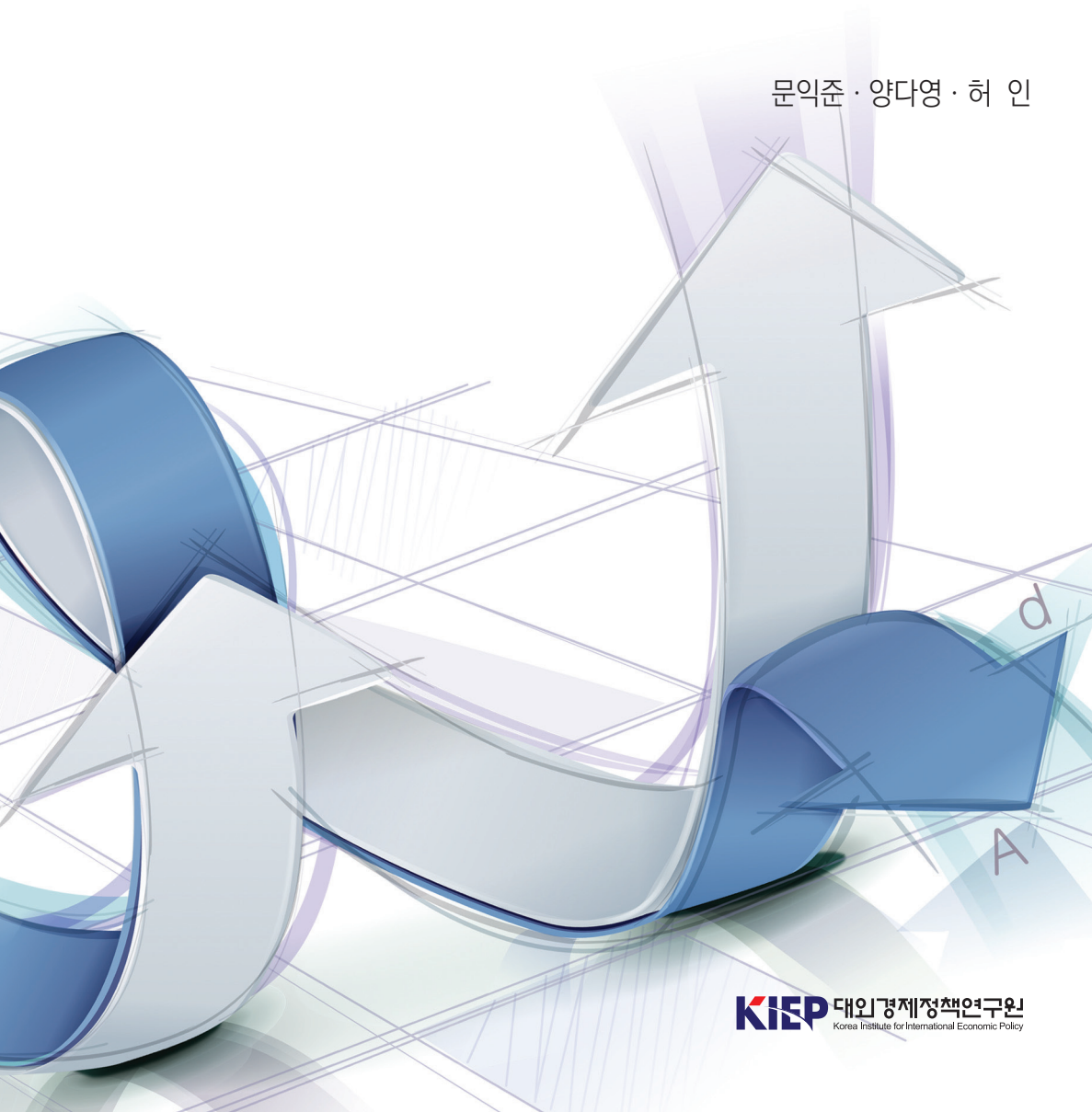


중국의 채권·외환 시장 변화가 우리나라에 미치는 영향

문익준 · 양다영 · 허 인



중국의 채권·외환 시장 변화가 우리나라에 미치는 영향

문익준·양다영·허 인

Ⅱ 서 언 Ⅱ

2013년 10월에 발표된 상하이 자유무역시범구에 전 세계의 이목이 집중되면서 중국의 금융개혁에 대한 높은 관심이 표명되었습니다. 이는 중국이 제조업 생산 분야에서는 세계 1위를 차지하고 있지만 아직 금융산업은 규모에 비해서 성숙한 시장을 형성하지 못했기 때문입니다.

현재 중국경제는 새로운 전환기를 맞이하고 있습니다. 경제체제 개혁을 전면적인 개혁심화의 핵심으로 선정하고 자원배분에 있어서 과거의 정부주도에서 시장중심으로 전환하려 합니다. 이를 위한 구체적인 방안 중 하나로 향후 대외개방을 가속화시키고 금융시장에서도 점진적인 개방을 추진하여 세부적인 진입제한 완화조치들이 발표될 전망입니다.

이러한 중국의 경제개혁은 앞으로 추진과정에서 혼란과 부작용을 초래할 수도 있습니다. 흔히 그림자 금융이라 불리는, 규제를 회피하는 금융상품들이 더욱 증가할 수도 있습니다. 무엇보다도 국가가 중심이 되는 금융기관의 소유구조에 따른 비효율성과 도덕적 해이가 금융시스템 전반에 깊숙하게 내재되어 있기 때문입니다.

현재 중국은 경제개혁을 추진할 수밖에 없는 당위성을 갖고 있습니다. 향후 중국경제에서 어떤 방식으로 금융개혁이 진전되거나 지연될지를 지켜보는 것은 매우 흥미로운 것입니다. 따라서 앞으로 중국 경제개혁과정에서 중요한 역할을 담당할 중국의 금융시장에 대한 기초적인 연구가 필요합니다.

본 연구는 중국의 금융시장 중에서 채권시장과 외환시장의 변화와 한국에 미치는 영향을 중심으로 분석하였습니다. 물론 아직 중국의 채권시장과 외환시장이 세계에 미치는 영향은 크지 않습니다. 그럼에도 불구하고 중국 금융

시장의 빠른 성장속도를 감안하여 보면, 중국 채권시장과 외환시장의 현황과 변화를 자세히 분석할 필요가 있습니다. 또한 향후 중국 금융시장의 확대에 따라 한국에 미칠 수 있는 경로와 영향을 파악해서 적절한 대응방안을 모색해야 합니다.

본 연구는 본원의 문익준 부연구위원과 양다영 전문연구원, 원외 연구진인 전남대학교 허인 교수의 참여로 완성되었습니다. 연구자들의 노고를 치하하고, 연구과정에서 유익한 논평을 통해 보고서의 질적 향상에 도움을 주신 기획재정부의 최지영 과장, 금융연구원의 지만수 연구위원, 숭실대학교 이인구 교수, 본원의 이장규 선임연구위원과 이동은 부연구위원에게 각별한 감사를 드립니다. 아울러 많은 도움을 주신 본원의 양평섭 연구위원과 자료 정리 및 편집 과정에 수고해주신 중국팀 박미선 연구조원에게도 감사의 뜻을 전합니다.

본 연구가 중국의 채권·외환 시장에 대한 기초적인 자료와 객관적인 시각을 제공하는 데 기여하기를 바라며, 향후 중국의 채권·외환 시장에 대한 정부와 기업의 대응책 마련에도 도움이 될 수 있는 기초적인 자료가 되기를 희망합니다. 또한 본 연구를 기점으로 하여 다양하고 훌륭한 후속연구가 나오기를 기대합니다. 아울러 과거 30여 년간 중국경제가 보여준 놀라운 개혁개방의 성과가 현재에서 멈추지 않고 금융개혁을 통해서 새롭게 도약하기를 기대해 봅니다.

2013년 12월
원장 이 일 형

Ⅰ 국문요약 Ⅰ

2013년 10월에 발표된 상하이 자유무역시범구에 대해 전 세계의 많은 관심이 몰렸다. 이는 중국이 제조업 생산 분야에서는 세계 1위를 차지하고 있지만, 아직 금융산업은 규모에 비해서 성숙한 시장을 형성하고 있지 못해서 발전 잠재력이 크기 때문이다. 본 연구는 중국의 금융시장 중에서 채권시장과 외환시장의 변화와 한국에 미치는 영향을 중심으로 분석하였다.

본 연구는 다섯 개의 장으로 구성되어 있다. 서론에 이어서 제2장에서는 중국정부의 채권관련 정책과 채권시장 현황, 향후 발전방향 등에 대해서 고찰하였다. 중국의 채권시장 규모는 빠르게 확대되었지만 경제규모 등을 고려할 때, 아직까지 발전이 더딘 상황이며 대외개방 수준이 낮은 상태이다. 일본, 독일, 호주 등 기존의 사례를 참고해 보면, 향후 중국 채권시장은 역외 채권시장의 육성, 역내 채권시장 개방, 회사채 발행 증가 등의 방향으로 발전될 것으로 예상된다. 먼저 비거주자의 채권발행 확대를 먼저 시도하여 역외 위안화 채권시장을 육성할 것으로 예상된다. 또한 경제성장방식 전환을 위해 기존 시스템하에서 자본조달이 어려웠던 중소 민간기업들의 회사채 발행도 증가할 것으로 전망된다.

제3장에서는 중국의 환율제도 변화와 현황, 전망을 검토하였다. 중국의 환율제도는 중국의 개혁개방 정책과 함께 변화하여 왔으며 현재도 진행 중이다. 1994년 1월부터 일원화된 관리변동환율제도를 도입하면서 경제상황과 개혁의 진행속도에 따라서 일일 변동폭을 고정하거나 변화시키는 고정환율제와 관리변동환율제를 운영하였다. 자본계정 자유화는 중국 금융시장의 낮은 발전 수준과 자본시장 개방의 부작용을 우려하는 중국 정부당국의 신중한 입장을

감안할 때 완만한 속도로 이루어질 것으로 전망된다. 환율제도 개혁은 자본
계정 개방과 금리 자유화와 함께 점진적으로 이루어질 것으로 전망된다.

제4장에서는 중국의 채권금리 변동이 한국 채권금리에 미치는 영향과 원/
위안 환율의 결정요인들에 대해서 실증분석하였다. 첫째, 중국 채권금리 변동
이 한국 채권금리에 미치는 직접적인 영향은 없는 것으로 분석되었다. 그러
나 경기 및 물가 동조화, 정책 동조화 현상으로 나타나는 경로를 통해 나타나
는 간접적인 영향은 통계적으로 유의하였다. 따라서 향후 중국이 금리 자유
화를 통해서 금융시장을 개방한다면, 경기, 물가, 정책의 동조화 이외의 경로
에서도 한국의 채권시장에 미치는 영향력이 커질 전망이다. 둘째, 원/위안 환
율의 결정요인들에 대한 실증분석 결과에 의하면, 한국과 중국 간 환율의 변
동에 있어서 채권금리의 차이와 기준금리의 차이가 영향을 미치는 것으로 분
석되었다. 그러나 원/달러 환율의 변동을 추가하였을 때에는 양국간 기준금리
의 차이만이 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 즉 원/위안 환율 변동요인
분석 중에서 원/달러가 차지하는 비중이 크며, 채권시장의 변동보다는 두 나
라의 유동성 차이가 중요한 변수로 작용하고 있다.

본 연구에서 채권시장과 외환시장의 변화가 한국에 주는 시사점과 대응방
안은 다음과 같다. 첫째, 향후 중국정부가 역외 채권시장을 육성하고 점진적
이지만 역내 채권시장을 개방할 것으로 전망됨에 따라 이를 적극적으로 활용
할 필요가 있다. 역외에서 위안화 표시 채권발행을 통해 위안화로 자본을 조
달하거나 무역거래로 취득한 위안화를 역외 위안화 표시 채권에 투자하는 등
역내·외 위안화 채권시장에 참여해야 한다. 또한 외환보유고의 투자 다변화
측면에서도 안정적이면서 상대적으로 고수익을 누릴 수 있는 중국 국채에 대
한 투자를 확대할 필요가 있다.

둘째, 중국 투자자의 한국에 대한 투자 증가가 예상됨에 따라서 이를 적극 활용하고 안정적이고 장기적인 투자로 이어질 수 있는 정책을 강구해야 한다. 현재까지는 정부주도의 투자가 대부분이나, 향후에는 QDII 자격을 획득한 중국 민간기관 투자자들의 해외투자가 증가할 것으로 예상됨에 따라 이를 유치하여 장기적으로 활용하는 방안을 강구해야 할 것이다.

셋째, 중국의 환율제도 변화는 위안화 국제화, 금리자유화와 함께 동시다발적이며 신중하게 진행될 전망이다. 이에 따라 한국은 장기적으로 원/위안 직거래 시장을 형성하여 향후 이를 적극 확대시켜나가야 한다. 이러한 원/위안 직거래시장 형성으로 인해서 원/위안 환율 결정에 있어 원/달러의 역할이 축소되고 한국과 중국의 무역, 금융거래로 인해서 발생하는 요인들이 확대될 것이다. 또한 한국정부도 역외 위안화 센터 설립에 대해서도 고려해야 한다.

차 례

Ⅰ 서언	3
Ⅰ 국문요약	5
Ⅰ 제1장 서론	15
1. 연구 배경 및 목적	16
2. 선행연구	18
3. 연구내용	22
Ⅰ 제2장 중국 채권시장의 변화와 영향	23
1. 중국의 채권정책	24
가. 채권시장 육성정책	26
나. 채권시장 제한정책	28
2. 중국 채권시장 현황	30
가. 발행시장	30
나. 유통시장	36
다. 대외개방도	38
3. 중국 채권시장의 향후 변화요인	43
가. 위안화 국제화	44
나. 자본계정의 자유태환	47
다. 경제성장방식 전환	49
4. 중국의 해외투자과 우리나라 채권시장에서의 위상	52
가. 중국계 자금의 우리나라 채권투자 현황	52

나. 중국투자자의 해외투자	55
5. 소결 및 시사점	60
Ⅲ 제3장 중국 외환시장의 변화와 영향	63
1. 중국 외환제도의 변화	64
가. 중국 환율제도의 변화	64
나. 위안화 환율 결정방식	68
2. 외환 관리제도	69
가. 외환 관리제도의 발전과정	69
나. 외환관리법 체계	72
다. 외환관리기관	75
3. 중국 외환시장 현황	76
가. 중국 외환시장 구조	76
나. 중국 외환시장 현황	80
4. 중국 외환시장의 향후 변화요인	81
가. 위안화 국제화	81
나. 자본계정의 자유태환	83
다. 상하이 자유무역시범구	87
라. 18기 3중전회에서 금융개혁	88
5. 소결 및 시사점	90
Ⅳ 제4장 우리나라에 미치는 영향 분석	93
1. 서론	94
2. 채권금리 및 거시경제 동향	100
3. 중국 금리 변동의 영향 분석	106
가. 자료 및 분석방법	106

나. 회귀분석결과	113
4. 환율의 결정요인	116
5. 원/위안 환율 결정요인 분석	118
가. 자료 및 분석방법	118
나. 회귀분석결과	124
6. 소결 및 시사점	131
Ⅰ 제5장 결론 및 시사점	133
1. 요약	134
2. 정책적 시사점 및 대응방안	137
가. 대중국 투자에 대한 시사점	137
나. 중국 금융시장 확대에 대한 시사점	140
다. 중국 위안화에 대한 시사점	142
Ⅰ 참고문헌	145
Ⅰ Executive Summary	151

표 차례

표 2-1. 중국 채권시장의 발전과정	25
표 2-2. 중국의 주요 채권 종류	31
표 2-3. 중국 신규 발행채권의 구성	34
표 2-4. 각 시장별 채권 발행잔액	35
표 2-5. 중국 채권시장의 거래구조	36
표 2-6. 은행간 시장의 거래금액	37
표 2-7. 시장 참가자별 주요 채권 보유 비중	38
표 2-8. QFII 자격을 획득한 우리나라 주요 기업	40
표 2-9. 중국의 국부펀드	57
표 2-10. 중국투자공사의 해외투자 포트폴리오	58
표 3-1. 중국 환율제도의 변천(1981년 이후)	64
표 3-2. 중국 외환시장제도 개혁조치 내용	68
표 3-3. 주요 외환관리 관련 법령	73
표 3-4. 중국의 외환시장 분류	76
표 3-5. 은행간 외환시장 거래규모 추이	81
표 3-6. (은행간) 외화거래시장 거래규모	81
표 3-7. 중국의 자본계정 자유화 현황	84
표 3-8. 중국의 자본시장 개방일정	86
표 3-9. 최근 중국의 자본시장 자유화 조치들	86
표 3-10. 역대 3중전회 금융개혁분야의 내용 개요	89
표 3-11. 신지도부 취임 이후 주요 개혁정책 시행 현황	90
표 4-1. 분석자료의 표준 통계량	107
표 4-2. 변수들의 상관계수	110

표 4-3. 우리나라 채권금리 결정요인 분석결과	114
표 4-4. 분석자료의 표준 통계량	118
표 4-5. 변수들의 상관계수	121
표 4-6. 원/위안 환율 결정요인 분석결과	126
표 4-7. 달러/위안 환율 결정요인 분석결과	130
표 5-1. 위안화 적격외국기관투자자(RQFII) 투자액 승인 상황표	138

그림 차례

그림 2-1. 중국 채권시장 규모	30
그림 2-2. 중국 채권시장의 상품 구성	33
그림 2-3. 중국 채권시장의 만기 구성	33
그림 2-4. 중국 채권의 신규 발행 추이	34
그림 2-5. QFII 투자 허용 금액 및 기관 수	39
그림 2-6. RQFII 투자 허용 금액 및 기관 수	39
그림 2-7. 중국으로의 외국인 포트폴리오투자 자금유입	42
그림 2-8. 중국과 우리나라의 국채금리	42
그림 2-9. 딤섬본드 발행 규모	47
그림 2-10. 딤섬본드 평균 금리	47
그림 2-11. GDP 대비 금융업 비중	49
그림 2-12. 사회용자총량	49
그림 2-13. 외국인투자자의 우리나라 채권 보유금액	53
그림 2-14. 중국인투자자의 우리나라 채권 보유금액	53
그림 2-15. 최근 중국인투자자의 우리나라 증권매매 동향	54
그림 2-16. 중국의 무역수지와 외환보유액	56
그림 2-17. 중국의 미국 국채 보유금액	56
그림 2-18. QDII 허용 금액 및 기관 수	59
그림 2-19. QDII의 국가별 투자 비중 변화	59
그림 2-20. 중국 채권과 GDP가 전 세계에서 차지하는 비중	61
그림 2-21. 아시아 주요국의 GDP 대비 채권시장 규모	61
그림 4-1. 한국, 중국, 미국의 국채금리 추이	101
그림 4-2. 한국, 중국, 미국의 정책 금리추이	102

그림 43. 한국, 중국, 미국의 산업생산증가율 추이	103
그림 44. 한국, 중국, 미국의 소비자물가 추이	105

제1장 서론

1. 연구 배경 및 목적
2. 선행연구
3. 연구내용



1. 연구 배경 및 목적

2013년 10월 중국은 상하이 자유무역시범구를 발표하면서 금융개혁에 대한 실험을 시작하고 있다. 이러한 실험에 대한 평가는 향후 세부 대책들과 진행상황을 보면서 신중하게 판단해야 한다. 예상보다 빠른 진보적인 금융개혁의 신호탄으로 작용할 수도 있거나, 아니면 점진적인 개혁을 정당화하는 일종의 핑계나 구실로 작용하면서 금융개혁이 지연될 수도 있다. 세계의 관심이 중국의 금융시장에 집중되는 이유는 중국이 제조업 생산분야에서는 세계 1위를 차지하고 있지만, 아직 금융산업은 규모에 비해 성숙한 시장을 형성하지 못하고 있기 때문이다.

특히 중국의 채권시장은 아직까지 발달하지 않아, 공개시장조작정책은 한계가 있다. 중국의 통화정책은 중앙은행의 시중은행에 대한 단기자금 대출금리를 이용하지 않고 대출 및 예금 금리를 직접적으로 통제하고 있다. 현재 중국의 채권시장 규모는 GDP 대비 50% 이상으로 ASEAN 국가들과 비교할 때 큰 편이다. 채권시장이 개방되지 않았음에도 불구하고 동아시아 무역에서 큰 비중을 차지하고 있어 동아시아 채권시장에 대한 영향력이 점차 커지고 있다. 이러한 상황에서 중국이 채권시장 및 금리 자유화를 추진하면서 금융시장이 점차 확대된다면, 동아시아뿐만 아니라 국제금융시장에 미치는 영향력이 더 커질 것이다.

2013년 11월 20일 달러당 위안화 기준 환율은 6.1305위안으로 1994년 관리변동환율제를 도입한 이래 최고치를 기록하였다. 이러한 위안화의 지속적인 절상은 향후에도 이어질 것으로 예상된다. 위안화 환율의 점진적인 절상은 향후 국제통화체제에서 중국 위안화가 갖게 될 지위와도 관련

이 있으며, 글로벌 불균형(Global Rebalancing) 해소 등과도 매우 밀접하다. 중국의 외환제도 변화는 바스켓 제도를 채택한 2005년 이후, 위안화 환율의 일일 변동폭을 1%로 확대하는 등 시장결정력을 높이는 방향으로 외환제도를 자유화하고 있다. 이러한 외환제도의 변화와 개혁은 중국의 수출입에 크게 영향을 끼칠 것이며, 우리나라와의 무역에도 어떠한 영향을 미치고 있는지 분석이 필요한 시점이다.

또한 중국은 세계 무역에서 차지하는 비중이 큰 점을 이용하여 위안화 국제화를 추진하고 있다. 글로벌 금융위기 이후 국제금융시장의 불안이 지속되자 중국은 위안화 결제 규모를 증가시키고 있다. 중국 전체 무역에서 위안화 결제가 차지하는 비중이 최근 10%대까지 상승하는 등 무역결제통화로서의 지위가 높아지고 있다. 현재 홍콩이 실질적인 위안화 허브 역할을 하고 있으며, 싱가포르, 런던 등도 위안화 허브로서의 역할을 희망하고 있다. 한국은 중국과의 무역에서 큰 폭의 흑자를 기록하고 있어, 위안화 무역결제를 할 경우 위안화 자금이 유입될 것이다. 따라서 무역을 통해 축적될 것으로 보이는 위안화 자금을 투자할 수 있는 역량을 구축함으로써 장기적으로 위안화 허브의 역할을 수행할 수 있을 것으로 기대되고 있다. 다만 무역뿐 아니라 금융에서도 중국에 대한 의존도가 높아지면서 발생하게 될 리스크 및 주변국들과의 관계훼손 여부 등을 고려하여 신중한 정책적 대응이 필요하다. 중국경제가 아시아 및 세계 경제에서 차지하는 비중이 큰 상황에서 중국 금융시장의 자유화정책은 아시아 금융시장 및 한국에 영향을 줄 것으로 전망되므로 이에 대한 연구가 필요한 실정이다.

본 연구를 통해서 중국의 금융개혁 중에서 채권·외환 시장의 변화와

한국에 미치는 영향을 중점적으로 살펴보려고 한다. 물론 중국의 채권·외환 시장이 세계에 미치는 영향은 아직 미미하며, 특히 한국에 미치는 영향도 크지 않을 것이다. 그러나 실물부문에서 중국이 세계경제에 미치는 커다란 영향력을 감안하여 볼 때, 국제금융시장에서 중국의 채권·외환 시장이 차지하는 비중이 어느 정도인가를 평가하고 앞으로 변화요인을 전망할 필요가 있다. 본 연구의 목적은 중국의 채권·외환 시장의 현황을 자세히 파악하여 현재의 상황을 평가하고 미래를 전망함으로써, 기초적인 자료를 제공하려고 한다. 비록 한국에 미치는 영향이 크지 않아도 중국 금융시장의 확대에 따라서 한국에 미칠 수 있는 경로를 파악하여 적절한 대응방안을 모색하려고 한다.

2. 선행연구

중국의 채권·외환 시장에 관해서는 많은 선행연구들이 있어왔다. 이러한 연구들은 주로 과거에 시행되었던 중국정부의 관련 개혁정책, 그러한 정책 시행에 따른 중국 채권·외환 시장의 변화, 그리고 향후 전망과 개혁 방향에 대한 정책제언 등에 초점을 맞추고 있다. 먼저 중국 채권시장에 대한 선행연구로는 Huang and Zhu(2009), Lin(2009) 등이 있는데, Huang and Zhu(2009)는 외국자본 조달을 위해 국채를 발행했던 청나라 시대부터 최근까지 중국 채권시장의 변화를 정리하면서 그 발전과정에서 법적 환경과 정치적 고려가 중요한 역할을 해왔다고 주장했다. 또한 향후 중국 경제발전에 채권시장의 성장이 큰 기여를 할 것으로 예상했다. Lin(2009)

은 중국의 개혁·개방 이후 중국 채권시장의 변화를 국채, 금융채, 회사채, 관련 파생상품 등 채권 종류별 발전과정뿐만 아니라 시장구조, 거래방법 등으로 나누어 상세히 정리하였고, 향후 10~20년 내에 중국 채권시장의 규모가 회사채 시장성장에 힘입어 GDP의 100% 수준으로 증가할 것으로 전망했다. 그리고 채권시장에 참여하는 외국투자자가 증가하고 위안화표시 외국채권의 발행이 증가하는 등 국제화 수준도 높아질 것으로 예상했다. 이외에도 Aglietta(2011)는 향후 중국의 경제구조 변화가 채권시장에 가져올 변화를 전망했다. Aglietta(2011)에 따르면, 그동안 중국이 누려왔던 높은 저축률을 바탕으로 한 자본집약적(capital-intensive) 성장은 더 이상 지속가능하지 않으며, 자원의 재분배, 사회안정확충 등 중국정부가 당면한 과제를 해결하기 위해 공공지출이 늘어나면서 공채(public bond) 공급이 늘어날 것으로 전망된다. 또한 Aglietta(2011)는 향후 연금제도가 발달함에 따라 기관투자자가 부상하고 다양한 금융자산에 대한 수요가 증가하여 회사채 시장이 발전하고 결과적으로 유통시장의 유동성이 증가할 것이라고 주장했다.

중국의 채권시장에 비해 외환시장, 특히 위안화 국제화와 관련해서는 상대적으로 많은 선행연구가 진행되어왔다. 먼저 Yip(2007), Goldstein and Lardy(2007) 등은 중국 환율제도의 변화과정, 특히 2005년 7월 이후 시행되고 있는 관리변동환율제 시행에 대해 연구하였다. Yip(2007)은 중국의 불안정한 불태화 정책과 높은 통화증가율로 인해 2005년 환율개혁 이후 자산가격 및 물가상승률이 높아졌으며, 이에 대한 규제가 필요함을 강조하면서 환율개혁을 성공시킬 수 있는 보조적인 정책들을 제안하였다. 반면 Goldstein and Lardy(2007)는 2005년 환율개혁 이후 중국의 당면과제를

통화정책의 독립성 유지, 경제성장의 재균형, 은행제도 개혁, 대외불균형 조정 등으로 보고 이자율 상승, 대미 환율 하락, 외국자본 유입 증가 등 향후 중국경제에 발생할 수 있는 변화들을 예측하였다.

한편 중국정부가 글로벌 금융위기 이후 위안화 국제화를 본격적으로 시행하면서 이와 관련된 연구가 활발하게 진행되었다. Yu(2012)는 위안화 국제화에 대한 선결조건으로 금융시장의 성숙 및 유동성 증대, 유연한 환율 및 금리 등을 제시하며, 중국정부가 글로벌 금융위기와 중국의 불균형적인 경제구조 등으로 인해 자본자유화에 매우 신중한 입장이기 때문에 위안화 국제화도 점진적으로 진행될 수밖에 없다고 주장했다. Islam and Bashar(2012)은 외환보유액, 대외 금융자산, 장단기 증권 보유, 미국·유로지역·일본 등 다른 국가의 장기 경제성장률 전망, 기술진보 및 금융자유화 전망 등 위안화 국제화에 영향을 미칠 수 있는 각 요인들의 현재 수준을 분석함으로써 향후 위안화의 국제통화 부상 가능성을 추정하였는데, 위안화가 가까운 시일 내에 미국달러를 대체하는 수준으로 국제화되기는 어렵다고 주장하였다. 반면 Park and Song(2011)은 위안화 국제화로 인해 아세안(ASEAN) 국가와 중국, 홍콩, 대만간에 위안화 블록(block)이 형성되면 중국의 대아세안 정책과 결합하여 아시아 역내 경제통합을 가속화할 것이라고 주장했다. 이 경우 중국이 아세안 등 주변국을 통해 미국달러에 대한 위안화 가치를 안정시키려 함으로써 동아시아와 미국간 무역불균형문제의 해결을 지연시킬 것이라고 주장했다. 한편 금융위기 이후 위안화 무역결제규모 증가 등 위안화 국제화가 어느 정도 진행됨에 따라 최근에는 Chen and Hu(2013) 등 위안화의 국제화 정도를 평가하는 지표를 제시하는 연구들도 시행되고 있다.

반면 중국 채권·외환 시장의 변화가 중국이나 세계, 또는 우리나라 경제에 미치는 영향에 대한 실증적인 연구는 아직까지 많이 이루어지지 않고 있다. 실증분석 연구는 중국 주식시장 변화의 영향을 분석한 연구들만이 발표된 바 있다. Beltratti *et al.*(2011)은 중국 주식시장 제도 변화가 중국 주식시장에 미치는 영향을 실증 분석하였다. 2005~06년 사이 비거래주식(NTS: Non-Tradable Share)을 줄이기 위해 시행했던 중국정부의 정책 효과를 추정하기 위해 더미변수를 이용한 횡단면 분석을 시행한 결과, 정책시행으로 그동안 저평가되어온 주식들의 가격이 상승하고 거래량이 늘어난 것으로 나타났다. 한편 Li(2012)는 중국의 주식시장 변화가 중국과 한국, 일본, 미국 주식시장 간 연계성에 어떠한 영향을 주는지 1992~2010년 기간을 대상으로 비대칭적인(asymmetric) 일반자기회귀조건부이분산(GARCH)모형으로 분석하였다. 분석결과에 따르면 중국의 자유화 정책은 중국과 역내시장 간 연계성을 높이는 반면 중국과 세계시장 간 연계성을 높이지는 못했다. 이처럼 중국 주식시장 변화의 영향을 분석한 실증분석은 이루어진 바가 있으나 채권·외환 시장 변화, 특히 우리나라에 미치는 영향에 대한 연구는 찾아보기 어려운 실정이다. 이에 따라 본 연구의 차별성은 중국 금융시장 중에서도 채권·외환 시장의 변화에 대해 자세히 분석하였으며, 우리나라에 미치는 영향에 대해서 실증적인 분석을 시도하였다는 데에 있다.

3. 연구내용

본 보고서는 총 5장으로 구성되어 있다. 제2장에서는 중국 채권 관련 정책과 현황, 개방 전망에 대해 알아보겠다. 또한 중국의 해외투자가 한국 채권시장에 미치는 영향에 대해 자세히 살펴보려 한다. 중국이 세계 GDP에서 차지하는 비중과 세계 채권시장에서 차지하는 비중을 통해 향후 중국 채권시장의 발전을 전망해보겠다. 이어서 향후 위안화 국제화, 자본계정 자유화, 경제성장방식 전환 등을 고려해서 중국 채권시장의 발전을 예상해보고자 한다.

제3장에서는 중국 외환시장의 변화와 영향에 대해서 살펴보려 한다. 먼저 중국 환율제도의 변화와 외환관리제도의 변화를 살펴보고, 중국 외환시장의 현황을 정리하겠다. 그리고 중국 외환시장의 향후 변화요인을 위안화 국제화, 자본계정의 자유태환, 상하이 자유무역시범구 등과 관련된 중국 금융개혁과 연결하여 다루어볼 것이다.

제4장에서는 중국 채권금리 변동이 한국 채권금리에 미치는 영향을 분석해보겠다. 직접적인 영향과 경기 및 물가 동조화, 정책 동조화 현상으로 나타나는 간접적인 영향도 분석할 것이다. 또한 향후 중국 채권금리의 영향력을 전망할 것이다. 위안화/원화 대비 환율의 결정요인들에 대해서 분석하여, 한국과 중국 간 환율변동에서 양국 유동성의 차이를 설명해보도록 하겠다. 위안/달러 환율의 변동에 미치는 제도변화나 양국 기준금리의 차이에 대해서도 실증분석하려고 한다. 마지막으로 제5장에서는 본문의 분석내용을 요약하고 이를 토대로 대중국 투자, 중국 금융시장 확대, 중국 위안화에 대한 시사점을 제시하겠다.

제2장 중국 채권시장의 변화와 영향

1. 중국의 채권정책
2. 중국 채권시장 현황
3. 중국 채권시장 향후 변화요인
4. 중국의 해외투자과 우리나라 채권시장에서의 위상
5. 소결 및 시사점



1. 중국의 채권정책

중국에서는 중화인민공화국 건립 초기인 1950년대에 경제안정과 새 정부의 자본조달을 위해 채권이 발행되기도 하였으나,¹⁾ 이후 약 30년간 사회주의 경제체제가 유지되면서 채권의 발행 및 유통이 거의 이루어지지 않았다.²⁾ 그러나 1978년의 개혁·개방 이후 빠른 경제성장에 따라 중국 채권도 새롭게 주목받기 시작했다. 1981년 7월, 국채(国债)가 다시 발행되었으며 1982년에는 기업채(企业债, enterprise bond)가, 1984년에는 금융채(金融债)가 발행되기 시작하였다. 기업채는 중국 국영기업(SOE: State Owned Enterprises)이 발행했는데, 초기에는 특별한 규제를 적용받지 않았으나, 1987년 이후에는 인민은행(PBC: The People's Bank of China)의 승인과 정부로부터 부여받은 연간 발행규모 한도(quota)가 필요했다.³⁾ 그럼에도 불구하고 1990년대 초반까지 기업채 발행규모는 빠르게 늘었으며 1992년에는 127억 달러에 달했다. Huang and Zhu(2009, p. 533)에 따르면, 이렇게 기업채 발행규모가 빠르게 늘어난 것은 일반적으로 알려진 바와 같이 채권시장이나 발행기업의 성숙을 의미하는 것이 아니라 경제변환기에 나타나는 일시적인 자원배분의 왜곡현상이었다. 국영기업들은 발행한 채권의 상환을 고려하지 않았기 때문에 결과적으로 이러한 기업채들은 상당 부분이 부실채권으로 전락하였으며, 1993년 이후에는 발

1) CSRC(2008, p. 157)에 따르면, 중국정부는 1954~58년 사이에 360억 위안 규모의 국채를 발행했다.

2) 이 기간 동안 일부 국채가 발행되기도 하였으나, 투자가 아닌 저축 또는 애국심의 표현 수단으로 작용하였다(Huang and Zhu 2009, p. 533).

3) CSRC(2008, p. 157)

행규모가 크게 줄어들었다.

중국에서 채권은 처음 장외거래형태로 시작되었다가 1990년 상하이 및 선전 거래소가 설립되면서 거래소 시장에서도 거래되기 시작하였다. 1995년에는 국채에 대한 투기적·불법적 거래가 성행하면서 장외거래가 금지되고 거래소 시장을 통한 거래만 가능하게 되었다. 은행간 시장은 1997년에 개설되었으며, 인민은행이 이를 활성화하기 위해 공개시장조작을 시작하면서 현재 전체 채권 발행잔액의 약 94%가 거래되는 핵심 시장으로 부상하였다.

표 2-1. 중국 채권시장의 발전과정

<p>태동기 (1981~86년)</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 1981년: (7월) 국채 재발행 개시 • 1982년: 기업채 발행 개시 → 규제 적용을 거의 받지 않았던 자발적 발행 • 1984년: 금융채 발행 개시 • 1986년: (8월) 장외거래 시작
<p>초기 (1987~92년)</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 1987년: 국무원, 기업채 발행에 대한 규정 마련 → 인민은행의 승인과 인민은행·국가개발개혁위원회·재정부의 연간 발행 한도 부여 필요 인민은행 상하이지점, 증권외거래에 대한 규정 발표 • 1988년: 일부 도시에서 소매 투자자들에 의한 국채 거래 시범 실시 → 해당 연중 전국으로 확대(유통시장의 초기 형태) 비은행 금융기관의 금융채 발행 허용 • 1990년: (12월) 상하이 및 선전 거래소 설립 • 1991: 거래소 시장에 국채 RP 거래 도입 • 1992년: (10월) 국무원, 중국 증권관리감독위원회(CSRC) 설립 (12월) 국채 선물거래 시작
<p>침체기 (1993~98년)</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 1993년: 기업채 감독에 관한 법률 제정 → 이후 규제 등으로 인해 기업채 발행 둔화 • 1994년: 회사법 제정 국채 가공매도(short sale) 허용 정책은행 설립, 정책 금융채 발행 개시 • 1995년: 국채거래에서 투기적, 불법 거래 성행으로 지방 국채거래센터 폐쇄, 국채 선물거래 금지 채권 장외거래 금지, 거래소 시장만 허용 • 1997년: 인민은행, 은행간 채권시장 개설 전환사채(convertible bond) 도입 • 1998년: (5월) 인민은행, 공개시장조작 시작(12월) 증권법 제정

표 2-1. 계속

<p>성장기 (1999~2006년)</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 1999년: 보험회사, 증권사, 자산관리회사의 은행간 시장 참여 허용 • 2000년: 비은행 금융기관의 은행간 시장 참여 허용 • 2002년: 비금융기관의 은행간 시장 참여 허용 국제거래를 위한 은행창구시장 개설 (12월) QFI 제도 도입 • 2003년: 후순위채권 등장 • 2004년: 은행간 시장에 국제 RP 거래 도입 • 2005년: 은행간 시장에서 기업채 거래 개시 채권 선도거래 도입 기업어음(CP), 일반 금융채 발행 허용 ABS, MBS 발행 시작(CDB, CCB) 판다본드 발행 시작(IFC, ADB) • 2006년: (1월) IRS 도입 (5월) QDII 제도 도입
<p>발전기 (2007년 이후)</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 2007년: (1월) SHIBOR 도입 홍콩에서 (정책 및 상업은행의) 담석본드 발행 허용 회사채 시장 발전목표 설정(국가금융시장 회의) CSRC, 회사채 발행에 관한 규정 발표 FRA 도입, (협회의) 회사채 발행 개시 은행간 시장에서 기업연금펀드의 유통 허용 • 2008년: 중기어음 도입 • 2009년: 외국계 은행 신용채권 거래 허용 비금융기관에 의한 국내 달러표시채권 발행 역외시장에서 외국계 은행(HSBC)의 담석본드 발행 시작 재정부, 역외 채권시장 활성화를 위해 홍콩에서 국제 발행 중소기업들의 집합어음 발행 시작 • 2010년: 일부 해외 금융기관의 역내 은행간 채권시장 참여 허용 역외시장에서 외국계 비금융기업(맥도날드의) 담석본드 발행 시작 CDS, CRMW, CRMA, SCP 도입 • 2011년: (12월) RQFII 제도 도입 • 2012년: (5월) 거래소 시장에 중소기업 사모채권 도입 • 2013년: (3월) 인민은행, QFI의 은행간 시장 참여 허용

자료: CSRC(2008); Huang and Zhu(2009); Chen(2009); Lin(2009) 등을 바탕으로 저자 정리.

가. 채권시장 육성정책

1997년 은행간 시장이 개설되고, 2001년 중국이 WTO에 가입한 이후 중국정부는 여러 가지 채권시장 육성정책을 시행하였고 중국 채권시장은 본격적인 성장기에 접어들게 되었다. 먼저 초기 은행에만 허용되었던 은행간 채권시장 참가자 자격이 2000년에는 비은행 금융기관으로, 2002년

에는 비금융기관으로 확대되었다. 또한 2005년부터 은행간 시장에서 기업채도 거래되기 시작하였다.

2000년대 중반부터는 채권시장에 다양한 신상품이 도입되기 시작했다. 2005년 5월 인민은행이 단기채권 발행에 대한 규정을 발표하면서 기업어음(CP: Commercial Paper)이 도입되었다. 같은해 자산유동화증권(ABS: Asset Backed Securities)과 모기지유동화증권(MBS: Mortgage Backed Securities)도 도입되어 국가개발은행(CDB: China Development Bank)과 중국건설은행(CCB: China Construction Bank)이 시범 발행주체로 선정되었다. 또한 그동안 정책은행에 한해 국한되어 있었던 금융채 발행이 상업은행, 증권회사 등 일반 금융기관에도 허용되었다. 또한 같은 해에 국제금융센터(IFC), 아시아개발은행(ADB) 등 해외기관이 최초로 중국 본토에서 위안화표시채권, 일명 판다본드(Panda bond)를 발행하는 데 성공했다. 한편 2007년 초 원자바오 총리는 국가금융시장회의(National Finance Working Committee Meeting)에서 회사채 시장육성계획을 발표하였다. 이에 따라 같은해 8월 중국 증권관리감독위원회(CSRC)가 회사채 발행에 관한 규정을 발표하면서 회사채 발행주체가 확대되고 발행과정이 간소화되어 회사채 발행에서 효율성이 개선되었다. 2008년에는 기업의 중장기 자금 조달수단인 중기어음(Medium Term Note)이, 2009년에는 여러 중소기업이 공동으로 발행하는 집합어음(SME Collective Note)이 도입되었다. 또한 2012년에는 상하이 및 선전 거래소 시장에 비상장 중소기업을 대상으로 하는 중소기업 사모채권이 도입되었다.

한편 채권의 거래방식에도 발전이 있었다. 현물거래방식에 더해 환매조건부(repo) 거래가 2004년 은행간 채권시장에 도입되었다. 또한 인민은행이

2005년 5월, 은행간 채권시장에서 채권 선도거래에 관한 관리 규정을 발표하면서 채권 선도거래도 도입되었다. 이자율 스와프거래(IRS: Interest-Rate Swap)는 2006년에 도입되었다.

글로벌 금융위기 이후 중국정부는 홍콩을 비롯한 역외 채권시장을 육성하는 데 많은 노력을 기울였다. 2007년 홍콩에서 위안화표시채권, 일명 덤섬본드 발행을 허용한 이후 역외 채권금리 형성을 돕기 위해 중국 재정부는 2009년 홍콩에서 위안화표시 국채를 발행하였다. 이후 홍콩 역외시장에서 덤섬본드를 발행할 수 있는 주체가 재정부 및 금융기관에서 2009년에는 외국계 금융기관으로, 2010년에는 외국계 비금융기관으로 확대되었다.

나. 채권시장 제한정책

이와 같이 2000년대 들어 중국정부가 시행했던 채권시장 육성정책에도 불구하고 아직까지 중국 채권시장에 대한 접근은 매우 제한적이다. 가장 큰 특징은 외국투자자의 접근을 제한하고 있는 점이다. 중국은 2002년 적격외국인기관투자자(QFII: Qualified Foreign Institutional Investor) 제도를 도입하여 일정 자격조건을 가진 외국기관투자자로 하여금 사전에 승인받은 한도 내에서 중국 내 자본시장에 대해 투자할 수 있도록 허용했다. 이후 자격을 부여받은 기관 수와 투자승인한도를 지속적으로 늘려가고 있고 2012년 6월에는 QFII 신청자격조건을 완화하기도 했지만 거래가 허용된 시장은 상하이 및 선전 거래소 시장이었다. 중국의 채권이 대부분 은행간 시장에서 거래되고 있음을 감안하면 채권시장 개방은 거의 이루어지지 않았다고 볼 수 있다. 다만 글로벌 금융위기 이후 위안화 무역결

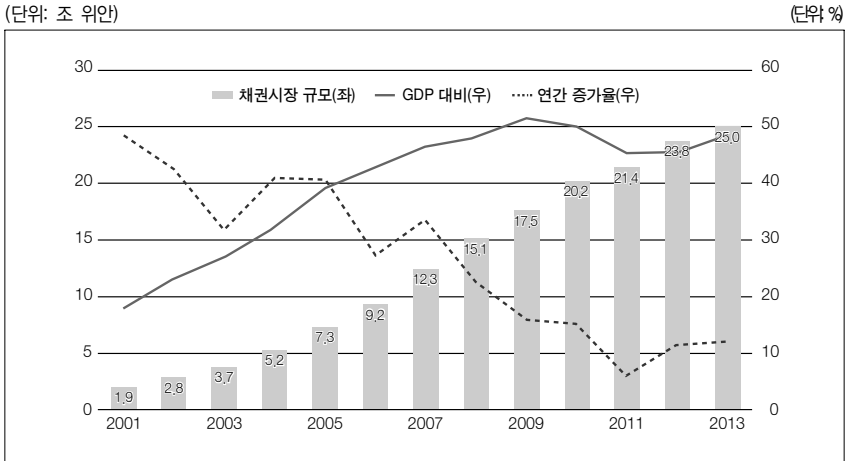
제 확대 등 위안화 국제화 정책을 적극적으로 추진하면서, 2010년 외국 중앙은행 및 통화당국, 홍콩 및 마카오의 위안화청산업무담당은행, 위안화 무역결제참가은행 등에 한해 제한적으로 중국 본토의 은행간 채권시장 참가를 허용하였다. 이어서 2013년 3월, 마침내 인민은행은 QFII의 은행간 채권시장 참가를 전면 허용하였다. 그러나 QFII의 투자승인금액 한도가 2013년 7월 현재 약 450억 달러로 전체 채권시장의 1.1% 수준에 불과하여 아직까지는 외국투자자의 접근이 매우 제한적이라고 볼 수 있다.

중국 채권시장의 또 다른 특징은 여러 가지 육성정책에도 불구하고 회사채 발행에 제한이 많다는 점이다. 중국기업이 회사채 발행을 통해 자금을 조달하기 위해서는 먼저 순자산규모 등 일정 자격요건을 갖추어야 하며, 사전에 국가개발개혁위원회(NDRC)로부터 연간 발행한도를 부여받아야 한다. 또한 인민은행으로부터 발행금리를 제한받으며 발행 후에도 증권관리감독위원회(CSRC)로부터 사후관리를 받아야 한다. 이렇게 중국 정부가 회사채 발행을 엄격하게 관리하는 이유는 계획경제하에 국유기업의 경영방식이 남아 있는 이유도 있지만, 기업채 발행 초기인 1990년대 초반 규제 미비로 인해 부실채권이 급격하게 늘어난 경험으로 인해 시장질서를 확립하기 위함이다. 이러한 규제로 인해 중국 채권시장에서 회사채 비중은 아직까지 미미한 수준이다. 유사한 이유로 국채 선물거래도 현재까지 제한되고 있다. 1990년대 중반 국채 선물거래가 도입되었으나 이후 국채에 대한 투기적·불법 거래가 성행하면서 지방 국채거래센터가 폐쇄되고 선물거래도 금지되었다.

2. 중국 채권시장 현황

가. 발행시장

그림 2-1. 중국 채권시장 규모



주: 1) 위안화표시채권의 발행잔액 기준(미국달러표시채권의 발행잔액은 2013년 7월 말 현재 13억 6,500만 위안에 불과)
 2) 2013년은 7월 말 기준이며, 2013년 7월의 GDP 대비 비중은 2012년 GDP를 사용하여 계산하였고, 연간증가율은 2012년 7월 대비

자료: 중국채권망(<http://www.chinabond.cn> 검색일: 2013. 8. 23); CEIC DB(검색일: 2013. 8. 23).

중국의 채권시장은 2000년대 들어 WTO 가입과 함께 규제 완화와 채권시장 육성정책에 힘입어 빠르게 확대되어왔다. 중국의 채권시장 규모는 2001년 1조 9,480억 위안에서 매년 평균 28%씩 확대되어 2013년 7월 말 현재 25조 283억 위안(약 4조 달러)으로 지난 12년 만에 13배 성장하였다. 이에 따라 규모 면에서 세계 채권시장에서의 순위가 2001년 13위에서 2012년 7위로 올라섰다.⁴⁾ 그러나 GDP 대비로는 약 46% 수준으로,

4) BIS(2013, p. A137)에 따르면, 중국은 채권시장 규모 면에서 2012년 9월 말을 기준으로 미국(34조 7,090억 달러, 1위), 일본(16조 912억 달러, 2위), 영국(5조 7,197억 달러, 3

세계 2위의 경제규모에 비해서 아직까지 채권시장의 성장이 더디다고 할 수 있다.

표 2-2. 중국의 주요 채권 종류

채권 종류	발행기관	발행목적	만기
정부채			
└ 국채	중앙정부(재정부)	부족한 재정자금 마련	3개월~50년
└ 지방채	지방정부	지방정부 재정자금 마련 인프라 확충	3~5년
중앙은행채 (통화어음)	인민은행	공개시장 조작	3개월~3년
금융채			
└ 정책은행채	국가개발은행	인프라, 에너지, 교통 등 국가프로젝트 추진 자금 마련	2~20년
	수출입은행	무역 촉진	
	농업발전은행	농업정책 관련 자금 조달	
└ 상업은행채	상업은행	기업대출 등	5~10년
└ 비은행 금융기관채	비은행 금융기관	상업금융자금 조달	
기업채(회사채)	국영기업	사회간접자본 투자자금 조달	6개월~10년
중기어음	민간기업	기업 운영자금 조달	5~10년

자료: 중국 인민은행 웹사이트; 중국채권량 통계자료, 재인용 : 한국은행(2012, p. 310).

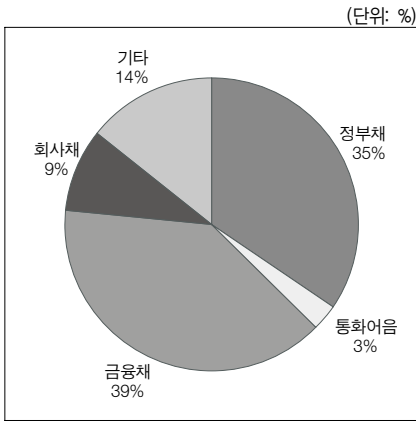
중국에서 발행되는 채권은 발행주체에 따라 크게 정부채, 통화어음, 금융채, 회사채 등으로 구분된다. 정부채(政府債, Government Bonds)에는 중앙정부가 발행하는 국채(國債, Treasury Bonds)와 지방정부채(地方政府債, Local Government Bonds) 등이 포함된다. 국채의 경우 기장식(記賬式, book-entry)과 증빙식(憑證式, certificate) 국채로 분류된다. 박복영

위), 프랑스(4조 5,085억 달러, 4위), 독일(4조 3,232억 달러, 5위), 이탈리아(3조 8,268억 달러, 6위)에 이어 7위를 기록하고 있다.

외(2011, p. 44)에 따르면, 기장식 국채는 대부분 은행간 시장과 거래소 시장을 통해 기관투자자에 의해 대부분 거래되고 있는 반면, 증빙식 국채는 은행창구 등을 통해 주로 개인투자자에게 매각되며 만기 전에 유통시장을 통해 거래하는 것은 금지되어 있으나 환매는 가능하다. 지방정부채는 중국 지방정부가 도시화, 인프라 확충 등에 필요한 자금을 조달하기 위해 발행하는 것으로 법률상 지방정부가 직접 채권을 발행하는 것은 금지되어 있으나 2009년 중앙정부의 대리발행이 허용됨에 따라 이후 2013년 7월 말 현재까지 총 7,143억 위안이 발행되었다. 통화어음(中央銀行債, Central Bank Bonds)은 인민은행이 2002년부터 발행하기 시작하여 공개시장조작수단으로 활용하고 있고, 금융채는 정책은행채(政策性金融債, Policy Bank Bonds), 상업은행채(商業銀行債, Commercial Bank Bonds), 비은행 금융기관채(非銀行金融機構債, Non-bank Financial Institution Bonds) 등을 포함한다. 회사채(企業債, Corporate Bonds)는 주로 국영기업이 발행하며, 민간기업은 중기어음(中期票據, Middle Term Notes), 중소기업 집합어음(SME Collective Notes) 등을 발행하는데 아직까지는 발행규모가 상대적으로 작다.

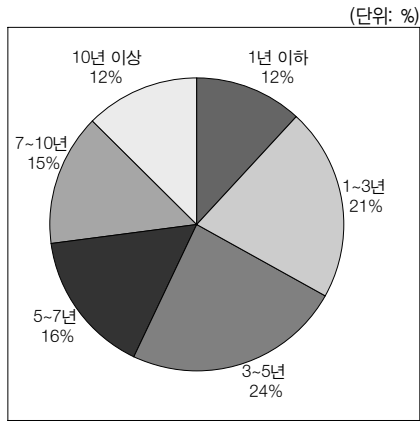
[그림 2-2]의 중국 채권시장의 상품 구성을 보면, 2013년 7월 말을 기준으로 약 35%가 정부채, 3%가 통화어음, 39%가 금융채, 9%가 회사채이다. 금융채 중 대부분이 국가개발은행(China Development Bank), 중국수출입은행(The Export-Import Bank of China), 중국농업발전은행(Agricultural Bank of China) 등에서 발행하는 정책성 금융채임을 감안하면, 약 80%가 정부 및 정부 관련 기관이 발행주체인 채권으로 구성되어 있어, 중국 채권시장은 아직까지 민간부문에 신용을 창출하고 자원의 재분배에 기여하는

그림 2-2. 중국 채권시장의 상품 구성



주: 1) 발행잔액 기준
 2) 위안화표시채권 기준
 3) 2013년 7월 말 기준
 자료: 중국채권망(<http://www.chinabond.cn>, 검색일: 2013. 8. 23).

그림 2-3. 중국 채권시장의 만기 구성



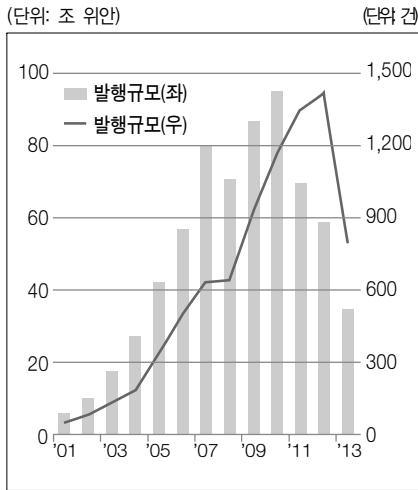
주: 1) 발행잔액 기준
 2) 위안화표시채권 기준
 3) 2013년 7월 말 기준
 자료: 중국채권망(<http://www.chinabond.cn>, 검색일: 2013. 8. 23).

역할을 하고 있지는 못하는 것으로 보인다. 이에 따라 중국기업들은 자금 조달 시 채권 발행을 통한 직접금융이 아닌 은행대출을 통한 간접금융수단을 주로 사용하고 있다.

이처럼 주로 정부의 정책적 필요에 따라 채권 발행이 이루어짐으로써 채권시장의 민간 신용창출기능은 제한적이었지만, 최근 금융위기 당시 경기부양정책수단으로 활용되는 등 거시경제 및 통화정책 시행에 많은 기여를 해왔다. 2000년대 들어 중국의 신규 채권 발행액은 급격하게 증가하여 2007년 7조 9,756억 위안을 기록했으나 2008년 금융위기 당시 정부채 발행이 줄어들면서 감소하였다. 이후 글로벌 금융위기 발발로 위기극복을 위한 각종 경기부양조치가 시행되면서 정부의 국채 발행이 다시 증가하였다. 이에 따라 전체 신규 발행금액이 2010년에는 사상 최고 수준인

9조 5,088억 위안을 기록하였으나 최근에는 정부채와 통화어음을 중심으로 발행 건수와 금액이 모두 줄어들고 있다(그림 2-4 참고).

그림 2-4. 중국 채권의 신규 발행 추이



주: 1) 위안화표시채권 기준
 2) 2013년은 7월 말 기준
 자료: 중국채권망(<http://www.chinabond.cn>, 검색일: 2013. 8. 23).

표 2-3. 중국 신규 발행채권의 구성

연도	정부채	통화어음	금융채	회사채	기타
'01	52.7	0.0	44.9	2.4	0.0
'02	44.9	19.5	32.4	3.3	0.0
'03	30.8	41.0	26.2	2.0	0.0
'04	17.6	62.4	18.7	1.2	0.1
'05	12.0	66.1	16.8	1.6	3.6
'06	12.1	64.1	16.7	1.7	5.4
'07	27.4	51.1	14.9	2.2	4.4
'08	10.2	60.7	16.7	3.3	9.0
'09	18.7	46.0	17.1	4.9	13.3
'10	18.8	49.0	14.9	3.8	13.5
'11	23.0	20.3	33.7	3.6	19.4
'12	27.4	0.0	43.9	11.1	17.6
'13	30.1	8.7	38.3	9.4	13.5

주: 1) 위안화표시채권 기준
 2) 2013년은 7월 말 기준
 자료: 중국채권망(<http://www.chinabond.cn>, 검색일: 2013. 8. 23).

[표 2-3]의 신규 발행채권 구성 추이를 보면 2000년대 초반에는 정부채와 금융채 비중이 높았다가 2000년대 중반에는 통화어음 비중이 크게 늘었다. 이는 당시 중국의 대규모 무역수지 흑자 등으로 인해 해외로부터 유입된 유동성을 흡수하기 위해 통화어음 발행을 크게 증가시켰기 때문으로 보인다. 최근에는 통화어음 비중이 줄어드는 반면 회사채⁵⁾와 기타 비

5) 회사채는 대부분 국유기업이 발행하는데, 2008년 이후 중앙정부 소유(state-owned) 기업채권의 신규 발행 비중은 줄어들고 지방정부 소유(local) 기업채권의 비중이 크게 늘어났다 (2012년 말 기준 전체 회사채 신규 발행의 90% 수준).

중이 늘어나고 있다. 중국은 2010년 말 이후 물가 및 부동산가격 상승에 대한 우려로 지급준비율 인상 등 통화긴축 기조를 유지해왔는데, 이에 따라 단기금융시장의 유동성이 악화되자 인민은행이 1년 이상의 장기채권을 중심으로 발행을 축소하면서 통화어음 비중이 크게 줄어들었다. 기타 채권은 대부분 중기어음으로, 기업의 중장기 자금조달을 위해 2008년부터 은행간 시장에서 발행되고 있는데, 이후 발행금액이 크게 증가하였다. 그 외에도 2009년 이후 발행되기 시작한 중소기업집합어음의 발행금액도 점차 증가하고 있다. 2013년 들어 7월 말 현재까지 발행된 신규 채권은 797건으로 3조 4,212억 위안에 해당하며, 2012년 같은 기간에 발행된 신규 채권 규모(680건, 3조 3,398억 위안)보다 소폭 증가했다.

표 2-4. 각 시장별 채권 발행잔액

(단위: 억 위안)

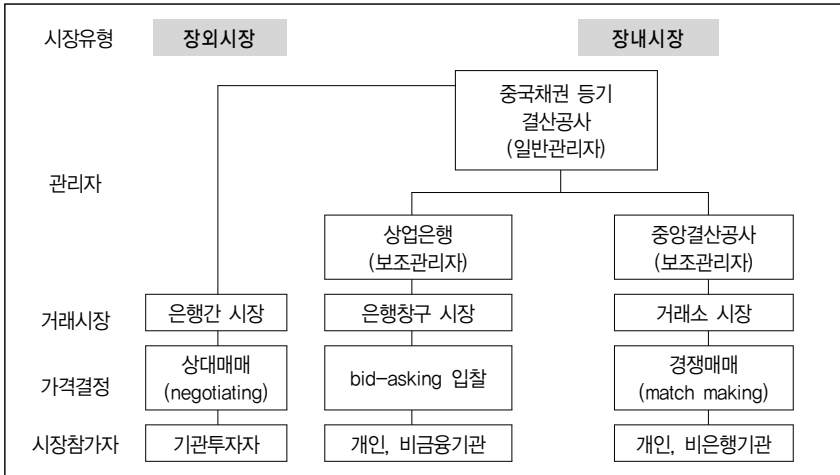
채권유형	은행간 시장	거래소 시장	은행창구 시장	기타	합계
전체	236,118	6,866	4,324	2,975	250,283
정부채	79,513	2,028	4,322	324	86,187
통화어음	7,318	0	0	0	7,318
금융채	96,316	0	0	2,070	98,386
회사채	17,124	4,824	1	514	22,463
기타	35,847	14	1	67	35,930

주: 2013년 7월 말 기준

자료: 중국채권망(<http://www.chinabond.cn>, 검색일: 2013. 8. 23).

나. 유통시장

표 2-5. 중국 채권시장의 거래구조



자료: Wang(2010), p. 2.

이러한 채권들이 유통되는 시장은 크게 장외시장인 은행간 시장(inter-bank bond market)과 은행창구 시장(bank counter market), 장내시장인 거래소 시장(exchange market)으로 구분된다. 1981년 국채가 다시 발행된 이후 은행 장외창구 시장이 가장 먼저 성립되었으나 이후 상하이 및 선전 거래소가 개설되면서 채권시장은 거래소 시장을 중심으로 성장하였다. 그러나 1997년에 은행이 거래소 시장에서 채권을 거래하는 것이 금지되고 은행간 채권시장이 개설되면서 은행간 채권시장이 주요 채권시장으로 부상하였다. [표 2-5]의 각 시장별 채권 발행잔액을 보면, 전체 채권 발행잔액의 약 94%를 은행간 시장이 차지하며, 거래소 시장(3%)과 은행창구 시장(2%)의 비중은 매우 미미한 것을 알 수 있다. 또한 상품구성에서도 은행간 시장에서는 정부채(34%), 통화어음(3%), 금융채(41%), 회사채(7%) 등

다양하게 거래되는 반면, 거래소 시장에서는 주로 정부채(30%)와 회사채(70%)가, 은행창구 시장에서는 대부분 정부채가 거래되고 있다.

또한 시장별로 참가자가 상이한데, 은행간 시장의 경우 기관투자자가 참가하고 거래소 시장에는 보험회사, 펀드, 캐피탈 회사 등 비은행 금융기관과 기업 및 개인 투자자가, 은행창구 시장에는 기업 및 개인 투자자가 참가한다. 적격외국인투자자(QFII)들은 거래소 시장 참가만 가능하다가 최근 은행간 시장 참가가 허용되었다. 한편 인민은행은 2010년 8월 외국계 은행 및 해외 중앙은행 등의 은행간 채권시장 투자를 허용하였다. 이에 따라 중국과 위안화 통화 스와프 계약을 체결한 국가의 중앙은행 및 통화당국, 홍콩과 마카오에서 위안화 무역결제 청산 업무를 담당하는 외국계 은행 등은 은행간 시장에 참여할 수 있게 되었다. 은행간 채권시장에서는 약 50%는 현물거래로, 나머지 50%는 RP 형태로 거래되는데, 2012년을 기준으로 금융채 거래가 가장 활발하게 이루어졌으며, 그 다음으로 발행잔액 규모에 비해 기타(중기어음, 중소기업집합어음 등) 채권의 거래가 상대적으로 활발하게 이루어졌다(표 2-6 참고).

표 2-6. 은행간 시장의 거래금액

(단위: 억 위안)			
	현물거래	RP(환매조건부) 거래	합계
	494,079	478,269	972,348
정부채	63,116	92,332	155,448
통화어음	29,181	21,976	51,157
금융채	119,410	181,838	301,248
회사채	106,114	81,093	187,207
기타	176,258	101,030	277,288

주: 2012년 기준.

자료: 중국채권망(<http://www.chinabond.cn>, 검색일: 2013. 8. 23).

다. 대외개방도

표 2-7. 시장 참가자별 주요 채권 보유 비중

(단위: %, 전체 참가자의 보유금액 대비)

	국채	정책은행채	상업은행채	회사채	중기어음
특별 참가자 ¹⁾	20.8	0.2	0.3	0.2	1.3
상업은행	68.9	82.5	22.5	26.2	49.1
└ 국유상업은행	(82.1)	(86.8)	(77.9)	(57.2)	(78.3)
└ 외국계 은행	(2.4)	(1.2)	(0.4)	(1.2)	(1.8)
└ 도시상업은행	(10.5)	(8.1)	(14.7)	(22.3)	(12.0)
└ 지방상업은행	(4.5)	(3.5)	(6.1)	(17.5)	(7.2)
└ 기타	(0.5)	(0.4)	(0.9)	(1.9)	(0.6)
신용조합	(1.1)	(2.6)	(4.7)	(19.0)	(9.8)
비은행 금융기관	0.3	0.0	(0.4)	0.6	0.9
증권사	0.1	0.2	0.4	3.0	2.0
보험회사	4.0	6.8	53.8	16.0	4.7
펀드	1.4	7.3	21.3	27.0	35.4
비금융기관	0.1	0.0	0.4	0.3	0.2
개인	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
거래소	2.7	0.0	0.0	21.5	0.0
기타	0.9	0.8	0.0	0.2	1.5

주: 1) 인민은행, 중국 재무부 등

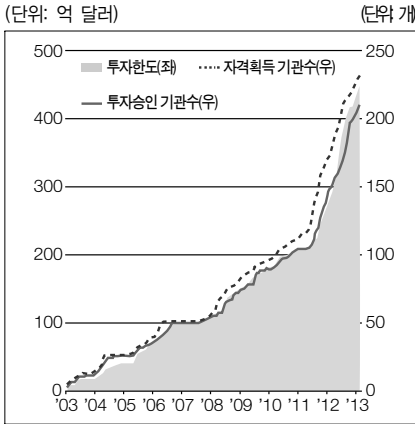
2) 2013년 7월 말 기준

자료: 중국채권망(<http://www.chinabond.cn>, 검색일: 2013. 8. 23).

중국 채권시장은 아직까지는 해외투자자들에게 접근이 어려운 편이다. [표 2-7]의 시장 참가자별로 중국의 주요 채권 보유 비중을 보면, 상업은행 그 중에서도 국유상업은행의 비중이 압도적이다. 이들은 특히 정책은행채(82.5%)와 국채(68.9%) 및 중기어음(49.1%)을 많이 보유하고 있으며, 보험회사의 경우 주로 상업은행채(53.8%)를, 펀드의 경우 중기어음(35.4%), 회사채(27.0%), 상업은행채(21.3%) 등에 고르게 투자하고 있는 것으로 나타났다. 인민은행이 외국계 은행 및 해외 중앙은행의 은행간 채

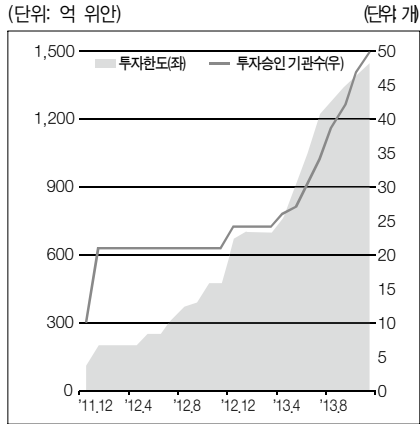
권시장 참가를 허용했음에도 불구하고 이들의 채권 보유 비중은 아직까지 미미한 수준이다.

그림 2-5. QFII 투자 허용 금액 및 기관 수



자료: CEIC DB(검색일: 2013. 8. 23).

그림 2-6. RQFII 투자 허용 금액 및 기관 수



자료: CEIC DB(검색일: 2013. 12. 6).

중국정부는 2002년 적격외국인기관투자자(QFII: Qualified Foreign Institutional Investors)제도를 도입하여 일정 자격을 가진 외국인 기관투자가에 대해 사전에 승인된 한도 내에서 주식·채권 등 중국 내 금융자산에 투자할 수 있도록 허용하였다. QFII 자격을 가진 외국인기관투자자는 거래소 시장 및 은행간 시장에서 채권에 투자할 수 있으며, 주식시장에서는 B주와 상하이·선전거래소의 A주에 투자할 수 있다. QFII의 투자한도는 2003년 말 17억 달러에서 점차 확대되어 2013년 7월 말 현재 449억 5,300만 달러를 기록하고 있으며, QFII 자격을 취득한 기관은 232개로, 그 중 한도를 승인받은 기관은 210개로 증가했다. 우리나라는 한국은행을 비롯하여 삼성자산운용, 한국투자공사 등 19개 기관이 QFII 자격을

획득하였으며, 그 중 삼성자산운용은 투자한도 기준으로 5대 QFII 기관이다(표 2-8 참고). QFII의 투자한도는 2013년 7월 현재 중국의 주식시장이 총액 대비 1.2%, 채권시장 발행잔액 대비 1.1%에 불과하며, 실제 투자금액은 투자한도에 미치지 못함을 감안하면 아직까지 외국인투자자의 영향력은 매우 미미하다고 할 수 있다.

표 2-8. QFII 자격을 획득한 우리나라 주요 기업

번호	기관명	위탁은행	투자한도		최초 승인일
			비준일	누계 비준액(억 달러)	
1	푸르덴셜자산운용	건설은행	2008. 05. 04	0.75	2008. 04. 07
			2012. 03. 15	-0.75	
			소계	0.00	
2	미래에셋자산운용	공상은행	2008. 09. 02	1.50	2008. 07. 25
			2010. 07. 22	1.00	
			2013. 05. 03	1.00	
			소계	3.50	
3	삼성자산운용	중국은행	2008. 11. 07	1.50	2008. 08. 25
			2010. 09. 01	1.50	
			2012. 08. 21	1.50	
			소계	4.50	
4	한화자산운용	씨티은행	2009. 08. 10	0.70	2009. 02. 05
			2012. 03. 15	0.68	
			2012. 09. 19	1.00	
			소계	2.38	
5	산업은행	건설은행	2009. 11. 09	1.00	2009. 04. 23
			2012. 11. 21	0.50	
			2013. 08. 28	-0.10	
			소계	1.40	
6	우리은행	공상은행	2009. 12. 30	0.50	2009. 05. 04
			2009. 12. 30	1.00	
7	한국투자신탁운용	공상은행	2012. 07. 17	1.00	2009. 07. 21
			소계	2.00	
			2010. 07. 22	1.00	
8	동양자산운용	씨티은행	2012. 05. 17	-0.30	2009. 12. 11
			소계	0.70	
			2010. 07. 22	1.00	

표 2-8. 계속

번호	기관명	위탁은행	투자한도		최초 승인일
			비준일	누계 비준액(억 달러)	
8	동양자산운용	씨티은행	2010. 07. 22	1.00	2009. 12. 11
			2012. 05. 17	-0.30	
			소계	0.70	
9	KB자산운용	씨티은행	2011. 01. 06	1.00	2010. 08. 09
			2012. 12. 26	1.00	
			소계	2.00	
10	KTB자산운용	건설은행	2011. 10. 19	1.00	2010. 12. 28
11	한국은행	HSBC	2012. 03. 09	3.00	2011. 12. 21
12	한국투자공사	HSBC	2012. 03. 09	2.00	2011. 12. 28
			2013. 06. 24	2.00	
			소계	4.00	
13	하이자산운용	공상은행	2012. 04. 10	1.00	2011. 12. 31
14	신한BNP파리바자산운용	HSBC	2012. 03. 09	1.00	2012. 01. 05
15	국민연금공단	씨티은행	2012. 03. 09	1.00	2012. 01. 05
16	하나대투증권	씨티은행	2013. 02. 28	1.00	2012. 03. 29
17	동부자산운용	건설은행	2013. 05. 03	0.70	2012. 04. 20
18	현대증권	건설은행			2013. 03. 22
19	하나UBS자산운용	씨티은행			2013. 10. 31

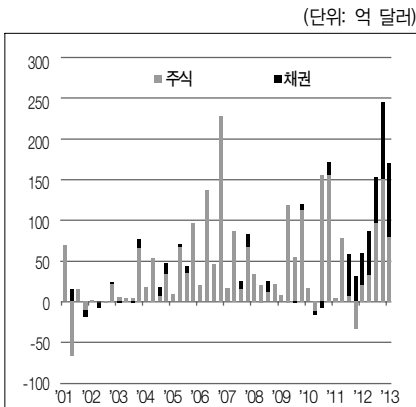
자료: 중국 증권관리감독위원회(CSRC), <http://www.csrc.gov.cn/>(검색일: 2013. 11. 27); 중국 국가외환관리국(SAFE), <http://www.safe.gov.cn/>(검색일: 2013. 11. 27).

한편 인민은행은 2011년 12월 위안화 적격외국인기관투자자(RQFII: RMB Qualified Foreign Institutional Investor)제도를 시범 실시했는데, QFII 기관투자자들이 외국통화(미국달러)로 투자해야 하는 것과 달리 RQFII 기관투자자들은 위안화로 직접 투자할 수 있다. 최근 위안화 무역 결제 확대 등으로 역외 위안화 자금이 늘어났는데 RQFII 제도를 활용하여 홍콩 금융기관은 이러한 역외 위안화 자금을 모집하여 중국 내 금융자산에 투자할 수 있게 되었다. 2013년 들어 공상은행 아시아투자관리 공사(ICBC Asia Investment Co. Ltd), 항생투자관리공사(Hangsheng Investment Co. Ltd), 태평자산관리공사(Taiping Asset Management Co. Ltd) 등이

새로 RQFII 자격을 획득했으며, 전체 투자한도는 2013년 11월 말 현재 1,446억 위안으로 증가하였다.

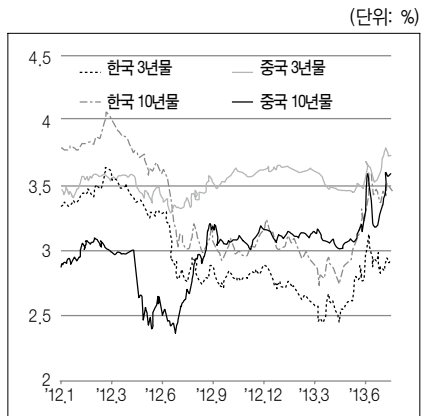
이처럼 중국정부는 중국 자본 및 채권 시장에 대한 외국인 참여 확대를 점진적으로 시도하고 있다. 이에 따라 외국인의 중국 포트폴리오 투자금액은 2001년 12억 달러에서 2012년 542억 달러로 증가하였다. 2011년 하반기 이전에는 주식투자경로의 외국인 자금유입이 두드러지다가 이후에는 채권투자경로의 자금유입 증가세가 눈에 띈다. 특히 중국 국채는 국제신용평가기관으로부터 각각 AA-(S&P), A+(Fitch), Aa3(Moody's) 등 비교적 높은 등급으로 평가받고 있으며, 이는 아시아 국가 중에서 일본이나 우리나라와 비슷한 수준이다. 반면 높은 경제성장률 등으로 인해 국채금리 수준은 우리나라보다 높아 중국의 채권시장이 점차 개방되면 우리나라에 대한 외국인투자 수요가 저하될 가능성이 높다. 이에 따라 중국 금융시장 제도 변화에 대해 예의주시해야 할 것으로 보인다.

그림 2-7. 중국으로의 외국인 포트폴리오투자 자금유입



자료: CEIC DB(검색일: 2013. 8. 23).

그림 2-8. 중국과 우리나라의 국채금리



자료: CEIC DB(검색일: 2013. 8. 23); 국제금융센터 (<http://www.kcif.or.kr>, 검색일: 2013. 8. 23).

3. 중국 채권시장의 향후 변화요인

앞절에서 살펴본 바와 같이 중국 채권시장은 최근의 빠른 성장에도 불구하고 아직까지 많은 문제점을 갖고 있다. 첫째, 시장 참가자의 약 81%⁶⁾가 상업은행으로, 개인 및 외국인투자자 비중은 극히 낮다. 이렇게 시장 참가자가 한정되어 있는 점은 중국 채권시장의 규모가 경제규모나 주식시장에 비해 상대적으로 작다는 특징과 함께 채권시장의 유동성 확대를 제한하는 주요 요인으로 작용하고 있다.⁷⁾ 둘째, 거래되는 상품의 약 74%⁸⁾가 국채나 금융채로 회사채 비중이 매우 낮으며 대부분이 국유기업으로부터 발행된 것이기 때문에 자원재분배에서 채권시장의 기능이 제대로 작동하지 못하고 있음을 추정할 수 있다. 실제 중국기업들은 아직까지 대부분 은행대출 등 간접금융을 통해 자금을 조달하고 있으며, 채권이나 주식 발행을 통해 자금을 조달하는 직접금융의 비중이 매우 낮다. 직접금융을 통해 조달하는 경우에도 전체의 74%가 주식 발행으로 자금을 조달하고 있는 등⁹⁾ 채권시장의 역할이 매우 미미한 현실이다. 그 외에도 채권시장에 대한 감독기능이 여러 기관으로 분산되어 있고, 금리와 발행에 대한 규제가 엄격한 점도 중국 채권시장의 발전을 제한하고 있다. 본 절에서는 이렇게 중국 채권시장이 당면한 과제들을 바탕으로, 향후 중국 채권시장의 발전방향을 최근 중국정부가 시행하고 있는 주요 정책과 함께 전망한다.

6) 전체 채권투자금액에서 상업은행의 투자액이 차지하는 비중(Lin 2009, p. 325).

7) Huang and Zhu(2009), p. 540.

8) 전체 발행잔액에서 국채 및 금융채 발행잔액이 차지하는 비중(표 2-7 참고)

9) 반면 금융시장이 발달한 미국의 경우 기업이 채권을 통해 자금을 조달하는 금액이 주식을 통해 조달하는 금액의 4.5배에 달한다(Lin 2009, p. 323).

가. 위안화 국제화

2008년 글로벌 금융위기를 계기로 대표적인 국제통화인 미국달러의 위상에 변화 움직임이 나타나면서 중국은 금융위기 이후 새로운 국제금융질서에 선도적인 역할을 하기 위해 위안화 국제화를 적극적으로 시행하고 있다. 특히 2009년 7월, 인민은행이 「위안화 무역결제 시범 관리방법」을 제정하고 중국과 홍콩·마카오 기업 간 무역결제가 실시되면서 무역결제통화로서의 위안화 국제화가 본격적으로 추진되기 시작하였다. 이후 2010년 6월, 위안화 무역결제 해외 대상지역에 대한 제한을 철폐하고 전 세계로 확대하였으며, 결제 대상항목도 상품뿐만 아니라 서비스 및 기타 경상항목까지 확대되었다. 또한 2011년 8월, 무역결제가능지역이 전국으로 확대되고 2012년 3월, 모든 수출기업에 허용되면서 무역결제에 대한 모든 제한은 사라지게 되었다. 이에 따라 위안화 무역결제 시행 첫해인 2009년 36억 위안에 불과했던 위안화 무역결제액은 2013년 2/4분기 7조 6,000억 위안으로 급증하였다. 이는 중국 전체 교역액의 12.1% 수준에 이른다. 또한 위안화 무역결제 청산업무를 담당하는 국가도 홍콩, 마카오에서 싱가포르(2012년 12월), 대만(2013년 3월) 등으로 확대되었다.

이처럼 지난 3~4년간 위안화 무역결제액이 크게 증가한 데에는 중국 정부당국의 정책의지뿐만 아니라 중국의 대규모 교역수준과 금융위기 이후 위안화 절상에 대한 기대 등도 큰 역할을 했음을 부정할 수 없다. 향후 위안화에 대한 국제적 수요가 지속되기 위해서는 위안화 무역결제 허용에 더해 추가적인 정책 시행이 필수적이다. 가장 큰 문제는 무역결제를 전면 허용한 데 비해 아직까지 이를 통해 획득한 위안화를 운용할 투자처가 크게 부족하다는 점이다. 이러한 문제를 해결하기 위해 역외 금융시장

육성과 자국 금융시장 개방이 뒷받침되어야 한다.¹⁰⁾ 특히 채권의 경우 외국인
 의 자국통화표시채권 발행규모가 통화국제화의 척도가 되는 등 통화국제화
 와 매우 밀접한 관계가 있으며, 역사적으로 통화국제화를 시도했던 국가
 들은 채권시장의 발전 및 개방을 위한 정책을 국제화 과정에서 가장 먼저
 시행하였다. 1973년 브레턴우즈(Bretton Woods) 체제 붕괴 이후 미국달
 리화와 같은 국제적 지위 확보를 시도했던 통화로는 독일 마르크와 일본
 엔화 등이 있다. 이들이 처음 국제통화로 부상하게 된 계기는 현재의 중
 국 위안화 사례와 유사하다. 독일과 일본은 제조업 상품 수출확대를 통해
 대규모 무역수지 흑자를 누렸으며 이에 따라 높은 경제성장률을 기록하
 면서 마르크화와 엔화에 대한 국제수요도 늘어났다. 이 국가들은 1970년
 대 후반에는 자국 통화가치 상승에 따른 수출경쟁력 하락을 우려하여 자
 본유입을 제한하는 등 통화국제화에 반하는 정책을 시행하기도 하였다.¹¹⁾
 그러나 독일의 경우 1981년 비거주자의 국내 채권 보유에 대한 규제를
 모두 없애고 1985년 외국계 은행의 마르크화 표시 채권 발행을 허용하는
 등 채권시장 개방을 시행했다.¹²⁾ 또한 일본의 경우에도 1980년 외환법을
 전면 개정하여 대외거래를 원칙적으로 자유화하고 1983년 엔화 국제화를
 공식화하였으며, 유로·엔 채권시장 발전을 목표로 다양한 조치를 도입하
 였다. 이 국가들 외에도 호주의 경우 1980년대 발전된 금융시장을 기반으
 로 역외 호주달러표시채권 시장을 육성함으로써 통화국제화를 이룬 것으
 로 평가받고 있다.¹³⁾

10) 이와 관련해서 Tavlas(1991, p. 34)는 통화국제화를 촉진하는 요인으로 물가안정, 개방
 되고 잘 발달된 금융시장, 세계시장에서 높은 수출점유율 등을 들었다.

11) Frankel(2011), p. 6, p. 8.

12) Tavlas(1991), p. 37.

중국정부 당국도 이러한 점에 착안하여 위안화의 투자통화로서의 기능확대¹⁴⁾를 위해 역외시장에서 위안화표시채권 발행을 확대하고 있다. 2007년 7월, ADB가 최초로 홍콩에서 위안화표시채권, 일명 덤섬본드를 발행하는 데 성공하였으며, 역외 위안화표시채권시장의 금리 형성을 위해 2009년 9월 중국 재정부가 홍콩에서 국채를 발행하기도 하였다.¹⁵⁾ 또한 2012년 4월에는 영국 런던에서 HSBC가 20억 위안 규모의 위안화표시채권 발행에 성공하였다. 덤섬본드 발행규모는 2013년 8월 현재 5,993억 위안으로 2007년 말 약 100억 위안에서 급증하였다. 이외에도 중국정부는 2010년 8월 해외 중앙은행, 통화당국의 국내 은행간 채권시장 참여를 허용하는 등 제한적이지만 국내 채권시장 개방도 시도하고 있다. 최근에는 중국정부의 노력 외에도 영국 런던을 비롯하여 싱가포르, 대만 등에서 위안화 금융허브 유치를 위한 경쟁이 심화되고 있다.¹⁶⁾ 또한 호주 중앙은행 총재가 2013년 4월 호주 외환보유액에서 5%를 중국 금융자산에 투자하겠다고 밝히는 등 중국 금융자산에 대한 수요가 늘어나고 있다. 이러한 점을 감안할 때, 향후 역외 위안화표시채권시장을 중심으로 채권 발행규모가 빠르게 증가할 것으로 예상된다. 이와 관련하여 중국정부는 「금융업 발전과 개혁 12차 5개년 계획」을 통해 향후 국내기관이 홍콩에서 위안화표

13) 호주달러표시채권시장이 발전할 수 있었던 배경으로 송원호 외(2007, p. 172)는 통화 및 이자율 스왑(swap) 시장의 발전을 지목하고 있다. 이들은 스왑 시장이 역외시장과 국내시장 간의 연결고리 역할을 한 것으로 평가했다.

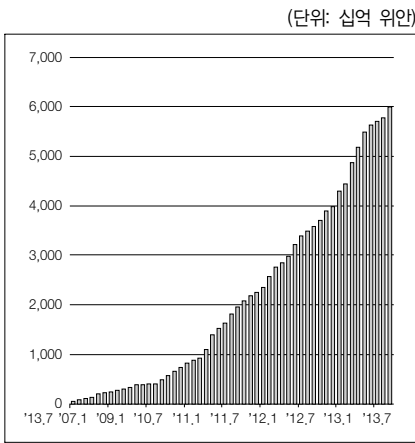
14) 기능적 측면에서 국제통화의 발전단계를 무역결제통화, 투자통화, 비축통화 등 세 단계로 나눌 수 있다.

15) 덤섬본드 외에도 홍콩에서는 현재 위안화로 대부분의 금융자산에 투자하는 것이 허용되었다.

16) 위안화 금융허브 유치를 위한 노력 중 하나로, 최근 싱가포르(2013년 2월)와 대만(2012년 12월)은 홍콩에 이어 위안화 결제 청산업무를 시작하였다.

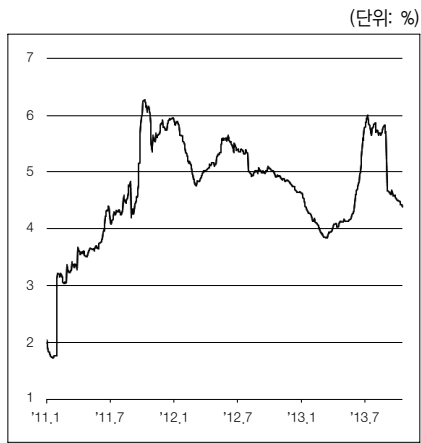
시채권을 발행하는 것을 촉진하고, 해외기관이 중국 본토에서 위안화 채권을 발행하는 것도 지속적으로 촉진할 것임을 밝혔다. 또한 해외 중앙은행 및 통화당국이 위안화표시채권을 그들의 외환보유액에 편입시키는 것을 지원하겠다고 발표했다.

그림 2-9. 덩섬본드 발행 규모



자료: Bloomberg DB(검색일: 2013. 12. 6).

그림 2-10. 덩섬본드 평균 금리



자료: Bloomberg DB(검색일: 2013. 12. 6).

나. 자본계정의 자유태환

중국은 1996년 이미 경상계정을 통한 위안화 거래를 자유화한 반면 자본계정의 태환성 확보는 신중하게 시행하고 있다. 자본계정 중에서도 직접투자경로를 통한 자본유출입의 경우 1990년대부터 규제완화조치들이 도입되어왔던 반면, 급격한 자본이동의 변동성을 우려하여 주식, 채권 등 포트폴리오투자경로를 통한 자본유출입은 매우 제한적인 수준에서만 이루어져왔다. 특히 1990년대 후반 동아시아 외환위기는 중국정부가 자본

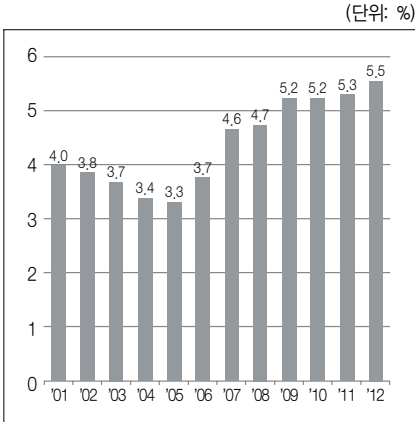
계정의 자유태환을 망설이는 큰 이유로 작용했다. 중국은 2000년대 들어서야 포트폴리오투자 자유화를 추진하기 시작했는데, 직접투자와 마찬가지로 먼저 유입을 제한적으로 허용하고 이후 유출을 허용하는 순서를 따랐다.¹⁷⁾ 유입 측면에서 2002년 해외적격기관투자자(QFII)제도와 2011년 위안화 적격기관투자자(RQFII)제도를 도입하였고, 유출 측면에서는 2006년 국내적격기관투자자(QDII)제도를 도입하여 미리 중국 정부로부터 승인을 받은 제한적인 투자자들에게만 포트폴리오투자경로를 통한 자본유출입을 허용하였다. 중국정부는 이러한 제도 도입 이후 매년 자격부여기관과 투자승인한도를 지속적으로 확대하고 있으나, 아직까지는 전체 채권 및 주식 시장 규모와 중국의 경제 규모에 비해 매우 미미한 수준이다. 중국정부는 「금융업 발전과 개혁 12차 5개년 계획」을 통해 금융 대외개방 수준을 제고하기 위해 자본시장의 대외개방을 더욱 촉진하겠다고 밝혔고, 최근의 18기 3중전회에서도 위안화 자본계정의 자유태환 실시를 로드맵 중 하나로 채택했으나 구체적인 정책 도입에 대한 언급은 없었다. 특히 위안화 국제화를 성공적으로 추진하기 위해서는 자본계정의 자유태환이 필수적이나 금리자유화가 아직 이루어지지 않고 있는 등 중국 금융시장의 낮은 발전수준과 동아시아 외환위기 및 글로벌 금융위기로 인한 중국 정부 당국의 신중한 입장을 감안하면, 채권시장의 개방과 관련해서는 현재와 같이 적격투자자제도를 바탕으로 점진적인 속도로 이루어질 것으로 전망된다.¹⁸⁾

17) 박복영 외(2011), p. 82.

18) 이론적으로 보면 금융개혁 혹은 금융자유화는 국내금융개혁(금리자유화, 은행민영화 등) ⇒ 환율변동성 확대 ⇒ 자본자유화 ⇒ 통화국제화의 순으로 진행되어야 하나, 중국의 경우 국내금융개혁 수준이 크게 미진하여 금융국제화를 이러한 단계별로 순차적으로 시

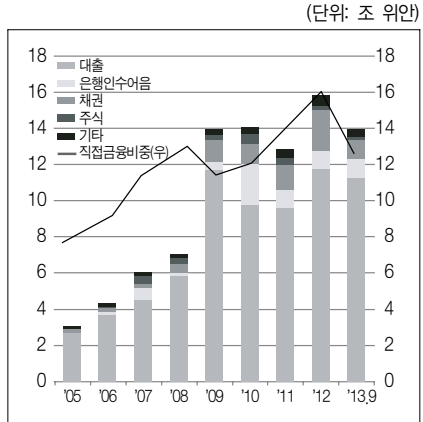
다. 경제성장방식 전환

그림 2-11. GDP 대비 금융업 비중



자료: CEIC DB(검색일: 2013. 12. 6).

그림 2-12. 사회용자총량



주: 1) 대출은 위안화대출, 외화대출, 위탁대출, 신탁대출을 합한 것이다.

2) 주식은 비금융기업(Non-Financial Enterprise)의 발행 기준

3) 직접금융 비중은 전체 사회용자총량에서 채권과 주식을 통한 조달 비중

자료: CEIC DB(검색일: 2013. 12. 6).

최근 중국정부는 그동안의 고도성장과정에서 누적된 중국경제의 구조적인 문제를 해결하고 지속가능한 경제성장을 위해 성장방식의 전환¹⁹⁾을 적극적으로 시도하고 있다. 이에 따라 금융업 부문이 이러한 성장방식 전환을 뒷받침하도록 하기 위해 2012년 9월, 중국 인민은행 등은 2011~15년

행하지 않고 환율자유화, 자본자유화, 위안화 국제화 등 세 가지 축을 중심으로 동시에 진행되고 있다(박복영 외 2011, p. 173). 중국에서 위안화 국제화에 앞서 자본자유화가 빠르게 진행되지 않고 있는 것은 이러한 맥락에서 이해할 수 있다.

19) 이는 수출 위주에서 내수 위주로, 제조업 중심에서 서비스업 중심으로, 저부가가치산업에서 고부가가치산업으로, 계층 및 지역 간 격차를 해소하는 방식으로의 전환, 즉 질적 성장을 의미한다(12차 5개년 (2011~15년) 계획).

기간 동안 중국 금융업 발전방향을 제시하는 「금융업 발전과 개혁 12차 5개년 계획」을 발표하였다. 이를 통해 금융업 발전에 대한 판단지표로서 국내총생산(GDP)에서 금융업이 차지하는 비중과 사회용자총량 중 비금융기업의 직접용자가 차지하는 비중을 선정하고 각각에 대한 목표치를 제시하였다. 이 중 GDP 대비 금융업 비중은 2011~15년 중 5% 이상으로 유지하는 것을, 사회용자총량 중 비금융기업의 직접용자 비중은 2015년 말까지 15% 이상으로 상승시키는 것을 목표로 하였다. 중국 금융업이 GDP에서 차지하는 비중은 2009년 이후 5% 이상을 유지하고 있으며, 2012년 말을 기준으로 5.5% 수준을 기록하고 있다. 또한 중국 사회용자총량에서 기업이 채권과 주식 등 직접금융을 통해 조달하는 비중은 2013년 9월 말 현재 각각 11%와 1%에 불과하며, 아직까지는 은행대출 등 간접금융을 통한 조달 비중이 80%로 압도적이다.

중국정부가 「금융업 발전과 개혁 12차 5개년 계획」을 통해 제시한 목표 중 채권시장과 관련된 정책은 통화정책의 거시경제 조정체계 완비, 취약분야에 대한 금융지원 강화, 채권시장 육성 주력, 금융 대외개방 수준 제고, 위안화 범국경 사용 확대 등이다. 먼저 통화정책 거시경제 조정체계 완비와 관련하여, 중국은 우리나라와 같은 물가목표제가 아닌 통화량 목표제를 채택하고 있으며, 매년 초 통화량(M2) 증가율과 위안화 신규 대출규모 등에 대한 목표치를 발표하고 있다. 또한 아직까지는 대출·예금 금리 제한, 대출규모 제한, 은행창구지도 등 직접수단에 의존하고 있는데, 중국정부는 향후 통화정책이 수량적 조절에서 가격 조절 위주로 전환되도록 할 것임을 밝히고 있으며, 이를 위해서는 채권시장의 성숙이 필수적이다. 또한 취약분야에 대한 금융지원 강화와 관련해서는 채권시장이 삼농

(三農)²⁰⁾에 기여할 수 있도록 방법을 고안하며, 채권이 중소기업의 자본 조달수단이 될 수 있도록 장려할 것이라고 밝히고 있다. 그 외에도 채권 시장 육성과 관련해, 채권 발행 관리체제를 완비, 채권시장 규모 확대, 상품 혁신과 다양화를 추진할 것임을 발표했다.

이렇게 중국정부가 제시한 금융업 발전방향을 바탕으로 향후 중국 채권시장에서 회사채의 육성이 빠르게 이루어질 것으로 보인다. 2절에서 살펴본 바와 같이 중국 채권시장에서 회사채가 차지하는 비중은 9%에 불과하다. Lin(2009, p. 324)은 중국의 회사채 시장 발전이 더디게 이루어졌던 이유로 채권 발행에서 까다로운 승인과정, 다층적인(multi-layered) 감독 체계, 보증의무, 발행주체로의 편입 제한²¹⁾ 등을 들고 있다. 회사채 시장 육성은 기업의 직접금융 비중을 높임으로써 중국정부 당국이 제시한 금융업 발전목표치를 만족시키는 데 필수적이며, 위에서 언급한 제도적 기반이 만들어진다면 자원의 효율적인 재분배에 기여하여 삼농 및 중소기업의 자본조달수단이 될 수 있을 뿐만 아니라 다양한 만기 및 신용등급을 바탕으로 현재 국채 및 금융채 위주 채권시장의 상품구조를 변화시킬 수 있게 할 것이다.

20) 삼농이란 농민, 농촌, 농업을 의미하며, 도시와 농촌의 소득격차는 현재 중국이 안고 있는 가장 큰 사회문제로 작용하고 있다.

21) 자본규모 등의 제한으로 인해 발행주체가 대부분 국유기업에 한정되어 있다.

4. 중국의 해외투자자와 우리나라 채권시장에서의 위상

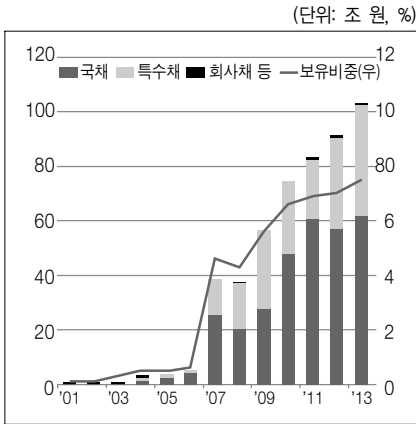
중국 채권시장의 발전과 개방은 우리나라 채권시장에 크게 두 가지 측면에서 영향을 미칠 수 있다. 첫째, 중국인투자자의 해외투자를 허용함으로써 이들이 한국 채권에 투자하는 것을 촉진하거나 한국 채권시장에 대한 이들의 영향력을 확대할 수 있다. 이는 자본유출 측면의 자유화와 관련된다. 둘째, 우리나라 및 해외 투자자의 중국 채권시장에 대한 참여를 허용함으로써 한국 채권시장 투자자의 투자처를 다양화(즉 투자포트폴리오 다변화)하여 한국 채권 수요가 상대적으로 감소할 가능성이 있다. 1~3절에서 중국 채권시장의 과거, 현재, 미래를 살펴봄으로써 두 번째 경로를 통한 영향을 살펴보았다면 본 절에서는 첫 번째 경로를 통한 영향을 살펴보기 위해 중국투자자들이 우리나라 채권시장에서 어느 정도 영향력을 갖고 있는지 살펴보기로 한다.

가. 중국계 자금의 우리나라 채권투자 현황

외국인투자자의 우리나라 채권에 대한 투자는 2000년대 초반까지만 해도 미미한 수준이었다가 2007년에 들어서 크게 확대되었다. 2006년 말 외국인투자자가 보유한 상장채권잔액은 약 4조 6,178억 원이었으나, 2007년 중 순매수규모가 크게 확대되면서 약 38조 4,484억 원으로 급격하게 증가하였다. 금융감독원(2008, p. 23)에 따르면, 미국 서브프라임 모기지 부실이 심화되면서 글로벌 신용경색이 나타나 스와프 베이스스(CRS 금리-IRS 금리)가 크게 확대되어 금리 재정차익거래가 증가하였고 우리나라 채권의 금리수준이 상대적으로 높게 유지되면서 2007년 상반기 약 4조

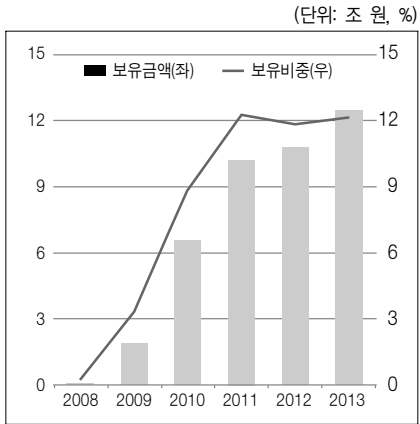
원이던 외국인투자자의 순매수규모는 하반기 들어 약 30조 원으로 늘어났다. 이에 따라 외국인투자자의 우리나라 채권 보유금액은 2008년 글로벌 금융위기 발발로 소폭 하락하였다가 이후 지속적으로 늘어났다. 2013년 7월 말 현재 외국인투자자가 보유한 상장채권잔액은 약 102조 9,150억 원으로, 전체 채권 보유액의 약 7.5%를 차지한다.

그림 2-13. 외국인투자자의 우리나라 채권 보유금액



주: 1) 상장채권(결제일) 기준이며, 외화표시채권은 제외
 2) 2013년은 6월 말 기준
 자료: 금융감독원, 「외국인 국내투자동향」, 각 호.

그림 2-14. 중국인투자자의 우리나라 채권 보유금액



주: 1) 상장채권(결제일) 기준이며, 외화표시채권은 제외
 2) 2013년은 7월 말 기준
 자료: 금융감독원, 「외국인 국내투자동향」, 각 호.

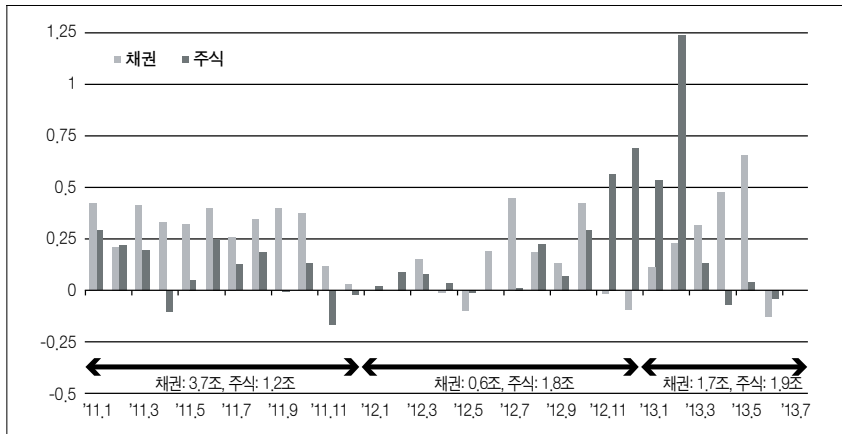
이 중 중국계 자금의 채권투자는 2008년부터 급증하기 시작하였다. 2008년부터 중국계 자금의 국내 유입이 본격화되기 시작하였는데, 국내유입잔액이 2008년 약 3,538억 원²²⁾에서 2012년 말에는 16조 9,440억 원으로 약 48배 증가하였다. 특히 채권시장에 대한 투자증가세가 두드러졌는데,

22) 상장주식(KOSPI, KOSDAQ)과 상장채권에 대한 유입금액

우리나라 채권 보유잔액이 2008년 796억 원에서 2012년 말에는 10조 7,920억 원으로 약 135배 증가하였다. 이에 따라 중국계 자금의 전체 외국인 보유금액 대비 비중도 0.2%에서 11.9% 수준으로 급격하게 증가하여 중국이 전체 한국 채권 보유국가 중 3위로 부상하기에 이르렀다. 중국계 자금의 우리나라 채권투자는 대부분 국채 위주로 이루어지고 있는데, 이는 중국정부의 외환보유액 운용자산 다변화 시도와 관련된 것으로 보인다. 최근에는 전체 외국인투자자의 우리나라 주식 순매수규모가 축소되고 있는 추세임에도 불구하고 중국투자자들은 우리나라 주식시장에 대한 투자도 확대하고 있다. [그림 2-15]의 중국인투자자의 우리나라 증권매매 동향을 보면, 중국투자자들이 2012년 말~2013년 초에 주식시장에 대한 투자를 크게 늘린 사실을 확인할 수 있다.

그림 2-15. 최근 중국인투자자의 우리나라 증권매매 동향

(단위: 조 원)



주: 주식은 당월 순매수금액, 채권은 순투자(순매수-민기상환) 금액
 자료: 금융감독원(2013), pp. 57~60의 자료를 바탕으로 저자 계산.

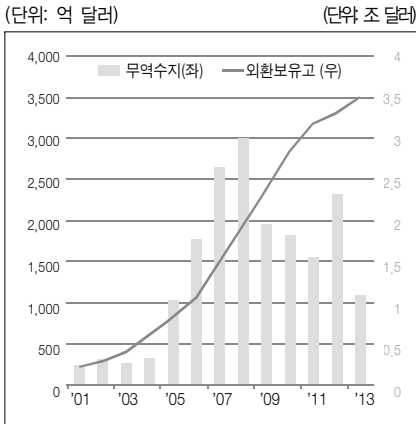
나. 중국투자자의 해외투자

앞에서 살펴본 것처럼 최근 중국투자자들은 우리나라 채권시장에 대한 영향력을 확대하고 있을 뿐만 아니라 국제 금융시장에서 두각을 나타내고 있다. 그러나 이들은 중국의 개인투자자들은 아니며, 주로 중국투자공사(CIC) 등 국부펀드와 적격내국인기관투자자(QDII: Qualified Domestic Institutional Investors) 자격을 가진 중국계 금융기관들로 중국의 주요 은행들이 국영은행임을 감안하면 아직까지 중국계 자금의 해외투자는 공공투자가 압도적이라고 할 수 있다.

중국은 지속적인 무역수지 흑자와 위안화 환율안정을 위한 시장 개입 등으로 막대한 외환보유액을 쌓고 있다. 2001년 WTO 가입 이후 중국의 교역, 특히 수출은 크게 증가하는데, 이에 따라 2001년부터 2013년 6월까지의 중국의 무역수지 흑자 누적규모는 1조 8,000억 달러에 달한다. 2001년 2,000억 달러 수준이던 중국의 외환보유액은 특히 무역수지 흑자 규모가 최대 수준이던 2007~09년 사이 크게 증가하여 2013년 6월 현재 3조 5,000억 달러를 기록하고 있다. 중국은 외환보유액의 상당 부분을 미국 국채로 보유하고 있는 것으로 알려진다. 중국의 미국 국채 보유금액은 2013년 6월 현재 1조 3,000억 달러로 중국의 외환보유액 대비 36% 수준이다.

중국은 이처럼 급격한 증가세와 막대한 규모에도 불구하고 미국 국채 등 특정 자산에 편중되어 있는 외환보유액의 효율적인 운용을 위해 중국투자공사(CIC: China Investment Corporation) 등 국부펀드를 설립하였다. 최근 중국의 국부펀드는 막대한 자금력을 바탕으로 빠르게 성장하여 국제금융 시장에서 주요 투자자로 활약하고 있다. 중국투자공사(CIC) 외에도 중국의

그림 2-16. 중국의 무역수지와 외환보유액



주: 2013년은 6월 기준.
 자료: CEIC DB(검색일: 2013. 8. 23).

그림 2-17. 중국의 미국 국채 보유금액



주: 2013년은 6월 기준.
 자료: 미국 재무부, Treasury International Capital(TIC) System 웹사이트(검색일: 2013. 8. 23).

국부펀드는 중국 국가외환관리국 투자회사(SAFE Investment Company), 홍콩통화청 투자포트폴리오(Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio), 국가사회보장펀드(National Social Security Fund) 등이 있는데 국부펀드 연구소(SWF Institute)에 따르면, 이들은 세계 국부펀드 중 4~11위에 해당될 만큼 보유자산규모가 크다. 이밖에도 중·아프리카 발전펀드(China-Africa Development Fund)가 있으며, 최근에는 외환보유액의 투자수익을 개선하기 위해 새로운 투자기관 개선을 고려하고 있는 것으로 전해진다.²³⁾ 2013년 7월 현재 중국 국부펀드의 총자산은 약 1조 6,000억 달러에 달하며 이는 전 세계 국부펀드 자산 대비 32% 수준이고 자금출처가 석유·천연가스 등 원자재가 아닌 국부펀드의 자산 대비로는 69% 수준이다.

23) 21세기 경제보도(2013. 8. 16), 재인용. 「중국 6월 미국채 보유량 전달보다 215억 달러 줄어」(2013. 8. 16).

표 2-9. 중국의 국부펀드

순위 ¹⁾	펀드 명	자산규모 (억 달러)	설립 연도	비고
4	중국투자공사 (China Investment Corporation)	5,752	2007	
5	중국 국가외환관리국 투자회사 (SAFE Investment Company)	5,679	1997	
7	홍콩통화청 투자포트폴리오 (Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio)	3,267	1993	홍콩
11	국가사회보장 펀드 (National Social Security Fund)	1,606	2000	
26	중·아프리카 발전펀드 (China·Africa Development Fund)	5	2007	
	총자산	16,354		

주: 1. 세계 60대 국부펀드 중 순위.

* 2013년 7월 기준.

자료: SWF Institute(<http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, 검색일: 2013. 8. 23).

이 중 중국투자공사(CIC)는 중국의 가장 대표적인 국부펀드로, 2007년 9월 설립되었다. 초기 자본금은 외환보유액 2,000억 달러로 중국 재무부의 1조 5,500억 위안 특별 채권 발행 등으로 마련되었으며, 2012년 말 현재 자본준비금(capital reserve) 등과 합해서 5,000억 달러 수준이 되었다. 중국투자공사는 초기에는 채권, 주식 등 해외 금융자산에 주로 투자하였으나, 글로벌 금융위기 이후부터 천연자원, 에너지 산업 등 장기적이고 중국의 경제성장을 뒷받침할 수 있는 분야에 대한 투자를 늘렸다. [표 2-10]의 중국투자공사의 해외투자 포트폴리오를 보면, 채권과 주식에 대한 투자는 2009년 62%에서 2012년 51%로 줄어든 반면 대체투자는 6%에서 45%로 급격하게 증가했다. 이와 관련하여 중국투자공사는 2013년 3월 러시아와 시베리아·극동 지역 개발을 위한 양해각서를 체결하고 인프라, 자원개발 등에 대한 투자확대계획을 발표하는 등 적극적인 투자를

지속하고 있다.²⁴⁾ 한편 해외채권에 대한 투자의 경우 중국투자공사는 약 72%를 국채에 투자하고 있는데 이 중 3/4이 선진국 국채, 1/4이 신흥국 국채이다. 나머지는 투자적격등급의 회사채(25%), 물가연동채권(3%) 등에 투자하고 있다(2012년 기준).

중국투자공사와 함께 중국의 양대 국부펀드인 중국 국가외환관리국 투자회사(SAFE Investment Company)는 미국 국채 등 비교적 안정적 자산에 투자하여 자산을 운용해온 것으로 알려져 있으나 최근 영국 부동산에 대한 공격적인 투자를 늘려가는 등 투자대상을 다변화하고 있는 것으로 보인다. 국가외환관리국 투자회사는 2012년 5월 이후 영국 내 자회사인 Gingko Tree Investment를 통해 하수설비, 오피스빌딩 등 최소 4개 이상의 계약에 16억 달러 이상 투자를 집행하였다.²⁵⁾

표 2-10. 중국투자공사의 해외투자 포트폴리오

(단위: %)

연도	채권 (fixed-income securities)	주식 (public equities)	대체투자 (alternative investments)		현금과 기타 (cash and others)	수익률	
			장기투자 (long-term investments)	절대수익투자 (absolute return investments)		연간	누적 ¹⁾
2008	9,0	3,2	0,4		87,4	-2,1	-2,1
2009	26,0	36,0	6,0		32,0	11,7	4,1
2010	27,0	48,0	21,0		4,0	11,7	6,4
2011	21,0	25,0	31,0	12,0	11,0	-4,3	3,8
2012	19,1	32,0	32,4	12,7	3,8	10,6	5,0

주: 1. 2008년의 누적 수익률은 2007년 9월부터 누적 수익률을 의미
 자료: 중국투자공사(CIC), 연간보고서 각 호.

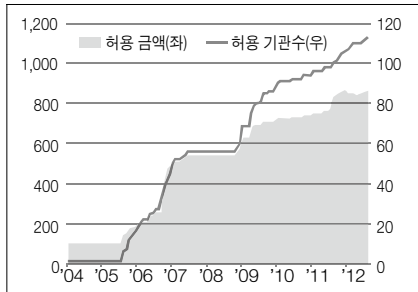
24) 우희성(2013), p. 6.

25) 위의 책, p. 6.

이처럼 중국은 국부펀드라는 형태를 이용하여 국제금융시장에서 활발한 투자를 하고 있다. 민간부문의 해외투자는 적격내국인기관투자자(QDII: Qualified Domestic Institutional Investor)들에 한해 제한적으로 이루어지고 있다. QDII는 2006년 6월 도입된 제도인데, 중국은 기본적으로 내국인의 해외투자를 허용하지 않지만 일정한 자격요건을 갖춘 중국 내국인 기관투자자²⁶⁾에 한해 QDII 자격을 부여해 해외 금융상품에 대한 투자를 허용하기 시작하였다. 중국의 개인투자자들은 QDII가 운용하는 펀드 등에 대해 투자함으로써 간접적으로 해외 금융자산투자에 참여할 수 있다.

그림 2-18. QDII 허용 금액 및 기관 수

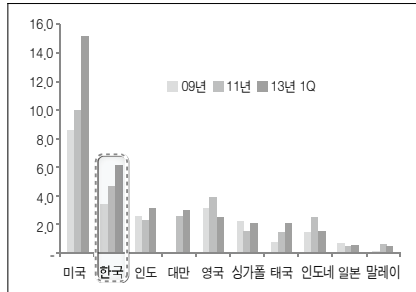
(단위: 억 달러)



자료: CEIC DB(검색일: 2013. 8. 23).

그림 2-19. QDII의 국가별 투자 비중 변화

(단위: %)



자료: WIND DB, 재인용: 이치훈(2013), p. 4.

- 26) 중국 증권관리감독위원회(CSRC 2012)는 QDII 자격요건으로서 다음과 같이 다섯 가지를 제시하고 있다. 첫째, 금융시장에서의 지위가 안정적이고 높은 신용을 가지고 있는 것과 동시에 CSRC에서 제시한 조건에 자산규모와 만기구조를 만족시킬 것. 둘째, CSRC에서 제시한 조건에 맞고 해외투자경험이 있는 인력을 투입할 것. 셋째, 내부 경영 및 통제 시스템이 건전할 것. 넷째, 이전 3년간 관련 법률 위반이나 심각한 내부 감찰 및 수사 사실이 없을 것. 다섯째, 기타 CSRC의 감독에 따라 요구되는 자격을 갖출 것. 첫 번째 요건과 관련하여 펀드운용사의 경우 순자산 2억 위안 이상, 유가증권투자펀드 운용경험 2년 이상, 최근 분기 말 자산관리규모 200억 위안 이상을 요구하고 있다. 증권사의 경우에는 순자본이 8억 위안 이상, 순자산 대비 순자본 비율이 70% 이상, 통합자산관리경험 1년 이상, 자산관리규모 20억 위안이상 등을 요구하고 있다.

QDII를 통한 투자는 홍콩을 비롯하여 한국, 미국, 영국 등 중국 감독당국과 양해각서를 체결한 국가의 채권, 주식 등 금융자산에 대해 이루어지고 있다. QDII의 투자 대상국은 초기에는 주로 홍콩에 집중되어 있었으나, 최근 들어 미국, 한국 및 아시아 신흥국으로의 비중이 확대되고 있다 (그림 2-19 참고).

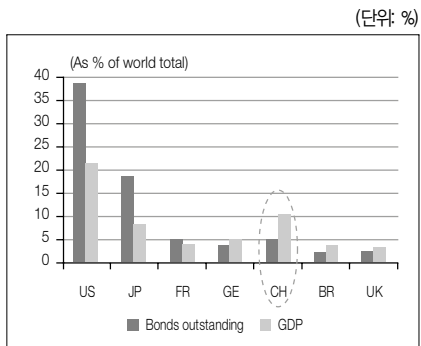
중국은 QDII 제도 도입 이후 금융위기 이전까지 투자 허용기관 수와 금액을 5배 이상 급격하게 증가시켰으나, 글로벌 금융위기 발발로 QDII펀드에 대한 소매투자자의 관심이 크게 위축되자 2009년 말까지 허용기관 수 및 금액을 각각 56개와 507억 달러 수준으로 동결하였다. 이후에는 다시 지속적으로 증가하여 2013년 7월 말 현재 113개 기관에 대해 865억 7,700 달러가 허용되었다. 그러나 이는 중국의 경제규모에 비해 미미한 수준에 그쳐 QDII를 통한 해외 금융자산투자는 중국 가계의 실질적인 투자 다변화 수단으로 활용되지는 못하고 있다. 그러나 중국정부가 QDII 허용 규모를 시가총액의 5%까지 확대한다는 계획을 추진 중이며, 인민은행이 2013년 1월 일정한 자격을 갖춘 개인투자자가 기관을 거치지 않고 직접 해외 금융 자산에 투자할 수 있는 제도(QDII 2)를 시범 실시할 계획임을 발표하는 등 향후 중국투자자의 해외투자 확대는 지속될 것으로 예상된다.

5. 소결 및 시사점

1997년 은행간 시장이 개설되고, 2001년 중국이 WTO에 가입하면서 중국정부는 여러 가지 채권시장 육성정책을 시행하였고 중국 채권시장은

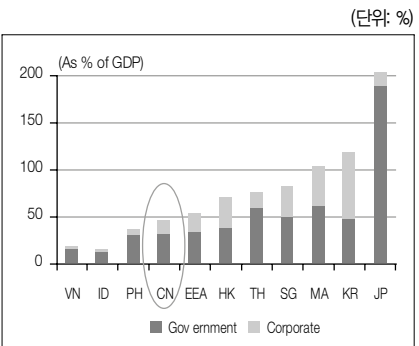
본격적인 성장기에 접어들게 되었다. 이에 따라 중국의 채권시장 규모는 빠르게 확대되었지만 경제규모 등을 고려할 때 아직까지 발전이 더딘 상황이다. 중국이 세계 GDP에서 차지하는 비중은 약 10%인 반면, 세계 채권시장에서 차지하는 비중은 약 5%에 불과하며, GDP 대비 채권시장 규모는 말레이시아나 태국보다 작다(그림 2-20, 2-21 참고). 규모 면에서 뿐만 아니라 채권시장 참가자가 대부분 상업은행이고, 발행 및 거래되는 채권 종류도 국채와 금융채에 집중되어 있는 등 시장구조가 불균형적인 점도 문제점으로 지목되고 있다. 또한 대외개방 수준이 낮아 해외투자자의 접근도 제한적이다.

그림 2-20. 중국 채권과 GDP가 전 세계에서 차지하는 비중



주: 1) US는 미국, JP는 일본, FR은 프랑스, GE는 독일, CH는 중국, BR은 브라질, UK는 영국을 의미.
 2) 중국의 경우 정책은행채는 제외된 수치.
 자료: ADB 통계자료; The World Bank 통계자료, 재인용: HSBC(2012), p. 15.

그림 2-21. 아시아 주요국의 GDP 대비 채권시장 규모



주: VN은 베트남, ID는 인도네시아, PH는 필리핀, CH는 중국, EEA는 동아시아 신흥국, HK는 홍콩, TH는 태국, SG는 싱가포르, MA는 말레이시아, KR는 한국, JP는 일본을 의미.
 자료: ADB 통계자료, 재인용: HSBC(2012), p. 15.

중국정부는 이러한 점을 인지하여 「금융업 발전과 개혁 12차 5개년 계획」을 통해 향후 중국 채권시장의 발전방향을 제시했다. 이와 함께 중국정부가

추진하고 있는 핵심 정책인 위안화 국제화, 자본계정 자유화, 경제성장방식 전환 등을 고려할 때 향후 중국 채권시장은 역외 채권시장의 육성, 역내 채권시장 개방, 회사채 발행 증가 등의 방향으로 발전될 것으로 예상된다. 역내 채권시장 개방의 경우 중국 금융시장의 낮은 발전수준과 자본시장 개방의 부작용을 우려하는 중국 정부당국의 신중한 입장을 감안할 때 완만한 속도로 이루어질 것으로 전망된다.

이처럼 중국의 채권시장이 아직 덜 발달되어 있는 것은 분명하지만 빠르게 성장하고 있으며 절대적인 규모 면에서는 이미 세계적인 수준이므로 중국 채권시장의 변화는 우리나라와 국제 금융시장에 큰 영향을 미칠 수 있다. 뿐만 아니라 중국은 우리나라의 최대 교역대상국이므로 중국의 금융시장 현황을 파악하고 영향력을 진단·전망하는 것이 필수적이다. 이에 따라 제4장에서 중국 채권시장의 변화가 우리나라에 미치는 영향에 대한 실증적 분석을 시도한다.

제3장 중국 외환시장의 변화와 영향

1. 중국 외환제도의 변화
2. 외환 관리제도
3. 중국 외환시장 현황
4. 중국 외환시장의 향후 변화요인
5. 소결 및 시사점



1. 중국 외환제도의 변화

가. 중국 환율제도의 변화

중국의 환율제도 개혁은 위안화 국제화의 한 부분으로 시작되고 있으며, 기본적으로 시장에 기초한 환율시스템을 구축하는 것이 개혁의 목적이다. 개혁의 장애물로는 두 가지가 꼽힌다. 첫 번째는 환율절상에 따라 국내로 유입되는 투기성 자금들이며, 두 번째는 위안화 절상에 따른 중국 수출의 경쟁력 상실을 염려하는 상무부와 같은 정부부처의 반대이다. 그럼에도 불구하고 중국정부는 위안화 절상의 속도를 늦추면서 다른 한편으로는 위안화 국제화를 빠르게 추진하는 양방향(two-way)방식을 추구하고 있는 것으로 보인다.²⁷⁾

표 3-1. 중국 환율제도의 변천(1981년 이후)

기간	제도	관련된 주요 조치들	일일변동폭
1981년 1월~1993년 12월	이중환율제	- 대외, 대내 환율을 차등 적용 - 1980년 이전에는 위안화가 고정되어 있었던 것으로 추정되며, 이중환율제를 도입함으로써 평가절하 단행	
1994년 1월~1997년 12월	관리변동환율제	- 이중환율제 폐지, 환율단일화	±0.3%
1997년 12월~2005년 7월	사실상 고정환율제	- 8.28위안/달러에 고정	-
2005년 7월~2007년 5월	관리변동환율제	- 11개국 통화로 바스켓을 고정 - 3년간 17.5%의 평가절상	±0.3%
2007년 5월~2008년 6월	관리변동환율제	- 일변동 ±0.5%로 확대	±0.5%
2008년 7월~2010년 5월	사실상 고정환율제	- 6.83위안/달러에 고정	-
2010년 6월~2012년 3월	관리변동환율제	- 복수 통화바스켓제도로 복귀	±0.5%
2012년 4월	관리변동환율제	- 일일변동폭 확대	±1%

자료: 조중화 외(2010, p. 37)와 한국은행(2012, p. 271)을 바탕으로 저자 정리.

27) HSBC(2012). p 4.

중국 환율제도의 변화를 살펴보면 중화인민공화국 건국인 1948년 이후로는 단일환율제와 고정환율제를 통한 계획환율제도를 유지하여 왔다. 1973년 브레턴 우즈(Bretton Woods)체제가 붕괴되면서 주요 교역대상국의 중요도와 상대가격을 가중평균하여 계산하는 초보적인 통화바스켓제를 도입하였다. 개혁개방 이전에는 외환이 절대적으로 부족했기 때문에 외환 유출입을 엄격하게 통제할 수 있었지만, 점차 외환수급을 제대로 반영하지 못하는 문제가 발생하기 시작했다. 이에 중국정부는 1981년 이중환율제도를 도입하고 기업간 외환시장인 외환조절센터(Currency Swap Center)를 설립하여 기존의 고정환율 외에 시장수급을 반영한 조정환율을 새롭게 발표하였다. 수출에 편법적인 보조금정책이라는 비난 등으로 1994년 고정환율과 조정환율을 일원화한 관리변동환율제도를 도입하였다. 관리변동환율제도하에서 외환시장 개입을 통해 소폭의 환율변동만 허용하였으며, 결국 1994~97년간 위안화 환율은 4.8%만 절상되었다. 1997년 외환위기 이후 위안화의 환율변동을 더욱 제한하기 시작하면서 사실상 고정환율제도로 변화하였다. 중국은 달러화에 페그된 고정환율제도를 유지하면서 수출증가와 빠른 생산성증가를 통한 높은 경제성장을 이룩하였다. 대내적으로는 대규모 흑자급중에 따른 경기과열위험, 대외적으로는 위안화 저평가 논란, 글로벌 불균형 등에 따른 위안화 절상압력에 직면하였다.

이에 2005년 7월 21일 복수 통화바스켓을 바탕으로 하는 관리변동환율제도로 전환하였다. 이와 함께 달러 대비 위안화 환율이 종전의 8.2765에서 8.1100으로 약 2% 가량 절상되었다. 또한 2005년 9월 23일에는 달러화를 제외한 기타 외환의 은행간 거래에서 일일 허용 변동폭을 상하 1.5%에서 3.0%로 확대시켰다. 또한 각 은행 객장의 달러화 매입, 매도

고시환율 스프레드도 확대시켰다. 이는 은행 고시환율의 매입, 매도 스프레드를 손질하여 기존 환율시스템의 모순을 부분적으로 해소하는 기술적 조치의 성격이 강하다.²⁸⁾ 2005년 11월 24일에는 달러화를 포함한 모든 외환의 은행간 거래에서 시장조성자(market maker)²⁹⁾제도를 도입하고 2006년부터 상대매매방식(장외거래, OTC)³⁰⁾을 추가로 허용하였다. 이로써 시장조성자들의 호가를 통해서 각 금융기관의 판단과 국제외환시장의 동향이 반영될 수 있도록 하였다. 중앙은행인 인민은행의 독점적 환율결정권한이 부분적으로 여러 금융기관에 이양된 조치라고 해석할 수 있다.

중국은 2005년 7월 21일부터 2008년 6월까지의 주요 무역상대국의 통화바스켓을 반영하여 시장수급에 기초한 관리변동환율제도를 운영하였으며 상하이의 은행간 외환시장에서 환율이 결정되었다. 통화바스켓의 구성 통화 및 비중은 정확하게 공개되지 않고 있으나 미달러화, 유로화, 엔화, 싱가포르달러화, 파운드화, 링깃화, 루블화, 호주달러화, 캐나다달러화, 태국바트화, 대만달러화, 홍콩달러화 등 최소 13개의 주요 통화가 포함되어 있는 것으로 알려져 있다. 정확한 비중은 연구에 따라 다르지만, 한가지 확실한 사실은 미 달러화가 큰 비중을 차지하고 있다는 점이다. Morgan Stanley는 중국의 수출입과 FDI 현황을 바탕으로 복수통화바스켓을 추정하였는데, 달러 비중이 약 43% 정도로 가장 크고, 엔화, 유로화, 원화 비중이 각각 18%, 14%, 9%로 추정하였다.³¹⁾ 즉 미달러화, 엔화, 유로화

28) 은중학(2005), p. 5.

29) 이는 은행간 외환시장에서 매입 및 매도 호가를 지속적으로 제시하고 그에 따라 직접 거래하는 주요 금융기관을 의미한다(은중학 2005, p. 6).

30) 이는 은행간 외환거래에서 거래 쌍방이 외환거래의 가격과 수량, 매매조건을 개별적으로 협의해서 계약을 체결하는 방식이다(위의 책, p. 6).

31) Stephen Jen(2005).

주요 3개 통화의 가중치가 75% 수준으로 국제통화기금(IMF)의 특별 인출권(SDR: Special Drawing Rights)통화바스켓과 비율은 다르지만 구성 요소는 비슷하다³²⁾

2010년 6월에는 중국 인민은행이 위안화 환율결정 메커니즘을 진일보 개혁하여 위안화 환율의 유연성을 확대할 것이라고 발표하면서 금융위기 이후 사실상 달러화에 페그되어 있었던 환율제도를 변화시켰다. 이는 새로운 환율제도의 도입이라기보다는 2005년의 관리변동환율제도의 복귀라고 할 수 있다. 중국은 글로벌 금융위기로 인해서 2008년 7월부터 위안화 환율변동폭을 축소하여 사실상 고정환율제로 운용해왔으며 위기 중에도 위안화 가치 안정과 이에 따른 수출안정효과를 누렸지만 대외적으로 위안화 절상압력에 끊임없이 직면해왔다. 이번 조치로 외환시장의 수요·공급과 바스켓 통화가치가 환율결정의 근본적인 역할을 하게 되었으며, 은행간 외환시장의 위안화 환율변동 허용폭도 일변동 $\pm 0.5\%$ 로 유지하게 되었다.

2012년 4월 16일부터 인민은행은 위안화 환율의 일일변동폭을 확대하기로 발표하였다. 은행간 시장에서의 위안화 대미달러 환율의 일중변동폭을 매매기준환율(고시환율) 상하 0.5%에서 1%로 확대하기로 했다. 이는 2007년 5월 이후 5년 만에 이루어진 것이며, 외국환 은행의 대고객 매도·매입 환율 간 스프레드도 종전 매매 기준 환율의 1% 이내에서 2%로 확대하였다. 이러한 위안화 변동폭 확대는 궁극적으로는 자유변동환율제도로 이행하기 위한 사전조치의 성격을 지닌 것으로 평가되며, 중국이 점진적으로 추진하고 있는 외환·금융 자유화와 자본시장 개방이 예상보다 빨리 진행될 수도 있음을 시사한다.

32) 「위안화 국제화를 향한 험난한 여정」(2012. 10. 31).

표 3-2. 중국 외환시장제도 개혁조치 내용

일 시	조 치 내 용
1994. 1	공식환율과 스와프환율을 통합하면서 단일환율제 시행
1996. 12	경상수지 계정에 대해 위안화의 완전태환 허용
2001. 12	WTO 가입과 점진적인 환율제도 조정 약속
2004. 6	국가외환관리국(SAFE)의 위안화 선물거래시장 확대방침 발표
2005. 4	위안화 환율 변동폭 확대
2005. 5	은행간 이종통화 직접거래 확대
2005. 7. 21	달러 페그제 폐지 및 위안화 2% 절상 일일 환율변동폭 상하 0.3%로 제한
2005. 8	상업은행과 일부 외국계 은행에 선물환 거래 허용
2005. 9. 23	은행간 외환거래(달러화 제외)의 일일변동폭 확대(상하 1.5%→3.0%)
2005. 11. 24	모든 외환의 은행간 거래에 시장조성자(market maker)제도 도입
2006. 1. 1	현물환거래 시 경쟁매매방식외 은행간 상대매매방식 추가 허용
2006. 4	중국 금융기관들에 대해 적격국내기관투자자(QDII) 허용
2007. 5	대달러화 환율의 일일변동폭 확대(상하 0.3%→0.5%)
2008. 7	핫머니 도입 차단을 위해 외환관리규정 개정 외환제도 개혁 및 위안화의 태환성 개선을 위한 정책을 담당하는 외환정책국 신설
2008. 8	텐진 빈하이신구에 위안화 역외거래시장 개설 계획 발표
2010. 6	중국 인민은행이 위안화 환율결정 메커니즘을 진일보 개혁하여 위안화 환율의 유연성을 확대할 것이라고 발표
2010. 7	홍콩과 위안화 청산·결제 대상 확대 홍콩에서 보험·펀드 등 위안화표시 금융상품 판매를 허용하는 협정 체결
2010. 8	중국내 말레이시아 통화(링깃, Ringgit) 현물환거래 실시
2012. 4. 16	위안화 대미달러 환율의 일중변동폭 1%로 확대

자료: 오용협 외(2008, p. 130) 및 관련 자료 종합.

나. 위안화 환율 결정방식

중국 위안화 환율 결정방식은 1994년 이후 3차례 변화하였다. 첫 번째 기간인 1994년부터 2005년 7월 21일까지 영업전날 은행간 외환시장의 가중평균 환율을 토대로 영업당일의 위안화-달러 또는 엔화환율을 공표 하였다. 두 번째 기간인 2005년 7월 22일부터 2005년 12월 31일까지 당

일 시장 폐장 후에 공표되는 종가(closing price)를 토대로 영업 다음날의 환율을 결정하였다. 세 번째 기간인 2006년 1월 4일부터는 매일 오전 9시 15분에 위안화-미달러화·유로화·엔화·홍콩달러·파운드화의 환율을 공표하고 있으며, 이를 OTC 방식을 포함한 은행간 현물환 시장의 매매환율 등으로 사용하고 있다.

기준환율(basic rate)이 되는 위안화-달러화는 모든 시장조성자로부터 호가를 받아 최고가와 최저호가를 제외한 가중평균을 토대로 하여 산출한다. 위안화-유로화·엔화·홍콩달러·파운드화의 재정환율은 당일의 위안화-미달러화 은행간 중간매매율과 오전 9시 국제외환시장의 유로화·엔화·홍콩달러·파운드화의 대미달러환율을 기준으로 하여 산출하고 있다. 외국환은행간 매매율의 일 중 변동폭은 위안화-미달러화는 $\pm 0.5\%$, 위안화-유로화·엔화·홍콩달러화·파운드화는 $\pm 3.0\%$ 로 설정되어 있다.³³⁾

2. 외환 관리제도

가. 외환 관리제도의 발전과정

1978년 이전의 중국은 엄격한 외환관리제도를 실시하여 외환수입이 모두 국가로 집중되고 계획에 따라서 분배되었다. 국제수지도 수입을 근거로 한 지출원칙에 따라서 수지균형을 추구하고였다. 이에 따라 해외로부터의 외국인투자도 수용하지 않았고 외채도 전무하였다. 그러나 1978년

33) 国家外汇管理局(국가외환관리국 2009), 제7장 pp. 6~7와 한국은행(2012), p. 268를 참조하여 저자가 재정리함.

개혁개방 이후에는 경제체제개혁의 요구에 따라 외환관리제도에 있어 정부의 역할이 축소되었으며, 시장이 외환을 배분할 수 있는 기초적인 역할을 하도록 변화하였다.

중국의 외환관리제도 발전과정은 1978년 이후로는 3단계로 구분한다. 제1단계(1978~93년)는 경제발전에 따른 수요증가에 맞게 외환 시스템 개혁을 시작하는 시기이다. 정부의 명령에 따라 외환을 매도하고 분배하던 통수통지(統收統支)원칙에서 벗어나 수출기업들이 일정량의 외화를 자유롭게 사용하도록 하였다. 1979년부터 기업의 외화보유제도를 실시하였고, 1980년 12월에 국무원의 「중화인민공화국 외환관리잠정조례(中華人民共和國外匯管理暫行條例)」를 통해 처음으로 기본적인 외환관리법규를 제정하면서 여유외환에 대한 매매도 허용하였다. 1988년 3월부터 매매 환율을 매매 당사자들간에 자율적으로 결정할 수 있게 되었다. 이 시기 동안 외환 시장이 처음으로 발달하기 시작했으며, 외자유입을 촉진하고 수출을 통한 외화획득을 장려하는 등 경제성장에 중요한 역할을 하였다.

제2단계(1994~2000년)는 사회주의 시장경제체제의 외환관리체제를 처음으로 건립하는 시기이다. 1993년 11월에 열린 제14기 3중전회의 결정에 따라 1994년에는 외환유보 및 이중환율제도가 폐지되고 은행외환매매제도가 시작되었다. 1994년 4월에는 상해에서 은행간 외환시장이 개설되면서 전국적으로 통일된 외환시장을 건립하게 되었다. 1996년 1월 「중화인민공화국 외환관리조례(中華人民共和國外匯管理條例)」가 제정되면서 외환관리개혁의 성과가 결실을 맺게 되었고, 1996년 12월에는 위안화 경상계정에 대한 자유태환이 실시되었다. 이 시기 동안 외환공급은 급속하게 증가하고 외환시장도 커져갔지만, 중국의 외환은 여전히 부족한 상

태였다. 그래서 정부는 여전히 수출입 신용장과 실제 수출입 간의 일치여부를 확인하여 수출기업의 외환이 적거나 수입기업의 외환이 과다보유되는 행위를 방지하였다. 기업은 수출입 총액의 15%를, 개인은 500달러까지 외환을 보유할 수 있었으며, 이를 초과할 경우에는 반드시 정부의 허가를 받아야 했다. 아시아 외환위기 기간 동안에는 외부 충격을 최소화하기 위해 자본유출관리를 더욱 강화하였다.

제3단계(2001년 이후)는 세계 경제질서예의 적응 및 개혁기로, 외환관리체제개혁을 심화시키는 기간이다. 2001년 중국의 WTO 가입 이후 중국경제가 급속하게 성장하면서 무역흑자, 외상투자, 국제수지 흑자 등이 큰 폭으로 증가하고 외화보유액도 크게 증가하였다. 이에 경상거래 항목의 한도 관리가 폐지되었고 기업의 자율권을 보장하기 위해 외환리스크 심사제도 등이 철폐되었다. 2002년 12월 적격외국인기관투자자제도(QFII: Qualified Foreign Institutional Investors)가 도입되었다. 환율제도도 변화가 생겼는데, 2005년 7월에 시장수급을 좀 더 원활하게 하기 위하여 통화바스켓 구성을 반영하는 관리변동환율제도로 전환되었다. 2006년 1월 외환시장의 시장조성자(market maker) 제도가 도입되었고 2006년 4월 적격내국인기관투자자제도(QDII: Qualified Domestic Institutional Investors)가 실시되었다. 이 기간 동안 외환 유출입 및 균형에 대한 원칙과 제도가 확립되었고 자본 항목 자유태환도 어느 정도 진전을 보였으며 외환의 무역투자관리가 전보다 간소화되었다. 2008년 8월에는 1996년에 제정된 「중화인민공화국 외환관리조례(中華人民共和國外匯管理條例)」가 개정되면서 경상거래, 자본거래, 국제수지 통계 감독, 외환보유액 관리, 환율 및 외환 시장 등 5개 부문으로 구성된 현재의 외환관리체제의 골격이 완성되었다.³⁴⁾

나. 외환관리법 체계

중국 외환관리기본법의 기본은 「중화인민공화국 외환관리조례(中華人民共和國外匯管理條例, 국무원 제543호)」이다. 1996년 4월 1일 처음으로 시행되었고, 각각 1997년 1월 14일 및 2008년 8월 5일 개정되었다. 총 8장 54조항으로 구성되어 있으며, 제1장은 총칙, 제2장은 경상거래, 제3장은 자본거래, 제4장은 금융기관 외환업무, 제5장은 위안화 환율과 외환시장, 제6장은 감독관리, 제7장은 법률책임, 제8장은 부칙이다.³⁵⁾

기본적인 외환관리조례를 포함해서 2013년 7월 31일 기준으로 총 315여 개의 법령들이 외환제도 관련 법률체제를 구성하고 있다. 종합적인 성격의 법률 37개, 경상항목 27개, 자본항목 105개, 금융기관 69개, 위안화 환율 및 외환 시장 24개, 국제수지 및 외환통계 33개, 외환검사 및 법규 활용 16개, 외환과학기술관리 4개 등으로 구성되어 있다. 각 분야별 주요 외환제도 관련 법률체제는 [표 3-3]과 같다.

종합적인 성격의 법률은 크게 기본법규, 계정관리, 행정심사, 기타 부분으로 나누어져 있다. 기본법규에는 외환관리조례 외에 개인외환관리방법(個人外匯管理辦法, 인민은행, 2006년 제3호), 개인외환관리방법의 실시규칙(個人外匯管理辦法實施細則, 외환관리국, 2007년 제1호) 등이 주요하게 작용하고 있다. 2013년에는 해관 특별관리감독지역에 대한 외환관리방법(海關特殊監管區域外匯管理辦法, 외환관리국 제15호)과 국가외환관리국의 외환자금유입관리 강화와 관련된 문제들에 대한 통지(國家外匯管理局關於加強外匯資金流入管理有關問題的通知, 외환관리국 제20호)

34) 국가외환관리국(2009), 제1장 pp. 1~3와 한국은행(2012), p. 243을 참고하여 재정리함.

35) 한국은행(2012), p. 245.

와 같은 법규들이 발표되었다.

총 105개로 가장 많은 부분을 차지하고 있는 자본항목을 살펴보자. 자본항목 종합 11개, 외상직접투자외환관리 16개, 경외투자외환관리 7개, 경외대출 및 유가증권관리 10개, 증권시장투자외환관리 11개, 외채 및 대외지급보증관리 38개, 개인자본항목외환관리 12개로 구성되어 있다.

표 3-3. 주요 외환관리 관련 법령

구분	명칭	일시	발표기관
종합	중화인민공화국 외환관리조례 (中華人民共和國外匯管理條例)	1996. 1. 29 발표 2008. 8. 1 개정	국무원
	수출대금 영수 심사 관리규정 및 수출가공구 외환관리 잠정방법 (出口加工區外匯管理暫行辦法)	2000. 8. 17	외환관리국
	보험업무 외환관리 잠정규정 (保險業務外匯管理暫行規定)	2002. 9. 24	외환관리국
경상항목	대외무역 유통 경영 자격심사 절차 간소화에 관한 문건 (關於簡化外貿流通經營資格核准程序的函)	2003. 4. 29	외환관리국
	수출입 경영자격 기준과 승인절차 조정에 관한 상무부의 통지 (商務部關於調整進出口經營資格標準和核准程序的通知)	2003. 8. 25	외환관리국
	보험업무 외환관리 운영규정 (保險業務外匯管理操作規程)	2003. 10. 18	외환관리국
	보험회사 외환콜머니(초단기용자) 운영방법 (保險公司外匯同業拆借操作辦法)	2004. 3. 25	외환관리국
	기술 도입 계약서 등기 전용 조항 개시에 관한 상무부 판공청의 통지 (商務部辦公廳關於啟用技術進口合同登記專用章的通知)	2004. 7. 26	외환관리국
	경상항목 외환계정과 국내주민 개인 매입 외환 조작 규정 (經常項目外匯賬戶和境內居民個人購匯操作規程)	2006. 4. 19	외환관리국
	국가외환관리국 자본항목 외환업무 심사비준문건 (國家外匯管理局資本項目外匯業務核准件)	2001. 4. 3	외환관리국
자본항목	개인자산 대외변경 환전 송금 관리 잠정규정 운영지침 (個人財產對外轉移售付匯管理暫行辦法操作指引)	2004. 12. 9	외환관리국
	국내기업 내부구성원 외환자금 집중 운영관리 규정 (境內企業內部成員外匯資金集中運營管理規定)	2009. 10. 15	외환관리국
금융기관	은행이 실행하는 외환관리규정상황내용 및 평가기준 《銀行執行外匯管理規定情況考核內容及評分標準 (2013年)》 의通知 匯綜發[2013]21號	2013	외환관리국

표 3-3. 계속

구분	명칭	일시	발표기관
위안화 환율 및 외환시장	은행간 외환시장 거래환율과 외환지정은행 공시환율 관리 관련 사항에 관한 통지 (银行间外汇市场交易汇价和外汇指定银行挂牌汇价管理有关事项的通知)	2005.7.21	인민은행
	인민폐 환율형성시스템 개혁 완비에 관한 공고 (完善人民币汇率形成机制改革的公告)	2005.7.21	인민은행
	은행간 외환시장 거래환율과 외환지정은행 공시환율 관리의 개선에 관한 통지 (进一步改善银行间外汇市场交易汇价和外汇指定银行挂牌汇价 管理的通知)	2005.9.23	인민은행
	은행간 외환시장 거래환율 및 외환지정은행 공시환율 관리와 관련된 문제에 관한 통지 (银行间外汇市场交易汇价和外汇指定银行挂牌汇价管理有关问 题的通知)	2012.1.5	인민은행
	외환지정은행의 공시환율 일보표 보고 정지에 관한 통지 (外汇指定银行停止报送挂牌汇价日报表的通知)	2012.3.5	외환관리국
	화폐 중개회사 외환거래업무관리 잠정방법 (货币经纪公司外汇经纪业务管理暂行办法)	2008.10.23	외환관리국
	《은행간 외환시장 시장조성지침》에 관한 통지 (印发《银行间外汇市场做市商指引》的通知)	2012.3.5	외환관리국
국제수지 및 외환 통계	국제수지통계의 우수 평가 선정방법 (国际收支统计之星评选办法)	2010.12.13	외환관리국
외환검사 및 법규 활용	국가외환관리국의 외환검사처벌 권한에 관한 관리규정 (国家外汇管理局外汇检查处罚权限管理规定 219号)	2001	외환관리국
외환과학 기술관리	국가외환관리국 정보시스템통계관리방법 (国家外汇管理局信息系统数据管理办法 64号)	2012	외환관리국

자료: 중국 국가외환관리국 홈페이지(<http://www.safe.gov.cn>, 검색일: 2013. 9. 2)를 참고하여 재정리.

외채 및 대외지급보증관리는 가장 많은 38개를 차지하면서 중국정부가 가장 신경을 많이 쓰고 있는 부분으로 보인다. 예를 들어 국내법인 대외 지급보증관리규정(境内机构对外担保管理办法, 인민은행 제3호)은 1996년 8월 인민은행이 제정했으며, 대외지급보증 관리, 지급보증인 자격, 심사절차 등에 대해서 규정하고 있다.

다. 외환관리기관

중국의 외환관리정책은 중앙은행인 중국 인민은행(The People's Bank of China)이 인민은행법 제4조에 의거하여 외환정책을 주관하고 있다. 인민은행은 외환보유액 운용업무도 총괄하고 있으며 금융기관의 외환 관련 인허가, 금융기관 외환자산의 건전성 및 리스크 관리업무 등을 수행하고 있다. 다만 환율제도 변경 등 중요 사항은 국무원의 승인을 받아서 결정, 집행하고 있으며 기타 정책사항은 국무원에 사후 보고하고 있다.

구체적인 외환정책과 관련된 세부 업무는 국무원 직속조직인 국가외환관리국(SAFE: State Administration of Foreign Exchange)이 담당하며, 인민은행의 지휘통솔을 받고 있다. 외환관리국 집행간부는 현재 국가외환관리국장 1인과 부국장 4인으로 구성되어 있으며 인민은행 부총재가 통상 외환관리국장을 겸임하고 있다. 외환관리국 조직은 본부의 총무국, 국제수지국, 경상계정관리국, 자본계정관리국, 관리검사국, 외환보유액관리국, 인사국, 전산국, 당위원회의 9개 부서와 36여 개의 지방조직으로 구성되어 있다. 외환관리국의 주요 업무는 경상계정의 외환수급에 대한 진위성 및 합법성 검사, 자본계정의 외환관리 및 자유태환에 대한 연구, 국제수지와 대외채권 채무에 대한 감시 및 통계편제, 외환시장 육성과 외환매매업무 감독, 위안화 환율정책에 대한 건의, 외환 관련 기타 감독 및 위법행위 처벌, 외환보유액 관리 등이다. 이밖에 인민은행의 부속기관인 외환거래센터(CFETS: China Foreign Exchange Trade System)는 외환거래, 금융기관 간 위안화 콜거래 및 금융기관간 채권거래시스템 운영, 자금청산, 외환시장과 금융시장 관련 정보제공 및 인민은행이 허가한 기타 업무를 수행하고 있다.³⁶⁾

3. 중국 외환시장 현황

가. 중국 외환시장 구조

1) 외환상품 종류

중국 은행간 외환시장은 위안화·외화 간 시장과 외화간 시장, 외화 단 기 대부시장으로 구분한다. 위안화·외화 간 시장은 다시 현물환시장, 선물환시장, 스와프시장, 통화스와프시장, 선물옵션시장으로 구분한다. 이외에 외화간 시장과 외화 콜시장으로 구분된다.

표 3-4. 중국의 외환시장 분류

구분	거래상품	주요 특징
위안화·외화 현물환시장	USD/CNY, HKD/CNY, JPY/CNY, EUR/CNY, GBP/CNY, AUD/CNY, CAD/CNY, CNY/MYR, CNY/RUB, CNY/THB (10종)	- 거래 양측이 정한 통화, 금액, 환율에 따라 거래 성립일 이후 두 번째 영업일 또는 두 번째 영업일 이내에 결제를 마치는 위안화 외화 거래임.
위안화·외화 선물환시장	USD/CNY, HKD/CNY, JPY/CNY, EUR/CNY, GBP/CNY, AUD/CNY, CAD/CNY (7종)	- 거래당사자들이 정한 통화, 금액, 환율에 따라 약속한 기간(거래 성립일 이후 두 번째 영업일 이상)에 결제를 마친 위안화 외화 거래임.
위안화·외화 스와프	USD/CNY, HKD/CNY, JPY/CNY, EUR/CNY, GBP/CNY, AUD/CNY, CAD/CNY (7종)	- 양측이 정한 서로 다른 결제일에 두 차례 역교환하는 형태의 외화 환전임. - 먼저 화폐교환에서 거래 일방이 약정환율에 따라 상대측 위안화로 교환함. 그 다음 화폐교환 시 위안화로 상대측이 약정한 환율에 따라 같은 종류의 화폐와 수량의 외화로 바꿈.

36) 한국은행(2012), pp. 247~250에서 재정리.

표 3-4. 계속

구분	거래상품	주요 특징
위안화·외화 통화스와프	USD/CNY, HKD/CNY, JPY/CNY, EUR/CNY, GBP/CNY(5종)	<ul style="list-style-type: none"> - 약정기간 내에 정해진 수량의 위안화와 외화를 교환하는 것임. - 또한 두 종류의 화폐이자를 정기적으로 교환함. 원금교환방식은 다음과 같음. (1) 협의 효력 발생일에 양측이 약정환율에 따라 위안화와 외화 원금을 교환하고, 만기일에 같은 환율과 금액으로 원금의 역교환을 진행함. (2) 협의 효력 발생일과 만기일 모두 위안화와 외화 원금을 실제로 교환하지 않음. (3) 주관부서가 규정한 기타 형식. 이자 교환은 거래 쌍방이 정기적으로 상대방에 화폐교환 계산의 이자금액을 지급함. 양측은 고정이율 또는 변동이율로 이자를 계산함.
위안화·외화 선물옵션	USD/CNY, HKD/CNY, JPY/CNY, EUR/CNY, GBP/CNY(5종)	<ul style="list-style-type: none"> - 위안화 외화 선물옵션은 향후 거래일에 약정환율로 매매한 일정 수량의 외화자산의 권리를 의미함. - 선물옵션 구매 측은 옵션비 지급방식으로 권리를 가짐. - 선물옵션 판매 측은 선물옵션비를 받고, 구매 측이 선택권리를 행사할 때 의무를 이행하며, 보통 유러피안 옵션을 선택함. - 선물옵션거래의 통화, 금액, 기한, 정가 매개변수(등락률, 실행가격, 현물가격/선물환율, 외화금리 등), 거래가격(선물옵션비)과 결산처리 등은 거래 쌍방이 협상함.
외화간 시장	EUR/USD, AUD/USD, GBP/USD, USD/CHF, USD/HKD, USD/CAD, USD/JPY, EUR/JPY, USD/SGD(9종)	<ul style="list-style-type: none"> - 외화간 거래는 거래센터를 통해 진행된 것과 관련이 없는 위안화의 외화 간 거래임.
외화 콜시장	USD, EUR, HKD, JPY, GBP(5종)	<ul style="list-style-type: none"> - 2002년 6월 1일부터 외화 단기대부 중개서비스를 시행함. - 거래센터는 위탁중개상으로서 단기대부 회원을 도와 가장 적당한 입찰가격과 거래대상을 찾고 거래 성사를 촉진함.

자료: 중국 국가외환관리국 홈페이지(<http://www.safe.gov.cn>, 검색일: 2013. 9. 2)를 참고하여 재정리.

위안화·외화 현물환시장의 거래상품은 총 10종이다. 일일 환율변동폭은 미달러화 1%, 홍콩달러화, 엔화, 유로화, 파운드화, 캐나다달러화, 호주달러화 3%, 링깃화, 루블화는 5%, 바트화는 10%로 제한하고 있다. 거래방식은 가격, 시간 우선원칙에 따라 거래계약이 자동체결되는 경쟁매매방식과 쌍방이 거래조건을 협의하여 거래계약을 체결하는 상대매매방식이 있다. 위안화·외화 선물환시장은 총 7종의 상품이 거래되며 거래방식은

상대매매방식이다. 기간은 1일, 1주일, 2주일, 3주일, 1개월, 2개월, 3개월, 1년, 2년, 3년 등 다양한 기간의 상품들이 있다. 위안화·외화 스와프 시장은 7종의 상품이 거래되고 있으며, 양측이 정한 서로 다른 결제일에 두 차례 역교환하는 형태의 외화환전을 의미한다. 위안화·외화 통화스와프는 5종의 상품이 있으며, 약정기간 내에 정해진 수량의 위안화와 외화를 교환하고 두 종류의 화폐이자를 정기적으로 교환한다. 위안화·외화 선물옵션시장은 5종의 상품을 취급하며, 향후 거래일에 약정환율로 매매한 일정 수량의 외화자산의 권리를 의미한다. 외환간 시장은 9종의 상품으로 구성되어 있으며, 외화 콜시장은 외국환은행간 단기 외화자금 조정 역할을 위해서 2002년 6월 개설되었다.

2) 외환거래시스템

2007년 4월 중국외환거래센터는 차세대 외환거래시스템을 공식적으로 도입했다. 이 시스템은 은행간 위안화·외환 시장을 포함한 다양한 외환 상품과 거래방식을 지원하고, 시장주체의 외환거래 수요를 충족시킨다. 2009년 외환거래시스템은 본래의 시스템을 바탕으로 업그레이드되었고, 시스템 기능의 다양화와 사용자 인터페이스 모두 대폭 개선되었으며, 사용자 중심의 서비스를 구현했다.

또한 통화스와프를 위해 가격조회형식의 거래를 제공하고, USD/CNY, EUR/CNY, JPY/CNY, HKD/CNY, GBP/CNY 5개 화폐간의 거래를 지원한다. 고정금리 1년/3개월 달러 리보(LIBOR)금리, 3개월 상하이 은행간 단기금리(SHIBOR)/3개월 달러 리보(LIBOR)금리, 7일 환매금리/3개월 달러 리보(LIBOR)금리의 세 종류 표준형식의 오피를 지원한다. 각종 신

규 거래방식이 추가되었는데, 경쟁가격과 가격조회 형식이 거래방식에서 진일보 개선되었다. 무엇보다도 거래 참여자 중심으로 개선되었으며, 기능적인 측면의 개선과 동시에 거래 참여자 중심의 시스템으로 진일보한 서비스를 제공한다.

3) CSTP 서비스

CSTP(CFETS Straight Through Process)는 거래센터가 외환시장에 제공하는 외화송금처리 인터페이스 서비스이다. 거래 참여자는 표준 인터페이스를 통해 본 측의 거래데이터를 거래센터 서버로부터 직접 받는다. 수요에 따라 데이터의 처리와 입력을 진행하며, 거래데이터 실시간 수신 및 기록 조회 등의 기본적인 기능을 포함하고 있다.

CSTP의 기본업무 흐름은 거래 참여자가 자동 오픈 거래절차 또는 거래 단말을 통해 거래를 성사시킨 후, 거래데이터는 거래센터 CSTP 서버에 자동 등록될 수 있다. 거래센터는 거래 참여자 측의 거래데이터를 거래 참여자의 CSTP 응용시스템으로 발송한다. 현재 CSTP는 거래센터 외환거래시스템이 취급하고 있는 외환 현물환시장 거래, 외환 선물환시장 거래, 외환 차액결제 선물환, 외환 스와프거래, 통화 스와프거래, 외환 옵션 거래 등의 모든 상품을 지원할 수 있다.

CSTP의 특징은 즉시성, 정확성, 안전성, 표준성, 개방성과 확장가능성이다. 일단 거래가 성사되면 CSTP는 자동적이며 실시간으로 거래데이터를 거래 참여자에게 발송한다. CSTP가 발송한 거래데이터는 거래센터의 데이터베이스에서 직접 얻을 수 있고, 거래데이터의 정확성이 보장된다. CSTP는 무엇보다도 안정성을 중시하는데, 완벽하고 객관적인 신분 확인과

제3자의 디지털 증명서 검증시스템을 갖추고 있다. 이는 정보복구시스템, 신분위조방지시스템과 연결되어 전송과정 중의 안전을 보장한다. 또한 각종 국제 암호화 알고리즘을 지원하고, 정보의 유연성 있는 정의를 가능하게 한다. 업계에서 통용되는 FIX 협의 기초에서 발전한 IMIX 협의 표준을 도입하여 필드/문자열 정의가 정확하고, 개발이 간단하며, 사용이 편리하고, 운영 및 유지 비용이 저렴하다. CSTP의 핵심은 각종 금융상품을 지원할 수 있으며, 향후 더 많은 기타 파생상품을 지원할 전망이다.

나. 중국 외환시장 현황

1) 외환시장 동향

위안화·외화 현물환시장의 거래규모는 2010년 3조 500억 달러에서 2011년 3조 5,500억 달러로 증가하였다가 2012년 조금 감소하였다. 참가기관이 증가하면서 거래규모도 크게 증가하고 있다. 위안화·외화 선물환시장의 경우 거래규모가 2011년 2,146억 달러를 기록하였다가 2012년 866억 달러로 감소하였다. 외환스와프시장의 거래규모는 2011년 1조 7,700억 달러에서 2012년 2조 5,000억 달러로 크게 증가하였다. 외환옵션시장은 2011년 4월 1일 거래가 시작되면서 거래규모가 2012년 33억 달러를 기록하고 있다.

외화간 시장의 거래규모는 2011년 856.7억 달러를 기록하고 있으며, 미달러화/홍콩달러화와 유로화/미달러화 거래가 전체의 대부분을 차지하고 있다.

표 3-5. 은행간 외환시장 거래규모 추이

(단위: 억 달러)

	2008년	2009년	2010년	2011년	2012년
외환현물환	*	*	3,05만	3,55만	3,4만
외환선물환	173.7	97.67	326.7	2146	866
외환스와프	4,403	8,018	12,834.6	1,77만	2,5만
외환옵션	-	-	-	10.1	33

주: 외환옵션은 2011년 4월 1일 거래 개시.

자료: 중국 국가외환관리국(<http://www.safe.gov.cn>, 검색일 : 2013. 10. 29).

표 3-6. (은행간) 외화거래시장 거래규모

(단위: 억 달러)

	2008년	2009년	2010년	2011년
EUR/USD	243.2	98.77	123.3	321.3
AUD/USD	4.91	8.88	24.23	86.4
GBP/USD	31.94	29.3	27.4	25.6
USD/JPY	75.96	23.4	33.49	23.0
USD/CAD	15.14	11.74	4.08	2.5
USD/CHF	4.24	3.46	2.85	9.9
USD/HKD	238.24	168.94	281.31	381.4
EUR/JPY	6.79	3.38	0.76	1.3
USD/SGD	-	-	4.9	5.3
합 계	620.42	347.87	502.3	856.7

주: 거래량은 미달러 기준으로 환산됨.

자료: 중국 국가외환관리국(<http://www.safe.gov.cn>, 검색일 : 2013. 10. 29).

4. 중국 외환시장의 향후 변화요인

가. 위안화 국제화

중국의 외환제도 개혁은 위안화 국제화의 한 부분으로 실행되고 있다. 중국이 위안화 국제화를 추진하는 대외적인 목적은 국제금융시장에서 중국

경제의 규모에 맞는 영향력을 행사하려는 데에 있다. 대내적인 목적은 중국이 추진하고 있는 금융개혁과 관련이 있다. 먼저 중국정부가 추진하고 있는 내수 중심으로의 성장방식 전환을 생각해보자. 위안화 국제화는 위안화에 대한 국제수요 확대를 가져오고 이는 결국 위안화 절상을 가져온다. 이를 통해서 무역수지 균형과 중국 국민의 구매력 상승효과를 이끈다. 이러한 위안화 절상을 위해서는 먼저 외환제도의 개혁이 필요할 것으로 보인다.

향후 외환환율제도 개혁은 위안화 국제화를 위해 해외자금유입은 좀 더 제한하고 위안화 유출은 해외투자를 통한 확대에 중점을 둘 것으로 보인다. 상하이 자유무역지대 설립은 국제금융중심지 역할을 강조함으로써, 위안화가 시장의 수요와 공급에 따라서 좀 더 유동적으로 움직일 수 있게 하려는 것으로 보인다.

인민은행이 2012년 4월 16일 실시한 환율의 일일변동폭을 0.5%에서 1%로 확대한 조치는 이러한 면에서 성공적으로 보인다. 시장의 수요와 공급에 따라서 환율이 변동되면서 무역수지 균형에 가까워지고 있는 것으로 해석된다. 무엇보다도 중국정부가 현재 계획하고 있는 자본항목의 자유태환, 금리자유화 등과 같은 금융개혁들을 더욱 강력하게 실행하겠다는 신호를 주고 있음이 명확하다. 그러나 환율변동폭 확대는 통화리스크가 더 확대될 가능성이 있음을 의미하기 때문에 중국 정부는 현재 신중하게 개혁을 진행하고 있는 것으로 보인다.

그러나 2013년 8월 말 기준으로 세계 전체 외환거래에서 위안화가 차지하는 비중은 1.49%, 세계 전체 결제에서 차지하는 위안화 결제 비중은 0.84%에 불과하여 위안화의 영향력은 아직 미미한 실정이다.³⁷⁾ 한편

IMF(2011)의 주요 통화에 대한 국제화 정도 평가에서도 위안화는 총 8가지 지표중에서 외환보유통화 사용도, 자본·무역결제 사용도, 외환시장 거래사용도, 자본계정 개방도 측면 등에 4가지 지표에서 국제화 정도가 미흡한 것으로 분석되었다.³⁸⁾

나. 자본계정의 자유태환

1) 자본계정의 자유태환 배경

중국 외환제도의 개혁은 위안화의 전면적인 자유태환을 목표로 하고 있으며, 이를 위해서 환율의 시장화와 자유화를 구체적으로 제시하고 있다. 위안화 자유태환에는 경상거래에서의 자유태환과 자본거래에서의 자유태환을 모두 포함하고 있다. 경상거래의 자유태환은 국제 경상거래와 관련된 지급과 이전에 대해 외국환거래 측면에서의 모든 제한이 없는 상태이다. 즉 외환취급은행과 외환관리당국에 대외무역 관련 증명서를 제출하면, 경상거래의 대가를 제한 없이 지급할 수 있는 상황을 의미한다. 자본거래의 자유태환은 국경간 자본투자에서 관련 자금의 지급과 이전에 제한이 없는 상태이다. 즉 자본의 국경간 이동에 대해 직접적이거나 간접적인 제한이 없는 상태를 의미한다. 중국은 우선 경상거래에서의 위안화 자유태환을 실현하고 자본거래에 대한 규제를 점차 완화시켜 최종적으로 안전한 자유태환을 실현하는 것으로 목표로 하고 있다.

이러한 자유태환을 실현시키기 위한 조건으로는 적정한 환율수준, 충분한

37) SWIFT(2013), p. 1.

38) IMF(2011), p. 14.

국제청산능력, 건전한 재정통화정책과 안정적 거시경제환경 등을 들 수 있다. 중국은 이러한 조건들을 만족시키기 위해 노력하고 있으며, 향후 점진적인 개혁을 지속할 것으로 보인다. 현 단계에서 중국정부는 환율 제도 및 자유화를 위한 점진적 개혁 및 외환시장 육성, QFII와 QDII 제도 활성화, FDI 관련 외환관리 완화, 위안화 무역결제의 자유태환 등을 추진하고 있다.

2) 자본시장 개방

현재 중국정부는 자본계정 태환을 엄격히 통제하면서 자본시장에 대해서는 부분적·제한적 개방만을 허용하고 있다. 중국은 IMF의 분류에 따른 자본계정 40개 항목 중에서 4개 항목에 대해서는 태환을 불허하고 있으나 22개 분야에서는 엄격한 통제하에 부분적인 태환을 허용하고 있다. 또한 14개 자본계정에 대해서도 기본적인 태환이 이루어지고 있으나, 완전태환이 이루어지고 있는 자본계정은 전혀 없는 상태이다.

표 3-7. 중국의 자본계정 자유화 현황

	태환불허	부분태환	기본적 태환	완전태환	합계
자본시장 및 단기금융시장 상품거래	2	10	4		16
파생상품거래	2	2			4
신용거래		1	5		6
직접투자		1	1		2
직접투자 청산			1		1
부동산거래		2	1		3
개인 자본거래		6	2		8
합계	4	22	14	0	40

주: '부분태환'은 자본계정거래에 엄격한 통제와 제한이 있고, '기본적 태환'은 자본거래에 느슨한 통제가 있음을 의미한다.
 자료: Qu Hongbin *et al.*(2013), p. 7.

중국 인민은행은 2000년과 2012년 자본시장 개방에 관한 일정을 각각 발표한 바 있다. 2000년에 발표한 자본거래 자유화 일정에서 중국인민은행은 중국의 현실과 기타 개발도상국의 경험에서 비추어볼 때 자본거래 자유화는 장기자본거래를 먼저 개방한 후에 단기자본거래를 점진적으로 개방해야 한다고 주장하고 있다. 이는 직접투자와 무역금융 등을 포함한 장기자본거래는 실물거래 비율이 높아 단기자본거래에 비해서 안정성이 보장되기 때문이다. 또한 아시아 금융위기에서 나타난 바와 같이 단기자본거래의 유동성 문제는 경제에 미치는 영향이 크기 때문에 신중할 필요가 있다는 지적이다. 전체적으로 중국 금융기관의 경쟁력을 제고시키고 위안화의 국제통화로서의 지위와 역할을 강화시킨 후에 위안화의 자본거래 자유화 조치를 확대한다는 내용이었다.

중국은행은 2012년 2월 28일 자본시장 개방의 기본적인 여건이 성숙했다는 판단아래 3단계 개방방안을 제시하였다. 즉 단기적으로 외국인과 중국인의 직접투자 및 해외투자자에 대한 규제를 완화하고, 중기적으로 은행의 업무상 규제완화, 외환자유화 등을 진행하며, 10년 내에 부동산과 주식, 채권 등 금융시장에 대한 본격적인 개방을 예정하고 있다.

현재 중국이 자본자유화를 통한 위안화 통용 확대 등의 편익을 잘 알고 있으면서도 자본자유화를 서두르지 않는 이유는 그에 따른 금융불안과 금융위기의 촉발 가능성을 우려하기 때문이다. 그러나 자본시장 자유화의 제약에도 불구하고 금융위기 이후 위안화 국제화를 위한 자본시장 자유화 조치들이 잇따라 발표되고 있다. 2012년 6월 중국 증권감독관리위원회(CSRC)는 적격외국인기관투자자(QFII)의 규제완화방안을 각계의 의견수렴을 거쳐 확정하였다. 이러한 QFII 제도는 자본자유화의 과도기적

표 3-8. 중국의 자본시장 개방일정

2000년에 제시된 개방일정		2012년에 제시된 개방일정	
시 기	내 용	시 기	내 용
2000 ~05년	자본거래 자유화 원칙과 구체적인 절차 연구	단기 (1~2년)	직접투자부문 개방 - 외국인의 직접투자자 내국인의 해외투자 규제 완화
2005 ~10년	국내 거주자의 대외항목거래와 장기 자본거래 자유화 조치를 점진적으로 실시	중기 (3~5년)	간접투자부문 개방 - 은행의 해외자금조달 또는 해외신용대출, 무역금융 등 규제 완화 - 외환자유화 등 추진
2010 ~15년	실물거래 및 실물거래와 간접적인 관련이 있는 자본거래 자유화 조치 실시		
2015년 이후	단기자본과 비거주자 국내항목거래의 자유화를 점진적으로 확대	장기 (6~10년)	부동산, 주식, 채권 등 금융시장 개방 양적 규제에서 질적 규제로 이전
2020년 전후	전면적인 위안화 자본거래 자유화 실현		

자료: 『중국의 자본거래 자유화 전망』(2000, p. 2)과 CSF 中國人民銀行調查統計司(2012, pp. 10~11)을 참고하여 저자 재정리.

단계이며, 중국정부의 연이은 QFII 투자확대조치는 자본시장개방확대 필요성을 반영한 것으로 평가되고 있다.

표 3-9. 최근 중국의 자본시장 자유화 조치들

주요 사건	
2010년 8월	- QFI(해외중앙은행, 국경간 결제은행, RMB 청산은행)의 중국 은행간 채권시장에 투자 허용
2011년 10월	- 상무부와 인민은행이 위안화 FDI(RFDI) 허용 발표
2011년 12월	- 위안화 QFI(RQFI) 제도 시행 - 바오철강의 해외 직접채권 발행 허용
2012년 3월	- 중국 국내기업에게 RMB ODI 허용
2012년 4월	- RQFI와 QFI 쿼터액 증책 - HuiXianO1 홍콩에 최초의 해외 RMB IPO 실시
2012년 5월	- 국가발전개혁위원회(NDRC) 국내 비외국인 해외채권발행 제도 시행 - 자본계정의 개방 심화, 환율과 금리 개혁
2012년 6월	- CSRC가 QFI의 개방폭을 확대할 것을 제안하고 투자범위를 은행간 시장으로 확대

자료: HSBC(2013, p. 3), SWIFT(2012, p. 3)를 참고하여 저자 재구성.

다. 상하이 자유무역시범구

2013년 9월 29일 정식 출범한 상하이 자유무역시범구(Pilot Free Trade Zone)는 경제발전방식의 전환을 실험하는 시험대 역할을 할 것으로 보인다. ‘시범(Pilot)’이라는 명칭을 추가함으로써 다양한 개혁·개방 조치를 실험적으로 시도해보려는 것이다. 만약 개혁이 소기의 성과를 거두지 못할 경우에도 실험이었음을 강조하여 대내외 정치, 외교적 리스크를 최소화하기 위한 방편으로 풀이되고 있다.

환율제도 개혁과 관련된 조치는 금융분야의 개혁·개방 조치와 관련이 있다. 주로 무역·투자 편의를 위한 금융제도 개혁을 추진할 것으로 보이며, 이에 따라 위안화 자본계정의 자유태환, 금리자유화, 위안화의 경외 사용을 시범 시행하고, 국제적인 외환관리개혁을 추진할 것으로 보인다. 또한 금융서비스 기능 강화를 위해 중국의 민간자본 및 외자금융기구에 금융서비스업을 전면 개방할 것으로 보인다. 상업은행으로 제한되어 있던 은행 설립자격을 외자금융기구로 확대하여 외자(독자)은행 설립을 허용할 계획이다. 또한 외자금융기구와 중국 민간자본과의 합자은행 설립을 허용하고 중국계 은행의 역외(offshore)업무를 허용할 것으로 보인다. 점진적으로 외국기업의 상품 선물거래 참여도 허용할 것으로 보인다.

상하이는 2020년까지 국제금융을 포함한 경제, 물류, 무역허브 등 4대 국제허브를 구축할 계획이다. 이에 따라 상하이는 향후 위안화의 역외금융 센터로 성장할 가능성이 더욱 커졌다. 중국정부는 2015년까지 상하이 시를 위안화 관련 상품의 혁신, 거래, 가격결정, 결제를 망라한 국제교역센터로 육성할 계획이다. 현재는 역외 위안화 예금총액 1조 위안 중 7,000억 위안이 홍콩에 예금되어 있어서 홍콩이 위안화 역외센터로서 독보적인

지위를 확보하고 있지만, 상하이 시범구 조성과 중국정부의 후원을 바탕으로 상하이의 위안화 역외업무도 급증할 전망이다. 그러나 자본계정의 자유로운 이동을 보장하면서 국내로의 유입을 막는 ‘방화벽’에 대한 구체적인 조치가 발표되지 않아서, 향후 세부 규칙들의 발표를 기다려야 할 것이다.

라. 18기 3중전회에서 금융개혁

18기 3중전회에서 금융개혁과 관련된 조치들은 예상보다 적었고, 과거 14기 3중전회, 16기 3중전회와 비교하여도 구체적인 조치들이 적은 편이었다. 따라서 이후의 후속조치들을 검토해서 금융개혁의 진행상황을 판단해야 하지만 자본계정 개방은 신중하게 이뤄질 것으로 전망된다. 18기 3중전회의 결정은 국경간 자본이동과 금융거래의 대환성을 점진적으로 개선하겠다고 밝히고 있으며, 신중한 관리 틀 속에서 외채 및 자본흐름 관리시스템을 구축할 것이라고 발표했다. 이렇게 신중한 언급을 하고 있는 것은 자본계정 개방이 전체 경제개혁의 궁극적인 단계이기 때문인 것으로 보인다. 즉 자유로운 자본의 이동, 금리 및 환율의 시장화는 이른바 ‘불가능한 삼위일체(impossible trinity)’의 구성요소로, 정부가 어떤 두 부문의 통제를 완화한다면 궁극적으로 모든 금융시스템에 대한 통제를 완화해야 함을 의미한다. 이는 정부의 거시조절능력과 경제운용의 영향력이 완전히 자유주의 국가 수준으로 떨어져야 한다는 것을 의미하는데, 과연 중국정부가 단시일 내에 그것을 감내할 수 있을지는 모험으로 생각된다. 현재 자본계정의 개방에 대해서는 당 내부에서도 많은 논쟁이 있을 것으로 알려져 있다. 결국 금융시장시스템 완비는 금융제도, 금융기관, 상품의 시장화를 전제로 하며, 금리자유화

와 환율개혁을 동시에 심화하면서 다양한 금융시장 건립을 목적으로 하는 것으로 해석된다.

표 3-10. 역대 3중전회 금융개혁분야의 내용 개요

	14기 3중전회	16기 3중전회	18기 3중전회
연도	1993년	2003년	2013년
문건	「사회주의 시장경제체제 건립에 관한 중공중앙의 약간 문제에 관한 결정」	「사회주의 시장경제체제 개선에 관한 결정」	「전면심화개혁 관련 중요 문제에 대한 결정」
공보 내용	현대기업제도 확립, 시장시스템, 금융, 재정, 계획, 투자, 대외무역 등과 관련한 중점 분야 개혁 실시	금융기업 개혁 심화, 금융 통제 시스템 완비, 금융 관리감독체계 개선	금융시장 시스템 완비
주요 결정 상세 내용	<ul style="list-style-type: none"> - 은행 중심의 금융시장 발전 - 채권, 주식 금융을 적극적으로 안정적으로 발전시킴 - 채권 발행기구와 채권 신용평가등급제도를 확립하고, 채권시장의 건전한 발전을 촉진함 - 주식 발행과 상장을 제도화하고, 규모를 점진적으로 확대 - 중국 인민은행은 중앙은행으로서 국무원 지도하에 통화정책을 독립적으로 시행 - 은행업과 증권업을 분리하여 관리하고 통화정책위원회를 조직 - 중앙은행은 자금공급상황에 따라 기준금리를 즉시 조절하고 상업은행 예대금리를 규정된 범위 내에서 자유롭게 변동할 수 있도록 허가함. - 외환관리시스템을 개혁 - 위안화의 점진적인 화폐개혁을 시도 - 정책성은행을 건립하고, 정책성 업무와 상업성 업무를 분리하여 실행 - 국가개발은행과 수출입 신용대출은행을 조직하고, 상업성 은행을 발전 - 농촌합작은행과 도시합작은행을 점진적으로 조직함. - 상업은행은 자산부채비를 관리와 리스크 관리를 실시 	<ul style="list-style-type: none"> - 채권시장을 적극 확대하고 발행질서를 제도화하며, 회사채권 발행규모를 확대 - 조건을 갖춘 국유상업은행을 선택하여 주식제개혁을 시행하고, 불량자산을 신속히 처리 - 정책성 은행개혁을 심화 - 금융자산 관리기업의 운영 체제를 완비 - 사회자금 참여 중소형 금융기구의 조직 편성을 독려 - 농촌 금융서비스체계를 도입 - 금리시장화를 점차 추진하고, 시장의 수요공급에 따른 금리 형성시스템을 마련 - 위안화 환율 형성 시스템 개선 - 위안화 환율을 합리적인 수준에서 안정기조를 유지 - 국제자본거래에 대한 규제를 완화하고, 자본태환을 점차 실현 - 금융운용과 금융시장 전체의 안전을 도모하고 시스템의 리스크를 방지 - 법에 의한 금융시장의 공개적이고 공평한 경쟁을 확립 - 법에 근거한 시장퇴출제도를 엄격히 실행 - 금융관리감독 수준을 향상 	<ul style="list-style-type: none"> - 금융시장체계 완비 - 금융산업 대내외 개방 확대: 민간자본 중소형 은행 설립 허용 - 정책금융 조직개혁 추진 - 주식 발행등록제도 개혁 추진 - 채권시장 개발, 직접금융 비중 제고 - 보험 보상시스템 완비, 재난 보험제도 구축 - 위안화 환율시장화 시스템 완비, 금리시장화 가속화, 시장수요공급을 반영하는 국제 수익률 곡선 구축 - 국경간 자본이동과 금융거래의 태환성 점진적 개선, 신중환 관리 틀 속에서의 외채 및 자본흐름 관리시스템 구축 - 위안화 자본계정 태환 가속화 - 예금보험제도 건립, 금융기구의 퇴출기제 마련

자료: 중신증권(中信証券, 2013a, p. 1)를 참고하여 저자 작성.

5. 소결 및 시사점

3장에서는 중국 외환시장의 변화와 영향에 대해서 알아보았다. 먼저 중국의 환율제도 변화는 중국의 개혁·개방 정책과 함께 변화하여 왔으며 현재도 진행 중이다. 개혁개방이 시작된 1978년 이전에는 계획환율제도를 운영하다가 이후 한동안 이중환율제도를 운영하였다. 1994년 1월부터 일원화된 관리변동환율제도를 도입하면서 경제상황과 개혁의 진행속도에 따라서 일일변동폭을 고정하거나 변화시키는 고정환율제와 관리변동환율제를 운영하였다.

표 3-11. 신지도부 취임 이후 주요 개혁정책 시행 현황

분야	개혁 방향	시기	정책문건
금융개혁	경제구조 조정과 업그레이드 전환을 지원하고, 구체적으로 자본시장 다원화의 발전 가속화 등 10개의 지도의견을 포함	2013. 7. 5	「금융 지원 경제 구조조정과 업그레이드 전환에 관한 지도 의견」
	금융기구 대출과 금리관리제도를 전면 개방하고, 2013년 중반 예대금리 변동폭 완화를 선포하며 금리자유화 개혁을 핵심으로 함.	2013. 7. 20	「금리시장화 개혁의 심화 추진에 관한 통지」
	전국에서 서비스무역 외환관리 개혁을 실시함. 이는 정부기구 간소화와 소액거래 서류심사 제외 등 6항의 개혁 내용을 포함	2013. 9. 1	「서비스무역 외환관리 법규에 관한 국가외환관리국의 통지」
	국채 선물거래 재가동은 중국 자본시장의 시장화 건설 촉진을 의미하며, 금융개혁 가속화를 위한 중요한 단계임.	2013. 9. 6	「중국 금융 선물거래소 5년 만기 국채 선물거래계약 규정, 거래규칙 및 세부 시행 개정에 관해 사회에 의견을 구하는 통지」
	중국(상하이)자유무역 시범구 공식 출범. 시범구 내의 금리자유화와 위안화 자본태환을 우선 시범 시행하며, 금융개혁 심화 추진	2013. 9. 29	「중국(상하이)자유무역시범구 전체 방안」
	인수합병 개편 심사를 실시하고, 기업 인수합병 개편의 효율을 높임	2013. 10. 8	「인수합병 개편 심사 실시방안」

자료: 중신증권(中信証券)(2013b, p. 4)를 참고하여 저자 작성.

환율관리제도는 기본적인 외환관리조례를 포함해서 총 315여 개의 법령들이 외환제도 관련 법률체제를 구성하고 있다. 세부 항목별로 분류해 보면, 종합적인 성격의 법률 37개, 경상항목 27개, 자본항목 105개, 금융기관 69개, 위안화 환율 및 외환 시장 24개, 국제수지 및 외환통계 33개, 외환검사 및 법규 활용 16개, 외환과학기술관리 4개 등으로 구성되어 있으며, 자본항목이 가장 큰 비중을 차지하고 있다.

향후 중국 환율제도 개혁은 위안화 국제화, 자본계정의 자유태환 등과 같이 추진되면서 변화할 것으로 전망된다. 중국정부는 2013년 상하이 자유무역시범구와 같은 금융개혁을 위한 실험도 이미 시작하고 있다. 18기 3중전회에서 나타난 금융개혁을 살펴보면, 자본계정 개방이 매우 신중하게 이루어질 것으로 보인다. 그 이유는 자본계정 개방이 전체 경제개혁의 궁극적인 단계이기 때문인 것으로 보인다. 즉 자유로운 자본이동, 금리 및 환율의 시장화는 이른바 ‘불가능한 삼위일체(impossible trinity)’의 구성요소이기 때문에 환율제도 개혁은 자본계정 개방, 금리 자유화와 함께 이루어질 것으로 전망된다. 그럼에도 불구하고 [표 3-11]과 같이 중국 신지도부는 금융개혁과 관련된 조치들을 꾸준히 실시하고 있다.

제4장 우리나라에 미치는 영향 분석

1. 서론
2. 채권금리 및 거시경제 동향
3. 중국 금리 변동의 영향 분석
4. 환율의 결정요인
5. 원/위안 환율 결정요인 분석
6. 소결 및 시사점



1. 서론

2000년대 들어 우리나라 채권시장에서 외국인투자 비중은 점차 확대되어왔다. 우리나라 채권시장은 1998년 아시아 외환위기 이후 외국인투자자들에게 개방되었다. 시장개방으로 투자가 가능해졌음에도 불구하고, 2005년까지 외국인 채권투자규모는 크게 증가하지 않았다. 외국인들은 우리나라 채권시장에서 이미 보유한 채권의 만기를 연장하는 수준의 투자를 지속하였으며, 이에 따라 외국인 채권투자가 전체 채권투자에서 차지하는 비중은 일정한 수준을 유지하는 데 그쳤다. 2006년부터 외국인의 국내채권에 대한 투자 비중이 늘었으며, 2008년 글로벌 금융위기로 인해 일시적으로 자금이탈이 발생하였으나, 이후 자본경색문제가 해소되면서 다시 채권시장에서 외국인의 비중이 늘고 있다.

우리나라 채권시장에 대한 외국인투자 확대는 기대와 우려를 동시에 자아내고 있다. 외국인투자자금이 유입된다는 것은 투자대상국의 경제상황이 건실하다는 것을 입증한다. 또한 우리나라의 경우 민간저축률이 지속적으로 하락해 최근에는 가계저축으로 기업의 투자를 대체하기 힘들어졌다. 이러한 상황에서 우리나라 금융시장에 대한 외국인투자 확대는 민간저축을 대체하여 투자위축을 막는 효과를 가져 올 수 있다.

한편 채권시장에서의 외국인투자자 비중 확대는 잠재적으로 부정적 효과를 가져오기도 한다. 2008년 글로벌 금융위기 발발로 인해 우리나라 채권시장에서 외국인 자본의 이탈이 발생하였다. 글로벌 금융위기는 미국의 모기지 채권 부실에서 비롯되었다. 2008년 리만 브라더스사가 파산하기 전까지 모기지 채권 부실에 따른 영향은 위기의 진원지인 미국과 관련 금

음과생산품에 투자한 금융사들에 국한될 것으로 보였다. 반면 우리나라 금융사들은 미국의 모기지 채권과 관련된 금융상품에 대한 투자 비중이 낮았기 때문에 큰 영향이 없을 것으로 예상되었다. 그러나 위기가 심화되면서 국내은행의 단기차입과 외국인 주식 및 채권 투자자금이 회수되어 외화자금의 경색문제가 발생했으며, 외화자금 경색은 무역금융에 영향을 주어 교역량이 급격히 감소하고 실물경제가 큰 폭으로 위축되었다. 외국인 채권투자는 대부분 국고채에 집중되어 있었는데, 기술적인 이유로 국고채 만기는 분기 말에 집중되어 있다. 리만 브라더스사가 파산한 날짜가 2008년 9월 15일로, 분기 말에 가까웠기 때문에 이로 인해 유동성 위기에 몰린 국제투자은행들이 우리나라 국고채의 만기 도래 시 연장을 포기하고 투자자금을 회수할 것이라는 우려가 높아졌다. 따라서 리만 브라더스사의 파산으로 인한 국제금융시장에서의 달러 유동성 고갈은 우리나라 채권시장에서의 외국인투자 위축을 가져와 우리나라 채권금리를 상승시켰다. 이렇게 글로벌 금융위기 상황에서 나타났듯이 외국인의 채권투자 비중 확대는 자금조달비용을 낮추는 긍정적인 효과가 존재하지만, 우리나라 금융시장이 국내 거시경제 상황과 관련 없는 외부의 금융상황에 민감하게 반응하게 하여 변동성을 증폭시킬 수 있다.

한편 최근 중국이 우리나라의 채권시장에 수요자로 부상하고 있다. 글로벌 금융위기 이후 우리나라의 국고채에 대한 해외수요가 증가하였다. 위기 중에는 달러 유동성 경색으로 우리나라 채권시장에서 외국인 이탈현상이 발생했지만, 위기에 대한 대응으로 선진국 중앙은행들이 유동성 공급을 확대하면서 유동성 경색국면이 완화되었다. 그러나 경기부양을 위해 대규모 재정지출을 단행하면서 미국, 일본, 유럽 등 선진국들은 재정위기

상황에 직면하게 되었다. 재정위기 도래로 선진국들의 신용등급이 낮아지거나 전망이 부정적으로 바뀌게 되었다. 특히 국제통화로서 신뢰를 받고 있는 미국달러화와 유로화에 대한 신인도가 하락하였다. 그동안 중국은 3조 달러가 넘는 외환보유액을 미국 및 선진국의 국채로 운영해 온 것으로 알려진다. 글로벌 금융위기의 여파로 달러와 유로화의 위상이 낮아지고 이 지역의 금융위험요인이 장기적으로 지속될 것으로 예상되면서 중국이 외환보유액을 이용한 투자처를 다양화할 것으로 예상된다. 이러한 측면에서 중국이 최근 우리나라 채권시장에 대한 투자를 시작한 것으로 알려지고 있다. 금융위기 이후 우리나라는 국가재정을 건실하게 유지한 점, 국민소득이 지속적으로 상승한 점 등이 부각되면서 국가신용등급이 상향조정되었다.³⁹⁾ 금융위기 이전 A등급 이상을 가지고 있던 국가의 신용등급이 상향된 것은 우리나라가 처음이었다. 이에 따라 우리나라 국고채는 유럽의 재정위기 국가들에 비해 높은 신용등급을 갖게 되었고 2013년 말 현재 일본 국채와 비슷한 수준의 신용등급을 보여주고 있다. 우리나라 국고채의 위상 강화와 달러, 유로화 위상 약화로 인한 중국의 외환보유정책의 변화 등이 중국이 우리나라 국고채에 관심을 갖는 이유인 것으로 보인다.

중국 외환시장은 점차 자유화되어가고 있다. 3장에서 살펴본 대로 중국의 환율제도는 1973년 브레턴우즈체제 붕괴 이후 바스켓제도에서 이중 환율제도, 관리변동환율제도, 다시 바스켓제도로 변화해왔다. 중국이 세계무역기구(WTO)에 가입한 이후로 살펴보면, 고정환율제도를 유지하다가 2005년부터 통화바스켓제도를 도입하였으며, 위안화는 미국달러 대비

39) 허인 외(2012), pp. 138~141.

지속적으로 절상되었다. 그러나 2007년 서브프라임 문제로 야기된 미국의 금융위기가 세계로 전이될 움직임을 보이자 2008년 7월 이후 실질적으로 고정환율제도를 시행해왔다. 2010년 6월 이후 다시 바스켓제도로 복귀해 대미 환율을 지속적으로 하락시켜 위안화 절상기조가 유지되고 있다. 제도변화로만 보면 고정환율제도와 바스켓제도 사이에서 자유화와 관리강화를 반복해왔다. 그러나 바스켓제도를 선택할 때 점차 환율의 일일 변동폭을 확대함으로써 전반적으로 환율자유화 방향으로 변화되어 왔다고 평가할 수 있다.

중국의 외환제도 변동은 국제적으로도 관심을 받고 있다. 글로벌 불균형(Global Imbalance)문제에서 대표적으로 지적되는 문제가 미국의 경상적자와 중국의 경상흑자 지속이다. 미국의 무역수지 적자를 상대 국가별로 분석해보면, 대중국 적자가 전체 무역적자의 30% 이상을 차지하고 있다.⁴⁰⁾ 따라서 글로벌 불균형 문제의 해결책으로써 위안화 가치의 절상이 지속적으로 제기되고 있다. 위안화 환율제도가 정부의 강력한 관리 속에 머무르고 있는 한, 대중국 적자국은 지속적으로 위안화의 절상을 요구하게 된다. 따라서 위안화 환율제도의 변화가 국제적인 관심사로서 부각되었다. 이론적으로 자유변동환율제도를 채택하면 외부의 위안화 절상 요구도 없을 것이므로 이에 대한 궁극적인 대응은 완전한 자유변동환율제도의 도입일 것이다. 중국 내부의 외환제도 자유화는 이러한 국제적인 요구에 부응하는 것이다.

중국은 위안화의 국제화를 시도하고 있다. 중국의 금융제도는 점차 자유로운 자본유출입과 변동환율제도의 채택으로 나아갈 것으로 보인다. 아직

40) 허인 외(2010), p. 2.

까지 주식 및 채권 시장에서 자본유출입을 적격외국인기관투자자(QFII)제도 등으로 규제하고 있다. 따라서 현재 자유변동환율제도를 채택하지 않으면서 자본유출입을 규제하고 높은 외환보유액을 유지하면서 통화바스켓제도를 유지하고 있다. 그러나 중국은 채권시장에서 금리자유화를 계획하고 있고, 위안화 국제화를 계획하고 있다. 위안화 국제화를 진행하고자 한다면 자본유출입이 자유로워야 할 것이며, 장기적으로 자유로운 자본유출입을 선택한다면 자율변동환율제도를 선택할 수밖에 없을 것으로 보인다. 따라서 위안화의 국제화 추진은 자본시장의 개방 및 자유변동환율제도의 채택으로 이어질 것으로 예상할 수 있다.

중국은 자국의 금융시장 자유화 및 위안화 국제화를 계획하고 있다. 중국은 위안화 국제화 일환으로 동아시아 국가들과 통화스와프를 확대하고 있다. 그리고 대외무역관계에서 위안화 결제 비중을 높이고 있다. 그러나 아직까지 그 비율이 높지 않아서 위안화와 관련된 연구는 달러화와 교환하는 제도에 초점이 맞춰져 있다. 따라서 주로 위안화 국제화에 대한 정책적 조언들, 해결해야 할 과제 및 위험요인들에 관한 것이다(이윤석 2012; 한국은행 2010; 오승렬 2010). 금리자유화, 위안화 국제화 등 중국 정부가 시행하고 있는 주요 정책들이 중국의 금융시장과 거시경제에 영향을 줄 것으로 보여 많은 연구들(김동하 2010; 오승렬 2010; Huang and Wang 2011; Feyzioglu 2009; Peng *et al.*, 2008 등)이 행해졌다. 중국의 금융자유화 정책의 방법에 대해 정책적인 조언을 한 연구들(Okazaki 2011; Prasad and Rajan 2008; Aglietta and Maarek 2007 등)과 중국의 금융정책이 주변국과 우리나라에 미친 영향에 대한 연구들(강동수 2011; Ito 2012 등)도 행해졌다.

본 연구는 중국 채권시장이 어느 정도 활성화된 이후 우리나라 채권시장에 어떠한 영향을 주고 있는지와 그 영향이 미치는 경로에 대해 채권의 이자율 등 시장변수를 중심으로 분석하고자 한다. 기존 연구들은 주로 중국의 정책변화가 한국에 미치는 영향을 분석하는 데 초점을 맞춰 왔지만, 본 장에서는 우리나라 채권시장에서 매수주체로서 부상하고 있는 중국의 영향을 실증적으로 살펴보고자 한다. 또한 채권시장에 대한 분석에 이어 위안화와 원화의 관계에 대해서도 분석한다. 위안화 환율변동에 대한 지금까지의 규제완화 시행의 결과 위안화의 원화 대비 환율이 어떠한 결정요인들에 의해서 변화하고 있는지 파악하고자 한다.

제2절에서는 본 장의 분석대상기간 동안 우리나라 및 중국과 미국의 채권금리 및 거시경제 동향을 살펴본다. 관심대상국가인 중국 외에 미국의 채권금리 동향을 살펴보는 이유는 외국인투자자의 대부분이 달러를 원화로 환전하여 국내 채권시장에 투자하고 있기 때문에 조달금리로서 달러화 금리가 중요하기 때문이다. 제3절에서는 우리나라 채권금리의 결정요인에 중국과 미국 금리를 추가하여 회귀분석을 시행한 후 그 결과를 제시하겠다. 제4절에서는 원화 대비 위안화 환율의 결정요인에 대해서 살펴본다. 제5절에서는 이러한 결정요인들이 원/위안 환율에 어떤 영향을 주고 있는지 데이터를 통해서 분석해본다. 제6절에서는 본 장의 결론 및 시사점을 제시한다.

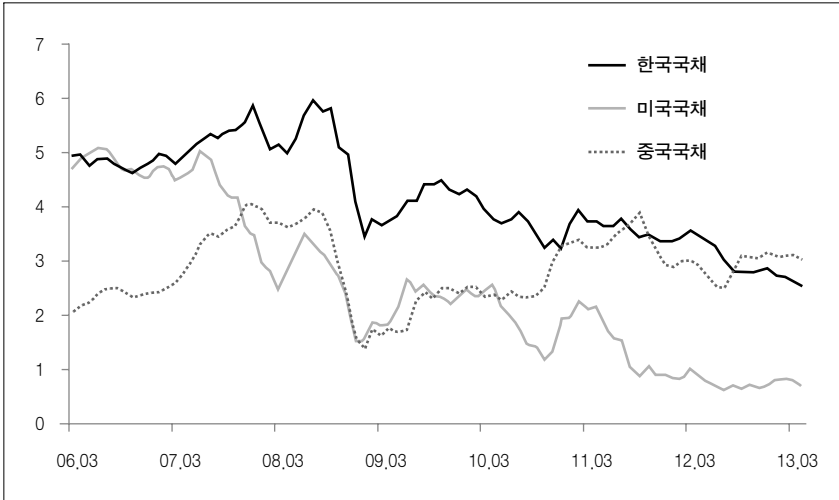
2. 채권금리 및 거시경제 동향

우리나라의 국고채 시장에서 가장 활발하게 거래되는 채권은 3년물이다. 3년 만기 국고채금리는 분석대상기간 동안 큰 폭의 변동을 보였다. 2006년 이후 국고채금리는 금융위기 이전까지 상승하였다. 2006년 이후 2008년 금융위기 이전까지 우리나라는 2003년 카드사태로 인한 민간소비의 부진에서 점차 벗어나는 모습을 보여주었다. 장기간 민간소비 증가율이 국내총생산 증가율에 미치지 못하는 등 상대적인 소비부진이 지속되는 기간이었다. 이후 2007년의 연간 성장률 지표를 보면 민간소비 증가율이 GDP 성장률과 비슷한 수준까지 상승하면서 둘간의 격차가 축소되는 모습이었다. 그러나 금융위기로 인해 경기가 큰 폭으로 위축되고 물가가 빠르게 하락하면서 금리도 하락하였다. 2009년 1/4분기 이후에는 금융위기의 영향에서 점차 벗어나면서 금리가 소폭 상승하였다. 하지만 글로벌 금융위기 이후에도 대외요인으로 인해 경기회복속도가 빠르지 않았으며, 물가상승률도 낮은 상황이 지속되었다. 더욱이 채권시장으로 외국인 자금이 빠르게 유입되면서 금리는 하락세가 유지되었다.

중국의 국채금리도 금융위기 이전부터 2010년까지는 우리나라 국고채금리와 비슷한 흐름을 보였다. 그 원인도 비슷해보인다. 빠른 성장세와 물가상승으로 금리가 상승하였고 금융위기 중 경기위축으로 하락하였으나 금융위기가 해소되면서 다시 상승했다. 2010년 이후 우리나라 금리는 지속적으로 하락했으나, 중국의 채권금리는 상승했다. 금융위기 당시 중국의 경제성장률 하락폭이 크지 않았고 물가상승률도 높아지면서 시장금리가 상승한 것으로 판단된다.

그림 4-1. 한국, 중국, 미국의 국채금리 추이

(단위: %)



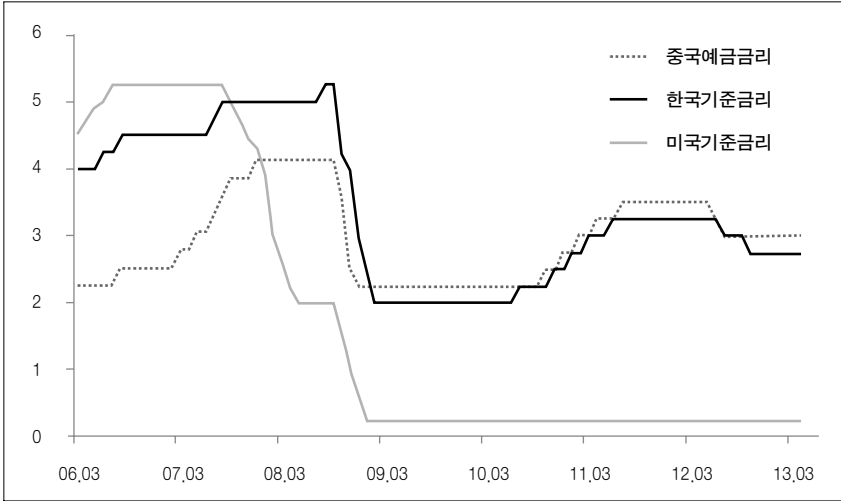
자료: Bloomberg DB(검색일: 2013. 5. 23).

미국의 국채금리는 분석대상기간 동안 큰 폭의 하락세를 보였다. 글로벌 금융위기의 원인으로 판단되는 모기지 채권문제는 2007년 말 본격화되었다. 모기지 관련 파생상품의 부실화가 진행되자 경기가 빠르게 위축되었다. 경기위축으로 물가도 높지 않았으며, 이로 인해 시장금리도 하락했다. 미국 국채금리는 금융위기 기간 동안 경기위축 및 물가하락에도 불구하고 금융시장의 유동성이 고갈되면서 상승하기도 하였다. 그러나 미국 연방준비은행의 양적완화정책이 3차에 걸쳐 실시되면서 금리가 점차 하락했다.

[그림 4-2]의 한국, 중국, 미국의 정책금리 변동을 살펴보면 한국과 중국은 비슷한 양상을 나타냈으나, 미국의 정책금리는 2007년 이후 줄곧 하락하여 2008년 말 이후 현재까지 0~0.25%를 유지하고 있다. 글로벌

그림 4-2. 한국, 중국, 미국의 정책 금리추이

(단위: %)



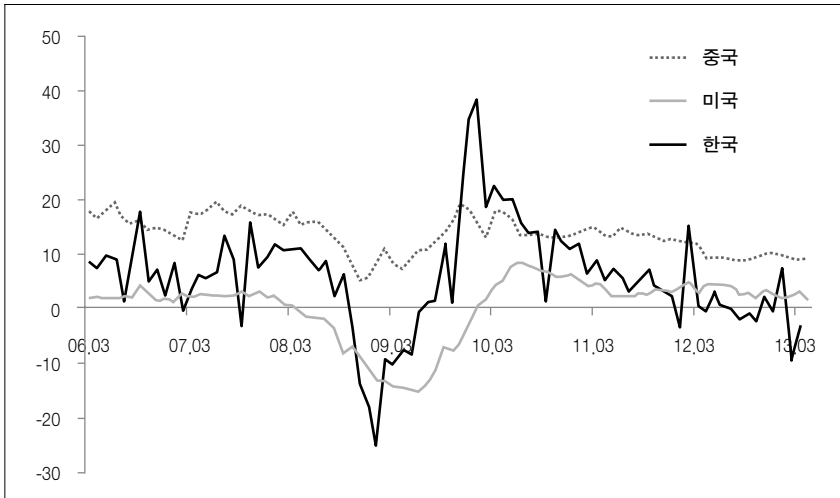
자료: Bloomberg DB(검색일: 2013. 5. 23).

금융위기의 원인으로 지목되는 모기지 관련 금융상품의 문제가 본격적으로 표면화된 것이 2007년 하반기였다. 미국의 주택가격 하락이 시작되면서 서브프라임등급의 모기지가 부실화되어 금융시장의 경색이 나타났다. 금융경색으로 인해서 미국의 거시경제지표도 둔화되어 미 연준은 기준금리 인하를 통해 통화완화정책을 선택하였다. 2008년 9월 리먼 브라더스 파산 이후 글로벌 금융위기는 정점을 찍었다. 따라서 미국의 연준은 기준금리를 더욱 하락시켰다. 특히 기준금리를 0~0.25%까지 낮춰 사실상 제로금리정책을 시행하였으나, 시장금리 동향에서 보았듯이 실제 시장금리가 기준금리에 비해서 높은 상황이 지속되어 양적완화정책을 시행하였다. 2013년 4월 3차 양적완화가 진행되고 있어 제로금리하에서 통화완화 정도가 강화되었다고 할 수 있다. 반면 리만 브라더스 파산 이전에 우리나라

라와 중국의 기준금리는 경기둔화에도 불구하고 물가상승 압력으로 인상되었다. 그러나 금융위기 이후 유동성 문제와 경기둔화 압력에 한국과 중국의 중앙은행은 기준금리를 급격히 하락시켰다. 금융위기 이후 우리나라와 중국의 경제는 2009년 1/4분기에 저점을 형성한 이후 비교적 빠르게 회복됐다. 따라서 양국의 통화당국은 2010년 하반기 이후 기준금리를 인상하면서 금리를 정상화시키려고 노력했다. 그러나 2011년 들어 미국의 신용등급 강등, 유럽의 재정위기 확산 등으로 대외 경기부진이 수출둔화로 이어지면서 경기가 둔화되었다. 경기둔화로 인해 2012년 중에 다시 정책금리를 인하하였다. 우리나라의 경우에는 2013년 5월에도 한 차례 기준금리를 인하해 현재 기준금리는 2.5%이다. 중국의 경우 부동산시장의 과열우려로 인해 추가금리인하가능성은 낮은 상황이다.

그림 4-3. 한국, 중국, 미국의 산업생산증가율 추이

(단위: %)



주: 전년동월대비.

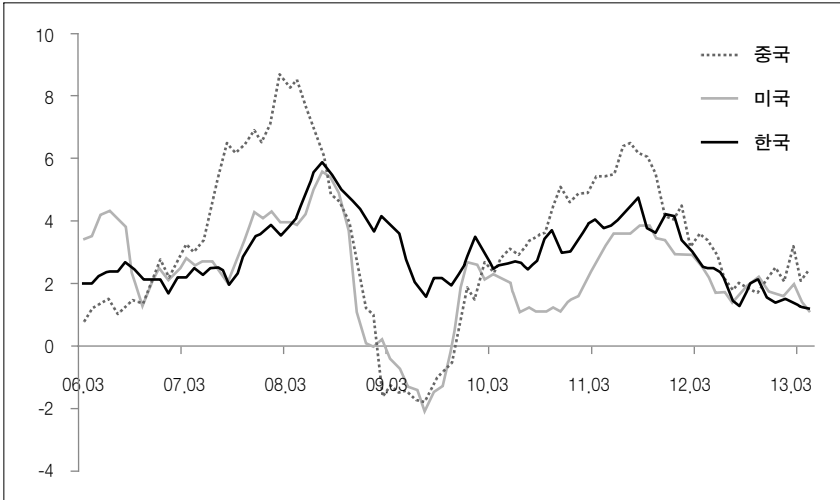
자료: Bloomberg DB(검색일: 2013. 5. 23).

채권금리는 통화정책뿐 아니라 경기와 물가 변동에 의해 결정되는 것으로 알려져 있다. 채권 및 정책 금리 동향을 살펴볼 때 언급했듯이 미국의 경기는 모기지 관련 금융상품들이 부실화되는 시기부터 하락하기 시작했다. 2008년부터 2010년까지 미국의 산업생산은 마이너스 성장을 지속했다. 이후 회복됐으며, 현재까지도 그 회복세를 유지하고 있다. 그러나 그 회복의 정도는 미미한 수준에 그치고 있다. 우리나라의 산업생산은 리만 브라더스사 파산 이전까지는 높은 성장률을 기록했으나 파산 이후 급락했다. 산업생산의 급락은 2009년 상반기에 회복되고 2010년 기저효과와 경기회복으로 산업생산증가율이 큰 폭으로 증가했다. 이후 기저효과가 사라지고, 세계 경기가 둔화되어 지속적으로 성장률이 하락했다. 최근 산업생산지수의 증가율이 마이너스를 기록하기도 하는 등 성장세가 더욱 약화된 모습이다. 중국의 산업생산은 금융위기 중에 둔화되기는 했으나, 미국과 우리나라처럼 마이너스 성장을 기록한 적은 없다. 2008년 금융위기의 영향을 비교적 적게 받은 중국 산업생산지수의 변동폭은 3국 중 가장 작았다.

소비자물가지수는 산업생산지수와는 달리 중국의 변동폭이 가장 컸다. 미국의 소비자물가상승률은 경기가 전반적으로 위축세를 벗어나지 못했던 2008년 상반기 중에도 국제상품가격의 폭등으로 인해 높은 수준을 기록했다. 리만 브라더스사 파산 이전까지 높았던 인플레이션율은 금융위기 발발 이후 급락했다. 국제유가를 비롯한 국제상품가격도 경기둔화로 인해 폭락하였으며, 금융위기로 인한 소비부진이 나타나면서 소비자물가는 급락했다. 미국 소비자물가상승률은 2011년 하반기에 비교적 불안한 모습을 보이기도 했으나, 최근 다시 하락하여 2%에 미치지 못하고 있다.

그림 4-4. 한국, 중국, 미국의 소비자물가 추이

(단위: %)



주: 전년동월대비

자료: Bloomberg DB(검색일: 2013. 5. 23).

우리나라의 소비자물가는 미국이나 중국의 소비자물가에 비해서 안정적인 모습을 보였다. 2008년 국제유가가 배럴당 150달러까지 상승할 당시 6% 가까운 상승세를 보여주었던 인플레이션율이 리만 브라더스 파산 이후 하락하였으나, 미국이나 중국이 디플레이션을 기록했던 것과는 달리 2% 이하로 하락하지는 않았다. 이 기간 중에 원화가 큰 폭으로 평가절하되어 수입물가가 크게 상승한 것이 금융위기 이후 경기둔화에도 불구하고 우리나라의 물가상승률이 다른 두 나라와 달리 마이너스를 기록하지 않은 이유였다. 중국의 물가상승률은 금융위기 이전의 경기과열과 국제상품가격 폭등으로 인해 매우 높은 수준을 기록했다. 리만 브라더스 파산 이후 중국 위안화가 실질적으로 미국달러에 고정되면서 중국 물가는 우리나라와는 달리 환율의 영향을 받지 않았다. 따라서 국제상품가격이

폭락하자 중국의 소비자물가도 큰 폭으로 하락했다. 글로벌 금융위기 회복과정에서 다시 상승하였으나 금융위기 이전 수준까지 올라가지는 않았다. 중국도 2010년 이후 경기둔화가 나타나면서 물가상승률도 하락하고 있다. 이 기간 동안 위안화가 강세 기조를 유지하면서 물가안정에도 도움이 되었다.

3국의 채권금리는 경제성장과 물가, 그리고 이를 조정하려는 정책의 영향을 받으면서 때로는 동행하고 때로는 차이를 보이기도 했다. 채권금리는 자국의 경기, 물가 및 통화 정책뿐 아니라 국제금융시장의 상황에 따라서도 영향을 받을 것이다. 본 절에서는 경기, 물가 및 정책의 대표적인 변수인 산업생산지수, 소비자물가지수 및 정책금리의 동향을 살펴보았다. 다음 절에서는 우리나라 채권금리의 변화를 경기, 물가 및 정책뿐 아니라 다른 나라의 금리변화에 따라 어떻게 반응하는지 분석할 것이다.

3. 중국 금리 변동의 영향 분석

가. 자료 및 분석방법

우리나라 채권금리에 대한 중국 금리의 영향을 분석한다. 우리나라 채권시장에서 본격적으로 외국인투자 확대가 나타난 시기를 중심으로 분석하기 때문에 외국인투자에 영향을 줄 것으로 보이는 미국 국채금리를 포함시켜 분석한다. 외국인투자자들은 국제통화인 미국달러를 조달하여 한국 국채에 투자하는 것이 일반적이다. 달러금리인 미국 국채금리는 조달금리로서의 역할을 하기 때문에 우리나라 채권금리의 결정요인으로 추가하였다. 분석의

관심대상인 중국의 국채금리와 외국인투자의 조달금리인 미국 국채금리 외에도 국내 경기상황을 판단할 수 있는 산업생산지수는 소비자물가, 그리고 통화정책변수로서 기준금리를 포함했다.

모든 자료는 블룸버그 데이터베이스를 통해서 구했다. 블룸버그에서 구할 수 있는 중국 국채금리는 2006년 3월부터였으며, 한국의 산업생산지수는 2013년 3월까지 구할 수 있었다. 따라서 데이터 기간은 2006년 3월부터 2013년 3월까지로 제한하였다. 산업생산 및 소비자물가는 지수를 기준으로 전년동월대비 증가율로 변환하여 사용하였다. 국채금리는 3년 만기 채권금리를 기준으로 하였다. 우리나라 채권시장에서 국고채 3년물의 유동성이 가장 풍부하기 때문에 시금리의 기준역할을 하고 있어 3년 만기 국채를 선택하였다.

표 4-1. 분석자료의 표준 통계량

	한국 국채금리	중국 국채금리	미국 국채금리	산업생산 증가율	소비자물가 상승률	기준금리
평균	4.1922	2.8474	2.5105	5.8851	3.0118	3.4029
중앙값	3.9704	2.8168	2.2721	6.63	2.7	3.25
최고값	5.9630	4.0378	5.0690	38.73	5.9	5.25
최소값	2.6	1.3605	0.6191	-25.26	1.2	2
표준편차	0.8869	0.6483	1.4363	9.7355	1.0743	1.1027

자료: Bloomberg DB(검색일: 2013. 5. 23) 자료를 바탕으로 저자 계산.

우리나라 기준금리는 표본기간 중 통화정책의 변화로 인해 콜금리에서 7일물 리포(Repo)금리로 변경되었다. Huh(2012)⁴¹⁾에서 우리나라 통화정책에 대해 자세히 소개하고 있는데, 우리나라는 1998년 이후 물가관리를 정책목표로 제시하였다. 1999년까지는 소비자물가안정을 정책목표로

41) Huh(2012). pp. 10-17.

제시하였으나, 2000년부터 2006년까지는 근원 소비자물가안정을 정책목표로 제시하였다. 2007년 이후 현재까지는 소비자물가안정으로 정책목표를 다시 바꿨다. 정책목표를 소비자물가와 근원 소비자물가 사이에서 변동한 것뿐 아니라 2008년 2월까지의 정책금리로서 콜금리를 이용하였으나, 이후에는 7일물 리포금리로 전환하였다. 비록 정책금리가 표본기간 중 콜금리에서 7일물 리포금리로 변경되었으나, 정책금리변수로 통합하여 사용하였다. 콜금리는 시중 은행간 거래가 있으므로 시장금리라고 할 수 있으나, 리포금리는 시장금리의 성격은 없고 중앙은행이 시중은행에 공급하는 금리이다. 그러나 실질적으로 관리했던 두 금리는 모두 중앙은행이 시중은행에 공급하는 자금의 금리로 같은 성격이기 때문에 통합하여 한 변수로 사용해도 무방할 것으로 사료된다.

중국 국채금리의 변동폭이 가장 작았으며, 한국, 미국 순으로 변동폭이 컸다. 최고 값과 최소 값의 차이 혹은 표준편차로 볼 때 중국, 한국, 미국 순으로 국채금리의 변동폭이 컸다. 중국의 경우 표본기간 중에 금리가 일정한 추이를 갖지 않았다. 반면 한국과 미국 금리의 경우 표본기간 중 대체로 하락하는 추이를 보였다. 따라서 한국과 미국의 최소 값은 최근 자료에서 찾을 수 있었다. 이에 반해 중국 국채금리의 최소 값은 자본시장의 위험회피 정도가 극에 달했던 글로벌 금융위기 당사에서 찾을 수 있었다. 따라서 중국 국채금리는 평균에서 크게 벗어나지 않았으나, 한국과 미국의 국채금리는 꾸준히 하락해 변동폭이 큰 것으로 나타났다. 금리 하락이 한국에 비해 미국이 더 커 금리의 변동폭도 한국에 비해 미국 금리가 더 컸다.

우리나라의 산업생산은 글로벌 금융위기 중에 최소 값을 기록하였으며, 2010년 중에 반등하면서 최고 값을 기록하였다. 앞장에서 살펴보았듯

이 금융위기 이전에는 안정적인 성장률을 기록하던 산업생산이 금융위기 중 급격히 위축되었으며, 이후 기저효과와 경기회복으로 크게 반등했다. 반등 이후 괄목할 만한 성장복귀가 이뤄지지 않아 현재까지 지속적인 하락세를 보이고 있다.

소비자물가는 글로벌 금융위기 직전에 최고 값인 5.9%를 기록했으며, 2013년 3월 현재 최소 값인 1.2%를 기록했다. 한국은행은 물가불안 우려가 높았던 2008년 기준금리를 5.25%까지 인상했으나, 금융위기 중에는 2%까지 하락시켰다. 2010년 경기회복으로 다시 인상했으나, 최근 경기위축으로 인해 2.75%까지 하락시켰다. 표본기간에서 벗어난 2013년 5월 한 차례 기준금리 인하를 단행해 2013년 11월 현재 기준금리는 2.5%이다.

상관계수로 살펴보면 우리나라 국채금리와 관계가 높은 변수는 미국 국채금리, 기준금리, 소비자물가, 중국 국채금리, 산업생산 순이었다. 설명변수 중 관심변수인 중국 국채금리를 살펴보면 우리나라 산업생산과 소비자물가의 상관계수가 우리나라 국채금리와 산업생산 및 소비자물가의 상관계수보다 더 높았다. 다만 미국 국채금리와 상관계수는 0에 가까웠다. 한편 미국 국채금리와 우리나라 산업생산의 상관계수는 비교적 높은 수준이었으나, 우리나라 물가상승률과의 상관계수는 0에 가까웠다. 또한 물가상승률과 기준금리의 상관관계는 높게 나타났으나, 미국 국채와 산업생산과는 0에 가까운 상관계수를 보였다. 정책변수인 기준금리는 한국은행의 정책목표가 물가안정인 관계로 산업생산보다는 물가와 더 높은 상관계수를 보였다.

우리나라 채권금리 변동에서 중국 채권금리의 영향을 분석하기 위해 다음과 같이 우리나라 채권금리를 피설명변수로 설정하고 중국 금리와 미국 금리를 설명변수로 설정하였다.

표 4-2. 변수들의 상관계수

	한국 국채금리	중국 국채금리	미국 국채금리	산업생산 증가율	소비자물가 상승률	기준금리
한국 국채금리	1					
중국 국채금리	0,2632	1				
미국 국채금리	0,8189	-0,0211	1			
산업생산 증가율	0,2167	0,2353	0,2231	1		
소비자물가 상승률	0,3223	0,3801	-0,0830	-0,0162	1	
기준금리	0,7468	0,5469	0,6305	0,0010	0,2477	1

자료: Bloomberg DB(검색일: 2013. 5. 23) 자료를 바탕으로 저자 계산.

$$(모형 1) \text{ 한국금리}_t = \alpha + \beta_1 \text{ 중국금리}_t + \beta_2 \text{ 미국금리}_t + \epsilon_t \quad [\text{식 4-1}]$$

[식 4-1]과 같은 선형모형은 외국인투자에 따른 금리 변동의 영향을 파악하기 위한 설정이다. 금융감독원 자료에 따르면 조세회피지역을 제외하면 우리나라 채권투자의 가장 큰 비중을 차지하고 있는 나라는 미국과 중국이다. 특히 미국 금리는 달러화 금리로서 외국인투자자의 입장에서 볼 때는 우리나라 채권투자의 기회비용 혹은 조달비용으로 인식될 수 있다. 따라서 중국 금리 외에도 미국 금리를 설명변수로 포함했다. 따라서 중국 금리의 계수가 의미하는 것은 달러 기준의 외국인 투자 외 위안화 기준의 외국인투자의 영향을 나타낸다고 해석될 수 있다.

외국 금리가 우리나라 금리에 영향을 주는 경로는 다양하다. 우선 앞에서 설명한 대로 기회비용 혹은 조달금리로서의 역할을 할 수 있다. 한편 금리 변동은 거시경제의 변동으로부터 야기될 수 있다. 생산활동의 변동은 투자수익률의 변동을 가져올 것이며, 물가 변동은 명목이자율에 영향을 주게 된다. 만약 외국 금리의 변동이 국내 생산활동과 물가에 영향을

주면, 우리나라 금리에도 영향을 주게 될 것이다. 또한 두 나라의 통화정책이 같이 움직인다면 두 나라의 금리가 같은 변동을 겪게 될 것이다. 따라서 외국 금리 변동에 영향을 미칠 수 있는 경로들 중에서 거시경제를 통한 통화와 통화정책의 동조화로 인한 경로를 각각 통제하기 위해 통제변수로 산업생산, 물가 등 거시경제변수와 정책금리 등 통화정책 변수를 차례로 추가하여 분석한다.

$$(모형 3) \text{ 한국금리}_t = \alpha + \gamma_1 \text{중국금리}_t + \gamma_2 \text{미국금리}_t + \gamma_3 \text{산업활동}_t + \gamma_4 \text{물가상승률}_t + \epsilon_t \quad [\text{식 4-2}]$$

$$(모형 5) \text{ 한국금리}_t = \alpha + \delta_1 \text{중국금리}_t + \delta_2 \text{미국금리}_t + \delta_3 \text{산업활동}_t + \delta_4 \text{물가상승률}_t + \delta_5 \text{정책금리}_t + \epsilon_t \quad [\text{식 4-3}]$$

통제변수가 포함되지 않은 선형모형(모형 1)에서의 외국 금리 계수들 (β_1 과 β_2)은 두 나라의 거시경제가 동조화되어 나타나는 연관관계와 통화정책의 동조화로 인한 연관관계 및 국제금융시장에서의 영향으로 인한 연관관계를 모두 포함하고 있다. 거시경제변수들인 산업활동 및 물가상승률을 통제한 모형(모형 3)에서의 외국 금리 계수들(γ_1 과 γ_2)은 거시경제 동조화로 인해 나타날 수 있는 두 국가간의 금리 연관관계는 통제되어 나타나지 않는다. 여기에 정책금리까지 추가하면(모형 5) 거시경제 및 통화정책의 동조화 경로를 통한 두 나라간의 금리 연관관계를 통제할 수 있다. 따라서 외국 금리 계수들(δ_1 과 δ_2)은 거시경제 상황 및 통화정책에 따라 동조화되는 경로가 통제된 금리의 연관관계를 나타낸다.

분석방법은 최소자승법을 이용한 회귀분석을 이용한다. 다만 시계열자료의 특성을 감안하고 금융변수의 특성으로 인해 잔차항에 자기상관

(Autocorrelation)과 이분산(Heteroskedasticity)이 존재할 것을 고려하였다. 따라서 계수 추정치의 표준편차를 구할 때 Newey and West⁴²⁾가 제시한 이분산과 자기상관에도 일관성(consistency)을 유지하는 표준편차를 계산하였다.

앞에서 설명한 대로 통제변수들을 순차적으로 추가하면서 중국 국채금리 변동의 영향이 어떤 경로를 통하여 우리나라 국채금리로 전달되는지를 파악하고자 한다. 중국의 국채금리가 우리나라에 미치는 영향의 경로를 생각해보면 다음과 같다. 첫째, 중국 금리가 직접적으로 우리나라 금리에 미치는 영향을 가정할 수 있다. 중국 채권시장에 외국인 참여가 가능하며, 또한 최근 중국으로부터 우리나라로 투자자금이 유입되기도 한다. 외국투자자가 중국 국채와 우리나라 국채를 투자의 대체재로 생각한다면 중국의 이자율이 상승할 때 투자자 입장에서는 높은 수익을 주는 중국 채권을 수요할 것이고, 이로 인해 국내 채권에 대한 수요가 줄어 국내 채권 이자율도 상승하게 될 것이다. 둘째, 중국 금리 변동의 원인이 경기 및 물가 변동에서 우리나라 경기 및 물가 변동을 가져와 우리나라의 채권금리에 영향을 줄 수 있다. 중국 경기호조 혹은 물가상승으로 인해 우리나라의 경기 및 물가가 동반상승해서 중국의 채권금리와 우리나라의 채권금리가 동반상승할 수 있다. 마지막으로 국제 경기변동의 위험에 대응하기 위한 통화정책의 동조화로 인해 금리가 같은 방향으로 움직일 수 있을 것이다.

이러한 세 가지 요인들이 복합적으로 나타나 중국 국채금리가 우리나라 국채금리에 영향을 미칠 것(β_1)으로 예상된다. 따라서 순차적으로 다

42) Newey and West(1987), pp. 785-786.

른 통제변수를 추가하여 중국 국채금리 변동이 우리나라 채권금리에 미치는 영향을 살펴본다. 즉 거시경제변수를 추가했을 때(γ_1)는 두 가지 요인, 즉 통화정책의 동조화와 직접적인 요인으로 인한 중국 금리와 한국 금리의 관계를 볼 수 있다. 다시 기준금리를 추가했을 때(δ_1)는 중국 금리가 한국 금리에 미치는 직접적인 영향을 나타낸다.

나. 회귀분석결과

[표 4-3]에 회귀분석결과를 표시하였다. 첫 번째 열은 우리나라 채권금리를 미국 채권금리와 중국 채권금리에 대해 회귀분석한 결과이다. 본 분석에서는 우리나라의 산업생산변수를 포함시키지 않았기 때문에 다른 분석과는 달리 2013년 4월까지 자료가 존재한다. 따라서 자료의 수가 다른 분석보다 하나 더 많은 86개이다. 중국과 미국 국채금리가 우리나라 국채금리에 주는 영향이 통계적으로 유의하게 나타났다. 미국 채권금리는 유의수준 1%에서 통계적으로 유의한 영향을 주었으며, 미국 채권금리 1% 상승이 우리나라 채권금리를 약 0.5%포인트 상승시키는 것으로 나타났다. 중국 채권금리는 유의수준 5%에서 유의한 영향을 주었으며, 중국 채권금리 1% 상승이 우리나라 채권금리를 약 0.4%포인트 상승시키는 효과를 보여줬다. 본 영향은 앞절에서 말한 세 가지 경로, 즉 중국 채권금리의 직접적인 영향, 경기 및 물가 변동으로 전달되는 영향 및 정책동조화로 나타난 영향이 모두 나타난 결과이다.

표 4-3. 우리나라 채권금리 결정요인 분석결과

설명변수	피설명변수: 한국 국채금리 HAC(Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent) standard error (Newey and West, 1987)				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
중국 국채금리	0,3806 (0,1461)**		0,2124 (0,0970)**		0,0353 (0,1257)
미국 국채금리	0,5172 (0,0549)***		0,5253 (0,0388)***		0,4307 (0,0797)***
산업생산 증가율		0,0202 (0,0096)**	-0,0038 (0,0041)	0,0199 (0,0084)**	0,0055 (0,0057)
물가 상승률		0,2691 (0,1584)*	0,2756 (0,0575)***	0,1240 (0,1002)	0,2629 (0,0502)***
기준금리				0,5705 (0,0887)***	0,1721 (0,1570)
표본 수	86	85	85	85	85
R2	0,7502	0,1532	0,8443	0,6256	0,8534

주: () 안은 표준편차, *, **, *** 은 각각 10%, 5%, 1% 유의수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.
자료: 저자 작성.

세 번째 열에는 우리나라의 산업생산 및 소비자물가를 통제하고 나타난 중국 채권금리 및 미국 채권금리의 영향을 보여준다. 산업생산과 소비자물가를 통제하고 나서도 중국과 미국의 국채금리는 우리나라 국채금리에 각각 5%, 1% 유의수준에서 통계적으로 유의한 영향을 미쳤다. 경기 및 물가 변동의 영향을 통제한 후에도 미국 국채이자율 변동이 우리나라 국채이자율에 미치는 영향의 크기는 달라지지 않았다. 그러나 중국 국채이자율 변동이 미치는 영향은 크게 줄어들어 중국 이자율 1% 변동은 우리나라 채권이자율의 약 0.2%포인트 변동을 가져왔다. 상관계수를 살펴보면 중국의 채권금리는 우리나라 산업생산 및 소비자 물가와 상관관계가 높았다. 이에 비해서 미국의 채권금리와 우리나라의 경기 변동 및 소비자물가간 상관계수는 크지 않았다. 따라서 중국의 채권금리의 변동은 중국과

우리나라의 경기동조화 현상으로 인해 상당 부분 영향을 받는 것으로 보인다. 한편 미국 채권금리와 우리나라 경기 및 소비자물가의 관계는 중국 채권금리에 비해 크지 않으므로, 미국 채권금리 변동이 경기 및 물가 변동 경로를 통해서 우리나라의 채권금리에 미치는 영향은 크지 않은 것으로 보인다.

다섯 번째 열은 경기 및 소비자물가뿐 아니라 정책금리까지 통제변수로 사용했을 때의 회귀분석결과이다. 이전 분석과는 달리 중국 채권금리 변동이 우리나라 채권금리에 미치는 영향이 통계적으로 유의하지 않았다. 그러나 미국 채권금리 변동의 영향은 유의수준 1%에서 여전히 유의했다. 경기 및 물가 변동과 더불어 정책동조화 경로까지 감안하면 중국 채권금리 변동이 국내 채권시장에 직접적으로 미치는 영향은 통계적으로 거의 없는 것으로 판단된다. 그러나 미국 채권금리 1% 변동은 정책금리와 동조화 현상으로 인한 경로를 제외하더라도 직접적인 영향이 0.4%포인트 이상이었다.

중국 금리 변동이 우리나라 채권금리 변동으로 이어지는 경로를 분석해본 결과, 중국 경기 및 소비자물가와 우리나라 경기 및 소비자물가의 동조화로 인한 경로와 중국의 통화정책과 우리나라 통화정책의 동조화 현상으로 인한 경로를 제외하면 직접적인 금리 변동의 과급영향은 미미했다. 앞의 두 경로는 중국 금리 변동이 우리나라 채권금리에 미치는 영향의 각각 50% 정도를 설명했다. 따라서 외국인투자자가 중국 채권을 우리나라 채권을 대체하는 투자처로 여기는 정도 혹은 중국투자자들이 우리나라 채권에 투자하는 정도가 우리나라의 채권금리에 영향을 미칠 정도는 아닌 것으로 판단할 수 있다.

4. 환율의 결정요인

환율의 결정요인을 금융시장 발전의 관점에서 살펴보기 위해서 국제금융론에서 말하는 환율의 결정요인을 살펴본다. Krugman, Obstfeld and Melitz⁴³⁾의 국제경제학 교과서에서 말하는 세 가지 환율의 결정요인은 다음과 같다.

첫 번째, 상대적인 물가의 차이이다. 우리나라의 물가가 중국의 물가보다 빠르게 상승하고 있다면, 우리나라 화폐인 원화의 구매력이 중국 화폐인 위안화의 구매력보다 빠르게 하락하는 것을 의미한다. 따라서 원/위안 환율은 상승하게 된다. 우리나라 물가가 중국에 비해 상승하고 있는데 환율이 변하지 않는다면 상대적으로 싼 중국상품에 대한 국내 수요가 증가할 것이다. 중국상품을 구입하려면 원화를 위안화로 교환해야 하므로 이로 인해 위안화의 가치가 상승하게 될 것이다. 따라서 원/위안 환율은 상승하게 된다. 결과적으로 상대적인 물가 차이는 환율의 변동을 가져오는 원인이 된다.

두 번째는 상대적인 이자율의 차이이다. 우리나라의 이자율이 중국의 이자율보다 높을 때는 투자자 입장에서는 원화로 투자하는 것이 위안화로 투자하는 것보다 높은 수익률을 가져올 것이다. 따라서 원화에 대한 수요가 높아져 원화 강세를 초래해 원/위안 환율은 하락하게 된다. 결국 이자율의 차이는 환율의 변동을 가져오는 원인을 제공한다.

마지막으로 두 나라 통화정책의 차이가 환율에 영향을 주게 된다. 우리나라의 기준금리가 중국의 기준금리보다 높아졌다면, 우리나라는 중국에

43) Krugman, Obstfeld and Melitz(2012), pp. 320-346.

비해 상대적으로 통화긴축을 실행한 것이다. 통화긴축이 실행되었다면 시중에 유동성이 적어지게 됨으로써 위안화에 비해 원화의 통화량이 적어지게 된다. 따라서 원화의 상대적인 가치가 상승하여 원/위안 환율은 하락하게 된다. 통화정책의 변동은 시장이자율 및 물가의 변동을 발생시켜 환율에 영향을 주게 된다. 통화긴축은 이자율의 상승을 가져오며 물가의 하락을 가져온다. 결과적으로 두 요인 모두 원화 강세요인으로 작용할 것이다.

다만 구매력평형조건은 두 나라간 무역장벽이 존재하거나 물가지수에 포함된 품목이 차이가 나는 경우 등 현실적으로 환율에 대한 설명력이 떨어지는 것으로 평가된다. 중국 물가지수에서는 돼지고기 비중이 큰 것으로 알려져 있는데, 중국과 한국 사이의 돼지고기 교역이 적은 점을 감안할 때 물가의 차이가 환율 변동으로 이어지지 않을 가능성이 있다.

자본시장이 폐쇄되어 있는 경우는 이자율의 차이가 환율에 영향을 미치기 어렵다. 중국의 경우 외국인들이 채권시장에 투자하기 위해서는 QFII 제도에 따라 적격요건을 갖추고 금융당국의 허가를 받아야 한다. 그리고 이자율은 아직까지 자유화되어 있지 않다. 따라서 단기적으로 이자율의 차이가 발생한다고 하더라도 투자포트폴리오를 조정할 수 있는 가능성이 낮기 때문에 환율에 영향을 주지 않을 수 있다.

한편 물가안정을 목적으로 하는 통화정책의 경우, 물가가 상승하면 이에 대응하여 기준금리를 인상하는 경우가 많다. 이 경우 일시적으로 통화 긴축국의 통화가 평가절하되는 현상이 나타날 수 있다. 기준금리 인상은 통화정책의 전환으로 인해 확대된 유동성을 회수하려고 하는 것이나, 일반적으로 통화정책의 효과는 시차가 있는 경우가 많으므로 환율은 기존 확대된 유동성에 의해서 지속적으로 평가절하되고 있는 상황일 수도 있다.

5. 원/위안 환율 결정요인 분석

가. 자료 및 분석방법

우리나라와 중국과의 원/위안 환율의 결정요인들이 우리나라와 중국 간의 금융시장, 물가 혹은 정책 등의 변수에 어떻게 영향을 받는지를 분석한다.

표 4-4. 분석자료의 표준 통계량

	한·중 물가상승률 차	미·중 물가상승률 차	한·중 기준금리 차	미·중 기준금리 차	한·중 국채 금리 차	미·중 국채 금리 차	원/달러 환율 로그차분	원/위안 환율 로그차분
평균	-0.2779	-0.9861	0.4401	2.9552	1.3237	-0.3599	0.0016	0.0047
중앙값	-0.5	-0.75	0	3	1.5956	-0.4882	-0.0015	0.0023
최고값	5.7	3.1	2	4.14	2.8713	2.7496	0.1603	0.1606
최소값	-5.1	-4.7	-0.25	2.25	-0.4989	-2.9941	-0.0857	-0.0850
표준편차	2,1854	1,7606	0,8394	0,6569	0,9652	1,5933	0,0301	0,0300

자료: 한국은행 경제통계시스템(검색일: 2013. 6. 3); Bloomberg DB(검색일: 2013. 6. 3) 자료를 바탕으로 저자 계산

환율은 한국은행의 경제통계시스템에서 구했으며, 다른 모든 자료는 블룸버그 데이터베이스를 통해서 구했다. 채권금리의 영향 분석에서 사용했던 자료와 마찬가지로 중국 국채금리 자료는 2006년 3월부터 존재하였으며, 본 분석을 시작한 시점에서 물가상승률은 2013년 3월 자료까지 발표되었으므로 분석대상기간은 2006년 3월부터 2013년 3월까지로 제한하였다. 소비자물가는 지수를 기준으로 전년동월대비 증가율로 계산하였다. 국채금리는 3년 만기 채권금리를 기준으로 하였다. 우리나라 채권시장에서 국고채 3년물의 유동성이 가장 풍부하기 때문에 시장금리의 기준역할을 하고 있어 3년 만기 국채를 선택하였다.

물가상승률은 표본기간 동안 평균적으로 우리나라보다 중국의 물가상승률이 높았다. 금융위기로 인한 경기의 급격한 둔화로 2009년 중국이 디플레이션을 경험했을 때, 원화의 평가절하로 인한 수입물가의 상승으로 우리나라 물가상승률은 2% 이상을 유지하면서 우리나라와 중국의 물가상승률 격차가 5.7%포인트까지 확대되었다. 금융위기 이전에는 애그플레이션으로 일컬어지는 농산물가격의 급등과 국제유가의 급등으로 인해 중국의 물가상승률이 높아졌으나, 중국의 비용상승이 세계로 전이되는 데 시차가 발생하면서 우리나라 물가가 중국 물가보다 크게 낮은 상황이 발생했다. 금융위기 이전에는 중국의 물가상승률이 우리나라 물가상승률에 선행하였는데 금융위기 이후에는 그 선행성이 모호해졌다. 미국과 중국의 물가상승률 차이도 우리나라와 중국의 물가상승률 차이와 비슷한 패턴을 보여주었다. 다만 금융위기 중에는 중국이 사실상 고정환율제를 실시하여 우리나라와는 달리 통화의 평가절하로 인한 물가상승이 나타나지 않았기 때문에 중국과 미국의 물가상승률 차이는 크지 않았다. 중국과 미국의 물가상승률 차이는 2006년 상반기에 중국 물가상승률이 미국보다 낮았던 시기를 제외하면 대부분 중국의 물가상승률이 미국의 물가상승률보다 높았으며, 그 차이는 우리나라의 물가상승률과 중국의 물가상승률 간 차이보다 크지 않았다.

우리나라, 미국과 중국의 기준금리를 비교하면 평균적으로 우리나라의 기준금리가 높았다. 금융위기 이후 미국의 기준금리는 제로수준을 유지하고 있으며, 우리나라와 중국의 기준금리는 제로금리수준과는 거리를 두면서 큰 차이 없이 움직였다. 중국의 기준금리가 한국과 미국의 기준금리에 비해서 낮게 유지되었던 시기는 금융위기 이전이며, 이후에는 미국과

중국의 기준금리가 비교적 큰 폭으로 차이를 나타낸 반면, 우리나라와 중국의 기준금리는 중국의 기준금리가 소폭 높은 가운데 큰 차이를 보이지 않았다.

우리나라와 미국의 국채금리는 표본기간 중 대체로 하락했다. 하락폭은 우리나라의 국채금리에 비해서 미국 국채금리가 컸다. 중국의 국채금리는 대체로 큰 경향 없이 횡보했다고 할 수 있으므로 중국과 우리나라 국채금리를 비교하면 평균적으로 우리나라의 국채금리가 높았으며, 미국과 중국의 국채금리를 비교하면 미국이 더 낮았다. 미국의 국채금리가 중국 국채금리보다 낮아진 시기는 글로벌 금융위기 이후이다.

원/달러 환율과 원/위안 환율은 표본기간 중 평균적으로 상승해 원화가 달러 및 위안화에 비해 평가절하되었다고 볼 수 있다. 금융위기 발발로 국내 금융시장의 외화자금 공급에 차질을 빚으면서 원/달러 환율은 크게 상승하였다. 금융위기 중 원/달러 환율의 급격한 상승으로 인해 원/달러 환율을 로그차분한 값의 평균은 양수이나 중앙값은 음수로 나타나 금융위기 이후 원/달러 환율이 지속적으로 하락했음을 알 수 있다. 원/위안 환율은 금융위기 이후에도 하락폭이 원/달러 환율에 비해서 크지 않았다. 금융위기 중 2008년 3월부터 2010년 6월까지 위안/달러 환율이 사실상 고정환율제로 운영되면서 원/달러 환율과 원/위안 환율이 동행했다. 그러나 이후 지속적으로 위안화가 절상되면서 원/달러 환율의 하락에도 불구하고 위안/달러 환율은 크게 하락하지 않았다. 따라서 원/달러 환율과 원/위안 환율의 표준편차, 최고값 및 최소값은 거의 비슷하고 중앙값은 원/달러 환율의 경우 양수이나 위안/달러 환율은 음수를 나타내고 있다.

표 4-5. 변수들의 상관계수

	한·중 물가상승률 차	미·중 물가상승률 차	한·중 기준금리 차	미·중 기준금리 차	한·중 국채금리 차	미·중 국채금리 차	원/달러 환율 로그차분	원/위안 환율 로그차분
한·중 물가상승률 차	1,000							
미·중 물가상승률 차	0,740	1,000						
한·중 기준금리 차	-0,155	0,202	1,000					
미·중 기준금리 차	-0,689	-0,544	0,064	1,000				
한·중 국채금리 차	0,377	0,384	0,667	-0,302	1,000			
미·중 국채금리 차	0,270	0,447	0,789	-0,420	0,883	1,000		
원/달러 환율 로그차분	-0,137	-0,075	0,110	0,309	0,040	-0,073	1,000	
원/위안 환율 로그차분	-0,209	-0,136	0,143	0,370	0,032	-0,079	0,991	1,000

자료: 한국은행 경제통계시스템(검색일: 2013. 6. 3); Bloomberg DB(검색일: 2013. 6. 3)의 자료를 바탕으로 저자 계산.

변수들의 상관계수로 볼 때, 원/위안 환율은 원/달러 환율과 가장 높은 상관관계를 보여주었다. 원/위안 환율은 우리나라와 중국의 물가상승률의 차이가 커질 때는 하락한 반면, 우리나라와 중국의 국채금리의 차이가 커질 때 상승했다. 즉 이자율 평형조건에서 예측하는 것과는 반대방향으로 움직였다. 우리나라에서 중국 채권에 투자하는 규모는 미미하며, 중국의 우리나라 채권투자 규모는 큰 편이나 아직까지 외국인 채권투자가 우리나라 국채수익률에 큰 영향을 주지 않는다는 점에서 이자율 평형조건으로 설명되는 부분이 환율에 미치는 영향이 크지 않은 이유로 보인다. 또한 우리나라와 중국의 기준금리의 차이가 클수록 원/위안 환율이 상승하는 것으로 나타났다. 통화정책의 차이로 예상되는 환율의 움직임과는 반대의 결과인데, 이는 앞절에서 설명한 것과 같이 유동성 변동과 통화정책의 변화간 시차가 존재하기 때문이라고 유추할 수 있다.

분석방법은 채권금리의 영향을 분석한 방법과 마찬가지로 최소자승법을 활용한 회귀분석을 이용한다. 다만 시계열자료의 특성을 감안하고 금융변수의 특성으로 인해 잔차항에 자기상관과 이분산이 존재할 것을 고려하였다. 따라서 계수추정치의 표준편차를 구할 때 Newey and West(1987)⁴⁴⁾에서 제시한 이분산과 자기상관에도 일관성을 유지하는 표준편차를 계산하였다.

원/위안 환율을 피설명변수로 양국 물가, 이자율 및 기준금리의 차이를 설명변수로 선형모형을 설정하였다.

$$(모형 1) \text{ 원/위안}_t = \alpha + \beta_1 \text{ 물가차이}_t + \beta_2 \text{ 이자율차이}_t + \beta_3 \text{ 기준금리차이}_t + \epsilon_t$$

[식 4-4]

설명변수로서 양국의 물가, 국채금리와 기준금리의 차이를 포함하였다. 양국의 물가의 차이는 구매력 평형조건에 의해 환율이 변동되는 것을 살펴보는 것이며, 국채금리의 차이는 이자율 평형조건에 의한 환율 변동을 살펴본다. 양국의 기준금리 차이를 이용해서 통화정책의 차이로 인한 환율의 변동을 살펴본다.

한편 원/위안 환율은 실제적으로 시장의 거래를 통해서 결정되는 환율은 아니다. 원과 위안을 직접 교환하는 시장은 현재까지 존재하지 않으며, 원/위안 환율은 원/달러 시장과 위안/달러 시장에서 결정되는 환율의 재정환율로 고시된다. 더욱이 위안/달러 환율에 대해서 중국은 관리변동 제도를 통해 직접적인 영향력을 행사하고 있다. 따라서 중국 정부당국의

44) Newey and West(1987), pp. 785-786.

외환정책에 대한 고려를 해야 할 것이다. 표본기간 중 중국은 위안화 환율의 일일변동 허용 폭을 확대해왔다. 위안/달러 환율의 최대 일일변동폭은 관리변동환율 채택 이후 $\pm 0.3\%$ 를 시작으로 차례로 $\pm 0.5\%$ 와 $\pm 1\%$ 로 확대되어왔다. 환율 변동폭의 확대는 위안/달러 환율이 시장에 의해 결정되도록 하려는 중국 정부당국의 노력이라고 해석될 수 있다. 또한 2008년 3월에서 2010년 6월까지 중국정부가 실질적으로 환율제도의 변경을 선언하지는 않았으나 위안화/달러 환율이 매일 같은 값으로 고시되면서 사실상 고정환율제도를 시행하였다. 이런 환율제도의 변동에 의한 원/위안 환율의 변동 가능성을 반영하기 위해 환율 변동폭 확대에 관련된 두 더미변수들(각각 $\pm 0.5\%$, $\pm 1\%$ 로의 확대 이후를 1로 하는 변수)과 사실상 고정환율제도를 실시했던 기간을 나타내는 더미변수를 추가하여 분석한다.

$$\text{(모형 2) 원/위안}_t = \alpha + \beta_1 \text{물가차이}_t + \beta_2 \text{이자율차이}_t + \beta_3 \text{기준금리차이}_t \\ + \gamma_1 0.5\% \text{더미} + \gamma_2 1\% \text{더미} + \gamma_3 \text{고정환율더미} + \epsilon_t$$

[식 4-5]

실질적으로 원/위안 직접교환시장이 형성되지 않은 점을 감안하면 원/위안 환율에 영향을 주는 환율로서 원/달러 환율이 가장 중요할 것이다. 상관관계에서도 볼 수 있듯이 원/위안 환율에서 원/달러 환율이 차지하는 비중이 상당하다. 따라서 원/달러 환율을 설명변수로 추가하여 분석하였다.

$$\text{(모형 3) 원/위안}_t = \alpha + \beta_1 \text{물가차이}_t + \beta_2 \text{이자율차이}_t + \beta_3 \text{기준금리차이}_t \\ + \gamma_1 0.5\% \text{더미} + \gamma_2 1\% \text{더미} + \gamma_3 \text{고정환율더미} \\ + \delta_1 \text{원/달러}_t + \epsilon_t$$

[식 4-6]

한편 위안/달러 환율의 변동에 대해서 우리나라와의 물가, 금리 및 정책을 비교하는 것보다는 미국과의 물가, 금리 및 정책을 비교하는 것이 타당할 것이다. 따라서 위안/달러 환율을 따로 분석하여 이를 보고하였다.

$$(모형 4) \text{ 위안/달러}_t = \alpha + \beta_1 \text{물가차이}_t + \beta_2 \text{이자율차이}_t + \beta_3 \text{기준금리차이}_t + \gamma_1 0.5\% \text{더미} + \gamma_2 1\% \text{더미} + \gamma_3 \text{고정환율더미} + \epsilon_t$$

[식 4-7]

각 분석에서 연속변수들의 경우는 설명력이 떨어지는 변수가 존재할 때 이를 제외하고 다시 분석하였다. 물가, 금리, 기준금리 등은 채권시장을 분석한 것에서 알 수 있듯이 서로 영향을 주는 변수로서 다중공선성이 의심될 수 있다. 따라서 설명변수 중 설명력이 떨어지는 것으로 나타나는 변수를 제거하여 봄으로써 다중공선성의 문제로 인해 떨어지는 설명력이 얼마나 되는지를 가늠하여 본 것이다.

이러한 분석을 통해 우리나라와 중국의 물가, 채권금리의 차이가 환율에 미치는 영향과 통화정책이 환율에 미치는 영향을 살펴볼 수 있을 것이다. 원/달러 환율이 설명하는 부분이 얼마나 되는지 회귀분석을 통해서 알아보고 이 부분이 차지하는 비중으로 판단되는 원/위안 시장의 독립성 혹은 두 나라 금융시장의 관련성이 원/위안 환율에 미치는 영향 등을 살펴보고자 한다.

나. 회귀분석결과

[표 4-6]에 원/위안 환율의 결정요인에 대한 회귀분석결과를 표시하였다. 첫 번째 열(모형 2)은 원/달러 환율을 제외한 양국의 물가, 금리 및

기준금리의 차이와 위안/달러 환율의 제도 변화가 원/위안 환율에 미치는 영향을 분석한 것이다. 10% 유의수준에서 통계적으로 의미 있는 변수는 우리나라와 중국의 국채금리와 기준금리의 차이, 사실상 고정환율제도의 실시 등이었다. 우리나라와 중국의 국채금리 차이에 의한 환율 변동은 이자율 평형조건에서 예측되는 방향과 일치하였으나, 기준금리의 차이는 통화정책의 차이로 추론되는 방향과는 반대방향으로 나타났다. 통화긴축이 실시될 때는 일반적으로 과도한 통화량으로 인한 문제가 나타날 때이며, 통화긴축의 시행효과는 시차를 두고 미래에 나타나는 점을 감안할 때 통화정책으로 인한 환율의 변동 방향을 이해할 수 있을 것이다. 중국정부의 사실상 고정환율제도 실시 더미변수는 통계적으로 유의한 설명력을 가졌으나, 해당 기간 동안 원/위안 환율의 변동폭이 확대된 것으로 나타났다. 사실상 고정환율제도 실시는 원/위안 환율이 고정되어 있음을 의미하는 것이 아니고 위안/달러가 고정환율로 유지됨을 의미하므로, 원/위안 환율을 원/달러 환율과 위안/달러 환율로 분리하여 고려하면 위안/달러 환율이 일정함에도 불구하고 해당 기간 동안 원/달러 환율의 변동성이 확대되었음을 의미한다. 고정환율제도가 실시된 기간이 2008년 7월에서 2010년 6월임을 감안하면 이해할 수 있는 결과이다. 우리나라 원/달러 환율은 이 기간 동안 1,000원/달러 미만에서 1,600원/달러까지 올라갔다가 1,200원/달러대로 하락했다.

두 번째 열은 통계적으로 10% 유의수준에서 의미가 없어 보이는 물가의 차이를 제외한 회귀분석의 결과이다. 모든 변수를 포함한 결과와 크게 다르지 않으나 일부 위안화 환율제도의 변동에 대한 더미변수들 중 0.5%로 일일변동폭 확대 더미변수는 통계적으로 의미 있는 변수로 나타났으며,

표 4-6. 원/위안 환율 결정요인 분석결과

설명변수	피설명변수: 원/위안환율(로그값의 1차 차분) HAC(Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent) standard error (Newey and West, 1987)			
	(1)	(2)	(3)	(4)
한·중 물가상승률 차	-0.0034 (0.0032)		-0.0004 (0.0003)	
한·중 국제금리 차	-0.0145 (0.0078)*	-0.0184 (0.0085)**	-0.0005 (0.0011)	
한·중 기준금리 차	0.0253 (0.0104)**	0.0324 (0.0111)***	0.0022 (0.0012)*	0.0022 (0.0007)***
위안/달러 환율변동폭 0.5%로 확대 더미	0.0193 (0.0141)	0.0326 (0.0109)***	0.0045 (0.0015)***	0.0059 (0.00016)***
위안/달러 환율변동폭 1%로 확대 더미	-0.0030 (0.0080)	-0.0080 (0.0074)	-0.0028 (0.0015)*	-0.0028 (0.0013)**
사실상 페그제 실시 더미	0.0348 (0.0190)*	0.0262 (0.0164)	-0.0027 (0.0016)	-0.0047 (0.0008)***
원/달러 환율의 로그의 1차 차분			0.9781 (0.0096)***	0.9823 (0.0086)***
표본수	85	85	85	85
R2	0.1707	0.1544	0.9890	0.9823

주: () 안은 표준편차, *, **, *** 은 각각 10%, 5%, 1% 유의수준에서 통계적으로 유의함을 나타냄.
자료: 저자 작성.

사실상 고정환율제도의 실시 더미변수는 통계적으로 의미가 없어졌다. 두 나라 사이에 기준금리의 차이 및 채권시장의 변동이 원/위안에 미치는 영향이 있었으나, 위안화 환율제도의 변화가 원/위안 환율의 변동에 영향을 주었다고 볼 수는 없었다.

세 번째 열(모형 3)은 설명변수에 원/달러 환율의 변동을 추가한 분석이다. 원/달러 환율변수를 제외하면 우리나라와 중국의 기준금리 차이, 변동폭 확대 더미변수들이 10% 유의수준에서 통계적으로 의미 있는 변수였다. 기준금리의 차이는 이전 분석과 마찬가지로 우리나라의 기준금리가

중국보다 더 빠르게 상승할수록 원/위안 환율을 상승시키는 요인으로 작용하였다. 이는 앞서 설명한 대로 통화긴축 실시의 이유와 통화정책의 효과 발생 시차에서 그 원인을 찾을 수 있다. 위안화 환율의 변동폭 확대변수는 $\pm 0.5\%$ 로 확대했을 때는 원/위안 환율을 상승시켰으나 $\pm 1\%$ 로 확대했을 때는 하락시켰다. 금융위기 이후 외환시장의 안정된 시기에 $\pm 1\%$ 로 일일변동폭을 확대하였기 때문에 최대 변동폭 확대 실시가 위안화 환율의 실질적인 일일변동폭 확대로 연결되지 않은 것으로 보인다. 자유변동환율 제도를 채택하고 있는 국가들의 경우에도 일일 환율의 변동이 1% 이상인 경우는 (우리나라의 경우 약 11원/달러) 드물기 때문에 0.5%에서 추가적인 최대 변동폭 확대가 위안/달러 환율의 실질적인 변동폭 확대로 연결되지 않은 것으로 보인다. 사실상 고정환율제도 실시의 경우에는 원/달러 변동을 설명변수로 추가하였을 때 원/위안 환율의 변동성을 하락시킨 요인으로 작용했다. 이는 앞의 분석에서 원/위안 환율의 변동성 확대를 가져온 것과는 반대의 결과로 원/달러 변동을 제외할 때 사실상의 고정환율제도의 실시는 원/위안 환율의 변동성을 축소시키는 요인임을 나타낸다.

[표 4-7]에서는 달러/위안 환율의 결정요인을 분석하였다. 일반적으로 위안/달러 환율이 고시되나 이전의 분석과 비교해석의 편이를 도모하기 위해 위안을 기준으로 한 달러환율을 설명변수로 사용하였다. 이는 [표 4-6]에서 원/달러 환율의 변동을 설명변수로 추가할 경우의 원/위안 환율의 변동에서 원/달러 환율변수의 효과를 제거하는 유사한 결과를 가져올 것으로 보인다. 그러므로 [표 4-7]의 첫 번째 열에서는 미국과 중국의 물가, 금리 및 기준금리의 차이가 아닌 이전의 분석에서 사용했던 우리나라와 중국의 물가, 금리 및 기준금리의 차이를 가지고 분석해보았다.

달러/위안 환율의 변동에는 우리나라와 중국의 물가, 금리 및 기준금리의 차이가 유의수준 10%에서 통계적으로 무의미했다. 중국 위안화 환율제도의 변화 중 변동폭을 $\pm 1\%$ 로 확대한 것은 통계적으로 의미 있는 영향을 미쳤다. $\pm 0.5\%$ 로의 일일변동폭 확대는 달러/위안 환율의 변동폭을 확대시켰으며, 사실상 고정환율제도의 실시는 달러/위안 환율의 변동폭을 축소시켰다. 그러나 $\pm 1\%$ 로의 일일 최대 변동폭을 확대한 것은 되레 환율의 변동을 축소시켰는데, 이는 이 기간 동안 달러 시장이 안정되었던 점과 일일 최대 변동폭을 $\pm 0.5\%$ 에 $\pm 1\%$ 로 확대한 것의 추가적인 효과가 크지 않은 점 등이 반영된 것으로 해석할 수 있다. 실질적으로 달러/위안 환율 변동에는 미국과 중국의 물가, 금리 및 기준금리의 차이가 설명변수가 될 것이다. 두 번째 열(모형 4)에서 이 변수들이 고려되어 있다. 세 변수 모두 원/위안 분석에서와 같은 방향의 영향을 보여주었다. 통계적으로 유의미한 변수는 미국과 중국의 정책금리 차이뿐이었다. 중국의 미국 국채 보유량이 많기는 하지만 대부분 외환보유의 목적으로 국채를 보유하고 있기 때문에 국채금리의 변동에 큰 영향을 주지는 않는 것으로 보인다. 따라서 두 나라간의 채권투자 자본이동이 환율을 결정하는 데 큰 역할을 하지 않는 것으로 사료된다. 물가 변동은 우리나라, 중국과 마찬가지로 물가 지수 산정 바스켓의 차이와 중국으로부터 미국으로의 무역 일방향성 등으로 인해 환율 변동에 큰 영향을 주지 않은 것으로 사료된다.

통계적으로 무의미한 연속변수인 물가 변동과 국채금리의 변동을 제외하고 회귀분석한 것을 살펴보면, 위안/달러 환율의 변동에 제도 변동이 모두 통계적으로 유의미한 영향을 주었다. 두 번째 열의 결과와 그 방향성은 모두 일치하였다. 두 나라의 물가상승률 차이와 국채금리의 차이가

일일 환율 변동폭을 $\pm 0.5\%$ 로 확대한 시점과 사실상 고정환율제도를 실시한 시점이 연동되어 이러한 결과가 나타난 것으로 보인다. 물가상승률의 경우 환율 변동폭을 $\pm 0.5\%$ 로 확대한 시점과 비슷한 시기에 미국의 물가상승률과 중국의 물가상승률 차이가 양수에서 음수로 전환되었다. 금융위기 중에는 두 나라의 물가상승률 차이가 급격히 줄어들었다. 이 기간에 위안화 환율제도는 사실상 고정환율제도로 운용되었다. 두 나라의 국제금리 차이는 금융위기기간에는 비교적 일정했으나, 다른 기간에는 축소되는 모습을 보여주었으며, 두 나라의 금리간 차이가 축소되기 시작한 시점은 위안화 환율 변동폭을 $\pm 0.5\%$ 로 확대한 시점과 비슷하다. 따라서 물가와 금리의 차이변수를 제외하고 분석할 때 두 변수와 상관성이 높은 변수인 위안화 환율 변동폭 $\pm 0.5\%$ 로 확대 및 사실상 고정환율제도 실시 더미변수의 영향력이 크게 나타났다. 그러나 본 분석의 결과만 가지고 해당 변수들 중 어느 변수가 더 영향력이 큰지는 판별이 불가능하다.

[표 4-6]과 [표 4-7]의 결과를 비교하면, 각 설명변수가 원/위안 환율의 변동보다는 달러/위안 환율의 변동을 더 잘 설명하는 것을 발견할 수 있다. 우리나라와 중국의 경우 금리와 기준금리의 차이가 설명력 있는 변수이지만 중국의 외환제도 변경은 원/위안 환율에 큰 영향을 준다고 보기는 힘들었다. 원/달러 변동을 추가하고 나서야 위안화 환율제도의 변동이 예상하는 방향과 일치하였다. 결국 원/위안 환율 변동의 대부분은 원/달러 변동이 결정함을 다시 한번 상기시키는 결과라고 볼 수 있다. [표 4-7]에서 기준금리의 차이가 달러/위안 환율 변동을 잘 설명하고 위안화 환율제도의 변화 역시 마찬가지로 설명력이 높았다. 따라서 아직까지 우리나라와 중국의 환율에서 우리나라 및 중국의 채권시장 변동보다는 두 나라의

표 4-7. 달러/위안 환율 결정요인 분석결과

설명변수	피설명변수: 달러/위안환율 (로그값의 1차 차분) HAC(Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent) standard error (Newey and West, 1987)		
	(1)	(2)	(3)
한·중 물가상승률 차	-0.0003 (0.0003)		
미·중 물가상승률 차		-0.0004 (0.0004)	
한·중 국채금리 차	-0.0002 (0.0011)		
미·중 국채금리 차		-0.0017 (0.0011)	
한·중 기준금리 차	0.0017 (0.0012)		
미·중 기준금리 차		0.0016 (0.0008)*	0.0007 (0.0003)**
위안/달러 환율변동폭 0.5%로 확대 더미	0.0042 (0.0014)***	0.0024 (0.0018)	0.0054 (0.0019)***
위안/달러 환율변동폭 1%로 확대 더미	-0.0028 (0.0015)*	-0.0032 (0.0015)**	-0.0031 (0.0013)**
사실상 페그제 실시 더미	-0.0035 (0.0016)***	-0.0021 (0.0017)	-0.0051 (0.0007)***
표본 수	85	85	85
R2	0.3781	0.3948	0.3506

주: () 안은 표준편차, *, **, *** 은 각각 10% 5% 1% 유의수준에서 통계적으로 유의함을 나타냄.
자료: 저자 작성.

유동성 차이가 중요한 변수임을 알 수 있다. 중국 외환제도의 변동은 위안/달러에 영향을 주나 직접적으로 원/위안에 영향을 주는 것은 아니며 원/달러의 변동이 위안/달러 변동의 대부분을 차지하고 있다는 점을 알 수 있다. 원/위안 환율의 변동성을 분석해보면 원/위안 환율의 변동 중 원/달러 환율의 변동이 차지하는 비중이 61.7%이며 나머지가 위안/달러 환율의 변동으로 설명할 수 있다. 따라서 위의 원/위안 환율 변동요인 분석 중 원/달러가 차지하는 비중이 큰 것을 이해할 수 있으며, 위안/달러 환율의 변동이 원/위안의 환율에 큰 영향을 주지 않고 있다.

6. 소결 및 시사점

우리나라 채권금리는 경기와 물가 변동에 의해서 영향을 받으면서 변동했다. 금융위기 이전 국제상품가격, 특히 국제유가의 급등으로 인해 물가상승률이 6% 가까이 올라가면서 정책금리도 인상되어 채권금리가 상승했다. 금융위기 이후 정책금리를 크게 인하해 시장금리도 하락했다. 그러나 시장금리의 하락폭은 금융시장의 유동성 경색으로 인해 정책금리 인하 폭에 미치지 못했다. 글로벌 금융위기에서 벗어나면서 경기가 일시적으로 회복되었으나 2010년 이후 지속적으로 경기가 둔화되었고 물가상승률도 지속적으로 하락하면서 금융위기 이후에는 전반적으로 금리가 하락했다. 중국 채권금리는 금융위기까지는 우리나라 채권금리와 비슷한 움직임을 보였으나, 경제성장세가 우리나라보다 지속적으로 높게 유지되어 금융위기 이후 금리는 우리나라 금리만큼 하락하지 않았다.

중국 채권금리 변동이 우리나라 채권금리에 미치는 영향을 분석한 결과 직접적인 영향은 작았다. 경기 및 물가, 정책 동조화 현상으로 나타나는 경로를 모두 포함하면 우리나라 채권금리에 미치는 영향은 통계적으로 유의하였다. 그러나 두 경로를 제외하면 중국 채권금리 변동이 우리나라 채권금리에 미치는 영향이 통계적으로 유의하지 않았다. 따라서 아직까지 우리나라 채권 시장에 미치는 중국 채권금리의 직접적인 영향은 없다고 판단할 수 있다.

우리나라와 중국 간의 환율 변동에서는 양국의 유동성 차이가 설명력이 있는 것으로 분석되었다. 두 나라 사이에서 채권금리의 차이는 이자율 평형조건에서 예상하는 방향과 일치하는 효과를 보여줬으며, 양국의 통화정책을 나타내는 기준금리의 차이는 통화정책 실시의 배경 및 그 효과가

나타나는 시차 등의 이유로 예상되는 방향과 반대의 결과를 보여줬다. 위안화 환율제도의 변동은 $\pm 0.5\%$ 로 일일 환율 변동폭을 확대한 것을 제외하면 영향을 주지 않거나 예상과 반대의 영향을 주었다. 아직까지 원/위안 환율 변동의 대부분은 원/달러 환율의 변동으로 설명되었으며, 이외의 변동은 위안/달러 환율의 변동이므로 우리나라와 중국의 금융시장 차이로 인해서 결정된다고 주장하기 어렵다. 위안/달러 환율의 변동은 관련 제도 변화에 영향을 받았으며, 양국의 기준금리 차이에 의해서 영향을 받는 것으로 분석되었다. 결국 원/위안 환율의 변동에서 양국의 유동성 차이가 중요한 설명변수였으며 위안/달러 환율 제도의 변동은 큰 영향을 주기 어려운 구조였다고 볼 수 있다.

이렇듯이 두 나라의 금융시장 변동이 환율에 영향을 주지 않고 있는 것은 두 나라 사이의 직접교환을 행하는 시장이 존재하지 않는 것이 가장 중요한 요인이다. 두 나라 사이에 외환시장이 존재하고 거래가 활발하다면 금리, 기준금리 등의 영향이 더욱 커질 것이다. 특히 중국이 우리나라 채권시장에서의 외국투자자금 집계로 볼 때 세 번째로 많은 투자를 하고 있는 것은 중국의 채권투자로 인해서 외환시장이 영향을 받을 수 있는 잠재력을 보여준다. 다만 중국과 미국의 관계에서 보듯이 중국의 채권투자가 외환보유액으로 집중된다면, 시장이자율 결정에 큰 영향을 주지 못하므로 환율에 미치는 영향이 제한적일 수 있다.

제5장 결론 및 시사점

1. 요약
2. 정책적 시사점 및 대응방안



1. 요약

제2장에서는 중국정부의 채권 관련 정책과 채권시장 현황, 향후 발전방향 등에 대해서 알아보았다. 또한 중국의 해외투자 확대와 한국 채권시장에서의 위상에 대해서 논하였다. 중국 채권시장은 1997년 은행간 시장이 개설되고, 2001년 중국이 WTO에 가입하면서 본격적인 성장기에 접어들게 되었다. 중국정부는 채권시장 활성화를 위해 가장 활성화된 유통시장인 은행간 채권시장의 참가자격을 점차 확대하였고 자산유동화증권과 중기어음, 집합어음, 기업어음 등 상품을 다양화하였다. 다만 해외투자자의 중국 채권투자나 민간기업의 채권 발행과 관련해서는 아직까지 많은 제한이 남아 있다. 중국의 채권시장 규모는 빠르게 확대되었지만 경제규모 등을 고려할 때 아직까지 발전이 더딘 상황이다. 중국이 세계 GDP에서 차지하는 비중은 약 10%인 반면, 세계 채권시장에서 차지하는 비중은 약 5%에 불과하다. 규모 면에서 뿐만 아니라 시장구조가 불균형적이라는 것도 문제점으로 지목되고 있다. 채권 발행잔액을 기준으로 전체의 74%가 국채와 금융채인 반면 회사채 비중은 9%에 불과하다. 회사채는 대부분 국영기업이 발행함으로써 채권시장이 아직까지 민간의 신용창출수단으로서의 기능을 제대로 하지 못하고 있음을 알 수 있다. 또한 채권의 대부분을 상업은행 그 중에서도 국유 상업은행이 보유하고 있는 등 채권시장 참가자 구성도 불균형적으로 이루어져 있다. 또한 외국인투자자에게 매우 제한적으로 접근을 허용하는 등 대외개방수준이 낮다. 최근에는 가장 큰 채권 유통시장인 은행간 시장을 적격외국인투자자(QFII)들에게 개방했지만 전체 포트폴리오투자금액 승인한도가 채권시장 발행잔액의 1.1%에 불과하다.

중국정부가 최근 중점적으로 추진하고 있는 향후 위안화 국제화, 자본계정 자유화, 경제성장방식 전환 등을 고려할 때 향후 중국 채권시장은 역외 채권시장의 육성, 역내 채권시장 개방, 회사채 발행 증가 등의 방향으로 발전될 것으로 예상된다. 위안화 국제화를 지속적으로 추진하기 위해서는 위안화에 대한 수요를 유지하는 것이 필요한데, 이를 위해 위안화의 투자통화로서의 역할 확대를 모색해야 한다. 일본, 독일, 호주 등 기존의 사례에서도 자국통화의 국제화 추진 시 비거주자의 채권 발행 확대를 먼저 시도한 것을 알 수 있다. 이에 따라 중국정부도 역외 위안화 채권시장을 육성하는 데 힘쓸 것으로 보인다. 자본계정 자유화와 관련해서는 중국 금융시장의 낮은 발전 수준과 자본시장 개방의 부작용을 우려하는 중국정부 당국의 신중한 입장을 감안할 때, 완만한 속도로 이루어질 것으로 전망된다. 또한 경제성장방식 전환을 위해 기존 시스템하에서 자본조달이 어려웠던 중소 민간기업들의 회사채 발행이 증가할 것으로 보인다.

제3장에서는 중국의 환율제도 변화와 현황, 전망을 살펴보았다. 중국의 환율제도는 중국의 개혁·개방 정책과 함께 변화하여 왔으며 현재도 진행 중이다. 개혁·개방이 시작된 1978년 이전에는 계획환율제도를 운영하다가 이후에 한동안 이중환율제도를 운영하였다. 1994년 1월부터 일원화된 관리변동환율제도를 도입하면서 경제 상황과 개혁의 진행속도에 따라서 일일변동폭을 고정하거나 변화시키는 고정환율제와 관리변동환율제를 운영하였다. 현재 중국 환율제도 개혁은 위안화 국제화, 자본계정의 자유태환 등과 같이 추진되고 있다. 중국정부는 2013년 상하이 자유무역시범구와 같은 금융개혁을 위한 실험도 이미 시작했다. 18기 3중전회에서 나타난 금융개혁을 살펴보면, 자본계정 개방이 매우 신중하게 이루어질 것으로

전망된다. 환율제도 개혁은 자본계정 개방, 금리자유화와 함께 점진적으로 이루어질 것으로 전망된다.

제4장에서는 중국 채권금리 변동이 한국 채권금리에 미치는 영향을 분석하였다. 실증분석결과에 따르면 직접적인 영향은 작았으나, 경기 및 물가, 정책 동조화 현상으로 나타나는 경로를 통해 나타나는 간접적인 영향은 통계적으로 유의하였다. 그러나 두 경로를 제외하면 중국 채권금리 변동이 우리나라 채권금리에 미치는 영향이 통계적으로 유의하지 않았다. 따라서 한국 채권시장에 대한 중국 채권금리의 직접적인 영향은 없다고 결론지었다. 그러나 향후 중국 채권금리의 영향력이 커질 것으로 전망된다. 현재 미국달러가 국제통화로서 강력한 힘을 발휘하면서 조달금리역할을 하고 있는 상황에서, 중국이 위안화 국제화에 성공하고 금리를 자유화하면서 금융시장을 개방한다면 우리나라의 채권시장에 경기, 물가, 정책의 동조화 외 경로에서도 영향력이 커질 가능성은 충분히 있다.

또한 원/위안 환율의 결정요인들에 대해서 분석하였다. 실증분석결과, 한국과 중국 간 환율 변동에서 양국의 유동성 차이가 설명력이 있는 것으로 나타났다. 두 나라 사이에서 채권금리의 차이는 이자율 평형조건에서 예상하는 방향과 일치하는 효과를 보였으며, 양국의 통화정책을 나타내는 기준금리의 차이는 통화정책 실시의 배경 및 그 효과가 나타나는 시차 등의 이유로 예상되는 방향과 반대의 결과가 나타났다. 위안/달러 환율의 변동은 관련 제도변화에 영향을 받았으며, 양국의 기준금리 차이에 의해서도 영향을 받는 것으로 분석되었다. 결국 원/위안 환율의 변동에 있어 양국 유동성의 차이가 중요한 설명변수였으며, 위안/달러 환율 제도의 변동은 큰 영향을 주기 어려운 구조라고 해석되었다.

2. 정책적 시사점 및 대응방안

가. 대중국 투자에 대한 시사점

향후 중국정부가 역외 채권시장을 육성하고 점진적이지만 역내 채권시장을 개방할 것으로 전망됨에 따라 이를 적극적으로 활용할 필요가 있다. 중국은 2012년을 기준으로 우리나라 전체 수출의 25%, 전체 교역량의 20%를 차지하는 주요 무역상대국으로, 우리나라 입장에서는 중국과의 무역거래로 취득한 위안화를 운용할 수단이 필요하다. 우리나라 전체 수출에서 위안화로 결제한 비중은 아직까지는 0.2%인 133억 7900만 달러(2012년 기준)에 불과하다.⁴⁵⁾ 그러나 이는 불과 3년 전인 2009년에 비해 약 40배 늘어난 수준으로 증가속도가 매우 빠르다고 할 수 있다. 특히 우리나라는 대중국 무역 흑자국으로, 구조적인 측면에서 위안화 자금 유입이 늘어날 가능성이 크다.⁴⁶⁾ 이에 따라 역외에서 위안화표시채권 발행을 통해 위안화로 자본을 조달하거나 무역거래로 취득한 위안화를 역외 위안화표시채권에 투자하는 등 역내·외 위안화 채권시장에 참여해야 한다. 또한 외환보유액의 투자다변화 측면에서도 중국 국채는 상대적으로 금리가 높고 재정건전성 측면에서도 미국 등 다른 선진국에 비해 비교적 건전한 편이기 때문에 안정적이면서 상대적으로 고수익을 누릴 수 있는 중국 국채에 대한 투자를 확대할 필요가 있다.⁴⁷⁾

45) 대부분이 중국으로의 수출에서 발생한 위안화이다.

46) 이는 중국으로 수출하는 입장에서 결제통화를 수요자가 선택할 가능성이 높기 때문이다.

47) 이와 관련, 한국은행은 2012년 연차보고서를 통해 2012년 상반기에 중국 위안화 채권 및 주식 투자를 시작함으로써 외화자산의 통화 및 상품 구성 다변화를 추진한다고 밝혔다.

표 5-1. 위안화 적격외국기관투자자(RQFII) 투자액 승인 상황표

번호	분류	RQFII 명칭	누계 승인액	
1	채권	남방동영자산관리유한회사(南方东英资产管理有限公司)	261.00	
2		가실국제자산관리유한회사(嘉实国际资产管理有限公司)	112.50	
3		화하기금(홍콩)유한회사(华夏基金(香港)有限公司)	218.00	
4		대성국제자산관리유한회사(大成国际资产管理有限公司)	19.00	
5		회첨부자산관리(홍콩)유한회사(汇添富资产管理(香港)有限公司)	31.00	
6		박시기금(국제)유한회사(博时基金(国际)有限公司)	46.00	
7		해부통자산관리(홍콩)유한회사(海富通资产管理(香港)有限公司)	29.00	
8		화안자산관리(홍콩)유한회사(华安资产管理(香港)有限公司)	39.00	
9		역방달자산관리(홍콩)유한회사(易方达资产管理(香港)有限公司)	187.00	
10		공은서신자산관리(국제)유한회사(工银瑞信资产管理(国际)有限公司)	8.00	
11		상투마근자산관리(홍콩)유한회사(上投摩根资产管理(香港)有限公司)	8.00	
12		광발국제자산관리유한회사(广发国际资产管理有限公司)	24.00	
13		국투서은자산관리(홍콩)유한회사(国投瑞银资产管理(香港)有限公司)	8.00	
14		부국자산관리(홍콩)유한회사(富国资产管理(香港)有限公司)	13.00	
15	채권	낙안기금(홍콩)유한회사(诺安基金(香港)有限公司)	5.00	
16		공은아주투자관리유한회사(工银亚洲投资管理有限公司)	8.00	
	채권		1016.50	
17	증권	신은만국(홍콩)유한회사(申银万国(香港)有限公司)	19.00	
18		안신국제금융주식유한회사(安信国际金融控股有限公司)	14.00	
19		중국국제금융(홍콩)유한회사(中国国际金融(香港)有限公司)	17.00	
20		국신증권(홍콩)금융주식유한회사(国信证券(香港)金融控股有限公司)	17.00	
21		광대증권금융주식유한회사(光大证券金融控股有限公司)	27.00	
22		화태금융주식(홍콩)유한회사(华泰金融控股(香港)有限公司)	19.50	
23		국태군안금융주식유한회사(国泰君安金融控股有限公司)	33.00	
24		해통국제주식유한회사(海通国际控股有限公司)	49.00	
25		광발주식(홍콩)유한회사(广发控股(香港)有限公司)	17.00	
26		초상증권국제유한회사(招商证券国际有限公司)	17.00	
27		중신증권국제유한회사(中信证券国际有限公司)	9.00	
28		국원증권(홍콩)유한회사(国元证券(香港)有限公司)	15.00	
29		중투증권(홍콩)금융주식유한회사(中投证券(香港)金融控股有限公司)	8.00	
30		장강증권주식(홍콩)유한회사(长江证券控股(香港)有限公司)	2.00	
		합계		263.50

표 5-1. 계속

번호	분류	RQFII 명칭	누계 승인액
31		건은국제자산관리유한회사(建银国际资产管理(香港)有限公司)	8.00
32		태강자산관리(홍콩)유한회사(泰康资产管理(香港)有限公司)	16.00
33		중국인수부란극림자산관리유한회사(中国人寿富兰克林资产管理(香港)有限公司)	10.00
34		농은국제자산관리유한회사(农银国际资产管理(香港)有限公司)	8.00
35		항생투자관리유한회사(恒生投资管理(香港)有限公司)	10.00
36		신달국제자산관리유한회사(信达国际资产管理(香港)有限公司)	8.00
37	기타	흥증(홍콩)금융주식유한회사(兴证(香港)金融控股(香港)有限公司)	5.00
38		태평자산관리(홍콩)유한회사(太平资产管理(香港)有限公司)	8.00
39		중은홍콩자산관리유한회사(中银香港资产管理(香港)有限公司)	8.00
40		중국평안자산관리(홍콩)유한회사(中国平安资产管理(香港)有限公司)	10.00
41		회풍환구투자관리(홍콩)유한회사(汇丰环球投资管理(香港)有限公司)	8.00
42		풍수투자관리(홍콩)유한회사(丰收投资管理(香港)有限公司)	8.00
43		교은국제자산관리유한회사(交银国际资产管理(香港)有限公司)	8.00
44		혜리기금관리홍콩유한회사(惠理基金管理香港有限公司)	8.00
45		남화자산관리(홍콩)유한회사(南华资产管理(香港)有限公司)	5.00
46		중국동방국제자산관리유한회사(中国东方国际资产管理(香港)有限公司)	10.00
47	기타	동아은행유한회사(东亚银行有限公司)	10.00
48		동방금융주식(홍콩)유한회사(东方金融控股(香港)有限公司)	5.00
49		백서투자홍콩유한회사(柏瑞投资香港有限公司)	8.00
50		영풍국제자산관리(아시아)유한회사(永丰资产管理(亚洲)有限公司)	5.00
합계			166.00
총합계			1446.00

자료: 중국 국가외환관리국(<http://www.safe.gov.cn>, 검색일: 2013. 11. 29). 누계 승인액은 2013년 11월 29일 기준이다.

현재 중국은 QFII(적격외국인기관투자자), RQFII(위안화 적격외국인기관투자자) 등의 제도를 통해 외국인의 중국 내 포트폴리오투자를 허용하고 있다. 2002년에 시작된 QFII(적격외국인기관투자자)는 외국통화로 일정자격을 갖춘 외국투자기관이 상하이와 선전 주식시장의 A주 투자를 허용하는 제도이다. 2011년 12월 시작된 위안화 적격외국인기관투자자

(RQFII)제도는 외국인투자자들이 위안화로 중국의 주식, 채권 등 금융자산에 직접 투자할 수 있도록 했다. RQFII의 투자한도는 시행 당시 200억 위안에 불과했으나, 2012년 11월 2,700억 위안으로 확대되었다. 또한 2013년 3월에는 중국 증권, 자산운용사의 홍콩 내 자회사로 한정되었던 위안화 외국인투자 자격제한을 홍콩 소재의 외국계 금융기관 또는 자회사로 확대하였다.

나. 중국 금융시장 확대에 대한 시사점

첫째, 중국 채권시장이 점차 개방됨에 따라 해외투자자들의 포트폴리오를 변화시켜 우리나라 채권에 대한 수요에 영향을 미칠 수 있다. 해외투자자들의 채권투자는 수익성 측면에서 금리차익, 환차익 등과 안정성 측면에서 해당 국가의 신용도, 경제 펀더멘털 등에 따라 결정된다. 중국의 경우 상대적으로 금리가 높고 여러 가지 위험요인이 상존하긴 하지만 경제 펀더멘털은 양호한 상황으로 해외투자자들에게 매력적인 투자처가 될 수 있다. 이에 따라 향후 중국 채권시장 개방 확대 시 우리나라 채권수요가 약화될 가능성이 있으므로 관련 정책변화를 예의주시할 필요가 있다.

둘째, 중국투자자의 해외투자 증가 측면에서는 한국에 대한 투자증가가 예상된다. 아직까지 중국 개인투자자의 해외투자는 제한되어 있으며, CIC 등 중국 국부펀드나 QDII를 통한 해외투자가 가능하다. 그럼에도 불구하고 중국계 자금의 한국 채권투자는 2008년부터 급증하기 시작하였다. 국내 유입 잔액이 2008년 약 3,538억 원에서 2012년 말에는 16조 9,440억 원으로 약 48배 증가하였다. 특히 채권시장 투자증가세가 두드러졌는데, 우리나라 채권 보유잔액이 2008년 796억 원에서 2012년 말에는

10조 7,920억 원으로 약 135배 증가하였다. 이에 따라 중국계 자금의 전체 외국인 보유금액 대비 비중도 0.2%에서 11.9% 수준으로 급격하게 증가하여 중국이 한국 채권 보유국 3위로 부상하기에 이르렀다. 그러나 채권시장으로의 해외자본의 급격한 유입은 때로 대외여건 변화의 국내 파급효과를 증폭시킴으로써 시장의 변동성을 확대시키기도 한다. 이러한 이유로 중국투자자의 우리나라 투자 확대는 중국 경기 변동의 영향력을 실물뿐만 아니라 금융부문에까지 확대시킬 수 있다. 따라서 중국의 경제상황 등 모니터링을 강화하고 중국계 자금의 투자가 안정적이고 장기적인 투자로 이어질 수 있도록 정책을 강구해야 한다.

셋째, 중국 채권금리 변동이 우리나라 채권금리에 미치는 영향을 분석한 결과 직접적인 영향은 작았다. 즉 아직까지는 중국 채권시장이 한국 채권시장에 미치는 영향은 미미한 것으로 분석되었다. 한국의 채권금리는 경기와 물가 변동에 의해서 영향을 받으면서 변동하는 반면, 중국 채권금리에는 크게 반응하지 않았다. 단 경기 및 물가, 정책 동조화 현상으로 나타나는 경로를 모두 포함하면 중국 채권금리가 우리나라 채권금리에 미치는 영향은 통계적으로 유의한 것으로 나타났다.

중국은 2017년까지 금리를 자유화할 계획을 세우고 있다. 또한 위안화 국제화를 추진하고 있다. 장기적인 관점에서 볼 때 금리자유화와 위안화 국제화가 성공적으로 추진된다면, 외국인투자자들의 중국 채권에 대한 수요도 증가할 것이고 중국의 대외 채권투자도 증가할 것이다. 그런 경우 우리나라 채권시장에서도 중국 채권금리의 영향력이 커질 것이다. 현재 우리나라 채권시장에서 미국 채권금리의 영향이 큰 것은 외국인투자자들의 영향력이 크다는 점을 시사하고 있다. 이는 미국달러가 국제통화로서

강력한 힘을 발휘하면서 조달금리 역할을 하고 있기 때문인 것으로 해석할 수 있다. 따라서 중국이 위안화 국제화에 성공하고 금리를 자유화하면서 금융시장을 개방한다면, 우리나라의 채권시장에 경기, 물가, 정책의 동조화 외 경로에서도 영향력이 커질 가능성은 남아 있다.

넷째, 중국계 자금의 해외투자는 현재까지 민간에 의한 투자가 아닌 정부 주도의 투자로, 향후에는 민간에 의한 투자도 확대될 것으로 전망됨에 따라 이를 활용할 필요가 있다. 중국계 자금의 우리나라 채권투자는 대부분 국채 위주로 이루어지고 있는데, 이는 중국정부의 외환보유액 운용자산 다변화 시도와 관련하여 CIC 등 중국 국부펀드의 투자로 해석된다. 향후에는 QDII 자격을 획득한 중국 민간기관투자자들의 해외투자가 증가할 것으로 예상됨에 따라 이를 유치하여 장기적으로 활용하는 방안을 강구해야 할 것이다.

다. 중국 위안화에 대한 시사점

첫째, 중국의 환율제도 변화는 위안화 국제화, 금리자유화와 함께 매우 신중하게 이루어질 전망이다. 중국의 외환관리제도는 종합적인 성격의 법률 37개, 경상항목 27개, 자본항목 105개, 금융기관 69개, 위안화 환율 및 외환 시장 24개, 국제수지 및 외환통계 33개, 외환검사 및 법규활용 16개, 외환과학기술관리 4개 등으로 복합적으로 구성되어 있다. 결국 향후 환율제도 개혁은 위안화 절상의 속도를 늦추면서 다른 한편으로는 위안화 국제화를 빠르게 추진하는 양방향(two-way)방식을 추구할 것으로 보인다.

둘째, 원/위안 직거래 시장을 형성하여 향후 이를 적극 확대시켜 나가야 한다. 현재 원/위안 직거래 시장은 형성되어 있지 않은데, 가장 큰 원

인은 거래수요가 많지 않기 때문에 추정된다. 달러 대비 위안화의 가치가 급변하게 되면 자동으로 폭락 또는 폭등하는 문제가 발생하게 된다. 원/위안 시장을 통해 직거래가 활성화되면 실제 시장가치를 정확히 반영하고 변동폭도 축소시키는 효과를 기대할 수 있다. 현재 위안화의 직접교환이 허용되는 화폐는 미달러화, 일본엔화, 호주달러화, 영국파운드화이다. 최근 중국정부는 위안화와 싱가포르달러의 직거래 허용을 고려하고 있는 것으로 알려져 있다.

엔/위안 직거래시장은 2012년 6월 1일부터 일본과 중국의 은행간 외환 시장에서 시작되었다. 이러한 시도는 중국, 일본에 아시아 역내에서의 자국 통화 통용 가능성을 시험하는 것으로 보이며, 한국도 원화 국제화를 위해서는 이러한 원/위안 직거래 등을 시도해야 한다. 중국 상무부에 따르면 엔/위안 직거래시장 개설 후 1년이 지난 뒤 엔/위안의 하루 거래량이 중국 상하이 시장에서는 500억~1,000억 엔, 일본 도쿄시장에서는 150억 엔에 달했다고 발표하였다. 이는 2012년 6월 이후 약 2배 정도 증가한 수치이다. 직접거래고객들은 과거 달러를 매개로 위안화와 엔을 거래할 때보다 수수료 부담이 줄고 거래절차도 간편해진 점을 장점으로 꼽았다.

무역거래의 25%가 중국과 교역되고 있는 현 시점에서 경상거래와 결제통화 차이로 인한 환리스크를 감소시키고 달러에 대한 의존에서 탈피하기 위해서라도 위안화와의 직거래가 필요하다. 중국경제의 성장과 금융시장의 발전가능성 등을 고려해볼 때, 과거에 비해 원/위안화 시장의 성공가능성이 확대되었다. 그러나 이와는 반대로 원/위안 직거래에 대한 반대의견도 만만치 않다. 소규모 개방경제인 한국에 원/위안 직거래는 통제하지 못하는 변수를 증가시켜 환투기위험이나 환율 변동성을 증폭시킬 수도 있다는 지적이다.

원/위안 직거래시장이 형성되면 원/위안 환율 결정과정에서 원/달러의 역할이 축소되고 한국과 중국의 무역, 금융 거래로 발생하는 요인들이 확대될 것이다. 이는 4장의 분석내용과도 일치하고 있다. 현재는 위안화 환율제도의 유연적인 변화가 위안/달러 시장에 집중되고 있으며, 원/위안 환율에서 원/달러 환율의 영향력이 더 큰 관계로 위안화 환율제도의 변화에도 원/위안 환율의 변동은 큰 영향을 받지 않고 있다. 더욱이 분석결과에 따르면 위안/달러 환율의 일일변동 허용폭이 더 커진다고 하더라도 그 영향이 더 커질 것으로 보이지는 않는다. 다시 말하면 관리변동환율제도를 유지하는 한 원/위안의 환율 결정에서 추가적인 위안화 환율의 변동폭 확대의 영향은 미미할 것이다. 그러나 중국은 익히 알려진 대로 위안화 국제화를 추진하고 있다. 위안화가 국제화된다면 우리나라의 원화와 위안화의 직접교환시장도 생성될 것이다. 그러면 위안화의 환율에서 원/달러의 역할이 축소되고 두 나라 사이의 무역, 금융 거래로 인해 발생하는 요인들이 좀 더 커질 것이다.

셋째, 한국도 역외 위안화 센터 설립에 대해서 고려해야 한다. 2013년 10월 15일 런던은 영국, 중국 제5차 경제 및 재정금융대화에서 800억 위안의 RQFII(위안화 적격외국인기관투자자) 허가를 받았다. 1950년대부터 역외 유통 미달러를 거래하면서 역사가 깊은 역외 금융센터를 운영해 온 런던이 역외 위안화 센터 개설 경쟁에 뛰어들었다. 이로써, 홍콩, 상하이 이외에도 대만, 싱가포르, 도쿄 등의 아시아 지역 도시에서 더 나아가 런던, 룩셈부르크, 파리, 두바이 등도 역외 위안화 센터 경쟁에 나서고 있다. 이에 반해 한국은 어떠한 역외 금융센터도 없는 상황이며 중국과의 지리적 이점, 중국과의 자유무역협정(FTA) 등을 잘 활용하여 역외 위안화 센터 설립에 대해 반드시 다시 고려해봐야 한다.

■ 참고문헌 ■

[국문자료]

- 강동수. 2011. 『중국 금융시스템의 발전과 도전: 한국경제에 대한 정책적 함의』. 한국개발연구원.
- 김동하. 2010. 「위안화 국제화에 대한 최근 연구동향」. 『China 연구』, 제9집, pp. 335~359.
- 금융감독원. 「외국인 국내투자동향」. 각 호.
- _____. 2008. 「2007년중 외국인투자자의 증권매매동향」.
- _____. 2013. 「금융감독정보」. 제2013-32호.
- 박복영 · 오승환 · 정용승 · 박영준. 2011. 『국제금융에서 중국의 위상 변화와 시사점』. 대외경제정책연구원.
- 송원호 외. 2007. 『원화국제화 추진에 따른 장단점 비교와 정책적 시사점』. 대외경제정책연구원.
- 오승렬. 2010. 「중국 위안화(元貨) 국제화의 제약요인 연구」. 『중국학연구』, 제53집, pp. 239~270.
- 오용협 · 백승관 · 김연실. 2008. 『원화국제화에 대한 연구 II』. 대외경제정책연구원.
- 우희성. 2013. 「국부펀드 최근 투자동향 점검」. 국제금융센터.
- 「위안화 국제화를 향한 험난한 여정」. 2012. 『이코노미 저널』. (10월 31일)
- 은중학. 2005. 「중국의 최근 외환제도 개혁추이와 2006년도 환율 운용 전망」. 『KIEP 오늘의 세계경제』. 제05-41호. 대외경제정책연구원.
- 이윤석. 2012. 「위안화 국제화 현황과 향후 전망」. 『금융 VIP 시리즈』, 2012-06. 한국금융연구원.
- 조종화 · 박복영 · 박영준 · 양다영. 2010. 『중국의 외환정책과 국제통화질서: 위안화의 절상과 국제화를 중심으로』. 대외경제정책연구원.
- 「중국의 자본거래 자유화 전망」. 2000. <중국경제동향보고 2000-37>. 대외경제정책연구원(KIEP).
- 허인 · 박영준 · 이동은 · 오승환. 2010 「위안화 절상 가능성과 국내에 미치는 영향」. 『KIEP 오늘의 세계경제』, 제10-02호. 대외경제정책연구원.

- 허인 · 안지연 · 양다영. 2012. 『국가채무가 국가 신용도에 미치는 영향 분석』. 대외경제정책연구원.
- 한국은행. 2010. 『위안화, 국제화 추진현황과 과제』. 『해외경제정보』, 제2010-43호.
- _____. 2012. 『중국의 금융제도』. p. 243, p. 245, p. 268.
- 21세기 경제보도(2013), 재인용: 조윤선. 2013. 『중국 6월 미국채 보유량 전달보다 215억 달러 줄어』. 『뉴스핌』 (8월 16일)

[영문자료]

- Aglietta, M. and Maarek, P. 2007. “Developing the Bond Market in China the Next Step Forward in Financial Reform.” *Economie Internationale*, 111, pp. 29-53.
- Aglietta, Michel. 2011. “Developing the Bond Market in China: The Next Step Forward in Financial Reform” prepared for the international conference, Opening and Innovation on Financial Emerging Markets in Beijing (March 27-28).
- Bank for International Settlements(BIS). 2013. “BIS Quarterly Review: June 2013.”
- Beltratti, Andrea, Bernardo Bortolotti and Marianna Caccavaio. 2011. “The Stock Market Reaction to the 2005 Non-Tradable Share Reform in China.” *ECB Working Paper Series*, No. 1339.
- Chen, Chung-Hsing. 2009. “An Update on China’s Capital Markets: Focus on China’s Securities Industry.” James R. Barth, John A. Tatom, and Glenn Yago ed. *China’s Emerging Financial Markets: Challenges and Opportunities*, pp. 547-580. Springer US.
- Chen, Yulu and Bo Hu. 2013. “Internationalization of the RMB: An Evaluation Framework.” *Economic and Political Studies*, Vol. 1, pp. 5-20.
- China Securities Regulatory Commission(CSRC). 2008. “China Capital Markets Development Report.”
- _____. 2012. “Trial Measures for Overseas Securities Investment by Qualified Domestic Institutional Investors.”
- China Investment Corporation(CIC). “Annual Report”. 각 호.

- Feyzioglu, Tarhan. 2009. "Interest Rate Liberalization in China." *IMF Working Paper*, No. 09/171.
- Frankel, Jeffrey. 2011. "Historical Precedents for Internationalization of the RMB." Council on Foreign Relations.
- Goldstein, Morris and Nicholas R. Lardy. 2007. "China's Exchange Rate Policy - An Overview of Some Key Issues." Morris Goldstein and Nicholas R. Lardy ed. *Debating China's Exchange Rate Policy*, pp. 1-75. Peterson Institute for International Economics.
- HSBC. 2012. "China's Big Bang: New Leaders Ready to Revolutionise the Financial System." _____ . 2013. "Overview of RMB Internationalisation." p. 3.
- Huang, Haizhou and Ning Zhu. 2009. "The Chinese Bond Market: Historical Lessons, Present Challenges, and Future Perspectives." James R. Barth, John A. Tatom, and Glenn Yago ed. *China's Emerging Financial Markets: Challenges and Opportunities*, pp. 523-546. Springer US.
- Huang, Yiping and Wang Xun. 2011. "Does Financial Repression Inhibit or Facilitate Economic Growth? A Case Study of Chinese Reform Experience." *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Vol. 73, pp. 833-855.
- Huh, In. 2012. "Korea's Monetary Policy Responses to the Global Financial Crisis." *KIEP Working Paper*, 12-05.
- IMF. 2011. *Internationalization of Emerging market Currencies: A Balance between Risks and Rewards*, p. 14.
- Ito, Takatoshi. 2012. "The RMB(Yuan) Internationalization and Its Impact on Asia." Seoul National University Public Lecture Series 2012-02.
- Islam, M. Shahidul and Omar Khaled M. R. Bashar. 2012. "Internationalization of Renminbi: What does the Evidence Suggest?" *World Review of Business Research*, Vol. 2, No. 5, pp. 65 - 85.
- Krugman, Obstfeld and Melitz. 2012. "International Economics: Theory and Policy." Addison Wesley Longman.
- Li, Hong. 2012. "The Impact of China's Stock Market Reforms on Its International

- Stock Market Linkages.” *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 52, pp. 358-368.
- Lin, Yixiang. 2009. “Opening, Reforming, and Growing China’s Bond Markets.” Zhu Min, Cai Jinqing, and Martha Avery ed. *China’s Emerging Financial Markets: Challenges and Global Impact*, pp. 307-328. John Wiley & Sons Asia.
- Newey, Whitney K. and K. D. West. 1987. “Hypothesis Testing with Efficient Method of Moments.” *International Economic Review*, Vol. 28, No. 3, pp. 777-787.
- Okazaki, Kumiko. 2011. “The Challenges Confronting the Banking System Reform in China: An Analysis in Light of Japan’s Experience of Financial Liberalization.” Discussion Paper 2011-E-6. Bank of Japan.
- Park, Yung Chul and Chi-Young Song. 2011. “Renminbi Internationalization: Prospects and Implications for Economic Integration in East Asia.” *Asian Economic Papers*, Vol. 10, pp. 42-72.
- Peng, Jiangang, Nicolaas Groenewold, Xiangmei Fan, Guanzheng Li. 2008. “Financial-System Reform and Economic Growth in a Transition Economy: The Case of China, 1978-2004.” *Economics Discussion Papers*, No. 08-01. University of Western Australia
- Prasad, E. S. and Rajan, R. G. 2008. “A Pragmatic approach to capital account liberalization” *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 22, No. 3, pp. 149-172.
- Qu Hong bin, Sun Junwei, Paul Mackel and Wang Ju. 2013. “The Rise of the redback II.” p. 7. HSBC Global Research
- Stephen L Jen. 2005. “A Yuan a Dozen: On China’s wide Currency Basket.” Morgan Stanley. London, August 12, 2005.
- SWIFT. 2012. “RMB Internationalisation: Perspectives on the future of RMB clearing.” p. 3, White paper.
- Tavlas, George S. 1991. “On the International Use of Currencies: The case of the Deutsche Mark.” *Essays in International Finance*, No. 181.
- Wang, Ping. 2010. “The Growing Bond Market of China.” 중국채권망 홈페이지 (<http://www.chinabond.cn/>) 기사자료.

Yip, P. S. L. 2007. "China's Exchange Rate System Reform." *The Singapore Economic Review*, Vol. 52, Iss. 3.

Yu, Yongding. 2012. "Revisiting the Internationalization of the Yuan." ADBI Working Paper Series, No. 366.

[중문자료]

中國人民銀行調查統計司. 2012. 『我國可快資本賬戶開放的條件基本成熟』, pp. 10~11.

中信證券. 2013b. 『改革預期兌現, 市場重歸基本面』, A股市長策略快披, p. 4.

中信證券. 2013a. 『站在新起點上』 簡評十八屆三中全會披, p. 1.

國家外匯管理局(국가외환관리국). 2009. 『外匯管理概覽』. 第一章 pp. 1~3, 第七章 pp. 6~7. (12月 4日)

[온라인자료]

중국 국가외환관리국(SAFE: State Administration of Foreign Exchange).

<http://www.safe.gov.cn/>(최종 검색일: 2013. 9. 2, 11. 9, 11. 27).

중국 인민은행(PBC: The People's Bank of China). <http://www.pbc.gov.cn>, 재인용:

한국은행. 2012. 『중국의 금융제도』.

중국 증권관리감독위원회(CSRC: China Securities Regulatory Commission).

<http://www.csrc.gov.cn/>(검색일: 2013. 11. 27).

중국 증권관리감독위원회(CSRC), <http://www.csrc.gov.cn/>(검색일: 2013. 11. 27); 중국

국가외환관리국 (SAFE), http://www.safe.gov.cn(검색일: 2013. 11. 27).

Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication(SWIFT). 2013. "RMB

Now 8th Most Traded Currency in the World." SWIFT 홈페이지

(<http://www.swift.com>, 검색일: 2013. 10. 11) 게시자료.

[통계자료]

국제금융센터. <http://www.kcif.or.kr/>(검색일: 2013. 8. 23).

미국 재무부. Treasury International Capital(TIC) System. <http://www.treasury.gov/>
(검색일: 2013. 8. 23).

중국채권망. <http://www.chinabond.cn/>(검색일: 2013. 8. 23).

중국투자공사(CIC), 연간 보고서 각 호

한국은행 경제통계시스템. <http://ecos.bok.or.kr/>(검색일: 2013. 5. 23).

Asian Development Bank(ADB). <http://www.adb.org/>, 재인용: HSBC. 2012.

Bloomberg DB(검색일: 2013. 5. 23, 12. 6.).

CEIC DB(검색일: 2013. 8. 23, 12. 6.).

SWF Institute. <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>(검색일: 2013. 8. 23).

The World Bank. <http://www.worldbank.org/>, 재인용: HSBC. 2012.

WIND DB, 재인용: 이치훈. 2013. 「최근 차이나머니의 국내 금융시장 유입 특징과 전망」. 국제금융센터.

Executive Summary

The Changes in China's Bond and Foreign Exchange Market and Their Effects on Korea.

Ik Joon Moon *et al.*

Shanghai Pilot Free Trade Zone, announced in October 2013, has attracted attention from around the world. This is because the world has noticed the potential for growth in China's financial industry, which has yet to attain maturity commensurate with its sheer scale, despite the fact that China has the largest manufacturing industry in the world. This study focuses on analyzing the changes in China's bond and foreign exchange market and their effects on South Korea.

This paper consists of five chapters. Following the introduction, chapter 2 outlines the Chinese government's bonds policy, status of the bond market, direction of future development and et cetera. Although the Chinese bond market has expanded rapidly, when we consider the scale of the Chinese economy, it can be said that the market has not fully opened up to overseas firms and that its development has been slow. By looking at cases from Japan, Germany, and Australia, we can expect that China will develop its bond market by promoting the off-shore bond market, opening the internal bond market and issuing increased amount of corporate bonds. Initially, it is expected that China

will try to increase the amount of non-resident bonds issued and promote the offshore RMB bond market. Also, in an effort to change the mode of economic growth, China is expected to increase the issuance of corporate bonds for private SMEs, which struggled with their financing under the existing system.

The third chapter examines the changes, status and outlook of the Chinese exchange rates system. The Chinese exchange rate system has been transformed alongside China's reform and opening-up process and the transformation is still ongoing. By implementing the unified managed floating system from January 1994, China has been operating both the fixed exchange rate and managed floating systems that fix or adjust exchange rate bands according to the economy's status and speed of development process. The process of capital account liberalization in China is expected to be gradual, since the Chinese government is being cautious about the side effects of the open capital market and because of the low development level of the Chinese financial market. Exchange rates system reform is also expected to be gradual alongside the capital account opening and interest rate liberalization.

Chapter 4 conducts an empirical analysis on the effects of the fluctuation of Chinese bond interest rates on South Korea's bond interest rates, and on factors determining the won-RMB exchange rates. Firstly, the results show that the Chinese bond yield fluctuation does not have a direct impact on South Korea's bond yield. However, there were stat-

istically significant indirect effects through channels of synchronization of business cycle, prices and policies. Therefore, if China were to open up its financial market through the interest rate liberalization, the effects on the Korean bond market are likely to become larger, through various channels including the aforementioned synchronization of business cycle, prices and policies. Secondly, according to the analysis on factors determining the KRW-RMB exchange rates, the fluctuation of exchange rates between South Korea and China are affected by the difference between the two countries' bond yield and the difference between the two countries' benchmark rates. However, when won-dollar exchange rates are added, only the difference between the two countries' benchmark rates affected KRW-RMB exchange rates. Ultimately, this study concludes that changes in won-dollar exchange rates system have statistically significant effect on won-RMB exchange rates.

Changes in the bond and foreign exchange markets that were examined in this paper reflect certain implications and possible countermeasures for South Korea. First, as the Chinese government is expected to promote the offshore bond market and, although gradually, open up the internal bond market, South Korea needs to take advantage of this opportunity. Korea should participate in both the offshore and internal RMB bond market, for example, and Korea can use RMB in financing through offshore RMB bond issue or reinvest RMB obtained from trade in offshore RMB bonds. Also, Korea needs to expand its investment

in Chinese bonds, which are relatively profitable and stable, for diversification of its investment in foreign exchange reserves.

Second, Korea needs to seek policies that can utilize and gradually change Chinese investors' investment in Korea, which are expected to increase, to stable, long-term investment. So far, majority of the investment have been led by the government, however, meaning the QDII investment overseas are expected to increase in the future. Thus, South Korea should seek ways to attract these investments and utilize them in the long-term.

Third, it is expected that the changes in China's exchange rates system will be carried out cautiously and simultaneously with RMB internalization and interest rate liberalization. Accordingly, Korea should, in the long term, form and expand a market for direct trading of KRW and RMB. The market for direct trading of KRW and RMB will reduce the impact of won-dollar rates fluctuation and instead strengthen the role of trade and financial transactions between South Korea and China in determining won-RMB exchange rates. In addition, the Korean government should consider establishing an offshore RMB centre.

KIEP 연구보고서 발간자료목록

■ 2013년

- 13-01 동아시아의 가치사슬구조와 역내국간 FTA의 경제적 효과 분석 / 최낙균 · 김영귀
- 13-02 글로벌 유동성 확대가 세계경제에 미치는 영향과 정책 대응 / 이동은 · 박영준 · 양다영 · 강은정
- 13-03 개방경제하에서의 소득분위별 후생수준 변화 / 정 철 · 김봉근 · 전영준 · 이준원
- 13-04 금융개방의 확대와 환율의 영향 변화 분석 / 윤덕룡 · 김수빈 · 강삼모
- 13-05 FTA의 경제적 효과추정 방법론 개선에 관한 연구 / 김영귀 · 배찬권 · 금혜윤
- 13-06 DDA 협상 조기수확 패키지의 경제적 효과분석과 정책 대응 / 서진교 · 오수현 · 박지현 · 김민성 · 이창수
- 13-07 금융통합이 금융위기에 미치는 영향 / 이동은 · 강은정 · 편주현 · 안지연
- 13-08 무역 및 투자개방이 한국의 FDI에 미치는 영향 / 김종덕 · 이승래 · 강준구 · 김혁황
- 13-09 대외개방이 국내 노동시장의 숙련구조에 미치는 영향 / 배찬권 · 선주연 · 김정곤 · 이주미
- 13-10 국제 공유지의 효율적 활용을 위한 거버넌스 연구 / 문진영 · 김보민 · 이성희 · 김윤옥 · 홍이경 · 이민영
- 13-11 녹색기후기금(GCF)의 당면과제와 우리의 대응방안 / 정지원 · 서정민 · 문진영 · 송지혜
- 13-12 아·태 역내 생산 네트워크와 APEC 경제협력: 중간재 교역을 중심으로 / 정 철 · 박순찬 · 박인원 · 임경수
- 13-13 신북방 경제협력의 필요성과 추진방향 / 정여천 · 제성훈 · 강부균 · 최필수 · 김부용 · 김지연
- 13-14 중국의 동북지역 개발과 신북방 경제협력의 여건 / 원동욱 · 강승호 · 이홍규 · 김창순 · 최필수 · 김부용

- 13-15 러시아 극동·바이칼 지역의 개발과 신북방 경제협력의
여건 / 성원용·이성규·오영일·P. minakir
- 13-16 중국의 정치경제 변화에 따른 북한경제의 진로와 남북경
협의 방향 / 조동호·남영숙
- 13-17 중국의 중장기 경제개혁과제와 전망 /
양평섭·나수엽 편
- 13-18 중국의 녹색성장 전략과 한·중 무역에 대한 시사점 /
문익준·정지현·나수엽·박현정·이효진
- 13-19 중국의 신흥시장 진출과 한국의 대응방안: 동남아, 중남미,
아프리카를 중심으로 / 최필수·박영호·권기수·정재완·
이효진
- 13-20 중국의 채권·외환 시장 변화가 우리나라에 미치는 영향
/ 문익준·양다영·허 인
- 13-21 중국 권역별·성별 내수시장 특성과 진출 전략 /
양평섭·정지현·노수연·김부용·박현정·임민경·오중
혁·김홍원·박진희·이상희
- 13-22 동남아 주요 신흥국가와의 산업협력 강화전략 / 김태윤·
정재완·이재호·신민금·박나리·김유미
- 13-23 일본 재정의 지속가능성과 재정규율에 관한 연구 /
김규판·이형근·김은지·서영경
- 13-24 유럽의 사례를 통해 본 복지과 성장의 조화방안 연구 /
강유덕·오택현·이철원·이현진·김준엽
- 13-25 인도의 경제개혁 이후 노동시장의 변화와 시사점 /
이 웅·송영철·조충제·최윤정
- 13-26 MENA 지역의 보건의료산업 동향 및 국내 산업과의
연계방안 / 이권형·곽성일·박재은·손성현
- 13-27 해외 정책금융기관 활용을 통한 아프리카 건설·플랜트
시장진출 방안 / 박영호·김영기·장종문·전혜린
- 13-28 중남미 다국적기업을 활용한 대중남미 경제협력 확대방안
/ 권기수·김진오·박미숙·이시은·임태균
- 13-29 다지원조의 효과적 실행을 위한 통합추진전략 /
권 율·정지원·정지선·이주영·유애라

■ 2012년

- 12-01 무역이 고용 및 부가가치에 미치는 영향 분석과 정책
시사점 / 최낙균 · 한진희
- 12-02 DDA 협상 지연의 요인 분석과 국제적 대응방안 /
김준동 · 서진교 · 송백훈 · 안덕근
- 12-03 한국 기발효 FTA의 경제적 효과 분석 /
배찬권 · 김정근 · 금혜윤 · 장용준
- 12-04 무역자유화 효과의 실증분석과 정책 대응: 소비자후생을
중심으로 / 서진교 · 정 철 · 이준원 · 정운선
- 12-05 경제개방과 R&D 정책의 상호작용에 대한 평가와 시사점 /
김영귀 · 김종덕 · 강준구 · 김혁황
- 12-06 저탄소 녹색성장정책과 다자무역규범 간의 조화:
주요 쟁점과 정책 시사점 /
Sherzod Shadikhodjaev · 서정민 · 김민성 · 이재형
- 12-07 신기후변화체제하에서 한국의 대응전략:
새로운 감축-지원 통합 메커니즘의 모색 /
서정민 · 정지원 · 박혜리 · 조명환
- 12-08 국가 채무가 국가 신용도에 미치는 영향 분석 /
허 인 · 안지연 · 양다영
- 12-09 글로벌 금융위기 이후 주요국 거시금융 정책의 평가와
시사점 / 이동은 · 편주현 · 양다영
- 12-10 금융시장을 통한 효율적 환헷지 방안과 정책적 시사점 /
윤덕룡 · 박은선 · 강삼모
- 12-11 대규모 외부충격(disasters)이 거시경제 및 금융시장에
미치는 영향 / 안지연 · 이동은 · 박영준 · 강은정
- 12-12 유럽 재정위기의 원인과 유로존의 개혁과제 /
강유덕 · 김균태 · 오태현 · 이철원 · 이현진
- 12-13 한·중·일 경제협의회체 구상 /
이창재 · 방호경 · 나승권 · 이보람
- 12-14 최빈개도국 개발과제와 한국의 ODA 정책방향 /
권 율 · 정지원 · 정지선 · 이주영
- 12-15 G2 시대 일본의 대중(對中) 경제협력 현황과 시사점 /
김규판 · 이형근 · 김은지

- 12-16 중국 도시화의 시장 창출 효과와 리스크 분석 /
최필수 · 이상훈 · 문익준 · 나수엽
- 12-17 중국기업 연구개발 투자의 특징과 시사점 /
문익준 · 박민숙 · 나수엽 · 여지나 · 은중학
- 12-18 중국 · 대만 · 홍콩의 경제통합과 정책적 시사점 /
이승신 · 양평섭 · 문익준 · 노수연 · 정지현 · 여지나
- 12-19 러시아의 해외직접투자 패턴과 한국의 투자 유치 확대방안 /
이재영 · 이성봉 · Alexey Kuznetsov · 민지영
- 12-20 한국의 메콩 지역개발 중장기 협력방안: 농업, 인프라 및
인적자원개발을 중심으로 /
김태윤 · 정재완 · 이재호 · 신민금 · 박나리
- 12-21 동남아 주요 국가들의 인력송출 현황과 한국의 대응방안 /
오윤아 · 허재준 · 강대창 · 김유미 · 신민금
- 12-22 아시아 주요국의 대인도 경제협력 현황과 시사점 /
조충제 · 송영철 · 최윤정 · 이 용 · 정혜원
- 12-23 안데스 자원부국과의 경제협력 확대 방안:
베네수엘라, 에콰도르, 볼리비아를 중심으로 /
권기수 · 김진오 · 박미숙 · 이시은
- 12-24 중동지역 정세변화에 따른 대중동 新경제협력 방안 모색 /
한바란 · 최필수 · 윤서영 · 손성현 · 박재은 · 전해린 · 이시욱
- 12-25 아프리카 건설 · 플랜트 시장특성 분석 및 한국의 진출방안 /
박영호 · 곽성일 · 전해린 · 장종문
- 12-26 북한의 시장화 현황과 경제체제의 변화 전망 /
정형근 · 김병연 · 이 석
- 12-27 글로벌 금융위기 이후 미국경제의 진로모색과 시사점 /
박복영 · 김종혁 · 고희채 · 박경로
- 12-28 글로벌 금융위기 이후 일본경제의 진로모색과 시사점 /
정성춘 · 김규관 · 이형근 · 김은지 · 이우광
- 12-29 글로벌 금융위기 이후 EU 금융감독 및 규제변화 /
강유덕 · 김균태 · 오태현 · 이철원 · 이현진 · 채희율

■ 2011년

- 11-01 미국·캐나다의 녹색성장 전략과 시사점 /
고희채 · 이준규 · 오민아 · 이보람
- 11-02 동북아 경제협력에서 동아시아 경제통합까지:
동아시아 시대를 향하여 / 이창재 · 방호경
- 11-03 신국제통화체제: 필요성 및 대안 분석 /
윤덕룡 · 오승환 · 백승관
- 11-04 국제금융에서 중국의 위상 변화와 시사점 /
박복영 · 오승환 · 정용승 · 박영준
- 11-05 대외 위협요인 진단과 거시경제효과 분석 /
이동은 · 강은정 · 박영준
- 11-06 국제 단기자본 규제 효과 분석 및 시사점 /
허 인 · 안지연 · 양다영
- 11-07 글로벌 금융위기 이후 국제경제환경의 변화와 한국의
대외경제정책 방향(1, 2권) / 박복영 편
- 11-08 동아시아 발전모델의 평가와 향후 과제: 영·미 모델과의
비교를 중심으로 / 조종화 · 박영준 · 이형근 · 양다영
- 11-09 국제곡물가격의 변동성 요인분석과 한국의 정책적 대응 /
서진교 · 이준원 · 김한호
- 11-10 한·EU FTA 이후 대EU 통상정책의 방향과 전략 /
강유덕 · 이철원 · 이현진 · 오현정
- 11-11 한국의 일반특혜관세제도(GSP) 도입 추진 방향 /
조미진 · 김영귀 · 박지현 · 강준하
- 11-12 개방화 효과 극대화를 위한 경쟁구조에 대한 연구 /
김영귀 · 박혜리 · 금혜윤
- 11-13 한국의 중간재 교역 결정요인과 생산성 파급효과에 관한
연구 / 김영귀 · 강준구 · 김혁황 · 현혜정
- 11-14 무역상 기술장벽(TBT)이 무역에 미치는 영향과 정책적
대응방안 / 장용준 · 서정민 · 김민성 · 양주영
- 11-15 글로벌시대의 보호무역에 대한 경제적 비용분석과 정책
시사점 / 최낙균 · 김정곤 · 박순찬
- 11-16 APEC 경제통합과 원산지규정: 경제적 효과와 APEC의
협력 과제 / 김상겸 · 박인원 · 박순찬 · 임경수

- 11-17 국제사회의 남남협력 현황과 우리의 추진방안 / 권 울 · 정지선 · 박수경 · 이주영
- 11-18 일본 제조업의 경쟁력 실태분석과 시사점 / 김규관 · 이형근 · 김은지
- 11-19 한·중·일 서비스산업 직접투자 현황과 역내협력 활성화 방안 / 정형곤 · 방호경 · 나승권 · 윤미경
- 11-20 중국의 보조금 현황과 주요국의 대응사례 연구 / 박월라 · Sherzod Shadikhodjaev · 나수엽 · 여지나 · 마 광
- 11-21 북한의 투자유치정책 변화와 남북 경험 방향 / 정형곤 · 김지연 · 이종원 · 홍익표
- 11-22 베트남 및 인도네시아 진출 한국기업의 경영실태와 생산성 분석 / 김태운 · 이재호 · 정재완 · 백유진 · 강대창
- 11-23 세계 주요국의 아프리카 진출 전략 및 시사점 / 박영호 · 전해린 · 김성남 · 김민희
- 11-24 브라질 경제의 부상과 한·브라질 산업협력 확대 방안 / 권기수 · 김진오 · 박미숙 · 고희채
- 11-25 인도 주별 성장패턴 전망과 정책 시사점 / 조충제 · 최윤정 · 송영철
- 11-26 CIS의 경제통합 추진현황과 정책 시사점: 관세동맹을 중심으로 / 이재영 · Sherzod Shadikhodjaev · 박순찬 · 황지영
- 11-27 대중국 경제협력 및 무역투자 활성화 방안: 내수시장 진출과 투자 활성화를 중심으로 / 이승신 · 최필수 · 김부용 · 여지나 · 박민숙 · 임민경
- 11-28 인도진출 한국기업 경영실태 및 성과분석 / 조충제 · 최윤정 · 송영철 · 손승호
- 11-29 한국·인도네시아 중장기 경제협력 방안 연구: 지역개발과 인적자원을 중심으로 / 강대창 · 김규관 · 오윤아 · 이재호 · 신민금 · Siwage Dharma Negara · Latif Adam
- 11-30 남미공동시장(MERCOSUR) 20년 평가와 시사점 / 김진오 · 권기수 · 고희채 · 박미숙 · 김형주
- 11-31 중동 노동시장 현황 및 우리의 대응: 사우디아라비아와 UAE를 중심으로 / 한바란 · 윤서영 · 박광순

문익준(文益俊)

서강대학교 경제학과 졸업
중국 칭화대학교 경제학 박사
대외경제정책연구원 신흥지역연구센터 중국팀 부연구위원
(現, E-mail: ijmoon@kiep.go.kr)

저서 및 논문

『중국기업의 연구개발 투자 특징과 시사점』(공저, 2012)
『중국의 녹색성장 전략과 한·중 무역에 대한 시사점』(공저, 2013) 외

양다영(楊多玲)

성균관대학교 경제학과 졸업
성균관대학교 일반대학원 경제학 석사
대외경제정책연구원 국제경제실 국제금융팀 전문연구원
(現, E-mail: dyyang@kiep.go.kr)

저서 및 논문

『글로벌 금융위기 이후 주요국 거시금융정책의 평가와 시사점』(공저, 2012)
『글로벌 유동성 확대가 세계경제에 미치는 영향과 정책 대응』(공저, 2013) 외

허 인(許寅)

미국 University of Rochester 경제학 박사
삼성금융연구소 수석연구원
하나은행 자본시장본부 이코노미스트
대외경제정책연구원 국제경제실 국제금융팀 연구위원
전남대학교 경제학과 교수
(現, E-mail: inhuh@jnu.ac.kr)

저서 및 논문

『국제 단기자본 규제 효과 분석 및 시사점』(공저, 2011)
『글로벌 유동성 확대가』(공저, 2013) 외

연구보고서 13-20

중국의 채권·외환 시장 변화가 우리나라에 미치는 영향

2013년 12월 26일 인쇄

2013년 12월 30일 발행

발행인 이일형

발행처 대외경제정책연구원

137-747 서울특별시 서초구 양재대로 246

전화: 3460-1142 FAX: 3460-1144

인쇄 (주)예원기획 전화 745-8090

등록 1990년 11월 7일 제16-375호

ISBN 978-89-322-1467-2 94320

978-89-322-1072-8 (세트)

정가 7,000원

The Changes in China's Bond and Foreign Exchange Market and Their Effects on Korea

Ik Joon Moon, Da Young Yang and In Huh

중국은 상하이 자유무역시범구와 같이 금융개혁을 위한 여러 가지 실험을 진행하고 있다. 실물부문에서의 막대한 영향력을 바탕으로 향후 국제 금융시장에 대한 영향력도 커질 것으로 예상된다. 이에 중국 금융시장이 앞으로 어떤 방향으로 변화하며, 위안화의 국제화, 자본계정의 자유태환 등이 경제성장전략의 전환과 어떻게 조화를 이룰 것인지 지켜보는 것은 매우 흥미로운 것이다. 이에 본 연구는 중국의 금융시장 중에서도 채권시장과 외환시장의 변화를 살펴보고, 한국에 미치는 경로와 영향을 분석하려고 한다. 비록 아직은 중국 금융시장의 개방이 초보적인 단계이며 영향력이 크지 않지만, 중국 금융시장의 확대에 대비하여 기초적인 토대를 마련하고자 한다.

KIEP 대외경제정책연구원
Korea Institute for International Economic Policy

137-747 서울특별시 서초구 양재대로 246
137-602 서울 서초우체국 사서함 235호
T.02-3460-1001, 1114 F.02-3460-1122, 1199
<http://www.kiep.go.kr>

9 788932 214672 94320
ISBN 978-89-322-1467-2
978-89-322-1072-8(세트)

정가 7,000원