



국제경제정보

국제경제실 신흥경제1팀
한재현 과장(5291)

위안화 국제화 추진과정에서의 리스크

- ◆ 위안화 국제화는 소위 '양날의 칼'과 같이 국제통화로서의 시노리지 등 장기적 편익과 동시에 그 추진과정에서의 여러 리스크를 수반
- ◆ 위안화 국제화 추진에 힘입어 위안화가 수입결제에 사용되고 있으나 이는 무역수지 상태와 관계없이 외환보유액을 늘리는 요인이 되어 외환보유액 관리비용의 증가를 초래
- ◆ 또한 금융시장의 발달이 미약한 상황에서의 위안화 국제화 추진은 자본 거래 자유화, 위안화 환율제도 개혁 등에 대한 국외의 압력을 증대시켜 중국이 택하고 있는 정부주도 경제성장모델에 배치
- ◆ 이밖에 위안화 국제화에 따라 역외 위안화 자산이 늘어나면서 통화량을 중간목표로 하는 통화정책의 자율성 및 효율성이 저하될 우려도 증대
- ◆ 중국은 이와 같은 리스크를 감안하여 당분간은 위안화 국제화를 급히 서두르지 않고 지역통화(regional money)로서의 기능확대를 통한 지정학적 우위 확보에 주력할 것으로 전망

I 논의 배경

- 글로벌 금융위기 이후 심화되고 있는 중·미 환율갈등 및 국제통화시스템 개혁 등과 관련하여 위안화의 진로는 중국은 물론 세계경제의 중요한 핵심이슈가 되고 있음
- 중·미간 환율갈등에서는 위안화의 저평가 여부가, 국제통화시스템 개혁 논의에서는 위안화의 SDR편입이 핵심쟁점이 되고 있음

- 중국정부는 위안화 국제화를 통해 근본적인 가치하락의 위험이 거론되는 달러 중심의 국제통화질서에서 벗어나려는 노력을 강화하고 있으나 그 추진과정에서 여러 리스크에 직면해 있는 것으로 평가되고 있음
 - 그동안 위안화 국제화는 주로 국제통화로서의 시노리지 수혜 등 그 편익에 초점을 두고 추진되었으나 소위 ‘양날의 칼’과 같이 그 추진과정에서 여러 부작용도 수반될 수 있다는 인식이 확산
- ⇒ 중국이 그동안 추진해 온 위안화 국제화의 성과를 평가하고 추진과정에서의 리스크 요인을 살펴본 후 향후 추진 방향 등을 전망

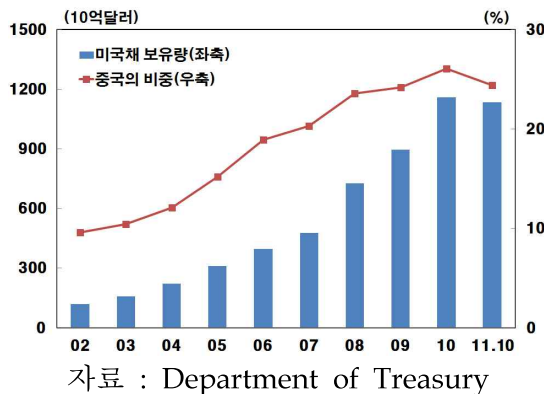
II 위안화 국제화에 대한 평가

(위안화 국제화의 목적)

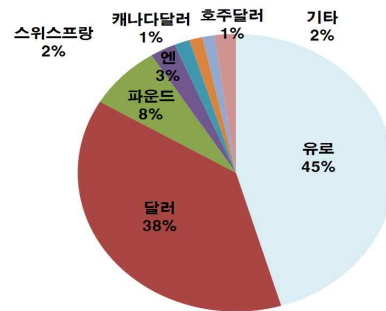
- 중국이 최근 수년 간 위안화의 국제화를 꾸준히 추진하고 있는 것은 국제금융시장에서 자국의 경제위상에 걸맞은 영향력을 확보하는 것 이외에 다음과 같은 의도를 내포
 - 외환보유액의 달러에 대한 의존도를 축소하여 **달러 함정(dollar trap)***에서 탈피
 - * 중국이 달러의 가치하락에 대한 우려로 미국채 매입을 중단할 경우 가치하락을 더욱 부추겨 결국 자신의 외환보유액(상당 부분이 미국채)에서 손실이 발생하므로 지속적으로 달러자산을 매입할 수밖에 없는 딜레마 상황
 - 그동안 지속적으로 증가하던 중국의 미국채 보유규모 및 비중이 2011년 들어 소폭 하락한 것도 이러한 노력의 일환으로 해석됨(2010년말 1조 1,601억달러→ 2011.10월말 1조 1,341억달러)
 - 무역거래비용 및 환리스크 감소에 따른 편익이 무역 및 투자를 촉진시켜 경제성장을 촉진
 - 자국통화의 국제화를 통해 기축통화 발행에 따른 시노리지를 얻을 수 있음은 물론 금융기관 자금조달의 효율성과 편리성을 증대

- 미국의 경우 1977~95년중 해외부문에서 얻은 시노리지 규모가 연간 23~118억달러로 전체 조세수입의 0.4~1.8%에 이르는 것으로 추정됨 (Jefferson, 1997)
- 현재 국제채권시장에서의 발행통화는 유로, 달러, 파운드, 엔, 스위스 프랑 등에 집중되어 있어 중국은 경제규모에 상응하는 자금조달면에서의 편익을 누리지 못하고 있는 실정

중국의 미국채 보유규모 및 비중



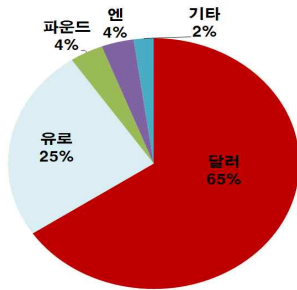
국제채권시장 발행통화별 비중(2011.6)



(위안화 국제화 정도에 대한 평가)

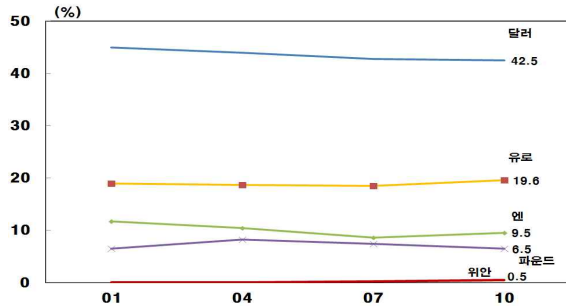
- 위안화가 각국 외환보유액에서 차지하는 비중 등을 감안할 때 위안화의 국제화 정도는 아직 초기상태인 것으로 평가
 - 2001~10년 각국 외환보유액 중 달러·유로·파운드·엔화를 제외한 여타 통화의 비중은 2.2%에 불과(IMF)
 - 국제무역규모에서 중국 비중이 11.4%에 달하는 데 비해 국제무역결제에서의 위안화 사용 비중은 0.24%에 불과(2011.6월 기준, 국무원발전연구센터)
 - 국제외환거래에서의 위안화 사용 비중도 0.45%에 불과(2010년 기준, BIS)

통화별 외환보유액 비중(2001~10 평균)



자료 : IMF

통화별 국제외환거래 비중



자료 : BIS

- IMF가 최근 8가지 지표*를 사용하여 주요 통화의 국제화 정도를 평가한 결과에서도 위안화는 크게 뒤쳐지는 것으로 나타남(IMF, 2011.10)

* 특정 통화의 국제화 정도는 국제적 사용도를 나타내는 3가지 요소(외환보유액 구성통화로서의 사용도, 자본 및 무역거래에서의 사용도, 외환시장에서의 사용도)와 국가의 경제력 및 금융경쟁력 등을 나타내는 5가지 요소(경제규모, 무역네트워크, 투자적격성(신용평가등급), 자본거래 개방성, 양적 금융심화정도(MSCI World Index에서의 비중, 채권발행액 등)로 구분

- 위안화는 국제적 사용도에서 달러 등에 비해 크게 떨어지는 것으로 평가

주요 통화의 국제통화로서의 국제화 정도¹⁾

지표		달러	유로	엔	파운드	위안
국제적 사용도	외환보유통화 사용도	●	●	●	●	×
	자본·무역거래 사용도	●	●	△	△	×
	외환시장 사용도	●	●	●	●	×
경제력 및 금융경쟁력	경제규모	●	●	●	●	●
	무역네트워크	●	●	●	●	●
	투자적격성	●	●	●	●	●
	자본거래 개방성	●	●	●	●	×
	양적 금융심화정도 ²⁾	●	●	●	●	●

주 : 1) ●는 기준을 완전충족, △는 일부충족, ×는 전혀 충족시키지 못하는 경우
 2) 중국의 경우 금융제도의 발달정도는 낮으나 국내 채권발행규모가 큰 점 등으로 양적 금융심화정도는 높게 평가됨

자료 : IMF(2011.10)

- 특히 IMF는 위안화의 국제화를 가로막는 주요 요인으로 자본거래의 통제를 지적

— World Economic Forum의 자본거래 자유화(Capital account liberalization) 평가지표에서도 중국은 57개국중 공동 최하위인 49위를 기록(2010)

III

위안화 국제화 추진과정에서의 리스크 요인

□ 현재와 같이 자본거래가 대부분 규제되고 금융시장 발달이 미약한 상황에서 중국이 위안화 국제화를 추진하는 것은 다음과 같은 리스크를 수반

(과도한 외환보유액 관리에 따른 비용증대)

□ 위안화의 국제화가 주로 수입결제의 지급측면에서 제한적으로 이루어짐에 따라 무역규모의 확대는 무역수지의 방향과 관계없이 외환보유액의 증가로 이어져 **과도한 외환보유액 관리에 따른 리스크를 증대**(張榮楠, 2011)

○ 위안화의 수출대금 결제가 제한적으로만 허용*됨에 따라 중국기업들은 수출액은 외화로 영수하고 수입액은 위안화로 지급하는 행태가 일반적**

* 수입결제의 경우 모든 기업이 가능한 반면, 수출대금의 영수는 허가받은 기업만 가능(위안화 수출대금 영수가 가능한 기업은 2010.12.6일 이전은 365개 기업이었던가 이후 67,359개 기업으로 확대)

** 중국의 수출기업들은 원료 등을 수입 후 가공하여 완제품을 수출할 경우 수입시 납부했던 17%의 증치세 중 약 12%를 환급받게 되나, 수출대금으로 위안화를 영수할 경우 허가받은 기업을 제외하면 증치세를 환급받지 못하는 것도 기업들이 수출대금을 위안화로 받는 것을 꺼리는 주요 이유

○ 이는 역외 위안화의 유동성이 제한되어 있는 상황에서 중국정부가 위안화 시장의 육성을 목적으로 정책의 중점을 위안화 유입보다는 유출에 둔 데 기인

위안화 무역결제액 중 수출과 수입 비중

(억위안, %)

	수출		수입	
	금액	비중	금액	비중
2010.1/4	18.6	9.3	181.3	90.7
2/4	65.3	10.4	563.9	89.6
3/4	177.3	10.1	1,570.9	89.9
2011.1/4	202.3	6.7	2,853.7	93.3

주 : 수출입 비중을 발표한 분기의 상품수출입액 기준
자료 : 중국인민은행

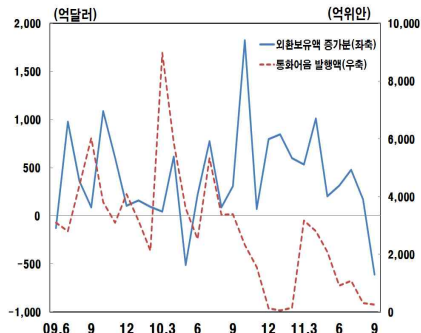
- 2011.1/4~3/4분기중 외환보유액 증가액 3,544억달러중 21.1%인 749억달러가 위안화 유출에 기인하는 것으로 추정*

* 동 기간중 위안화를 이용한 무역결제액 중 지급금액(7871.4억위안)과 영수금액(2999.3억위안)과의 차이를 평균환율(1달러 : 6.5013위안)로 환산

- 외환보유액의 증가에 따라 불태화정책 비용, 금리 및 환율 변동에 따른 자본손실리스크 등도 증가

— 국내외 금리차가 존재하는 상황에서 2011.1/4~3/4분기중 불태화정책의 실시로 약 39억달러의 비용이 발생한 것으로 추정*

외환보유액 증가분과 통화어음 발행액



자료 : 중국인민은행

* 불태화정책 비용 추정

[가정]

- i) 2011.1~9월중 증가된 외환보유액 3,544억달러를 모두 통화어음 발행을 통해 불태화
- ii) 증가된 외환보유액은 70% : 20% : 10%의 비율로 미국채 (T/Note, 10년), 독일정부채(10년), 일본정부채(10년)에 투자

[추정]

- i) 2011.1~9월중 중국의 3년물 통화어음 발행금리 평균 3.89%, 가정 ii)의 3가지 채권 수익률을 보유비율로 가중평균한 금리 2.78%이므로 둘의 차이는 1.11%
- ii) 1.11% × 3,544억달러 = 39.3억달러

(자본거래 자유화 등에 대한 국외 압력 증가)

- 금융시장의 발달이 취약한 상황에서 위안화 국제화 추진은 자본거래 자유화, 위안화 환율제도 개혁 등에 대한 외부의 압력을 증가시켜 중국이 택하고 있는 정부주도 경제성장모델에 배치되는 갈등을 초래

- 국제금융시장에서 지속적인 위안화 수요 창출을 위해서는 자본거래의 자유화, 직접투자절차 간소화, 시장결정적 환율제도 등이 필요하다는 것이 외부의 시각*

* 중국은 자본거래를 통제하면서 통화의 국제화를 추구하는 유일한 국가일 것이라는 비판도 제기(Green, 2011)

— 자본거래가 통제되는 상황에서 창출되는 위안화 수요는 위안화의 일방적인 절상기조 시기에만 나타나는 등 그 수요기반이 취약함

— 그동안 크게 늘어왔던 위안화 무역결제액과 홍콩의 위안화예금 잔액이 최근 감소*한 것은 국외수요 위축에 따른 수출감소와 함께 위안화의 일방적인 절상기대가 약화된 데 기인하는 것으로 분석

* 2011.3/4분기(5,834억위안) 위안화 무역결제액이 2/4분기(5,973억위안)보다 감소하였고 홍콩의 위안화예금 잔액도 2011.11월말 현재 6,185억위안으로 전월(6,222억위안) 대비 최초로 감소

○ 그러나 위안화의 국제화는 정부주도의 경제성장 모델하에서 일정한 통제 아래 추진되어야 한다는 것이 중국정부의 일관된 입장

— 현재의 경제발전 단계에서 자본거래 통제 및 환율에 대한 규제는 금융시장 안정과 사회주의 시장경제질서 유지에 필수적인 조건이라는 인식을 견지

□ 이러한 시각에서 중국은 자본시장의 개방을 허용하지 않은 채 위안화의 국제적 위상 및 활용도를 높이기 위해 위안화를 SDR 바스켓에 포함시키는 방안을 적극 추진하고 있으나 미국 등 선진국은 반대

○ IMF는 매 5년 단위로 바스켓 구성통화를 결정*하는데 아직은 위안화가 SDR바스켓 통화의 구성요건인 자유사용가능통화(freely usable currency)**로서 부적합하다는 입장

* 바스켓 통화는 구체적으로 자유사용가능통화 지정 → 자유사용가능통화 중 상위 4대 수출국 통화로 바스켓 구성 → 구성통화 가중치 산정의 순으로 결정

** 국제거래 및 외환시장에서 광범위하게 사용되는 통화로 “상품·서비스·소득 수출” 및 “다른 회원국에 의해 보유된 준비자산”을 대용지표로 사용

— IMF는 연례협의(Article IV Consultation) 보고서에서 시장결정 환율제도, 금융시장 발전, 금리자유화 등의 개혁 후에 최종적으로 자본거래의 자유화가 이루어져야 비로소 위안화가 자유사용가능통화로 기능하게 될 것임을 강조(2011.7.20일)

○ 특히 중국과 선진국은 자유사용가능통화의 해석과 적용에 있어 이견을 좁히지 못하고 있는 상황

- 선진국은 완전한 태환성 및 자유변동환율제도 등이 자유사용가능통화의 조건이라는 입장에서 중국의 자본시장 개방 및 위안화 추가 절상을 압박
- 반면 중국은 위안화 편입에 따른 SDR 가치안정 및 바스켓의 대표성 개선 효과를 강조하면서 자유사용가능통화와 완전한 태환성이 동일한 개념으로 적용된 적이 없음을 주장

(통화정책수행의 자율성 및 유효성 저하)

□ 역외 위안화 자산의 급증은 통화정책수행의 자율성 및 유효성을 저하시킬 가능성이 높음

○ 중국기업들의 역외 위안화채권 발행이 증가할수록 국내은행시스템에 대한 의존도가 줄고 그에 따라 중국정부의 통화 및 신용통제는 더욱 어려워짐

— 이는 국내경기 안정 등을 위한 통화량 중심의 통화정책 수행에 있어 그 자율성 및 효과가 약화될 소지가 큼을 의미

○ 엔화의 국제화 추진 과정에서 발생한 자산버블을 해소하기 위해 일본은행이 통화공급 억제정책을 실시하였으나 그 효과가 제대로 나타나지 않았던 사례와 비슷한 결과가 나타날 것이라는 우려가 대두

— 대기업들이 주로 역외 엔화채권 발행을 통해 자금을 조달함에 따라 일본의 은행들은 대기업고객을 잃게 되었고 이후 부동산과 연계된 중소기업대출에 치중하면서 자산버블을 초래(BIS, 2011.12)

— 1984~89년중 유로엔채를 중심으로 역외지역의 엔화자산이 연평균 60%씩 증가하면서 은행의 주요 자금조달경로가 유로엔채로 이동함에 따라 일본은행 공개시장조작에 대한 자금의존도가 70%에서 54%로 감소하는 등 통화정책 파급경로에도 영향을 미침(張榮楠, 2011)

○ 더욱이 자본거래가 통제되는 상황에서 위안화의 역외 유출 확대는 역내외 금리차를 노린 투기적인 재정거래(arbitrage)를 유발할 수 있다는 점에서도 통화정책의 유효성을 제약할 가능성이 큼

- 수입결제 위주의 용도제한에 따른 외환보유액 관리비용 증대, 자본통제에 기인하는 위안화 수요 기반의 한계 등을 감안할 때 앞으로도 **위안화의 국제화가 단기간에 급진전되기는 어려울 전망**

(통제된 국제화로 국제화의 속도 조절)

- 금융시장 및 경제구조의 취약성, 금융기관의 경쟁력 부족 등으로 인해 위안화의 완전한 태환성(full convertibility) 확보에는 상당한 시간이 필요할 것으로 판단됨

- 이에 따라 중국정부는 위안화의 완전한 태환성 없이 국제화를 추진하는 소위 **통제된 국제화(managed internationalization)** 정책을 추진하면서 국제화 속도를 조절할 것으로 예상

- 홍콩에 위안화 역외시장을 구축하여 위안화 관련 예금, 대출, 결제, 채권발행*, 자산관리, 환리스크 회피 등 제반 업무를 전개시키면서 자본거래 자유화 없이 통화의 국제화 효과를 얻기 위한 노력을 전개

* 홍콩에서의 위안화표시 채권(담싹본드)은 2007.7월 최초 발행(國家開發銀行, 50억 위안) 이후 2008년 120억위안 → 2009년 160억위안 → 2010년 360억위안 → 2011.10월 926억위안으로 증가

- 또한 위안화를 이용한 역외투자, 중앙은행간 통화스왑계약, QDII (Qualified Domestic Institutional Investor)의 위안화 투자한도 증가 등을 통해 위안화 유출을 촉진함으로써 태환성 면에서의 한계를 극복하기 위해 노력중

- 2010.10월 신장(新疆) 등이 위안화를 이용한 역외직접투자(ODI) 시범지역으로 선정되어 2011.1~9월중 108.5억위안의 투자실적을 기록

- 한국 등과 체결한 중앙은행간 통화스왑계약* 규모도 2011.12월말 현재 1조 2,812억위안에 달함

* 최근 통화스왑 체결 국가가 증가(2011년중 6개국)하고 있는 것은 우선 아시아 지역을 위안화블록으로 묶고 이를 확대해 나가는 전략이 가장 현실적인 국제화 전략이라는 중국정부의 판단이 그 배경인 것으로 해석됨

중국의 양자간 통화스왑 체결내역

(억위안)

대상국가	체결일	규모	대상국가	체결일	규모
말레이시아	2009. 2	800	우즈베키스탄	2011. 4	7
벨로루시	3	200	몽골	5	50
인도네시아	3	1,000	카자흐스탄	6	70
아르헨티나	4	700	한국 ¹⁾	10	3,600
아이슬란드	2010. 6	35	홍콩 ²⁾	11	4,000
싱가포르	7	1,500	태국	12	700
뉴질랜드	2011. 4	250	파키스탄	12	100
계					12,812

주 : 1) 한국과는 2009.4월 1,600억위안 스왑 체결 이후, 2011.10월 3,600억위안으로 확대
 2) 홍콩과는 2008.12월 2,000억위안 스왑 체결 이후, 2011.11월 4,000억위안으로 확대
 자료 : 중국인민은행

○ 한편 중국과 일본은 최근 환위험 및 거래비용 축소를 위해 양국간 무역 결제시 달러화를 사용하지 않고 엔화와 위안화간 직접 결제를 촉진하기로 합의(2011.12.25일)

— 또한 일본은 중국국채 매입*을 통해 선진국 중 최초로 위안화를 준비자산으로 보유할 계획인데, 이는 위안화 국제화의 중요한 진전으로 평가됨

* 100억달러 내외로 추정되며 이는 일본 외환보유액(2011.11월말 현재 1.3조달러)의 0.8% 수준

(지역통화의 추구)

□ 중국은 향후 위안화의 지역통화(regional money)로서의 기능 확대를 통한 지정학적 우위 확보 추구에 주력할 것으로 전망

○ 이는 일본 엔화의 국제화 전략과도 동일한 것으로 향후 양국의 경쟁이 더욱 치열해질 것임을 시사

— 일본정부는 1984년부터 무역 및 자본거래의 결제통화, 준비자산으로서의 기능 실현 등에 역점을 두고 엔화의 국제화를 추진하였으나 1990년대 말부터는 국제금융센터 기능 활성화, 역내 금융협력에서의 역할증대 등 아시아지역에서의 엔화의 기능 확대에 중점을 두는 지역화전략으로 전환

- 지역통화를 추구하는 중국의 입장은 향후 동아시아 중심의 경제협력체가 탄생할 경우 중국이 유로 출범시의 독일과 같은 핵심적인 역할을 기대하는 것으로 해석되기도 함(Otero-Iglesias, 2011)

- ASEAN+3 체제 속에서 동아시아 경제통합을 추진하는 과정에서 중심적인 역할을 추구하는 것이 실현 가능한 국제화 전략이라는 분석도 제기(Park, 2010)

- 중국사회과학원은 2020년까지 위안화가 아시아의 핵심통화로 자리매김할 것으로 전망하면서 위안화의 아시아 지역에서의 광범위한 사용이 글로벌 금융안정에도 도움이 될 것이라고 주장

⇒ 수많은 선결과제*와 국제정치적 견제에도 불구하고 위안화의 영향력은 점진적이지만 지속적으로 확대될 것으로 전망

* 무역수지흑자 축소, 위안화의 완전한 태환성, 외환시장에의 간여 축소, 환율 탄력성 제고, 금융시스템 효율성 증진, 자본시장 및 채권시장 발전 등

- 필리핀, 말레이시아에 이어 나이지리아 중앙은행*도 위안화를 준비자산으로 보유할 계획인 것으로 알려지는 등 위안화의 영향력 확대 가속화

* Lamido Sanusi 나이지리아 중앙은행 총재는 전체 외환보유액 330억달러중 약 5~10%를 위안화로 보유할 계획이라고 언급(2011.9.6일)

- 미국도 향후 5~10년내에 위안화가 달러화의 국제적 지배력을 위협할 것으로 전망(US-China Economic and Security Review Commission, 2011)

<참고문헌>

- 배기환, “최근 위안화 국제화 추진의 성과와 한계 및 향후 전망”, *해외경제포커스* 제2011-34호, 한국은행, 2011.
- 자본시장연구원, “위안화 국제화와 아시아 금융협력”, 2011.8.
- 國際在線, “尼日利亞計劃將人民幣納入外匯儲備”, 2011.9.6.
- 東方信邦, “日本一小步, 人幣一大步”, 2011.12.28.
- 邵啓一, “人民幣國際化的一个必要條件—人民幣的淨流出”, *价值中國網*, 2011.9.26.
- 阿思達克財經新聞, “社科院藍皮書：2020年人民幣有望成亞洲核心貨幣”, 2011.11.17.
- 余永定, “再論人民幣國際化”, *國際經濟評論*, 2011年第5期
- 張榮楠, “人民幣國際化加速隱藏風險”, *證券時報*, 2011.6.23.
- 朱妮, “人民幣國際化目前面臨哪些問題”, *上海證券報*, 2011.9.22.
- 中國人民銀行, “2009.3/4~2011.2/4季度中國貨幣政策執行報告”
_____, *中日加強合作發展金融市場*, 2011.12.25.
- BIS, “Quarterly Review”, 2011.9.
- _____, “Quarterly Review”, 2011.12.
- _____, “Triennial Central Bank Survey Report on global foreign exchange market activity in 2010”, 2010.12.
- Congressional Research Service, “China’s Holdings of US Securities : Implications for the US Economy”, 2011.9.26.
- Gao, Haihong and Yu Yongding, “Internationalisation of the renminbi”, BIS, 2009.3.5.
- Green, Stephen, “The Renminbi Insider”, Standard Chartered, 2011.11.21.
- IMF, “Internationalization of Emerging Market Currencies : A Balance between Risks and Rewards”, IMF Staff Discussion Note, 2011.10.19.
- _____, “2011 Article IV Consultation”, IMF Country Report No. 11/192, 2011.7.20.
- Jefferson, Philip N., “Seigniore payments for use of the dollar : 1977-1995”, Elsevier Science, 1997.10.7.
- McCauley, Robert N., “Internationalizing the Renminbi and China’s Financial Development Model”, Council on Foreign Relations, 2011.11.
- Otero-Iglesias, Miguel, “The Internationalisation of the Renminbi : Prospects and Risk”, Real Instituto Elcano, 2011.4.18.
- Park Yung Chul, “RMB Internationalization and Its Implications for Financial and Monetary Coopertation in East Asia”, *China & World Economy*/1-21, Vol.18, No.2, 2010.
- The Wall Street Journal, “China pushes to buck up Yuan market”, 2011.11.29.
- US-China Economic and Security Review Commission, “2011 Annual Report to Congress”, 2011.11.16.
- World Economic Forum, “The Financial Development Report 2010”, World Economic Forum