

# 국제금융에서 중국의 위상 변화와 시사점

**박복영** 대외경제정책연구원 국제경제실장  
bypark@kiep.go.kr

**오승환** 대외경제정책연구원 국제경제실  
국제거시팀 전문연구원  
ohsh@kiep.go.kr

**정용승** 경희대학교 경제학과 교수  
jungys@khu.ac.kr



## 1. 연구의 배경 및 목적

- 실물부문에서 세계경제에 막대한 영향력을 행사하고 있는 중국이 금융부문에서는 어느 정도의 영향력과 위상을 차지하는지 분석할 필요가 있음.
  - 국제금융시장이나 국제금융체제에서 중국이 차지하는 현재의 비중이나 영향력을 평가하고 전망하는 것은, 향후 국제금융질서의 변화를 예측하고 우리나라의 대응방향을 수립하는 데 중요한 토대가 될 수 있음.
  - 본 연구의 목적은 국제금융시장과 국제금융체제에서 중국이 차지하는 현재의 비중 혹은 위상을 평가하고 전망하며, 이를 토대로 우리에게 대한 정책 시사점을 제시하는 것임.
  
- 국제금융에서 중국의 위상에 대한 종합적 평가를 하기 위해서는 다섯 가지 문제에 대한 분석과 평가가 필요함: 중국 금융산업의 경쟁력, 중국의 환율제도, 중국의 자본자유화, 위안화 국제화, 국제금융체제에서 중국의 영향력.
  - 본 연구는 이 중 기존 국내 연구에서 많이 다루어지지 않은 중국 금융산업 경쟁력, 자본자유화, 위안화 국제화 문제를 집중적으로 분석하고 있음.
  - 이 세 영역에서 중국의 현재 상황을 가능한 한 수량적인 지표를 통해서 평가하고, 이를 통해 국제금융 부문에서 중국이 현재 차지하는 위상에 관해 종합적으로 평가함.
  - 또한 동태적 일반균형모형(DSGE)을 이용하여, 중국의 거시경제에 미치는 충격과 사회후생을 고려할 때 환율제도선택과 자본자유화에 있어 어떤 정책조합을 선택하는 것이 바람직한지를 분석하고 있음.
  
- 이상의 분석을 토대로, 국제금융에서 중국의 위상을 종합적으로 평가하고 전망하며, 동아시아 지역금융협력 및 한·중 금융협력에 대한 시사점을 제시하고 있음.

## 2. 주요 분석 결과

### 1) 국제금융시장에서 중국의 비중

- 은행업은 중국 전체 금융시장에서 압도적 비중을 차지하고 있는데, 2010년 전체자금 조달 중 은행대출에 의한 간접금융 비중은 75.2% 수준임.
  - 2000년대 이후 부실자산정리, 추가 자본투입, 기업공개, 해외투자 유치 등 지속적 구조조정 · 결과 양적으로나 질적으로 모두 양호한 성장을 기록했지만, 외자은행의 자산은 전체의 2% 미만으로 외국은행 진출은 매우 제한적임.
  - 개별 은행의 규모도 급격히 증가하여 세계 1,000대 은행(총자기자본 기준) 중 중국계 은행은 2004년 16개에 불과하였지만, 2010년에는 101개로 아시아 지역에서는 일본(103개)에 이어 두 번째로 많음.
- 증권업의 시장규모 역시 2000년대 이후 급격히 증가하였는데 중국 주식시장의 시가총액은 미국, 일본에 이어 3위이며 세계 전체의 7.2%를 차지함.
  - 2010년 중국의 GDP 대비 시가총액 비율은 63.9%로, 미국(106.3%), 영국(148.3%) 등에 비해서는 낮지만, 일본(73.2%), 독일(45.7%), 프랑스(68.6%) 등과는 유사한 수준임.
- 중국의 채권시장 규모는 2010년 2.6조 달러(발행잔액)로 미국(25조 달러), 일본(9.8조 달러)에 비해 아직 작은 규모이며, GDP 대비 비중 역시 50% 수준에 불과하고 대부분 국공채로 구성되어 발전수준이 낮음.
- 외환시장 규모도 빠르게 증가했지만, 2010년 일평균 거래액 198억 달러로 세계 외환시장에서 중국의 비중은 0.4%에 불과해 영국(36.7%), 미국(17.9%), 일본(6.2%)에 비하면 미미한 수준임.

- 중국의 금융업은 양적 증가에 비해 질적 발전은 아직 더디며 금융업의 국제 경쟁력 역시 취약한 것으로 판단됨.
- 금융부문의 기업지배구조, 시장 투명성, 위험 관리와 평가 등 인프라 차원에서 발전수준이 낮고, 정부의 개입이 광범위하게 이루어지고 있어 금융자유화 측면에서도 향후 개선되어야 할 부분이 많음.
- 중국의 GDP 대비 금융자산 비중은 2009년을 기준으로 298%인데, 이는 미국 419%, 영국 806%, 일본 527%, 유로지역 463%에 비해 여전히 낮은 수준임.

## 2) 중국의 자본자유화 현황과 전망

- 중국의 자본자유화 수준은 2000년대 초까지 직접투자 유입을 제외하면 거의 이루어지지 않았으며, 2002년부터 포트폴리오 투자가 매우 제한적으로 자유화되었는데, 이 역시 유입자유화 이후 유출자유화가 이루어졌음.
  - 2004년 이후 중국의 경상수지 흑자와 외환보유고가 급격히 증가하자 중국은 해외투자를 촉진하는 방향으로 정책을 급격히 전환하였음.
  - 그럼에도 불구하고 현재 직접투자를 제외하면 중국의 자본자유화는 매우 초보적인 수준에서 자유화되어 있으며, 중국 당국의 관리하에 유출입규모의 상한이 결정되고 있음.
  - 특히 단기자본이동이나 파생상품의 거래는 엄격히 제한되고 있으며, 이는 중국의 국내이자율과 국제이자율의 차별화를 통해서도 확인할 수 있음.
  - 즉 자본통제를 통해 중국은 금융정책의 자율성을 거의 완벽하게 유지하고 있으며, 환율 관리 또한 가능한 것으로 판단됨.
- 
- 자본이동에 관한 제도적 규제의 정도(de jure liberalization)로 평가할 때 중국은 개도국의 평균에 비해서도 자본이동에 대한 규제가 훨씬 강할 뿐만 아니라, 자본자유화 정도가 세계 최하위 수준에 있다고 할 수 있음.

- 실제 자본이동의 규모나 국가간 이자율 스프레드 등을 통해 분석한 실질적 자본자유화(de facto liberalization) 정도 역시 매우 낮은 것으로 판단됨.
- 중국이 자본자유화를 통해 위안화의 완전한 태환성을 확보하겠다는 궁극적인 목표에는 변함이 없지만, 현재로서는 신속하고 의미 있는 자본자유화의 진전은 가능성이 낮은 것으로 판단됨.
- 중국은 한국이나 남미 등 과거 신흥국들이 급격하고 적절하지 못한 자본자유화를 통해서 겪은 부작용을 잘 알고 있으며 이를 반면교사로 생각하고 있음.
- 중국은 자본자유화에 필요한 전제조건을 아직 갖추지 못했는데, 특히 금융기관의 자율성과 위험관리 능력, 금리자유화, 금융감독체제의 정비, 환율의 유연성 등 측면에서 여전히 많은 문제가 있음.
- 2008년의 글로벌 금융위기와 그 후 잠재부실의 증가 등 중국의 금융상황은 자본자유화를 더 지연시키는 계기가 된 것으로 판단됨.

### 3) 중국의 환율제도와 자본자유화

- 동태적 일반균형모형을 이용하여 중국의 자본자유화 및 환율제도의 서로 다른 조합하에서 통화정책이 거시경제에 미치는 영향을 분석함으로써, 환율제도와 자본자유화에 관한 정책적 선택에 대한 시사점을 도출함.
- 해외에서 갑작스런 신용경색이 발생할 경우, 환율변화를 억제하는 통화정책보다 환율변화를 용인하고 자본흐름이나 신용시장의 상태를 고려하여 금리를 조정하는 것이 거시경제적 충격을 완화하는 것으로 나타남.
- 금융시장의 마찰이 존재할 경우, 환율변동을 억제하기 위해 개입하는 통화정책은 외부자금 차입에 따른 프리미엄의 증가를 보다 심화시켜 경기침체가 심화되는 부작용이 나타남.
- 중국과 같은 신흥경제국가가 금융시장이 제대로 발전되지 않은 상태에서

급격한 자본 유출입을 허용할 경우, 예상치 않은 해외충격은 금융시장에 접근이 허용되지 않은 경제주체들의 급격한 소비변화를 야기함.

- 그리고 비대칭적 정보로 외부자금 조달에 따른 위험 프리미엄을 지급하는 기업들의 자금 조달애로 심화로 투자가 급격하게 감소하는 등 심각한 부작용이 수반됨.
- 따라서 점진적인 자본 자유화를 추진할 수 있는 통화정책 내지 거시건전성 정책의 시행이 경기변동 폭을 줄일 수 있음을 수량적 분석을 통해 확인할 수 있음.

- 따라서 신흥경제국인 중국 역시 점진적인 자본자유화를 추진하면서 환율변동을 허용하는 통화정책을 선택할 가능성이 높을 것으로 판단됨.

#### 4) 위안화 국제화의 현황과 전망

- 과거 위안화 국제화 과정에서 중국은 무역거래에서 위안화 결제를 확대하는 방식을 채택했으나, 근래에는 외환시장과 자본시장의 규제 완화 및 개방 정책도 함께 실시하면서 위안화 기능의 다변화를 꾀하고 있음.

- 2007년 4월에는 위안화 국제화의 중요한 요건 가운데 하나인 외환시장 기반시설 확충을 위해 위안화 외환현물·선물·스왑 거래와 외환거래가 일원화된 외환거래 시스템을 구축하였음.

- 2010년 6월 단행된 위안화 환율제도 개혁에서는 시장메커니즘과 복수통화 바스켓을 반영하고 위안화 대비 주요 통화의 일평균 변동폭을 5/1,000 이내로 유지하는 관리변동환율제를 시행하였음.

- 중국은 중화권 지역과의 무역결제 통화 확대를 통한 주변화 ⇒ 동남아시아에서 지역통화의 역할 증대를 통한 지역화 ⇒ 기축통화의 지위확보를 통한 세계화의 단계로 위안화 국제화를 추진할 것으로 판단됨.

- 2011년 1/4분기 중국의 무역결제에서 위안화의 비중은 7%에 달했으며, 그 액수는 3,603억 위안으로 1년 전에 비해 무려 20배가 증가함.
  - 금융자산에 대한 투자통화로서의 기능 확대를 위해 홍콩과 싱가포르를 중심으로 위안화 표시 역외 채권시장의 확대를 도모하고 있으나, 아직 외국인의 주식시장 투자는 제한적으로 이루어지고 있음.
    - 2007년 홍콩에서 위안화표시 채권(딤섬본드) 발행이 허용되었고 2010년에는 위안화 펀드 보험의 판매가 허용되었는데, 딤섬본드 규모는 2007년 말 약 100억 위안에서 2010년 말 약 410억 위안으로 급증하였음.
  - 위안화 국제화의 최종목표인 국제적 준비자산(reserve assets)으로서 비축통화 기능을 갖추기 위해 지속적으로 통화 스와프 협정의 체결을 확대하고 있는데, 2011년 현재 11개국과 통화 스와프 계약을 체결하였음.
  - 중국의 정책은 당장 미(美)달러를 대체하기보다는 위안화를 달러·유로에 이어 세계 3대 국제통화로 통용시키겠다는 목표로 추진되는 것으로 판단됨.
- 중국은 글로벌 금융위기를 기회로 위안화 국제화를 강력히 추진하고 있으며 어느 정도의 진전을 이루겠지만, 위안화가 단기간에 지역통화나 투자통화로 발전하기는 어려울 것으로 판단됨.
- 무역대국으로 높은 무역개방도, 위안화 환율의 안정성, 풍부한 외환보유고, 지속적인 금융체계 개혁 노력, 세계무대에서 정치적 영향력 증대 등은 위안화 국제화에 긍정적인 영향을 미치는 요인임.
  - 하지만 자본이동에 대한 중국 당국의 과도한 통제, 선진화되지 못한 소규모 외환시장, 낮은 수준의 금융 및 자본시장 성숙도, 잠재적인 정치적 불안정성 등은 위안화 국제화의 걸림돌로 작용할 수 있음.

## 5) 위안화가 동아시아 주변국 통화에 끼치는 영향

- 중국은 위안화가 주변국 통화에 미치는 영향을 분석하기 위해 위안화와 동



아시아 주요 통화 간의 시변 상관관계 분석을 한 결과, 2005년 관리변동환율제 채택 이후 위안화와 주요 통화 간의 상관관계가 증가한 것으로 나타남.

- 2005년 중국의 환율개혁 이전에는 위안화와 주요 통화 간의 상관관계가 0 주위에서 변동하거나 음의 상관관계를 보인 것에 비해, 환율개혁 이후에는 양의 상관관계 혹은 동조화 현상이 뚜렷하게 나타남.
- 특히 위안화 환율개혁 이후 말레이시아 링깃화와 우리나라 원화의 상관관계가 크게 상승하였는데, 우리나라 원화는 2008년 말에 일시적으로 음의 상관관계를 보였으나, 최근 다시 상관관계가 커지는 추세를 보임.
- 위안화 환율의 변동이 동아시아 주요 통화에 미치는 영향을 분석한 결과, 동아시아의 주요 통화에 대한 미달러화의 영향은 상당히 강하게 나타난 반면 일본 엔화의 영향은 매우 낮거나 거의 없는 것으로 나타남.
- 2005년 환율개혁 이후 동아시아 주요 통화에 대한 위안화의 영향은 훨씬 증가했는데, 분석대상 통화 가운데 우리나라의 원화가 위안화의 영향을 가장 크게 받고 있는 것으로 나타남.

### 3. 향후 전망 및 정책 시사점

#### 1) 전망

- 중국의 궁극적 목표는 위안화를 국제통화로 만드는 것이지만, 현 단계에서 위안화 국제화는 한계에 봉착한 것으로 판단됨.
- 이론적으로 금융개혁 혹은 금융자유화는, 국내금융개혁(금리자유화, 은행민영화 등) ⇒ 환율변동성확대 ⇒ 자본자유화 ⇒ 통화국제화의 순으로 진행되는 것이 바람직함.
- 위안화를 무역결제로 사용하는 것은 점진적으로 확대할 수 있지만 위안화를 투자통화로 사용하고, 나아가 위안화를 준비통화로 만들기 위해서는 통



화국제화의 전제조건이 먼저 충족되어야 하기 때문임.

- 위안화를 무역결제 통화로 사용하고 위안화 표시 채권을 발행한다고 하더라도 위안화를 보유한 비거주자가 중국에 투자를 자유롭게 할 수 없다면, 즉 자본이동에 제한이 있다면 위안화 국제화는 더 진전되기 어려움.

■ 이런 점들을 고려하면 중국은 위안화 국제화를 더 이상 진전시키는 것이 현 상황에서 어렵다는 점을 인식하고, 우선 그 전제조건 구비를 위해 노력하는 상황에서 조만간 환율유연성을 확대할 가능성이 있음.

- 미국 등 외부로부터의 절상압력, 그리고 국내의 인플레이션 압력 등을 고려하면 위안화의 변동성을 확대하는 조치가 중국에 다양한 측면에서 편익을 가져다줄 수 있기 때문임.
- 중국은 여전히 단기자본 이동에 따른 국내경제의 교란을 걱정하고 있기 때문에 단기자본이나 파생상품 거래 등은 여전히 엄격히 금지하겠지만 포트폴리오 투자에 대한 제한은 완화할 가능성이 있음.
- 하지만 완전한 자본자유화를 위해서는 국내금융개혁이라는 선행조건 충족이 필요한데, 그 준비는 아직 크게 미흡하므로 위안화의 자본계정 태환성이 단기안에 확립될 가능성은 낮음.

■ 결국 중국은 국내금융개혁(금리자유화, 은행민영화 등) ⇒ 환율변동성확대 ⇒ 자본자유화 ⇒ 통화국제화의 순차적 추진 대신, 위안화 국제화를 궁극적 목표로 하면서 이들을 동시에 점진적으로 추진할 것으로 전망됨.

## 2) 국제통화체제에 대한 시사점

- 장기적으로는 달러의 위상이 점차 약화되어 다극적인 통화체제로 진전될 가능성이 높으며, 위안화의 비중도 차츰 증가하겠지만 그 속도는 매우 느릴 것으로 판단됨.

- SDR(Special Drawing Rights)을 기축통화로 사용하지는 제안이 실현되기 위해서는 많은 과제가 해결되어야 하는데, 특히 시장참가자들이 이 금융상품을 자유롭게 거래할 수 있도록 SDR 관련 금융상품 시장이 발전해야 할 것임.
- 중국의 경제규모가 더욱 성장할 경우에도 위안화가 기축통화로 발전하기 보다는 달러화, 유로화에 이어 세계 주요 국제통화의 하나로 인정받을 가능성이 큰 것으로 전망됨.
- 향후 동아시아에서도 통화질서에 대한 논의가 본격적으로 시작되면 일본과 중국의 경쟁이 치열할 것으로 예상되는 만큼, 이와 관련하여 우리나라도 단계적으로 대비할 필요가 있음.
- 다만 무역 및 자본거래에서 우리나라의 높은 달러 의존도, 주변국과의 복잡한 이해관계나 미국과의 관계 등을 고려하여 신중하게 접근해야 할 것임.
- 그리고 지금까지의 ASEAN+3 통화·금융협력의 성과를 바탕으로 역내 무역에서 자국통화를 이용한 결제와 역내 통화의 투자 및 용도의 불일치를 해소하는 등 실질적인 논의가 이루어져야 할 것임.

### 3) 동아시아 금융협력에 대한 시사점

- 중국경제의 위상이나 위안화의 부상에 따라 중국은 동아시아에서도 이에 상응하는 역할을 수행해야 하며, 이런 차원에서 CMIM 자금 확충을 통한 지역 금융협력에의 기여가 필요함.
- 현재의 CMIM 규모는 회원국들의 외환보유액 규모나 위기 시 필요한 자금 규모와 비교할 때 긴급 유동성 지원을 위해 충분하지 않으므로, 추가 자금 확충이 필요함.
- ASEAN+3 차원에서 합의하고 현재 구체적으로 논의되고 있는 역내 감독기

구인 AMRO가 설립되어 제 기능을 수행한다면 IMF 비연계자금 비중은 점차 확대될 것임.

- CMI 다자화의 성공적 정착을 위해서는 AMRO의 조직 구성, 운영 구조, 기구의 법적 성격 등 구체적인 방안이 신속히 합의되어야 할 것임.
- 최근에는 호주, 뉴질랜드, 인도가 ASEAN+3 지역 금융협력 참여를 희망하고 있는데, ASEAN+3+3 체제에서 우리나라의 위상과 영향력은 현재보다 축소될 수도 있으므로 이에 대한 대비도 필요함.

#### 4) 한·중 금융협력에 대한 시사점

- 한국 증시의 과도한 선진국 자금 의존도를 감안할 때 중국 자금의 국내증시 유입은 증시 활성화 및 외국인투자자 다변화에 도움이 될 것으로 기대됨.
- 또한 한·중 양국간 채권시장을 통한 금융협력도 필요한데, 동시에 위안화 역외 채권시장을 한국에 개설하면 양국 채권시장을 통한 금융협력은 한층 제고될 수 있음.
- 채권시장 안정을 도모할 수 있도록 CDS 상품 등의 리스크 헤지 수단 도입, 신용평가제도 구축 등의 분야에서 한·중 금융협력을 확대할 수 있을 것임.
- 중국이 해외투자 비중을 확대하고 있는 상황에서 중국 자금의 한국 내 투자처 제공 및 다양한 상품 개발 등 시장의 요구에 대응할 수 있도록 중국 자금의 한국시장 투자에 대한 인센티브 요인 개발이 필요함.
- 중국 정책당국은 외국인 포트폴리오투자 자유화를 위해 QFII 제도의 완전한 폐지는 불가능하더라도 중장기적으로는 자격요건을 완화하는 방향으로 가야 할 것임.
- QFII 제도를 시행한 이후 중국에 진출한 해외 기관투자자들의 투자 행위가 점차 규범화됨에 따라 점진적으로 QFII의 자격요건을 완화할 수 있는 환경이 조성되고 있음.

- 한국의 금융투자회사는 QDII 펀드상품 출시와 같은 금융상품 개발이나 다양한 투자수단을 개발할 필요가 있음.
  - 최근 중국 기관투자자의 한국 증시 및 기업에 대한 관심이 상대적으로 높아졌지만, 아직 한국증시에 유입되는 중국 QDII 투자자금의 규모는 작은 실정임.
  
- 향후 한·중 교역에서 양국통화를 결제통화로 사용하는 방안을 적극적으로 모색할 필요가 있음.
  - 중국 외환당국은 위안화 무역결제 촉진 등을 위해 원화, 루블화, 링깃화에 대해 중국 은행간 외환시장의 거래통화로 허용하는 것을 검토하고 있음.
  - 그리고 한국에서 위안화채권을 발행할 수 있도록 허용한다면 중국 내 점포 및 자회사는 역외 위안화 금융시장을 통해 무역흑자로 풍부해진 위안화 자본의 조달 및 투자의 선순환 구조를 이룰 수 있을 것임.
  - 한·중 양국통화 무역결제가 실시되더라도 한국 원화의 투자수단 혹은 원화의 대체투자 가능성이 미흡하다면 중국의 입장에서 원화결제에 대한 수요는 작을 수밖에 없을 것임.