제화가 본격화되기 이전인 기간 I의 경우 아시아 국가통화들은 유로화와 역내 위안화 환율에 정(+)의 유의한 영향을 받는 것으로 나타났다. 또한 역외 유로화 환율이 형성되기 시작한 기간 II의 경우에도 아시아 국가 통화들은 유로화환율 및 일본 엔화환율은 물론 역내 및 역외 위안화 환율변동의 영향을 받으며 변동하는 것으로 분석되었다. 특히 추정식(4)에서 보듯이 역내(CNY) 및 역외(CNH) 위안화 환율은 각각 아시아 국가 통화환율에 유의한 영향을 미치는 것으로 분석되었다.

이러한 분석 결과는 위안화 국제화가 진전된 이후 역내 위안화환율은 물론 역외시장에서 형성되는 위안화 환율도 아시아 국가 환율변동에 영향을 주고 있음을 의미한다. 이는 전통적으로 아시아 국가들의 환율이 일본과의 수출경쟁관계를 반영하여 일본 엔화환율 움직임에 영향을 받아 온 것과 마찬가지로 최근 중국 위안화의 국제화 진전 이후에는 중국의 경기 상황 및 글로벌 요인을 상당 부분 반영한 위안화 환율의 변동에도 유의한 영향을 받고 있음을 시사한다.

<표 IV-7> 아시아 국가의 환율변동 분석(패널분석)

종속변수 : $\Delta e_{Asia/USD}$

	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 ²	0.1236	0.0749	0.0742	0.0835
Observations	12,935	8,692	8,675	8,555

주: 1) 추정기간: 기간I 2005.7.1.일~2010.7.30일, 기간II 2010.8.2.일~2015.7.13.일
 2) 국가별 환율은 USD대비 각국가별 통화 사용
 3) ()내 t값이며, ***, **, *는 각각 1%, 5% 및 10%의 유의수준을 의미.

한편 아래의 <표 IV-8>는 2010년 8월 이후 기간을 대상으로 위안화 환율변동이 아시아 국가 환율에 미치는 영향을 국별로 각각 분석해 본 결과이다. 실증분석 결과 우리나라 원화는 물론 태국바트화, 인도네시아 루피아화 등 대부분의 나라에서 역내 및 역외 위안화 환율이 각국 통화 환율에 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 특히 호주달러화와 뉴질랜드달러화의 경우 역외 위안화 환율변동의 계수값이 여타국보다 큰 것으로 나타났는데, 이는 두 통화가 상대적으로 국제통화의 성격이 강함에 따라 역외 위안화 시장에서 형성되는 위안화 환율에 더 민감한 영향을 받는 데 기인하는 것으로 판단된다.

<표 IV-8> 아시아 국별 환율변동 분석(국가별 분석)

종속변수 : $\Delta e_{Asian/USD}$

	AUD	NZD	HKD	IDR	INR
C	0.000072 (0.46)	-0.000039 (-0.23)	0.000000432 (0.06)	0.000375** (2.20)	0.000430*** (2.72)
EUR	0.5944*** (21.28)	0.5982*** (19.55)	0.0068*** (5.04)	0.0272 (0.89)	0.1215*** (4.32)
JPY	0.1135*** (4.05)	0.1448*** (4.71)	-0.0006 (-0.42)	-0.0391 (-1.28)	-0.1107*** (-3.94)
CNY	-0.2085 (-1.24)	-0.1837 (-0.99)	0.0209** (2.56)	0.6122*** (3.33)	0.4106** (2.36)
CNH	0.7982*** (6.28)	0.7794*** (5.59)	0.0260*** (4.22)	0.1592 (1.15)	0.6834*** (5.38)
Adjusted R ²	0.3633	0.3304	0.0698	0.0183	0.0947
Observations	1252	1252	1252	1220	1086
	KRW	MYR	PHP	SGD	THB
C	0.000037 (0.28)	0.000223** (1.97)	0.000050 (0.57)	-0.000047 (-0.63)	0.000056 (0.75)
EUR	0.0797*** (3.30)	0.0560** (2.75)	0.0633*** (4.01)	0.3598*** (26.63)	0.1527*** (11.38)
JPY	-0.0032 (-0.13)	-0.0288 (-1.41)	-0.0336** (-2.12)	0.0838*** (6.18)	0.0298** (2.21)
CNY	0.8495*** (5.82)	0.7410*** (6.03)	0.4137*** (4.32)	0.0982 (1.20)	0.1383* (1.71)
CNH	0.3006*** (2.73)	0.4758*** (5.13)	0.3502*** (4.85)	0.3479*** (5.65)	0.3129*** (5.12)
Adjusted R ²	0.0758	0.1121	0.0921	0.4678	0.1739
Observations	1250	1252	1243	1252	1252

주: 1) 추정기간은 2010.8.2.일~2015.7.13.일, 2) 국가별 환율은 USD대비 각 국가별 통화 사용(AUD 호주 달러화, NZD 뉴질랜드 달러화, HKD 홍콩 달러화, IDR 인도네시아 루피아화, INR 인도 루피아화, KRW 한국 원화, MYR 말레이시아 링깃화, PHP 필리핀 페소화, SGD 싱가포르 달러화, THB 태국 바트화, EUR 유로화, JPY 일본 엔화, CNY 중국 본토 위안화, CNH 홍콩 역외 위안화), 3) ()내는 t값이며, ***, **, *는 각각 1%, 5% 및 10%의 유의수준을 의미.

그러나 호주달러화, 뉴질랜드달러화 및 싱가포르달러화는 역내 위안화 환율 변동에 대해서는 유의한 영향을 받지 않은 것으로 나타났으며 인도네시아루피아화의 경우에는 역외 환율의 영향이 크지 않은 것으로 나타났다. 그 밖의 주요국들은 유로화 환율의 약세 영향을 받아 자국 통화의 가치가 하락 영향을 받는 것으로 나타났으나 일본 엔화에 대해서는 인도네시아 등에서 예상과 반대 방향의 부호를 갖는 것으로 나타났다.

한편 위의 분석에서는 국별 환율의 변동방향에 대해 위안화 환율 변동이 아시아 국가 통화의 영향을 미치는 것으로 단순히 가정하였으나 그 반대방향의 영향도 있을 수 있다는 점을 감안하여 도구변수를 활용한 2단계최소자승법(2SLS)을 이용하여 분석해 보았다. 여기서 도구변수(instrumental variable)로는 역내 및 역외 위안화 환율의 전기변수와 글로벌 요인인 변동성지수(VIX) 그리고 국별 CDS프리미엄을 사용하였다. 또한 아시아의 주요 10개국 통화를 이용한 패널분석을 실시하되 국제화 정도가 큰 호주 및 뉴질랜드 통화와 통화위원회제도(currency board system)를 운영하고 있는 홍콩달러화를 제외한 7개국을 대상으로 아울러 분석을 실시하였다.

분석결과 아래 <표 IV-9>에 나타난 바와 같이 아시아 국가통화들은 10개국과 7개국에 상관없이 역내 및 역외 위안화 환율 변동의 영향을 받는 것으로 나타났으며 통계적 유의성도 높은 것으로 확인되어 앞의 분석 결과와 대체로 일치하였다. 또한 변동성 지수나 CDS프리미엄의 상승 등 위험요인의 증가는 아시아 국가 통화가치의 하락을 가져오는 요인인 것으로 분석되었다. 다만 7개국 통화를 사용한 경우에는 아시아 국가 통화에 대한 일본 엔화의 영향이 그리 크지 않은 것으로 나타났다.

<표 IV-9> 아시아 국가의 환율변동 분석(도구변수/패널분석)

종속변수 : $\Delta e_{Asian/USD}$

	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 ²	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) 추정기간: 2010.8.2.일~2015.7.13.일, 2) 국가별 환율은 USD대비 각 국가별 통화 사용, 3) 10개국은 호주, 뉴질랜드, 홍콩, 인도네시아, 인도, 한국, 말레이시아, 필리핀, 싱가포르, 태국 포함, 4) EUR 유로화, JPY 일본 엔화, CNY 중국 본토 위안화, CNH 역외 위안화, VIX는 시카고옵션거래소(Chicago Board Options Exchanges)에 상장된 S&P 500 지수옵션 변동성, CDS는 각국 CDS 프리미엄 5년물, 5) ()내는 t값이며, ***, **, *는 각각 1%, 5% 및 10%의 유의수준을 의미.

이상의 실증분석 결과를 종합해 보면 위안화의 국제화 추진 이후 역내 국가의 환율 결정에 있어 위안화의 영향력이 점차 커져온 것으로 보인다. 이는 전통적으로 역내 국가간 높은 무역연계성과 금융연계성 확대 등으로 역내 국가 환율과 위안화 환율의 동조화가 강화되면서 역내에서 위안블록의 형성이 실제 진행되고 있는 과정으로 판단된다.

3. SDR 편입 배경 및 국제통화체제에 대한 영향

중국은 위안화 국제화를 추진하는 과정에서 IMF의 SDR 편입을 적극적으로 추진해 왔다. 이는 중국이 세계 2위의 실물경제 규모에 걸맞도록 위안화에 대해 준비자산통화의 기능을 갖추도록 함으로써 그 위상을 공고히 하려는 데 목적이 있다.⁸⁸⁾ 지난 2010년 실시된 IMF의 SDR의 바스켓 구성통화에 대한 검토에서 위안화는 SDR에 편입되는 데 실패하였으나 2015년 11월 재검토에서는 지난 5년간 위안화 국제화의 빠른 진전 등에 힘입어 위안화가 SDR 구성통화로 편입되었다.⁸⁹⁾

위안화의 SDR 편입으로 국제금융시장이나 국제통화체제 등에서 당장 큰 변화가 일어나는 것으로 보기는 어려우나 국제사회가 국제통화로서 위안화의 역할을 인정하는 상징적 의미가 크다. 즉 이를 계기로 향후 국제금융질서에서 위안화의 위상이 높아지는 것은 물론 국제금융질서에서 중국의 영향력도 커질 것으로 보인다. 또한 장기적으로는 미달러화 중심의 현 국제통화체제에서 위안화가 일정부분 역할을 분담함으로써 유로화와 더불어 위안화가 3대 국제통화로 부상할 가능성도 제기되고 있다.

이 장에서는 위안화의 SDR 편입 가능성을 점검하여 보고 이에 따른 국제통화체제의 향후 변화 가능성에 대해 분석하였다.

88) SDR은 1969년 IMF가 국제수지 적자국의 유동성을 지원하기 위해 도입하였다는 점에서 SDR 바스켓 구성통화는 준비자산통화로서의 기능을 갖고 있는 것으로 해석할 수 있다.

89) IMF는 매년 5년마다 SDR 구성통화의 재선정을 검토하고 있다.

가. 위안화의 SDR 편입 배경

중국이 위안화의 국제화를 추진하는 것은 기본적으로 경제규모에 걸 맞는 자국통화의 위상을 확립하고 국제금융질서에 영향력을 확대하기 위함이다. 지난 글로벌 금융위기 이후 중국은 금융위기의 원인을 제공한 미국을 겨냥하면서 미달러화 중심의 국제통화체제의 문제점을 수차례 언급하며 초국가적인 통화의 도입 필요성을 주장하였다. 다시 말하여 중국은 IMF의 SDR을 국제통화로 활용하자고 제안하면서 국제통화체제의 개선 필요성을 제기해왔다.

그간 중국 정부의 위안화 국제화 노력에도 불구하고 아직까지 위안화는 SDR 구성통화로서의 요건이 완전히 성숙하였다고 보기 어려운 점이 있으나 최근 IMF는 위안화를 SDR 구성통화에 새롭게 편입하였다. 아래에서는 위안화의 SDR 구성통화 편입 배경을 분석해 보았다.

1) SDR 바스켓 현황 및 선정기준

IMF의 SDR 바스켓에 포함되는 통화는 출범 당시 16개국 통화가 포함되었으나 위안화가 편입되기 이전까지 미달러화, 유로화, 엔화 및 파운드화 등 4개 통화로 구성되어 있었다. 이중 미달러화의 비중이 41.9%로 가장 크고 다음으로 유로화(37.4%), 파운드화(11.3%) 및 엔화(9.4%) 순이다. 그러나 금번 위안화의 신규 편입으로 SDR 구성 바스켓은 5개 통화로 재구성되었다. 특히 위안화는 엔화와 파운드화를 제치고 미달러화와 유로화 다음으로 큰 비중을 차지함으로써 그 위상이 크게 제고되는 계기가 된 것으로 평가받고 있다. 아래의 <표 IV-10>은 SDR 바스켓 통화 및 구성비를 나타낸다.

<표 IV-10> SDR 바스켓 통화별 구성비

(단위: %)

구성비중 ¹⁾	미달러화	유로화	위안화	파운드화	엔화
기존	41.9	37.4	-	11.3	9.4
변경후	41.73	30.93	10.92	8.09	8.33

주 : 2015년 12월 발표기준
자료: IMF

SDR 통화바스켓 구성을 위한 선정기준으로 IMF 집행이사회(Executive Board)는 크게 두 가지를 요구하고 있다. 첫째는 국제 재화 및 용역거래에서 해당국의 과거 5년간의 규모(export criterion)이며 둘째는 자유로운 사용통화(freely usable currency)로서의 기준을 충족하여야 한다. 여기서 자유로운 사용통화의 개념에 대해 IMF 조약에서는 다시 국제거래에서의 결제통화 요건(payments for international transactions)과 외환시장에서의 자유로운 거래통화요건(widely traded in the principal exchange markets)을 규정하고 있다.⁹⁰⁾

한편 2011년 IMF 이사회는 자유로운 사용통화 등 국제통화 요건을 충족하는 구체적인 기준⁹¹⁾으로 ① 공적 외환보유액(official foreign exchange reserves) 통화, ② 은행부문 부채(international banking liabilities), ③ 국제채무증권(international debt securities) ④ 외환거래량(FX market turnover)⁹²⁾을 주요 지표로 공식화한 바 있다.

90) Article XXX defines a freely usable currency as one that “the Fund determines (i) is, in fact, widely used to market payments for international transactions and (ii) is widely traded in the principal exchange markets.

91) IMF(2011)

92) 이에선 현물환(spot)거래량 뿐만 아니라 외환파생상품 거래량, 금리관련 상품 등을 포함한다.

또한 최근에는 이와 함께 새로운 지표를 선정하여 발표하였는데 이에는 ① 공적 대외자산(official foreign currency asset)⁹³⁾, ② 국제채무증권(international debt securities) ③ 무역신용(trade finance) ④ 국제결제(international payment) 등을 포함하였다.

한편 해당 통화가 이러한 기준들을 충족하는지 등 SDR 구성통화에 대한 최종 결정은 IMF 이사회에서 결정하게 된다. 즉 구성통화로의 편입을 위해서는 회원국 의결권의 85% 이상 동의를 얻어야 한다. 다만, 현재 미국은 IMF 의결권의 16.74%를 보유하고 있고 IMF에서의 미국 입장에 관해서는 미의회가 공식적으로 승인하는 절차를 따르고 있어 결국 미국 의회가 위안화의 SDR편입을 거부할 수 있는 상황이라 할 수 있다. 금번 위안화의 신규편입은 결국 미국의 거부권이 행사되지 않았던 것으로 이해할 수 있다.

<표 IV-11> 주요국의 IMF 쿼터 및 투표지분율 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

자료: IMF

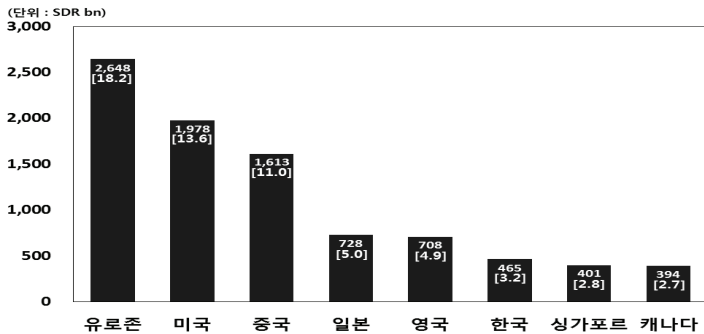
93) 공적 외환보유액 + 기타 비거주자 및 거주자에 대한 외화자산을 의미한다.

2) 선정기준의 국별 비교

여기서는 위에서 논의한 SDR 구성통화의 다양한 선정기준에 대해 국별로 비교해 보았다. SDR 바스켓 구성통화인 미달러화, 유로화, 엔화 및 파운드화 이외에도 이미 국제통화로서 인식되고 있는 캐나다달러화나 호주달러화, 싱가포르달러화 등은 자유로운 거래통화로서의 기준으로 볼 때 위안화보다 유리한 위치에 있다고 할 수 있으므로 이들 통화를 함께 분석 대상에 포함하였다.

우선 무역거래 규모 기준(export criterion)에 있어 위안화는 이미 일본 엔화와 영국 파운드화의 비중을 상회하고 있어 이 기준을 만족하고 있다고 할 수 있다. 즉 중국의 재화 및 서비스 수출은 2010~2014년 기간중 연평균 기준으로 1조 6천억SDR을 상회하여 전세계에서 차지하는 비중이 11.0%이며 이는 유로지역과 미국 다음을 차지하는 규모이다.

<그림 IV-12> 주요국 무역규모 현황



주 : 1) 각 국가의 2010~2014년중 재화 및 서비스 수출액의 연평균

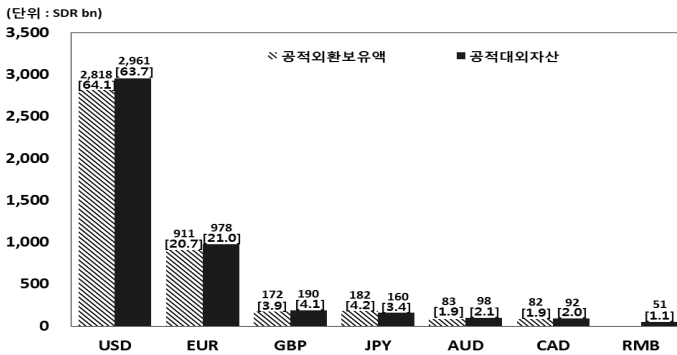
2) []는 글로벌 비중

자료: IMF

그러나 자유로이 사용가능한 통화(freely usable currency) 기준에 있어서 위안화는 4개 SDR 구성통화는 물론 호주달러화 등 기타 국제통화에 비해 열위에 있는 것으로 보인다. 이를 주요 기준별로 살펴보면 다음과 같다.

첫째, 전세계 주요국 외환보유액의 구성통화를 보면 2015년 1/4분기 말 기준으로 미달러화가 64.1%로 가장 큰 비중을 차지하였으며 다음으로는 유로화가 20.7%를 기록하였다. 그 밖의 영국 파운드화, 일본 엔화 등은 약 4% 내외를 차지하였으며 호주달러화 및 캐나다달러화도 약 2% 내외를 보였다. 중국 위안화의 경우에는 아직까지 투자통화로서의 매력이 여타 선진국 통화에 비해 미흡함에 따라 기타외화자산을 고려한 공적대외자산기준으로 1.1%의 비중을 차지하는 데 그치고 있다.

<그림 IV-13> 통화별 외환보유액 및 대외자산 현황



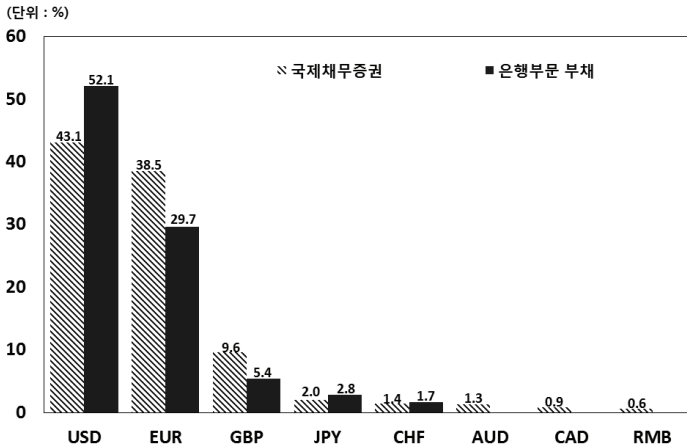
주 : 1) 공적외환보유액은 2015년 1분기 자료, 공적대외자산은 2014년 자료 (SDR 기준)

2) []는 글로벌 비중

자료: IMF

둘째, 국제 채권시장 및 은행부문에서 각국 통화의 활용 정도를 파악할 수 있는 국제채무증권 및 은행부문 부채(liabilities) 잔액을 보더라도 아직까지 중국 위안화의 사용실적은 크지 않다. 국제채무증권의 경우 미 달러화, 유로화 및 파운드화 표시 채무증권 규모가 전체의 91.2%를 차지하고 있으며⁹⁴⁾ 국제채무증권을 보면 중국 위안화 표시 부채는 전세계에서 차지하는 비중이 0.6%에 불과한 것으로 나타났다.

<그림 IV-14> 통화별 국제채무증권 및 은행부문 부채 현황



주 : 1) 국제채무증권은 2015년1분기자료, 은행부문부채는 2014년 4분기 자료
 2) 글로벌 합계 대비 비중
 자료: IMF 및 BIS

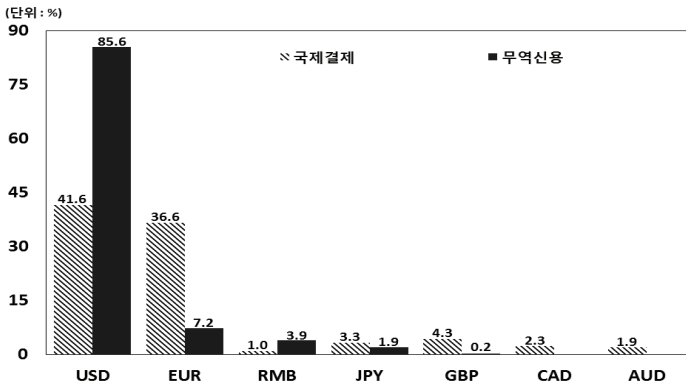
셋째, 국제결제에서 차지하는 위안화 비중을 보면 2014년 2분기부터 2015년 1분기중 1.0%로 보여 미달러화(41.6%), 유로화(36.6%), 파운드화

94) 현재 중국은 국제결제은행에 은행부문 부채에 관한 통계를 보고하지 않고 있어 위안화 표시 은행부문 부채 통계는 파악이 불가능하다.

(4.3%), 엔화(3.3%)는 물론 호주달러화나 캐나다달러화에 비해서도 작은 것으로 나타났다. 다만, 무역신용의 경우에는 미달러화와 유로화가 전세계 92.8%의 압도적인 비중을 보이고 있으나 위안화가 여타 통화보다는 높아 그 다음을 차지하고 있다.

이는 중국의 대규모 무역규모와 최근 위안화 국제화 노력 등에 힘입어 홍콩 등 역외 위안화 시장을 중심으로 위안화를 결제통화로 한 무역규모가 크게 늘어나고 있는데 기인한다.

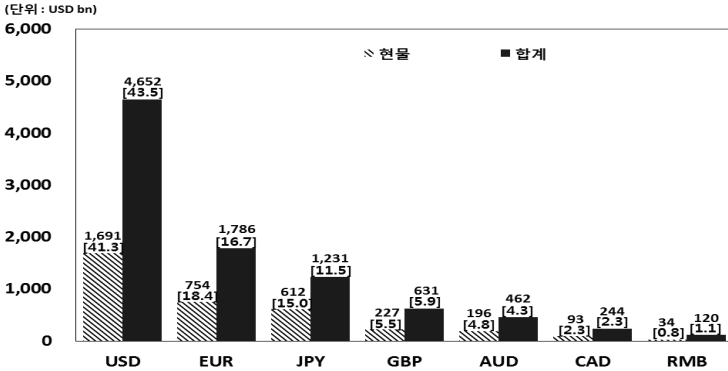
<그림 IV-15> 통화별 국제결제 및 무역신용 현황



주 : 1) 2014년 2분기부터 2015년 1분기 중 글로벌 합계 대비 비중
 자료: SWIFT 및 IMF

넷째, 전세계 외환시장(FX market)의 외환거래 규모를 비교하여 보면 아직까지 위안화의 비중은 크지 않다. 2013년 기준 위안화 표시 외환거래의 일평균 규모는 1,200억달러로 전세계 외환시장에서 차지하는 비중은 1.1%에 불과하다. 이는 엔화나 파운드화는 물론 호주달러화(4.3%), 캐나다달러화(2.3%)에 비해서도 훨씬 작은 수준이다.

<그림 IV-16> 통화별 외환거래량 현황



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

이상에서 살펴 본 SDR 편입 기준 및 충족정도를 위안화와 관련하여 정리하여 보면 다음 <표 IV-12>와 같다.

<표 IV-12> 위안화의 SDR 구성통화 편입기준 요약

기준	관련 지표	충족정도	비고
무역기준	재화 및 서비스 수출액	●	미달러화, 유로화에 이은 3대 통화
자유로운 사용통화	외환보유액 구성	■	안정적인 투자통화로서의 위상 미흡
	국제채무증권 및 은행부채	■	채권시장 및 은행대출시장에서의 활용도 미흡
	국제결제 및 무역신용	◎	무역결제를 바탕으로 빠르게 성장
	외환거래량	■	여타 선진국 통화에 비해 크게 미흡

주: ● 매우 충족, ◎ 대체로 충족, ■ 미흡함을 의미

3) 중국의 국제금융 영향력 증대

현재 위안화는 세계 무역에서 차지하는 비중 면에서는 SDR 구성통화의 신규 편입기준을 충족하는 것으로 볼 수 있으나 전세계 외환거래량 및 채권시장 거래 등에서 차지하는 비중은 여전히 높지 않은 상황이다. 따라서 자유로운 사용통화로서의 위상은 아직까지 여타 국제통화에 비해 크지 않은 상황이다.

그럼에도 불구하고 위안화가 금번 SDR 구성통화에 편입된 것은 그간 중국이 위안화 국제화를 위해 다각도로 노력하면서 위안화의 활용도 증가 속도가 예상보다 매우 빠르다는 점에 기본적으로 기인한다. 그간 중국은 세계 주요국과 통화스왑을 체결하여 위안화 공급 채널을 확대하는 한편 위안화의 국제적 위상 확대를 도모해 왔을 뿐만 아니라 영국, 싱가포르 등 주요 금융중심지 국가들도 이에 부응하여 자국내 역외 위안화 금융시장 육성을 위해 노력중인 점도 SDR 편입에 긍정적인 요인이다. 또한 중국 정부가 위안화의 국제화를 위해서는 국내 자본시장 개방과 금융자유화 조치가 선결과제라는 인식하에 이에 관한 청사진을 마련하고 환율 및 금리 등 금융자유화 개혁을 진행하고 있어 위안화에 대한 국제적 신뢰도도 점차 높아지고 있다.

그러나 이러한 점 못지않게 그간 중국의 국제금융 영향력 확대 등 정치적 고려도 일부 영향을 미쳤을 것으로 보인다. 특히 최근 중국은 2014년 브릭스(BRICs) 5개국을 중심으로 NDB(New Development Bank) 창설을 주도한 데 이어 2015년에는 AIIB의 설립을 성공적으로 추진함으로써 국제금융질서에 영향력을 확대하여 왔다. 즉 중국의 AIIB 창설 움직임에 대해 미국 및 일본을 제외한 상당수 선진국 및 신흥국들이 가입에 동의함으로써 국제금융계에서 중국의 입지가 한층 강화되는 결과를 초래하였다. 아래 <표 IV-13>에 나타난 바와 같이 현재 AIIB 가입국의 지분현황을 보면 역내 국가는 물론 독일, 영국, 프랑스 등 서방국가들도

적극적으로 참여하면서 국제금융계에서 중국의 입지가 강화되어 왔음을 확인한 바 있다.

<표 IV-13> AIIB 회원국별 지분 현황

(단위: 백만달러, %)

순위	국가	자본금 ¹⁾	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

주 : 1) 각 회원국에게 배당된 자본금(Capital Subscription)

2) 총 수권자본금(1000억달러)중 배당되지 않은 자본금(Unallocated Capital)을 제외한 전체 자본금 대비 비중

자료: AIIB Articles of Agreement, 기획재정부

중국은 AIIB의 설립을 통해 일대일로 정책을 지원하여 중국내 과잉 투자를 해소하고 아시아 인프라 등에 대한 금융지원을 확대함으로써 위안화의 역내 영향력 확대 및 국제화 촉진을 도모 하고 있는 것으로 보인다. 또한 중국 주도의 국제기구를 출범시킴으로써 현재 미달러화 중심의 국제금융질서 견제할 수 있을 뿐만 아니라 미달러화에 대한 의존을 줄여 외환보유액 운영 등에서의 위험분산 효과도 동시에 추구하는 것으로 판단된다.

현재 아시아 지역의 초과 인프라 자금수요를 감안할 때 AIIB가 본격적으로 정착될 경우 ADB 및 World Bank와 더불어 역내 아시아 지역의 인프라 개발수요를 상당부분 충당할 것으로 보이며 그 결과 중국의 역내국가에 대한 영향력은 더욱 강화될 전망이다.⁹⁵⁾ 이는 미국 중심의 세계 금융질서에 중국의 영향력이 확대됨을 의미하는 것으로 SDR 구성통화에 대한 거부권 행사와 관련하여서도 미국이 중국의 영향력 확대를 무시하기는 어려울 것으로 보인다. 이 점에서도 AIIB의 설립은 위안화의 SDR 편입에 긍정적 요인으로 작용하였다고 할 수 있다.

나. 국제통화체제 및 역내통화협력에 대한 시사점

위안화의 SDR 편입은 중국의 자본시장 개방 및 금융개혁을 전제로 하고 있다는 점에서 향후 중국의 금융자유화 이행이 가속화될 것으로 보인다. 이는 중국의 입장에서도 경제구조개혁과 글로벌 금융시장과의 통합이 진전을 보일 수 있는 기회가 될 수 있을 뿐만 아니라 글로벌 금융시장에도 긍정적 요인으로 작용할 전망이다. 즉 중국의 자본시장 개방으로 글로벌 투자자의 대중국 투자가 확대되고 중국의 해외투자도 증가할 것으로 보인다.

위안화의 SDR 편입이 당장 국제금융질서나 금융시장에 큰 변화를 가져올 것으로 보기는 어려우나 국제사회로부터 국제통화로서의 위안화

95) Dobbs et al.(2013)에 따르면 2013~30년중 전세계 인프라 개발 수요는 총 57조달러(연간 3.2조달러)에 달할 것으로 추정(전세계 GDP의 3.2% 수준)된 바 있으며 이중 아태지역이 60%이상을 차지할 것으로 전망되었다. 또한 ADB(2009)도 아시아 지역의 경우 인프라 개발수요는 2010~20년중 약 8조달러(연 7,300억달러)에 달하는 것으로 추정하였다. 또한 ADB의 아시아 인프라 지원자금 규모는 2010~13년 연평균 약 120억달러에 그치고 있는 것으로 나타나 AIIB의 금융지원 수요는 매우 큰 것으로 평가된다.

의 위상을 인정받는 상징적인 의미를 갖는다. 따라서 위안화에 대한 신뢰를 바탕으로 위안화 표시 금융상품에 대한 투자가 늘어나 국제투자통화 및 준비자산통화로서의 위안화 위상이 제고될 것으로 예상된다. 즉 민간부문에서 위안화표시 자산에 대한 투자가 늘어나는 동시에 주요국의 외환보유액 준비자산통화나 각국 국부펀드의 위안화 자산에 대한 투자도 증대될 것으로 보인다. 이러한 위안화 자산에 대한 투자수요 증가는 위안화 채권 발행 등의 증가를 가져오면서 위안화의 국제화를 더욱 촉진하는 계기가 될 전망이다. 이는 중국이 추구하는 위안화의 국제화에 진일보한다는 데 큰 의미가 있으며 나아가 현재 미달러화 중심의 국제통화체제에도 일정 부분 변화가 시작되는 것으로 해석할 수 있다. 나아가 이러한 국제통화체제의 변화는 역내국가간 통화협력에도 영향을 줄 것으로 보인다.

1) 국제통화체제에 대한 영향

지난 글로벌 금융위기의 발생 이후 미달러화 중심의 현 국제통화체제(international monetary system)가 갖는 불안정성이 크게 부각되면서 글로벌 금융안정을 위한 국제통화체제의 개편 필요성이 제기된 바 있다. 이는 미달러화 중심의 현 국제통화체제 하에서는 '트리핀의 딜레마(Triffin's dilemma)'를 극복하는데 한계가 있다는 것이 다시 한번 입증되었기 때문이다. 즉 세계 경제의 생산 및 무역증가에 따른 미달러화에 대한 유동성 수요 증가를 충족하기 위해서는 미달러화의 공급이 충분히 늘어나야 하나 이는 미국의 경상수지 적자 등을 확대시키면서 달러화의 신뢰가 떨어질 수밖에 없는 구조적 문제가 다시금 부각되었다.

뿐만 아니라 신흥국의 경우 1990년대 말 발생한 아시아 외환위기 이후 대규모의 외환보유액 확충에도 불구하고 2008년 글로벌 금융위기시 급격한 자본유출입 등으로 환율 등 자산가격의 변동성이 확대되고 달러유동

성 부족에 따른 글로벌 금융위기의 여파에 쉽게 노출되었다는 점에서 미 달러화에 대한 의존도가 높은 상황에서는 신흥국의 금융위기 대응에 한계가 있다는 점을 인식하였다. 이런 점에서 미달러화의 역할을 분담할 수 있는 다른 국제통화의 역할 분담 요구가 증대되어 왔다고 할 수 있다.

미달러화의 역할을 대신하거나 분담할 또 다른 강력한 국제통화의 출현은 다음과 같은 점에서 글로벌 금융안정에 긍정적인 효과를 갖는다. 첫째, 중국을 포함한 신흥국의 경우 대규모 외환보유액 보유에도 불구하고 글로벌 금융위기 발생에 따른 유동성 위기 발생가능성이 상존한다는 점에서 다양한 국제통화의 보유는 신흥국의 위기대응능력을 높일 수 있다. 둘째 각국이 외환보유액 구성통화의 다변화(diversification)를 기할 수 있어 통화불일치(currency mismatch) 등에서 초래되는 환리스크를 줄일 수 있다. 셋째, 미달러화 중심의 현 국제통화체제를 보완하여 궁극적으로 글로벌 금융안정에 기여한다고 할 수 있다.

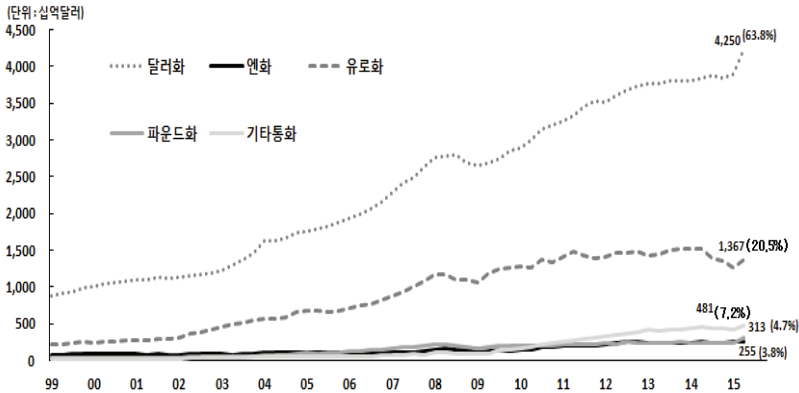
이와 같은 국제통화체제의 개선 요구를 바탕으로 위안화의 부상(9)은 미달러화 중심의 현 국제통화체제에 변화를 초래할 가능성이 있다.%) 이에는 크게 세 가지 가능성이 제기되고 있다.

① 미달러화 중심의 현 체제 지속

첫째는 현재와 같이 미달러화 중심의 체제가 유지될 가능성이 있다. 현재로서 가치저장수단, 교환의 매개, 각국 환율산정의 기준 제공 등 국제통화로서의 기능면에서 미달러화를 대신할 뚜렷한 대안이 없다고 평가되고 있다. 아래의 <그림 IV-17>은 준비자산통화로서 미달러화의 비중이 여전히 60% 이상을 유지하는 가운데 명목금액이 지속적으로 증가하고 있음을 보여준다.

96) 이와 관련하여서는 World Bank(2011)를 참조하기 바란다.

<그림 IV-17> 전세계 통화별 외환보유액



주 : 1) ()는 비중
 자료: IMF, COFER

특히 미국의 경상수지 적자 등 구조적 문제점에도 불구하고 세계 제 1의 경제규모와 가장 발달한 금융시장을 배경으로 하고 있어 미달러화 중심의 국제통화체제는 당분간 유지될 가능성이 높은 것으로 평가된다. 또한 결제통화 등의 변경에서 오는 비용 및 부작용 등으로 미달러화를 사용하는 관행(network externalities)은 상당기간 지속될 것으로 보인다.

한편, 이 경우 미달러화와 더불어 무역결제, 국제채권거래, 국제준비통화 등 국제통화로서의 역할을 담당하고 있는 유로화는 유럽재권거리의 여파에서 완전히 벗어나지 못하고 있는 상황이나 향후에도 미달러화의 역할을 일부 분담하는 국제통화의 역할을 계속 수행할 것으로 보인다. 그러나 향후 미국 및 유로지역의 경제상황 전개 양상이나 통화에 대한 신뢰도 지속여부, 그리고 중국 위안화의 국제통화로서의 영향력 확대 속도 등에 따라서 기존의 국제통화체제에 일정 부분 변화가 불가피할 전망이다.

② 다극체제 또는 3극체제 형성

둘째는 미달러화, 유로화 및 엔화와 더불어 위안화의 부상으로 다극체제(multi-polar system)가 정착되는 경우로 현재로서 그 가능성이 가장 높은 것으로 판단된다. 미달러화에 대한 의존이 지나칠 경우 트리핀의 딜레마와 같은 국제통화체제 안정성에 대한 구조적 문제점이 상존하는 데다 미국이 안고 있는 경상수지 적자 및 재정적자 등으로 미달러화의 신뢰가 얼마나 지속될 지 의문이 제기되고 있다. 따라서 미달러화의 위상은 시간을 두고 점차 약해질 것으로 보인다.

반면 최근의 세계경제 상황을 보면 아시아 지역의 통화가 그 역할을 일부 담당해야 할 필요성도 커지고 있다. 이는 글로벌 경제에서 중국 및 일본 등을 포함한 아시아 지역의 높은 생산 및 무역비중과 전세계 외환보유액 보유의 가장 큰 부분을 차지하는 지역이기 때문이다. 특히 이미 세계 2위의 경제대국으로 부상한 중국의 경우 경제규모에 걸맞는 위안화의 위상이 정립되지 못한 데다 막대한 외환보유액에 대한 미달러화 가치변동에서 비롯되는 위험에 노출되어 있다. 특히 글로벌 금융위기와 같이 글로벌 유동성 위기 발생시에는 국제통화의 보유 필요성이 더욱 절실한 것으로 풀이된다. 이런 점에서 국제통화로서 아시아 지역에서 위안화의 부상은 세계경제에서 차지하는 경제규모 및 영향력 등을 감안할 때 당연한 결과로 판단된다.

한편 장기적으로는 위안화가 아시아 지역에서 일찍이 국제통화로 등장한 바 있었던 일본 엔화를 대신할 것으로 보인다. 1970년대 후반 이후 엔화는 미달러화, 독일 마르크화와 더불어 3대 국제통화의 역할을 하였으나 그 위상은 오래가지 못했다. 이는 다음과 같은 이유에 기인한다. 첫째, 일본 당국의 엔화 국제화 의지가 위안화의 적극적인 국제화를 추진하는 중국과 비교하여 그리 강하지 못하였다. 둘째, 일본은 통화국제화를 위해 필수적인 효율적 금융시장 구축에 성공하지 못하였다. 셋째,

역내지역내 무역결제통화에 대한 시도도 일부 일본 기업의 동남아시아 지역에서의 본지사간 거래에 국한되면서 활성화되지 못하여 주변지역과의 위안화 무역결제가 이미 상당부분 정착해 가고 있는 중국과 구별된다. 넷째, 1980년대 후반 일본의 자산가격 붕괴이후 장기불황기에 접어들면서 일본 경제 및 엔화에 대한 국제적 신뢰가 저하되었던 점 등이다.

중국의 입장에서도 일본 엔화의 국제통화 정착 실패는 시사하는 바가 크다. 중국의 경우 아직까지 금융시장의 발달이 미흡할 뿐만 아니라 자본시장 개방도 부분적으로만 이루어지는 초기단계에 있다. 즉 일본의 실패 사례는 위안화가 국제투자통화로 발전하기 위해서는 자본시장 개방 및 금융시장의 효율성 제고가 필수적이라는 점을 시사한다. 또한 일본의 장기불황이 엔화 국제화의 제약 요인으로 작용하였다는 점에서 최근 경제성장률이 점차 하향세를 보이고 경제구조개혁 과정에서 경제불안이 나타날 가능성이 있는 중국의 입장에서도 시사하는 바가 크다고 생각된다.

다시 말하여 중국이 자본시장 개방과 금융효율성을 달성하고 경제가 지속가능한 성장을 이어가는 경우 다극체제에서 점차 3극 통화체제로의 발전 가능성이 있을 것으로 판단된다. 이는 국제통화질서에서 미국이 담당하던 역할의 일부를 중국이 담당하면서 국제금융질서에 미치는 영향력도 점차 커질 것임을 시사한다.

③ 초국가통화 체제

셋째는 한 국가가 발행하는 통화가 아닌 초국가통화(supranational international currency)의 활용 가능성이다. SDR은 한 예라 할 수 있다.⁹⁷⁾ 다극체제 또는 3극체제의 경우에도 트리핀의 딜레마와 유사한 문

97) 중국 인민은행 저우샤오찬 총재는 2009년 SDR을 초국가통화로 활용하고자 제안한 바 있으며 UN 금융개혁위원회(UN Commission on financial

제가 발생할 수 있고 글로벌 위기시 초국가통화를 활용해 긴급한 유동성을 공급할 수 있다는 점에서 의미가 있다. 그러나 SDR의 경우에서 보듯이 아직까지 국제금융시장에서 이의 유통 및 활용은 진전이 없는 상황이다. 또한 이의 발행 및 운영을 담당할 새로운 기구의 설립 등 단기간 내에 실행하기 어려운 점이라 할 수 있다.

아시아 국가의 경우 과거 아시아 외환위기 이후 일본을 중심으로 아시아통화단위(Asian Clearing Union: ACU)등 단일통화를 구축하자는 구상이 제기되었으나 역내 국가간 정치적 이해관계의 대립과 공동통화 도입을 위한 최적통화지역(Optimum Currency Area: OCA) 요건⁹⁸⁾ 등의 미흡으로 여전히 실현가능성이 높지 않을 것으로 보인다. 아시아 역내지역에서 공동통화보다는 중국 위안화가 아시아 통화를 대변할 강력한 통화로 등장한 상황이라 할 수 있다.

결론적으로 국제통화체제는 당분간 미달러화를 중심으로 하여 유로화가 이의 역할을 일부 분담하는 현 체제가 당분간 지속되겠지만 위안화의 부상으로 다극체제를 형성할 가능성이 클 것으로 판단된다. 또한 장기적으로는 위안화가 일본 엔화를 대신하면서 3극체제를 구축할 가능성도 있을 것으로 보인다. 다만, 이를 위해서는 중국의 자본시장 개방과 금융시장 효율성 제고, 위안화의 유연성 제고 등이 필수적으로 요구된다고 할 수 있다.

reform)는 International Currency Certificates(ICC)를 제안한 바 있다.

98) Lee(2013)는 아시아 역내 지역의 경우 유럽과는 달리 국가간 비슷한 규모의 생산규모, 물가수준 및 안정에 대한 합의, 무역 및 금융연계성, 정치적 이해의 공유 등의 면에서 최적통화지역 요건이 미흡하다고 주장하였다.

2) 역내통화협력에 대한 시사점

위안화가 미달러화, 유로화와 더불어 아시아통화를 대변하면서 다극 체제 또는 3극체제가 구축되는 경우 엔화를 대신한 위안화의 부상은 역내 국가간 통화협력(monetary cooperation)에도 영향을 미칠 것으로 보인다. 역내 국가간 높은 무역의존도 등 경제의존성이 큰 데다 위안화와 같은 역내 통화의 출현은 역내국가간 통화협력을 필수적으로 요구하기 때문이다. 위안화가 엔화 및 역내국 통화와의 정책공조를 강화하는 경우 역내 지역에서 위안화의 위상제고에 도움이 될 뿐만 아니라 미달러화와 유로화에 이은 국제통화로서의 입지도 강화될 수 있을 것으로 보인다. 따라서 위안화 국제화의 성공을 위해서는 역내 국가간 통화 및 환율 운영에 대한 공조체계를 구축하는 것도 중요한 과제라 할 수 있다.

1990년대 말 아시아 외환위기 이후 역내 국가간에는 위기에방 및 통화금융협력을 위해 다양한 형태의 노력이 있어 왔으나 통화협력과 관련하여서는 가시적인 성과를 보이지 못하고 있다. 2001년에는 치앙마이 이니셔티브(Chiang Mai Initiative: CMI)가 결실을 맺어 위기국에 대한 양국간 긴급유동성 지원 체계가 갖추어졌고 글로벌 금융위기 이후인 2009년에는 양자간에서 다자간 협약으로 이를 발전시켜 1,200억달러 규모의 CMIM(CMI's multilateralization)이 발족하였다. 또한 역내 채권시장 발전을 위한 다양한 노력들이 지속되면서 최근에는 AMBIF(ASEAN+3 Multi currency Bond Issuance Framework) 등이 논의되고 있다. 이는 역내 풍부한 외환보유액 등을 역내 채권시장으로 흡수하여 위기대응은 물론 역내 채권시장 발전을 도모해 나가기 위한 시도라 할 수 있다.

그러나 아직까지 역내 국가간 환율정책이나 통화정책의 공조를 근간으로 하는 통화협력(monetary cooperation) 체계의 구축은 큰 진전을 이루지 못하고 있다. 이러한 점에서 위안화의 부상은 역내통화협력과 관련하여 역내 국가간 통화 및 환율정책 공조방안이나 그간 논의가 담보상

태에 있는 역내 공동통화의 도입 논의가 활발해 질 가능성이 있을 것으로 보인다.

통화 및 환율정책의 공조를 위해서는 한중일 3국간 정책당국자간의 정례적이고 긴밀한 협력을 통해 공동통화의 도입 방안과 관련한 논의가 필요할 것으로 예상된다. 공동통화와 관련하여서는 자국통화를 포기하는 방식인 일본의 ACU 구상보다는 자국통화체제는 유지하면서 아시아 공동통화와 병행하여 운영하는 방안이 역내 환율 및 통화협력 체계 구축에 더 현실적인 대안이 될 것으로 보인다.⁹⁹⁾ 또한 이 경우 그간 공동통화 논의에 소극적이었던 중국이 주도적인 역할을 담당함으로써 엔화보다는 위안화를 중심으로 공동통화를 도입하는 것이 역내 통화 및 거시정책 협력의 실현 가능성을 높이는 방향이 될 것으로 전망된다.

99) Eichengreen(2006)은 각국 통화와 함께 역내 parallel currency를 운영하는 방안이 도움이 될 것으로 주장하였다.

V. 한국경제에 대한 시사점

V. 한국경제에 대한 시사점

본 장에서는 III장에서 위안화 국제화 가능성에 대한 분석과 IV장에서 위안화 국제화가 국제금융질서에 미칠 영향에 대한 논의를 바탕으로 한국경제에 대한 영향 및 정책적 시사점을 제시하고자 한다.

향후 중국 경제가 안정적으로 성장하고 자본시장 개방이 점진적으로 진행된다는 전제하에서 위안화가 단기간에 미달러화나 유로화 같은 완전 국제화된 통화가 되기는 어렵겠으나 일본 엔화와 같은 역내 주요 통화로 부상할 가능성은 높은 것으로 보인다. 또한 중장기적으로는 자본시장 개방으로 중국으로의 자본유입이 늘어나는 동시에 중국의 해외투자가 확대되면서 위안화의 아시아 금융시장 및 환율에 대한 영향력이 커질 것으로 전망된다. 이는 그동안 일본 엔화가 차지했던 역내 국가들의 통화 가치 변화에 대한 준거통화로서의 역할을 위안화가 상당부분 대체할 것임을 시사한다.

글로벌 및 역내 금융질서에 대한 이러한 전망을 바탕으로 한국경제에 대한 영향을 살펴보면 우선 위안화 국제화의 진전으로 한중간 무역결제에서의 위안화 사용도가 제고되면서 양국간 교역이 확대될 것으로 보인다. 또한 시장원리에 따른 위안화 환율결정으로 원/위안화 환율의 변동성이 확대될 것으로 예상되며 중국의 자본유출입 확대로 한중간 상호 자본이동이 늘어날 것으로 전망된다. 이러한 변화는 국내 금융시장 및 실물경제에 대해 다음과 같은 긍정적·부정적 영향을 동시에 미칠 것으로 판단된다.

먼저 긍정적 영향을 살펴보면 다음과 같다. 첫째, 향후 대중 교역에서 위안화 무역결제가 점진적으로 늘어날 것으로 보인다. 현재 우리나라가 중국과의 교역에서 건조한 흑자 기초를 유지하고 있고 또한 무역결

제의 대부분이 미달러화로 결제되고 있는 점을 감안하면 대중교역 확대로 미달러화 결제중 일부가 위안화로 대체되면서 달러 의존도가 하락할 것으로 보인다. 이는 미달러화 중심의 국제금융시장 변화가 가져오는 충격을 줄임으로써 우리나라의 거시적 안정성(resilience) 제고에 기여할 수 있을 뿐만 아니라 국제수지 흑자에 따른 원/달러 환율의 절상압력을 완화시키는 효과도 발생할 것으로 예상된다. 결국 위안화 결제 무역의 확대는 우리나라 수출기업의 환리스크를 미달러화와 더불어 위안화로 분산시킴으로써 교역규모 확대, 기업의 환위험 분산 등의 효과를 가져올 것으로 예상된다.

둘째, 위안화 국제화 과정에서 중국의 자본시장 개방은 국내 금융투자업 및 금융산업 발전에 새로운 성장기회가 될 것으로 보인다. 글로벌 금융위기이후 수년간 저성장·저금리에 직면한 국내 금융투자업계는 한국보다 높은 성장세를 유지하는 중국 자본시장에 투자하는 금융투자상품의 개발 및 판매 확대를 통해 새로운 성장기회를 확보할 수 있을 것으로 보인다. 특히 대중국 경상수지 흑자가 국내 위안화 유동성에 대한 안정적인 공급기반으로 작용할 경우 대중국 투자확대를 통한 국내 금융투자업계의 성장을 더욱 촉진할 수 있다. 이는 나아가 우리나라 금융산업이 국제화되는 데에도 기여할 것으로 보인다.

셋째, 중국 자본의 국내 자본시장 유입 확대 또한 국내 자본시장 및 자산운용업 발전에 긍정적으로 작용할 전망이다. 향후 위안화 환율제도의 개혁으로 위안화 환율 변동성이 확대될 경우에는 원/위안 외환시장에서 환헤지 등 거래가 지급보다 활성화됨으로써 원/달러 중심의 우리나라 외환시장이 보다 다변화되고 시장의 질적 발전에도 기여할 수 있을 것으로 보인다. 또한 위안화 무역결제 확대를 통해 축적한 유동성을 바탕으로 다양한 위안화 표시 금융상품이 국내에서 개발되고 거래될 경우 중국 베이징에서 가장 근접한 역외시장으로서 중국 기관투자가 및 개인 고액 자산가들의 자금을 유치하여 국내 자산운용시장 활성화에 도움이 될 전

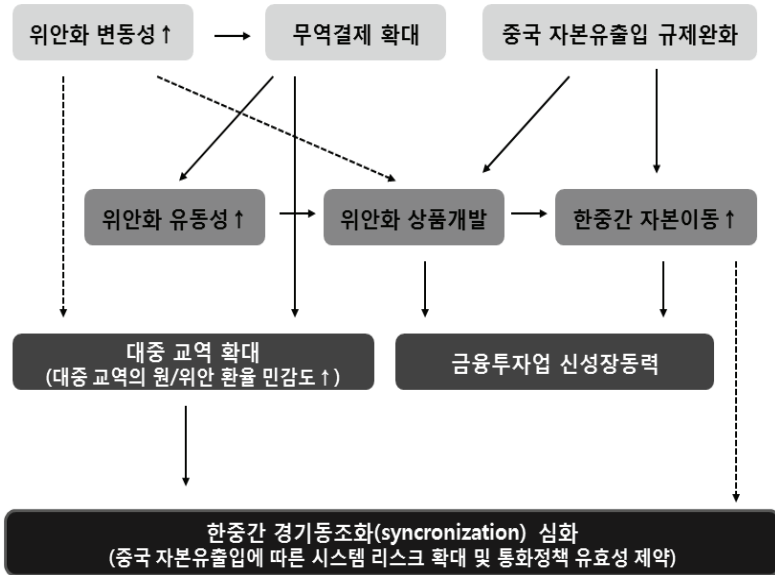
망이다. 중국 투자가들의 해외 투자가 국내에 본격 유입되는 한편 중국에 대한 국가적 차원의 홍보 등을 통해 중국 자산운용사의 국내 유치를 적극 추진한다면 2003년 12월에 국정과제로 채택된 「동북아 금융허브 추진전략」도 새로운 추진동력을 확보할 수 있을 것으로 보인다.

한편 위안화 국제화 진전에 따른 이러한 긍정적 효과와 함께 부정적 영향도 발생할 수 있음에 유의할 필요가 있다. 우선 중국과의 자본시장 연계성 확대는 중국발 자본유출입으로 국내 금융시장의 변동성이 확대되고 금융시스템 안정성에 대한 교란요인으로 작용할 수 있다. 2015년 8월중 중국 주가가 급락하고 위안화 평가절하가 있는 직후 우리나라를 포함한 글로벌 금융시장이 일시적인 혼란에 빠진 것은 그 좋은 예라 할 수 있다. 향후 중국의 자본시장 개방 확대 등으로 중국자본의 국내유입이 확대되는 경우 자본유출입의 변동성 확대로 국내 금융시장의 교란요인으로 작용할 가능성은 더 커질 것으로 예상된다. 또한 최근 호주의 경우에는 중국의 호주 부동산에 대한 투자확대로 부동산 가격이 이상 폭등하는 가운데 국내 가계부채도 동반 급증하면서 거시경제유용에 어려움이 가중된 바 있어 우리나라에도 시사점을 제공하고 있다.

또한 위안화 무역결제 촉진으로 한중 교역 등 실물부분의 연계성이 강화되면서 중국발 실물충격이 국내 경제에 미치는 영향이 확대될 수 있다. 특히 중국이 인구 고령화로 잠재성장률이 추세적으로 둔화되고 기존 산업구조의 재편이 진행되면서 일시적으로 경기 부진에 빠질 경우 국내 경제가 동반 침체될 가능성이 크다. 뿐만 아니라 역내 아시아 지역 국가와의 높은 무역연계성 등으로 위안블록 현상이 강화되는 상황이므로 중국경기와의 동조현상도 점차 커질 것으로 예상된다. 이는 우리나라의 통화정책 등 거시안정화정책의 유효성을 제약하는 요인으로 작용할 수 있다.

대중국 투자가 확대되는 과정에서 중국 관련 리스크도 증가할 것으로 보인다. 향후 중국의 경제 성장률이 둔화되고 금리자유화 및 환율 유연성 제고를 위한 제도개선이 진행되는 과정에서 유사한 금융불안이 재연될 수 있으며 이 경우 중국 자본시장에 대한 투자 확대로 국내 투자자들의 위험노출도 커질 수 있다. 최근 중국의 자본시장 관련 제도 및 인프라가 빠르게 확립되고는 있으나 기업 신용평가에 대한 신뢰도 및 국유기업들의 구조개혁 문제 등에 대한 불확실성이 여전히 크며 중국 금융당국의 위기 대처능력 또한 미숙한 실정이다.

<그림 V-1> 위안화 국제화가 한국경제에 미치는 영향



현재로서는 위안화 국제화가 단기간 내에 가시적인 변화를 가져올 것으로 보기는 어려우나 국내 경제에 다양한 영향을 미친다는 점에 있어서 중장기적으로 차분히 대응해 나갈 필요가 있다. 이와 관련한 시사점을 도출해보면 다음과 같다.

첫째, 위안화 국제화는 중국 자본시장의 개방과 맞물려 있고 중국과의 실물 및 금융연계성이 더욱 확대될 것으로 예상되는 만큼 앞으로는 중국 금융시장 및 거시경제 동향 등에 대해 더욱 유의할 필요가 있다. 그동안 국내 금융시장 및 정책 당국은 미국 및 일본 등 선진국 중심의 분석에 초점을 두어왔으나 중국이 세계경제에서 G2로 성장하면서 우리나라 등 역내 경제에 대한 영향력이 더욱 확대될 것으로 보인다. 특히 실물경제와 금융부분을 아우르는 위안블록이 형성되고 있음에 유의하여 새로운 거대 경제권에 대한 분석을 강화해나가야 할 것으로 보인다.

둘째, 역내 통화 및 환율운영에 관한 공조체제를 한층 강화해 나가야 한다. 위안화가 엔화와 더불어 역내 준거통화로서의 역할이 상당부분 확립된 가운데 향후 위안블록 강화로 중국의 통화정책 변경이 역내 국가의 실물 및 금융부분에 미치는 파급효과가 점차 커질 것으로 예상된다. 따라서 한·중·일 정책당국자 간의 통화정책 협력과 관련한 논의를 정례화하고 우리나라도 이에 적극적으로 참여해 나갈 필요가 있다. 특히 이와 관련하여 역내 통화로서 원화의 위상강화에도 보다 적극적인 자세를 가져야 할 시점으로 판단된다. 그 동안 우리 외환당국은 역외 외환시장에서 원화가 거래될 경우 발생할 수 있는 다양한 부작용을 고려하여 원화의 국제화에 신중한 자세를 취해왔다. 그러나 최근 정부가 위안화 국제화를 바탕으로 원/위안간 거래 활성화를 위해 상해 외환시장에서도 원화가 직거래될 수 있도록 허용하겠다는 방침을 밝히는 등 원화 국제화의 추진을 위한 계기가 마련된 만큼 이를 위한 경상거래 및 자본·금융계정을 아우르는 포괄적인 제도 보완책을 마련해 나가야 하겠다. 이는

역내에서 엔화에 이은 위안화의 부상에 편승하여 원화의 국제적 위상 강화가 절실히 요구되고 있는데 따른 것이다.

셋째, 위안화의 국제화 진전과 더불어 중국 자본시장의 개방이 가속화될 것으로 보이는 만큼 대중국 투자활성화를 통해 우리나라 금융산업 발전 및 투자수익률 제고의 기회로 활용해 나갈 필요가 있다. 위안화 및 중국 금융시장의 국제자본시장에 대한 영향력이 확대됨에 따라 국내 공적연기금 및 민간 금융기관들의 해외 투자시 위안화의 비중 확대를 감안한 포트폴리오를 구축하여 수익률을 제고하고 위험을 관리해 나갈 필요가 있다. 또한 장기적인 관점에서 외환보유액 구성통화로서 위안화의 비중확대를 고려해 나감으로써 미달러화에 대한 지나친 의존도를 축소해 나갈 필요도 있을 것으로 보인다. 다만 대중국 투자확대와 관련하여 중국의 거시경제 변화 및 위안화 환율변동 리스크에도 각별한 위험관리가 요구된다고 하겠다.

마지막으로 국내 금융시장에서 위안화 금융거래 활성화를 통한 금융허브 구축을 위해서도 적극 노력할 필요가 있다. 위안화 국제화는 국내 경제에 양면적 효과를 줄 뿐만 아니라 위안화의 부상에 따른 새로운 국제금융질서 변화는 국내 경제주체가 회피할 수 없는 새로운 대외 환경 변화인 만큼 이에 적극적으로 대응해 나가야 한다. 특히 위안화 국제화를 중국과의 교역 확대와 침체된 국내 금융산업 및 자본시장을 발전시킬 수 있는 기회로 활용하되 위험 요인에 대해서는 적극적으로 관리하는 방향으로 접근하는 것이 타당하다. 이를 위해서는 무엇보다 국내 금융시장에서 위안화 금융거래를 활성화해 나가는 것이 긴요한 과제로 생각된다. 이를 위해서는 우선 기업들의 위안화 무역결제를 유도해 위안화 유동성 공급기반을 확충하는 동시에 위안화 금융거래 확대를 통해 국내 위안화 수요기반 조성을 하는데 역점을 둘 필요가 있다. 위안화 무역결제 확대를 위해 기업체 대상 위안화 무역결제에 대한 홍보를 강화하는 한편 위안화 선물시장 활성화 및 수출보험 우대와 같은 기업들의 위안

화 환위험 관리 수단을 강화할 필요가 있다. 다만, 기업들의 무역결제통화의 변경 등 실물부문의 조정에 시간이 걸릴 것으로 보이는 만큼 수요기반을 확충하기 위한 금융거래 확대를 통해 기업의 변화를 유도해 나가는 것이 우선 필요할 것으로 보인다. 또한 위안화 금융거래 확대를 위해서는 위안화전문 투자자 사모시장의 개설, 당국의 위안화 채권 발행, 위안화 채권펀드 설정, 외화표시 MMF(Money Market Fund) 및 위안화 표시 채권펀드 도입 등을 통한 위안화 채권시장 육성 등 다양한 방안을 고려해 나갈 필요가 있다.

참 고 문 헌

참 고 문 헌

<국내문헌>

- 국제금융센터, 호주 거시경제 및 금융시장 주요 이슈, 2015 (8.28).
- 금융위원회, 위안화 T/F RQFII 작업반 운영현황 및 향후 계획, 보도자료, 2014 (9.26).
- 기획재정부, 위안화 금융 중심지로의 도약을 위한 '위안화 거래 활성화 방안', 보도자료, 2014 (10.31).
- 김은화, 2013, 위안화 국제화의 진전과 한국의 위안화 업무현황, 『중국 금융시장 포커스』 여름호 1-15.
- 김은화, 2013. 차이나머니의 해외투자 동향, 자본시장연구원 『중국 금융시장 포커스』 가을호 1-9.
- 김은화, 2015, 중국의 자본계정 개방현황과 전망, 자본시장연구원 『중국 금융시장 포커스』 여름호 1-4.
- 김재현, 2014, 위안화 국제화 국내 기회요인 진단, 농협경제연구소, 『CEO Focus』 348호.
- 대외경제정책연구원 북경사무소, 2015, 중국의 금융개혁 현황과 전망, 『KIEP 북경사무소 브리핑』 Vol.18 No.5.
- 대외경제정책연구원 북경사무소, 2014, 최근 위안화 국제화 현황, 『KIEP 북경사무소 브리핑』 Vol.17 No.10.
- 대외경제정책연구원 북경사무소, 2014, 후강통 시행 현황과 의의, 『KIEP 북경사무소 브리핑』 Vol.17 No.15.

김병수, 원·위안화 직거래 규모는 커졌지만... 한·중 무역결제 늘어
야 위안화 허브 가능, 매일경제, 2015 (5.4).

모선영, 중국 채권시장 개방확대에 대한 평가 및 시사점, 국제금융센터
Issue Analysis, 2015 (8.26).

문병기·강내영, 2014, 원화의 국제화 현황과 과제, 한국무역협회 국제무
역연구원 『Trade Brief』 No.57.

문익준·양다영·허인, 2013, 『중국의 채권·외환시장 변화가 우리나라
에 미치는 영향』, 대외경제정책연구원 연구보고서 13-20.

박성욱·지만수·송민기, 2014, 『위안화 직거래 체제 구축방안』, 한
국금융연구원 KIF VIP 시리즈 2014-10.

박솔·오세환, 2015, 『중국의 가공무역위안화 역 수입 변화 및 시사점』,
한국무역협회 국제무역연구원 Trade Focus Vol.14 No.13

백승관·오용협, 2010, 아시아-태평양 지역에서의 통화국제화: 평가와 전
망, 『한국경제의 분석』 16권 3호, 1-60.

송경희·김영삼, 2010, 『글로벌 불균형과 환율 재조정』, 하나금융연구
소, 금융연구시리즈, 제17호.

송원호·조종화·양두용·신중협·이인구·김한성·이형근·신관호·박대근·정
용승, 2007, 『원화국제화 추진에 따른 장·단점 비교와 정책적 시
사점』, 대외경제정책연구원 연구보고서 07-05.

송원근·허현승·현예슬, 2014. 『동아시아 경기동조화와 지역통화통합
에 대한 시사점』, 한국경제연구원 연구보고서 14-06.

안유화, 2011, 『위안화 국제화 추진현황과 한국 자본시장에 주는 시
사점 및 대응전략』, 자본시장연구원 한중정책연구시리즈 11-01.

오용협·백승관·김연실, 2008, 『원화국제화에 대한 연구Ⅱ』, 대외경제정

- 채연구원 연구보고서 08-12.
- 오세환·문병기·심혜정, 2014, 『대중국 무역업체 위안화 수요 분석』, 한국무역협회 국제무역연구원 Trade Focus Vol.13 No.51.
- 이은영, 2015, 한국의 위안화 Hub 추진현황과 시사점: 대만과의 비교분석을 중심으로, KDB 산업은행 『산은조사월보』 2015-04, 90-106.
- 이정진, 2014. 국내 위안화 사용 활성화 '3중 세트' 주요 내용, KB금융지주경영연구소 CEO MEMO (14-15호).
- 이치훈, 중국의 외환보유액 감소 배경 및 시사점, 국제금융센터 분석과 전망, 2015 (4.2).
- 안유화·강현주·황세운, 2014. 위안화본드 마켓 활성화를 위한 선도적 예탁결제인프라 구축방안 - “한국형” 위안화 본드마켓 인프라 구축방안, 자본시장 연구원 연구용역 보고서
- 장홍범·이상현, 2015, 글로벌 금융위기 이후 G3와 동아시아의 금융연계 분석, 한국동북아경제연구학회 『동북아경제연구』 27권 1호, 1-29.
- 장효정, 2011, 위안화 국제화: 최근현황, 국제경험과 전제조건, 자본시장연구원 한중정책연구시리즈 11-01.
- 조종화·박복영·박영준·양다영, 2010, 『중국의 외환정책과 국제통화 질서: 위안화의 절상과 국제화를 중심으로』, 대외경제정책연구원 연구보고서 10-08.
- 지만수, 2014, 원-위안 직거래 체제의 리스크 점검, 한국금융연구원 주간 금융브리프 23권 41호.
- 최지영, 2014. 경제정책해설: 달러화 거치지 않고 원-위안화 직거래, KDI 『나라경제』, 2014 Aug. 34-35.
- 황정수, 걸도는 원·위안화 직거래 ... 실수요 비중 4% 불과, 한국경제신

문, 2015 (8.11).

한국은행 홍콩주재원, 2015, 『중국의 위안화 국제화를 위한 주요 정책 현황 및 전망』

한국은행, 2014, 『경제전망보고서』 2014.4.

한국은행 홍콩주재원, 싱가포르, 역외 위안화 금융센터 기능 확충, 한국은행 국외사무소 자료 현지정보 2014 (6.19).

한국은행, 2014. 역외 위안화 허브로서의 홍콩의 경험과 시사점.

한국은행, 원-위안화 은행간 직거래시장 시장조성자 선정, 보도자료 2014 (11.3).

한국은행, 이주열 韓銀 총재, 위안화 청산은행 개소식 및 현판식 참석, 보도자료 2014 (11.6).

한국은행, 한·중 정상회담, 『위안화 활용도 제고』 관련 주요 합의내용 및 의의, 보도자료 2014 (7.3).

한국은행, ‘한·중 통화스왑자금 위안화 유동성 공급제도’ 도입, 보도자료 2015 (6.26).

한국은행, 원/위안 직거래 개시 후 한달의 성과 평가, 보도참고자료 2015 (1.7.).

한국은행, 원/위안 직거래시장 시장조성자 선정, 보도자료 2015 (6.26).

한재진·정민, 『위안화 국제화 정책 점검과 시사점』, 현대경제연구원 VIP 리포트 15-26 (통권623호).

현석, 2014, 위안화 국제화와 원화 국제화에 대한 소고, 자본시장연구원 자본시장 Weekly 2014-44호.

현석·이상헌, 2013, 『통화 국제화의 결정요인에 관한 연구: 원화 국제화

- 의 가능성에 관한 시사점』, 자본시장연구원 연구보고서 13-01.
- 현석·장홍범, 2013, 『아시아 역내 금융환경의 변화 분석 및 시사점: 중국 위안화의 국제화 진전을 중심으로』, 한국은행 경제연구 제 2013-15.
- 황광명·김경민·노충식·김미진, 2014, 『우리나라 무역거래의 결제통화 결정요인 분석』, 한국은행 경제연구 제2014-37.

<외국문헌>

- ADB, 2009, Infrastructure for a Seamless Asia.
- Beckmann, R., Born, J., Kösters, W., 2002, The US Dollar, the Euro, and the Yen: An Evaluation of their Present and Future Status as International Currencies, in Kleenex, W., Watanabe, H., (eds.), *Globalisation and Regional Dynamics*, Springer, 51-79.
- Benassy-Quere, A., Capella, D., 2014, On the Inclusion of the Chinese Renminbi in the SDR Basket, *International Economics*, 139, 133-151.
- Benassy-Quere, A., Pisani-Ferry, J., 2011, What International Monetary System for a Fast Changing World Economy, Bruegel working paper, No. 2011/06.
- Campanella, M., 2014, The Internationalization of the Renminbi and the Rise of a Multipolar Currency System, *Journal of Self-Governance and Management Economics*, 2(3), 72-93.
- Capgemini, 2015, World Wealth Report 2015.
- Cohen, B.J., 2012, The Benefits and Costs of an International

Currency: Getting the Calculus Right, *Open Economies Review*, 23(1), 13-31.

Chen, H., Peng, W., Shu, C., 2009, The Potential of the Renminbi as an International Currency, BIS Asian Research Program Research Papers.

Cheng, Y.W., Rime, D., 2014, The Offshore Renminbi Exchange Rate: Microstructure and Links to the Onshore Market, *Journal of International Money and Finance*, 49, 170-189.

Chinn, M.D., Ito, H., 2008, A New Measure of Financial Openness, *Journal of Comparative Policy Analysis*, 10(3), 309-322.

Chinn, M.D., Frankel, J.A., 2007, Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency? in Clarida, R. (eds.), *G7 Current Account Imbalances: Substantiality and Adjustment*, University of Chicago Press.

Chinn, M.D., Frankel, J.A., 2008, The Euro may Over the Next 15 Years Surpass the Dollar as Leading International Currency, NBER working paper No. 13909.

City of London, 2014, London RMB Business Volumes January-June 2014, City of London renminbi series, City of London Corporation.

Craig, R., Hua, C., Ng, P., Yuen, R., 2013, Development of the Renminbi Market in Hong Kong SAR: Assessing Onshore-Offshore Market Integration, IMF working paper WP/13/268.

Dailami, D., Masson, P., 2011, Prospects for a Multipolar International Monetary System, DIIS Reports/Danish Institute for

- International Studies, DIIS Report 2011:13.
- Daohua, D, 2015, Analysis of the RMB's Chance to be included in the SDR, Bank of China(Hong kong) Economic Review, April 2015.
- Dobbs, R., Pohl, H., Lin, D.Y., Mischke, J., Garemo, N., Hexter, J., Matzinger, S., Palter, R., Nanavatty, R., 2013, Infrastructure Productivity: How to Save \$1 Trillion a Year, McKinsey & Company.
- Eichengreen, B., Walsh, K., Weir, G., 2014, Internationalisation of the Renminbi: Pathways, Implications and Opportunities, Centre for International Finance and Regulation Research Report March 2014.
- Eichengreen B., 2006, The Parallel-Currency Approach to Asian Monetary Integration, *American Economic Review*, 96(2), p.432-436.
- Eichengreen B., Ricardo, H., Ugo, P., 2007, Currency Mismatches, Debt Intolerance, and Original Sin; Why They Are Not the Same and Why It Matters, in *Capital controls and capital flows in emerging economies: Policies, practices and consequences*, University of Chicago Press, 121-170.
- Eichengreen, B., Kawai, M.(Eds.), 2015, *Renminbi Internationalizaion: Achievements, Prospects, and Challenges*, Brookings Institution Press.
- Eichengreen, B., Hausmann, R., 1999, Exchange Rates and Financial Fragility, NBER working paper No. 7418.
- Farhi, E., Gourinchas, P.O., Rey, H., 2011, *Reforming the International Monetary System*, Centre for Economic Policy Research.

- Fratzscher, M., Mehl, A., 2011, China's Dominance Hypothesis and the Emergence of a Tri-polar Global Currency System, CEPR discussion paper No 8671.
- Frankel, J., Wei, S.J., 1994, Yen Bloc or Dollar Bloc? Exchange Rate Policies of the East Asian Economies, in Ito, T., Krueger, A., (eds), *Macroeconomic Linkages: Savings, Exchange Rates and Capital Flows*, University of Chicago Press.
- FTSE, An Examination of the Offshore RMB Bond Market, FTSE insight 2015-04.
- Funke, M., Shu, C., Cheng, X., Erslan, S., 2015, Assessing the CNH-CNY Pricing Differential: Role of Fundamentals, Containion and Policy, BIS working paper No. 492.
- Gao, H., Yu, Y., 2011, Internationalisation of the Renminbi, BIS Papers No. 61, 105-124.
- Genberg, H., 2011, Currency Internationalisation: Analytical and Policy Issues, BIS Papers No. 61, 221-230.
- Glick, R., Hutchison, M., 2013, China's Financial Linkages with Asia and the Global Financial Crisis, *Journal of International Money and Finance* 39, 186-206.
- He, D., Cheung, L., Zhang, W., Wu, T., 2012, How Would Capital Account Liberalisation Affect China's Capital Flows and the Renminbi Real Exchange Rates? *China & World Economy* 20(6), 29-54.
- Henning, C., 2012, Choice and Coercion in East Asian Exchange Rate Regimes, Peterson Institute for International Economics working

- paper, no. 12-15.
- HKMA, Introduction of Intraday Repo under the Renminbi Liquidity Facility, 2014.11.3.
- HKMA, Refinement of Overnight Repo under the Renminbi Liquidity Facility, 2014.11.27.
- HSBC, Australian Renminbi use to accelerate in the next three years: HSBC research, 2013.7.22.
- Holloway, N., 1990, Building a Yen Bloc, *Far Eastern Economic Review*.
- Hooley, J., 2013, Bringing Down the Great Wall? Global Implications of Capital Account Liberalisation in China, Bank of England Quarterly Bulletin 2013 Q4, Bank of England.
- Huang, Y., 2010, The future of the international currency system and China's RMB, *East Asia Forum* Vol. 28.
- Huyghebaert, N., Wang, L., 2010, The Co-movement of Stock Markets in East Asia: Did the 1997-1998 Asian Financial Crisis Really Strengthen Stock Market Integration? *China Economic Review*, 21(1), 98-112.
- IMF, 2011, Criteria for Broadening the SDR Currency Basket.
- IMF, 2015a, Review of the Method of the Valuation of the SDR-Initial Considerations.
- IMF, 2015b, World Economic Outlook, October 2015.
- Ishii, S., Ötoker-Robe, İ., Cui, L., 2001, Measures to Limit the Offshore use of Currencies: Pros and Cons, IMF working paper WP/01/43.

- Jefferson, P.N., 1998, Seigniorage Payments for use of the Dollar: 1997-1995, *Economic Letters* 58(2), 225-230.
- Kawai, M., Pontines, V., 2014, Is There Really a Renminbi Bloc in Asia? ADBI Working Paper Series No. 467, Asian Development Bank Institute.
- Kim, K., Suh, Y.K., 2011, Dealing With the Benefits and Costs of Internationalisation of the Korean Won, BIS paper 61, 151-171.
- Kenen, P.B., 2011, Currency internationalisation: an overview, BIS papers No. 61, 9-18.
- Lai, E.L.C., Yu, X., 2014, Invoicing Currency in International Trade: An Empirical Investigating and Some Implications for the Renminbi, HKIMR working paper No. 08/2014.
- Lee J.W., 2013, Will the Renminbi Emerge as an International Reserve Currency? *The World Economy*, 37(1), 42-62.
- Li, H., 2012, The Impact of China's Stock Market Reforms on its International Stock Market Linkages, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 52(4), 358-368.
- Ma, G., McCauley, R.N., 2010, The Evolving Renminbi Regime and Implications for Asian Currency Stability, BIS working paper No. 321.
- Fratzscher, M., Mehl, A., 2014, China's Dominance Hypothesis and the Emergence of a Tri-polar Global Currency System, *The Economic Journal* 124(581), 1343-1370.
- Martin, P., 1998, The Exchange Rate Policy of the Euro: A matter of

- size? *The Journal of Japanese and International Economies* 12, 455-482.
- Maziad, S., Kang, J.S., 2012, RMB Internationalization: Onshore/Offshore Links, IMF working paper WP/12/133.
- Maziad, S., Farahmand, P., Wang, S., Segal, S., Ahmed, F., 2011, Internationalization of Emerging Market Currencies: a Balance Between Risks and Rewards, IMF Staff Discussion Note No. SDN/11/17.
- McCauley, R., 2011, Renminbi Internationalisation and China's Financial Development, BIS Quarterly Review December 2011.
- Nagel, J., 2014, Internationalisation of the Renminbi-challenges and Opportunities, Speech at the European-Chinese Banking Day at the Euro Finance Week.
- Padmanabhan, S.G., 2013, Internationalisation and Integration of Asian Capital Markets - Expanded Role for Asian Currencies, Including the Renminbi, Reserve Bank of India circulated at the OMFIF-LKY Asia's role in the global economy forum, July 12, 2013, Singapore.
- Park Y.C., Shin, K.H., 2011, Internationalisation of Currency in East Asia: Implications for Regional Monetary and Financial Cooperation, BIS papers No. 61, 180-197.
- PBC, 2015, Notice of the People's Bank of China(PBC) on Issues Concerning Investment of Foreign Central Banks, International Financial Institutions and Sovereign Wealth Funds with RMB Funds in the Inter-bank Market, 2015.7.14.

- Prasad, E., Ye. L., 2012, *The Renminbi's Role in the Global Monetary System*, Global Economy and Development at Brookings.
- Minikin, R., Lau, K., 2012, *The Offshore Renminbi: The Rise of the Chinese Currency and Its Global Future*, John Wiley & Sons.
- Runlin, Z., 2005, Asian Monetary Cooperation: Perspective of RMB Asianalization, Third high-level Conference on New Asia: Towards an Asian Economic Community, September 15-16, 2005.
- Sakimura, R., Kanda, E., Ashizawa, C., 2012, The Tokyo Pro-bond Market, Clifford Chance Briefing Note, April.
- Shirono, K., 2009, Yen Bloc or Yuan Bloc: An Analysis of Currency Arrangement in East Asia, IMF working paper WP/09/3.
- Shu, C., 2010, Impact of the Renminbi Exchange Rate on Asian Currencies, in Shu, C., Peng, W. (Eds.) *Currency Internationalization: Global Experiences and Implications for the Renminbi*, Palgrave Macmillan, 221-235.
- Shu, C., Peng, W. (Eds.), 2010, *Currency Internationalization: Global Experiences and Implications for the Renminbi*, Palgrave Macmillan.
- Shu, C., He, D., Cheng, X., 2015, One Currency, Two Markets: the Renminbi's Growing Influence in Asia-Pacific, *China Economic Review* 33, 163-178.
- Song, S., Lee, S., Makhija, M., 2015, Operational Hedging in Foreign Direct Investments under Volatile and Divergent Exchange Rates across Countries, *Journal of World Business* 50(3), 548-557

- Subramanian, A., 2011. *Eclipse: Living in the Shadow of China's Economic Dominance*, Peterson Institute for International Economics
- Subramanian, A., Kessler, M., 2012, "The Renminbi Bloc is Here: Asia Down, Rest of the World to go?" Peterson Institute for International Economics, *Working Paper* no. 12-19.
- Teng, A., 2012, "Development Opportunity Arising from Cross-border RMB Business and Internationalization of Enterprises", Speech by Mr Anselmo Teng, at the Forum on "Development opportunity arising from cross-border RMB business and internationalization of enterprises", Guangzhou, 28 June 2012.
- Walsh, K., 2014, "RMB Trading Invoicing: Benefits, Impediments and Tipping Points", prepared for May 2014 Hong Kong Australia RMB Trade and Investment Dialogue.
- World Bank, 2011, *Multipolarity: The New Global Economy*.
- World Economic Forum, 2012, "Euro, Dollar, Yuan Uncertainties: Scenarios on the Future of the International Monetary System."
- Xianpu, Z., 2002, "Equilibrium and Misalignment: An Assessment of the RMB Exchange Rate from 1978 to 1999". Centre for Research on Economic Development and Policy Reforms.
- Yang, R., 2011, "An Empirical Analysis of the Relationship between Currency Internationalization and Bond Market Development", *Economic Survey*, No.4 (in Chinese)
- Yue, E., 2013, "The Development and Future of the Offshore Renminbi Market", Welcome remarks by Mr Eddie Yue, at the Third

Meeting of the Hong Kong - London RMB Forum, Hong Kong, 26 September 2013.

Zhang L., 2012, Reforming International Monetary System and the Internationalization of RMB: a Chinese Perspective, Draft paper for the international conference "International Monetary System, Energy and Sustainable Development", Hosted by Korea Development Institute and Institute of Sustainable Development, Korea University, Seoul, September 21, 2012

CICC, 2015, 자본계정 개방주제 시리즈(1) : 중국, 쫓기하는 글로벌 금융의 힘(資本帳戶開放主題系列(1): 中國, 崛起中的全球金融力量).

陳雨露(천위루), 2010, 人民幣讀本(인민폐독본), 中國人民大學出版社(중국 인민대학출판사).

國泰君安証券(국태君安증권), 2014, 香港離岸人民幣債券市場分析(홍콩 역외 위안화채권 시장 분석).

中國人民銀行(중국인민은행), 2015a, 人民幣國際化報告 2015年(위안화 국제화보고서 2015년).

中國人民銀行(중국인민은행), 2015b, 關於境外央行、國際金融組織、主權財富基金運用人民幣投資銀行間市場有關事宜的通知(외국중앙은행·국제금융기구·국부펀드의 위안화를 사용한 은행간 시장 투자 관련 사항에 대한 통지), 2015.7.14.

中國人民大學(중국인민대학), 2015, 人民幣國際化報告·2015 發布稿(위안화 국제화보고 2015년판).

中國金融信息網(중국금융정보망), 2014, 中國十大區域人民幣跨境業務創新各有特色(중국 10대 지역의 위안화 국경간 업무 혁신).

<웹사이트>

중국사회과학원 금융연구소	www.ifb.cass.cn
중국상무부	www.mofcom.gov.cn
중국인민은행	www.pbc.gov.cn
중국외환관리국	www.safe.gov.cn
중국증권감독관리위원회	www.csrc.gov.cn
한국은행	www.bok.or.kr
BIS	www.bis.org
Enerdata	www.enerdata.net
HKMA	www.hkma.gov.hk
IMF	www.imf.org
Japan Securities Dealers Association	www.jsda.or.jp
Monetary Authority of Singapore	www.mas.gov.sg
People's Bank of China	www.pbc.gov.cn
U.S. Department of the Treasury	www.treasury.gov

<연구총서 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
15-05	위안화 국제화 가능성 분석 및 국제금융질서 변화에 관한 연구	이승호, 김한수, 현석, 주현수, 강현주	15.12
15-04	단기자금시장 구조개편에 대한 평가와 정책과제	백인석, 주현수, 황세운, 서현덕	15.10
15-03	주식시장의 구조적 변화: 거래회전을 감소의 원인 분석	강소현, 김준석, 양진영	15.05
15-02	글로벌 금융규제 흐름과 우리나라 금융규제개혁의 바람직한 방향	신보성, 권재현, 김종민, 이효섭, 천창민	15.05
15-01	한국파생상품시장의 현황진단과 발전방향	남길남, 이효섭, 천창민	15.04

<연구보고서 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
15-02	DB형 퇴직연금과 DC형 퇴직연금의 비교 - 투자위험을 중심으로 -	홍원구	15.03
15-01	비과세 종합저축투자계좌 도입에 관한 연구	홍원구, 천창민, 김재철	15.03
14-08	가계의 주식 및 펀드시장 참여에 대한 연구	김재철, 남재우, 장지혜	14.12
14-07	우리나라 외환스왑시장의 불균형 및 환율과의 관계에 관한 연구	이승호	14.12
14-06	선진국의 비전통적 통화정책과 출구전략 분석	강현주, 서현덕, 주현수	14.12
14-05	주식과세제도의 개선방향에 관한 연구	김갑래, 김준석, 황세운	14.07
14-04	그레인저 인과관계 네트워크를 이용한 금융기관간 상호연계성 추정	서현덕	14.05
14-03	금융산업의 특성을 고려한 담합의 판단기준에 대한 연구	이성복, 이승진	14.03
14-02	파생상품 불공정거래 규제 체계의 개선방향	정윤모, 이효섭	14.03
14-01	기관투자자가 자본시장 발전에 미치는 영향 및 정책과제	신보성, 김준석	14.02
13-05	국내 증권산업의 환경변화와 대응방안-2020 증권산업 비전과 전망	박용린, 이석훈, 장정모, 최순영	13.12
13-04	연금사회와 자산운용산업의 미래-2020 자산운용산업 비전과 전망	송홍선, 김재철, 김종민 남재우, 홍원구	13.12
13-03	인구고령화와 우리나라의 자본시장 II : 퇴직연금과 자본시장 성장의 선순환	김재철, 홍원구	13.12
13-02	글로벌 유동성과 국제자본이동과의 관계에 관한 연구	강현주, 이승호	13.12
13-01	통화 국제화의 결정요인에 관한 연구: 원화 국제화의 가능성에 관한 시사점	현석, 이상현	13.02
12-05	글로벌 거래소 변화양상과 시사점	이인형, 강소현, 김준석	12.12
12-04	탄소금융의 국제동향 분석과 발전방안에 대한 연구	노희진, 김규림	12.12
12-03	국내 주식형펀드의 투자효율성과 규모효과에 대한 연구	김종민, 송홍선	12.11
12-02	국내 애널리스트 이직에 관한 연구	김종민, 이석훈	12.11
12-01	주가지수파생상품 만기일 효과에 관한 연구	남길남, 이효섭	12.06
11-03	아시아 통화와 아시아 국경간(cross-border) 채권시장의 발전방안에 관한 연구	현석, 이상현	11.07
11-02	한국 외화자금시장 유동성 위기의 특징과 외환시장에의 영향 분석	이인형, 이윤재	11.02
11-01	금융투자업의 시장구조에 대한 분석 및 시사점	신보성, 이석훈, 이성훈, 장정모	11.01
10-05	국내 IPO 시장의 경쟁도 분석	이석훈, 박신애	10.12
10-04	선물환 수요 불균형 해소방안에 관한 연구	이성훈, 김형욱, 윤종문	10.11
10-03	국내 자산운용시장 경쟁구조에 대한 연구: 판매시장의 가격규율을 중심으로	김재철, 박진모	10.07
10-02	확자금대출시장 분석 및 유동화 활성화 방안	김필규, 박연우, 이현진	10.06
10-01	증권발행가격 규제의 문제점과 제도개선 연구	장욱, 전상경	10.06
09-02	금융투자회사의 자기자본 규제 연구	권세훈, 송홍선, 정윤모, 한상범	09.04
09-01	국내 전자증권제도의 효율적 도입방안에 관한 연구	김필규, 이석훈, 황세운 김용재, 조인호	09.03
08-05	증권산업의 경쟁도 변화에 대한 분석 및 시사점	신보성, 이석훈, 이진호, 박신애	08.11

<연구보고서 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
08-04	모기지의 조기상환 모형에 근거한 MBS 가격결정에 관한 연구	박연우, 김필규, 이현진, 정재선	08.07
08-03	헤지펀드의 국내 허용 방안	노희진, 김규림	08.03
08-02	세계 신용파생상품시장의 혁신과 시사점	남길남, 이석형, 주윤신	08.03
08-01	KRX 가격제한폭제도의 유효성에 관한 연구	엄경식, 강형철, 이윤재	08.03
07-03	기업집단 지배-소유 괴리 측정에 관한 연구: 임계지배권 방법을 중심으로	강형철, 빈기범, 조성훈, 윤정선	07.12
07-02	프로그램 매매가 변동성에 미치는 효과에 대한 연구	한상범, 이윤재	07.07
07-01	미국주식시장의 재개편: Regulation NMS의 도입 및 시사점	엄경식, 장병훈	07.03
06-08	증권회사의 자기자본 규제 개선에 관한 연구	권세훈, 한상범, 김현숙, 박희선	06.12
06-07	장외파생상품 자동거래시스템에 관한 연구	진익, 한지연	06.12
06-06	기업 현금성 자산 보유와 기업 가치에 대한 연구	빈기범, 서은숙, 송민규	06.11
06-05	"U.S. 달러표시 주식부문" 도입을 통한 한국자본시장 국제화의 타당성 검토	엄경식, 김영식, 정순섭	06.11
06-04	증권회사의 과당매매 규제에 관한 법적 연구	정윤모, 박기령	06.11
06-03	인구 고령화와 우리나라의 자본시장 I: 가계의 주식보유에 미치는 영향을 중심으로	김재철, 고광수, 김근수, 박진모, 박창욱	06.07
06-02	증권산업의 인적자본 축적에 대한 분석 및 시사점	신보성, 최강식	06.05
06-01	국내 주식시장의 버블 가능성 평가	김재철, 빈기범, 송민규	06.04
05-05	유동성 증대를 위한 효율적 주식거래 메커니즘 연구	엄경식, 신정훈, 한상범, 강대일	05.12
05-04	우리나라 자본시장과 은행의 균형 발전 필요성	신보성, 빈기범, 박상용	05.11
05-03	기관투자자와 주식시장의 안정성에 관한 연구: OECD 국가를 대상으로	고광수, 박창욱	05.06
05-02	가계의 주식보유 비중 결정 요인에 대한 연구	김재철	05.03
05-01	한국·일본·중국의 기관투자자 비교 연구	고광수, 김근수	05.02
04-09	우리나라 자본시장 규제의 선진화 방향	신보성, 박경서	04.12
04-08	한국주식시장의 투명성 연구: 외국계 증권회사 대량매매 정보공개 효과 분석	신정훈, 한상범, 강대일, 이윤재	04.12
04-07	수시공시제도의 개선방향 -포괄주의 방식의 도입 검토-	정윤모, 이주혜, 박기령	04.12
04-06	대량매매(Block Trade) 체결 메커니즘의 효율화에 관한 연구	신정훈, 한상범	04.11
04-05	증권산업 종사자의 자격 및 제한적 매매에 관한 연구	노희진, 주윤신	04.10
04-04	공적 연금의 지배구조에 관한 연구: 국민연금을 중심으로	조성훈, 고광수, 박창욱	04.09
04-03	공적 연금의 투자 정책에 관한 연구	고광수, 김근수, 박창욱	04.09
04-02	투자자교육의 체계적 정립과 투자자보호	김근수	04.06
04-01	채권 스트림에 관한 연구	오승현, 유윤주	04.03
03-09	코스닥시장의 위상 재정립과 효율화 방안에 관한 연구	한상범, 엄경식, 강대일, 윤지아	03.12
03-08	증권산업에서의 이해상충에 관한 연구 II: 주식발행업무	정윤모, 조성훈, 한상범, 박현수, 이정은, 강대일	03.11

<조사보고서 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
15-07	금융증개의 발전과 사모펀드의 역할	송홍선	15.09
15-06	아시아자율규제기구(Asian SRO) 설립 논의와 시사점	현석, 황세운	15.07
15-05	미국 증권회사의 특화·전문화 전략: 부티크IB 사례 중심으로	최순영	15.05
15-04	금융투자상품 불완전판매 규제 현황 및 시사점	정운모, 이효섭	15.03
15-03	영국의 금융 영업행위 규제 및 감독 체계 변화와 시사점	이성복, 이승진	15.03
15-02	미국의 비공개주식 유통플랫폼 현황과 시사점	남재우, 박용린, 천창민	15.01
15-01	해외 정부 벤처캐피탈의 현황 및 시사점	박용린, 김종민	15.01
14-03	배출권 시장 안정화 정책의 분석 -중앙은행 모델을 중심으로-	유종민	14.07
14-02	주식시장 분할에 따른 시장구조 변화와 감독 및 규제체계 시사점	이인형, 강소현, 양진영	14.03
14-01	주요국 국제시장의 제도적 특성과 시사점	김필규, 백인석, 황세운	14.03
13-07	ETN 시장의 특성과 시사점	남길남	13.12
13-05	영국의 사회적 투자시장 육성정책의 시사점	김갑래, 박수연	13.12
13-04	맥쿼리 그룹의 성장사례 및 한국 증권회사에 주는 시사점	최순영	13.11
13-03	녹색기후기금(GCF)의 특성과 향후 정책방안	노희진, 김규림	13.11
13-02	아시아 주요국의 펀드산업 현황 조사	송홍선, 남재우, 홍원구 공경신, 태희, 장지혜	13.09
13-01	자산운용업의 경영현황 분석과 자생력 확보 방향	김재철, 장지혜	13.08
12-05	글로벌 금융위기 이후 자기자본 규제의 국제적인 변화	송홍선, 장정모, 한상범	12.12
12-04	이슬람금융의 현황과 시사점	김한수, 김보영	12.12
12-03	해외 선진 PEF의 운영현황과 시사점 -바이아웃(buyout)을 중심으로-	박용린, 천창민, 안유미	12.12
12-02	자본시장법과 외국환거래법의 비교 및 정합성 제고를 위한 과제	이승호, 이종덕	12.12
12-01	글로벌 국부펀드 현황 및 시사점	이승호, 김한수, 최순영	12.06
11-02	EU 금융서비스 통합 실행계획(FSAP)의 구조와 체계	이용우	11.12
11-01	신금융투자상품의 구조와 활용	박철호, 김형욱, 박연우, 빈기범	11.06
10-05	미국의 장외파생상품 규제: 도드-프랭크법을 중심으로	남길남	10.12
10-04	거래소 인수·합병: 동향과 사례	김준석, 장욱, 장병훈, 한지연	10.12
10-03	배당 재투자 계획(DRIP)에 관한 연구	권세훈, 박희선	10.09
10-02	FX마진거래제도 개선방안	박철호	10.07
10-01	녹색금융의 발전방향과 추진전략	노희진	10.06
09-02	펀드 규율체계의 바람직한 통합 방향	김재철, 빈기범, 박진모, 김란영	09.08
09-01	신흥시장국 주식시장의 구조와 현황 분석(1): 중남미 주식시장	김준석, 이윤재, 장병훈, 한지연	09.07
08-03	선진 자산운용회사의 경영전략과 시사점	송홍선, 공경신	08.11

<정책보고서 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
13-01	증권형 크라우드펀딩 제도의 구축방향과 과제	천창민	13.06
11-02	중국 주식시장 특성과 외국기업의 활용방안	안유화, 김은화	11.12
11-01	금융위기 이후 주요도시의 국제금융중심지 전략 변화 및 시사점	김한수, 김보영, 정은경	11.11

<이슈 & 정책 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
14-01	IPO 공모주 주가 변화에 대한 분석 및 시사점	이석훈	14.01
13-10	국내 상장기업 배당정책: 평가와 시사점	강소현, 김준석, 양진영	13.12
13-09	아시아 펀드패스포트(ARFP)에 대한 논의와 시사점	김종민	13.12
13-08	해외의 소액투자지원제도와 시사점	천창민, 이현정	13.11
13-07	이스라엘의 요즈마펀드에 대한 고찰 및 시사점	이성복	13.11
13-06	한국 채권시장의 변동성: 평가와 시사점	백인석, 황세운	13.10
13-05	한국 외환시장의 변동성: 원인과 대응	이승호	13.08
13-04	한국 주식시장 변동성: 평가와 시사점	김준석, 백인석	13.06
13-03	자본시장 관점에서 본 국민연금 주요이슈와 정책방안	남재우	13.03
13-02	한국 ELS/DLS 시장의 건전한 성장을 위한 방안	이효섭, 김지태	13.03
13-01	유럽의 금융거래세 도입논의와 한국에의 시사점	김준석, 황세운	13.03
12-08	캐나다 개인연금의 현황과 시사점	홍원구	12.11
12-07	기관투자자의 헤지펀드 활용 전략	남재우	12.11
12-06	주요국의 불공정거래 조사 및 제재의 분석과 시사점	정윤모, 이승진	12.11
12-05	위안화의 역외 사용 확대와 한국의 대응	안유화	12.11
12-04	사회성과연계채권(SIB) 활용방안: 자본시장을 통한 사회문제의 해결	김갑래	12.07
12-03	국제 CDS프리미엄의 결정요인 분석 및 시사점	조성원	12.06
12-02	영국 Vickers 보고서를 통해 본 유틸리티은행제도의 개요와 시사점	이용우	12.06
12-01	주요국 커버드본드시장 분석과 국내 도입 방안	김필규, 이현진	12.05
11-08	유로존위기의 현황과 향후 전망	이용우	11.12
11-07	세계 M&A 시장 전망과 시사점	박용린, 안유미	11.11
11-06	한국형 헤지펀드의 미래와 영향	김재철, 김종민	11.11
11-05	DMA 개요와 국내의 현황	이인형, 표영선	11.10
11-04	통화안정증권 관련 주요 이슈와 정책과제	조성원	11.07
11-03	고령화 시대 장수채권 도입 방안	권세훈, 장정모	11.04
11-02	글로벌 자산운용시장의 변화와 국내 자산운용업계의 대응	김재철, 장지혜	11.04
11-01	주요국 자산운용시장 발전모델 검토 및 시사점	김재철, 윤종문, 태희	11.03
10-02	금융투자회사의 자산관리서비스 발전 과제	송홍선	10.09
10-01	조건부 자본의 사례 및 활용전략 - 역전환채권 구조를 중심으로 -	권세훈, 장정모	10.07
09-06	국가채무 수준의 국제비교와 정책적 시사점	조성원	09.12
09-05	자본시장을 활용한 원금보장형 우리스주제도의 도입 방안	송홍선, 공경신	09.12

<이슈 & 정책 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
09-04	주식공매도에 관한 주요 이슈 평가 및 정책적 시사점	김준석, 빈기범	09.09
09-03	외환시장과 외화자금시장의 구분 및 KRX 통화시장 역할의 중요성	빈기범, 강원철	09.08
09-02	스왑시장, 채권시장 및 외환시장의 연계성 분석 - IRS와 CRS를 중심으로 -	박연우, 박태준	09.06
09-01	한국 증시의 MSCI 선진시장 지수 편입에 관한 주요 이슈 분석	빈기범, Jaemin Kim, Sean Sehyun Yoo	09.06
08-03	금융투자지주회사 제도 도입 방안	신보성, 송홍선	08.11
08-02	금융허브경쟁력 제고방안 및 시사점	강형철, 김민석, 김한수, 송민규	08.08
08-01	금융투자업 경영 확대에 따른 이해상충문제의 최소화 방안	김필규, 박연우, 김동철	08.06
07-04	서브프라임 사태의 금융시장 파급경로 분석 및 정책적 시사점	김민석, 빈기범	07.12
07-03	해외 부문 충격이 한국 주식시장의 수익률 및 변동성에 미치는 영향	빈기범, 강원철	07.12
07-02	미국 자본시장규제위원회(CCMR) 중간보고서 주요 내용 및 시사점	조성훈, 이종은, 심수연	07.05
07-01	ELS 시장 경쟁도 분석 및 진입규제에 관한 시사점	진익, 김형남, 한지연	07.05
06-02	자본시장통합법과 우리나라 자본시장 및 금융투자업 발전을 위한 과제	강형철, 조성훈	06.11
06-01	증권산업 지급결제서비스의 발전방향 : 자본시장통합법 제정과 관련하여	서은숙, 송민규, 윤지아, 김미혜	06.05
05-02	외국인 주주가 배당 및 투자 의사결정에 미치는 영향 분석	빈기범, 조성훈	05.08
05-01	출자회사 할인과 경영권 분쟁	빈기범	05.03
04-02	외국인 주식유비중의 증대를 둘러싼 논의에 대한 검토	김재철, 빈기범, 신보성 오승현, 조성훈	04.06
04-01	퇴직연금과 금융기관의 역할	고광수	04.03
03-01	주가연계증권(ELS) 현황분석과 활성화 방안	김형태, 선정훈	03.05
02-02	펀드형 금융 상품 연구: ETFs, HOLDRs, PIPs	고광수, 박기홍	02.09
02-01	채권시장 투명성 강화 방안	오승현	02.06
01-08	매매거래 비활발증폭에 대한 유동성 제고방안	엄경식, 윤지아	01.12
01-07	구조설계채권(structured bond) 활성화를 위한 제도개선 방안	김형태	01.10
01-06	우리나라 수시공시제도의 개선방안 -KOSDAQ시장을 중심으로-	김문현, 정윤모, 김란영, 박현주	01.08
01-05	제3시장의 개선방안	최원근, 오경희	01.07
01-04	세계의 주식시장, 그 변화의 물결	엄경식, 성윤중	01.07
01-03	자본시장을 통한 공기업 민영화 정책방향	조성훈	01.07
01-02	신용평가제도의 바람직한 방향	오승현	01.04
01-01	2001년 자본시장 발전방향	노희진, 오혜진	01.02
00-04	투신산업 신뢰성 회복을 위한 제도 검토 및 시사점	노희진, 오혜진	00.10
00-03	디지털경제와 주식시장	김근수, 강창윤	00.10
00-02	M&A시장의 활성화 방안	김형태, 노희진	00.09

<Working Report 안내>

발간번호	제 목	연구회 / 저자	발간년월
14-01	VCPE 시장의 과제와 전망	VCPE 연구회	14.02
13-02	지속가능성과 형평성 제고	사회적금융연구회	13.12
13-01	임팩트 투자(Impact Investment)의 성과와 과제	녹색금융연구회	13.05
12-01	탄소펀드의 미래투자 전략	녹색금융연구회	12.11
11-01	중국의 녹색성장과 녹색금융 · 재정정책	녹색금융연구회	11.07
10-02	에너지 · 환경 헤지펀드	녹색금융연구회	10.10
10-01	기후변화와 탄소금융	사회책임투자연구회	10.06
09-02	해외 탄소배출권시장 동향 및 국내 육성 방향	사회책임투자연구회	09.11
09-01	기업의 사회적 책임과 녹색금융	사회책임투자연구회	09.04
08-04	기업의 사회적 책임에 관한 고찰 (1)	사회책임투자연구회	08.09
08-03	헤지펀드 투자전략 연구 (2)	사회책임투자연구회	08.08
08-02	헤지펀드 투자전략 연구 (1)	사회책임투자연구회	08.08
08-01	사회책임투자를 위한 기업 정보공개	사회책임투자연구회	08.01
07-07	금융신상품 활용사례 및 시사점	파생상품연구회 Financial Engineering 분과	07.11
07-06	헤지펀드 활용사례 및 시사점	파생상품연구회 Hedge Fund and AI 분과	07.11
07-05	M&A 시장의 과제와 전망 (2)	M&A 연구회	07.10
07-04	M&A 시장의 과제와 전망 (1)	M&A 연구회	07.06
07-03	간접투자상품 운용성과 공시기준에 관한 연구	M&A 연구회	07.05
07-02	사회책임투자의 해외제도 검토 및 국내 발전방향	사회책임투자연구회	07.04
07-01	증권산업의 새로운 자금이체경로에 관한 논의: 자본시장통합법 제정과 관련하여	송민규, 서은숙	07.04
06-02	사회책임투자의 원칙과 적용	사회책임투자연구회	06.10
06-01	사회책임투자 개념 및 국제 동향	사회책임투자연구회	06.04

<오피니언 시리즈 안내>

발간번호	제 목	발간년월
07	금융투자산업과 펀드·연기금 발전 방향	13.04
06	한국 경제와 자본시장의 역할	13.04
05	새로운 금융질서 하의 한국 자본시장의 발전	11.09
04	글로벌 금융시장의 새로운 질서와 한국의 대응	10.10
03	선진 자본시장 모색을 위한 제언	09.11
02	금융위기 이후 국내외 금융시장의 변화 모습	09.11
01	글로벌 금융위기와 자본시장	09.01

연구총서 15-05

위안화 국제화 가능성 분석 및 국제금융질서 변화에 관한 연구

인 쇄 2015년 12월 23일

발 행 2015년 12월 29일

저 자 이승호, 김한수, 현석, 주현수, 강현주

편집인 신인석

발행처 자본시장연구원

주 소 서울시 영등포구 의사당대로 143

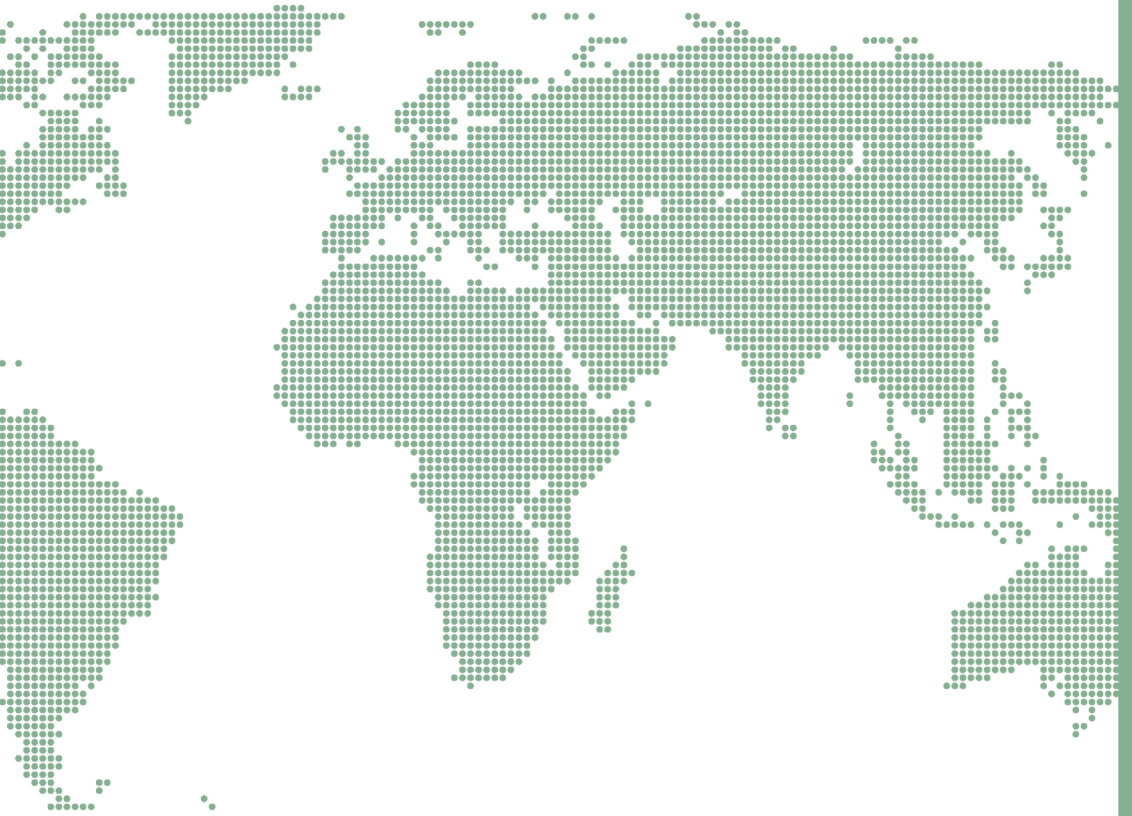
전 화 3771-0600

팩 스 786-7570

인쇄소 비디아이

ISBN 978-89-6089-135-7-93320

www.kcmi.re.kr



KCMI



자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

서울시 영등포구 의사당대로 143
T 02.3771.0600 www.kcmi.re.kr

값 14,000원



9 788960 891357 93320
ISBN 978-89-6089-135-7