



중국 위안화 환율제도 변경의 시사점

양두용 국제거시금융실장 (yangdy@kiep.go.kr, Tel: 3460-1227)
이인구 세계지역연구센터 중국팀 부연구위원 (iklee@kiep.go.kr, Tel: 3460-1153)
김권식 국제거시금융실 전문연구원 (kskim@kiep.go.kr, Tel: 3460-1228)

주요 내용

- 중국 인민은행은 7월 21일 오후 미달러화에 페그되어 있던 환율제도를 완전히 폐지하고 복수통화바스켓제도를 채택하는 내용의 환율제도 변경을 발표함.
 - 이는 소위 BBC(Basket, Band, and Crawl)형태의 환율제도로서 어느 정도의 환율유연성을 부여하면서 단기적으로 지나친 변동을 억제하고 장기적으로 균형으로부터의 이탈을 막는 장점이 있음.
- 중국의 환율제도 변경과 관련된 가장 큰 관심사는 향후 위안화가 얼마나 유연(flexible)하게 움직일 것인가, 위안화 가치가 얼마까지 상승할 것인가, 혹은 상하 0.3% 밴드가 최적으로 일일환율 변동폭인가, 아니면 밴드가 더 확대될 가능성이 있는가 등임.
- 바스켓밴드제도를 채택한 한국과 싱가포르의 과거 환율변동을 살펴보면, 중국의 위안화 역시 실효환율의 안정보다는 미달러화에 대한 위안화의 안정적 운용에 초점을 맞출 가능성이 높음.
 - 이는 명시적으로 실효환율의 안정을 추구하는 환율제도임에도 불구하고, 정책당국이 실제로는 달러 표시 자국환율의 안정에 초점을 맞추었다는 것을 의미함.
- 향후 1년 이후에 위안화는 절상될 가능성이 크며, 절상폭은 4% 이내가 될 것으로 판단되는데, 적정 밴드폭은 상하 1.2~2.0% 사이인 것으로 추정됨.
- 그럼에도 불구하고 중국 환율제도의 변경은 동아시아 경제에 많은 영향을 미칠 것으로 판단됨.
 - 현재의 환율제도 변경으로 인한 위안화 절상은 글로벌 불균형의 해결에는 미흡하나 동아시아 주요국의 외환보유고 포트폴리오의 변화를 초래할 것이며, 동아시아 통화 협력 논의를 더욱 확대시킬 가능성이 높음.

1. 중국 환율제도 변경의 배경

가. 환율제도 변경의 주요 내용

- 중국 인민은행은 7월 21일 오후 미달러화에 페그되어 있던 환율제도를 완전히 폐지하고 복수통화바스켓제도를 채택하는 내용의 환율제도 변경을 발표함.
 - 이 조치에는 복수통화바스켓제도 도입 이외에도 미달러대비 위안화의 명목환율이 2% 절상 되는 조치도 포함됨. 그 결과 위안화는 8.28에서 8.11로 절상됨.
 - 그러나 일일환율 변동폭(band)은 이전과 같은 수준인 상하 0.3% 밴드를 고수하였으며 바스켓에 편입될 외국통화의 종류와 통화별 가중치는 공표되지 않음.
 - 이는 소위 BBC(Basket, Band, and Crawl) 형태의 환율제도로서 어느 정도의 환율유연성을 부여하면서 단기적으로 지나친 변동을 억제하고 장기적으로 균형으로부터의 이탈을 막는 장점이 있음.
- 환율제도 변경 후에도 위안화 변동폭은 크지 않았음.

표 1. 환율제도 변경 이후 위안화 환율 움직임

	2005년 7월 22일	2005년 7월 25일	2005년 7월 26일	2005년 7월 27일
100US\$	811.00(-2.01)	811.11(0.01)	810.97(-0.02)	810.99(0.02)
100Euro	1006.71(0.76)	1001.41(-0.53)	988.22(-1.32)	977.09(-1.13)
100Yen	7.3455(0.44)	7.3059(-0.54)	7.2421(-0.87)	7.2496(0.10)
100HK\$	106.38(0.01)	104.78(-1.50)	104.25(-0.51)	104.25(0.00)

주 : () 안은 전일 대비 증가율(%)임.

- 한편 미국은 이 조치를 유연한 환율제도로 가기 위한 과정의 일환으로 평가하며 일단 긍정적인 반응을 보임.
 - Snow 재무장관은 “이번 조치가 글로벌 금융시장의 안정에 기여할 것” 이라고 하였으며, 그동안 대중 무역제재 법안 상정을 주도해온 Schumer 상원의원은 “절상폭이 작긴 하나 고무적인 첫걸음” 이라고 언급함.

나. 중국 환율제도 변경의 배경

- 중국이 환율제도를 변경한 데에는 대외요인과 국내요인으로 구분하여 설명할 수 있음.

1) 대외요인

- 환율제도 변경에 따른 위안화 절상의 가장 중요한 대외요인은 미국의 중국에 대한 무역적자 확대와 이와 관련된 글로벌 불균형문제임.

- 미국의 對中 무역수지 적자규모는 2004년 1,619억 달러를 기록한 데 이어 2005년 5월 말 현재 전년동기대비 33.5% 증가한 725억 달러에 이르고 있으며 지속적으로 확대되어가는 추세에 있음.

- 미국의 전체 무역수지 적자에서 對中 무역수지 적자가 차지하는 비중은 2000년 19.2%에서 2005년 2월 26.3%로 증가하였음.

- 이에 따라 미국의 경상수지 적자가 큰 폭으로 감소하기 위해서는 위안화의 대폭적인 평가절상이 요구되는 상황이 전개되었으며 이는 자연스럽게 평가절상 압력으로 이어졌음.

- 다른 한편으로는 9월 중순으로 예정된 후진타오 주석의 미국 방문을 겨냥한 외교적 산물일 가능성도 있음.

- 소폭의 위안화 절상을 통해서 환율 재평가 압력과 對미 통상마찰을 완화시키려는 의도일 수도 있음.

2) 국내요인

- 환율제도 변경과 이와 관련된 위안화 평가절상의 국내요인은 경기과열문제와 같은 국내경제 상황임.

- 중국은 대규모 무역수지 흑자, 외국인직접투자 증대, 환차익을 노린 국제투기자금 유입 등에 따른 외환보유액(2005년 6월 말 현재 7,110억 달러) 급증이 물가상승과 과도한 은행대출로 이어져 경기과열 우려가 존재하였음.

- 이에 중국정부는 통화량 및 대출규모 억제, 지급준비율 인상 등을 골자로 한 경기진정책을 발표해 경제 연착륙을 유도하고 있으나 추가적인 금리인상이 불가피하다는 것이 지배적인 의견임.

- 그러나 중국의 금리인상은 기업의 원리금 상환부담을 가중시켜 은행의 부실화를 초래, 금융 시장의 안정을 해칠 수 있을 뿐만 아니라 국제투기자금의 유입을 더욱 부채질할 가능성이 있음.
- 이에 경기연착륙을 원활히 유도하기 위해서는 통화정책과 더불어 외환정책(위안화의 재평가)이 병행되어야 한다는 내부의견이 지배적인 상황이었음.
- 또한 국내 채권시장이 상대적으로 협소한 중국으로서는 환율의 재조정 없이 중앙은행의 통화정책만으로 외환보유고 급증에 따른 물가상승 압력에 효과적으로 대처하기에는 한계가 노정되어 있었음.

2. 중국 위안화 향후 전망

- 중국의 환율제도 변경과 관련된 가장 큰 관심사는 향후 위안화가 얼마나 유연(flexible)하게 움직일 것인가, 위안화 가치가 얼마까지 상승할 것인가, 혹은 상하 0.3% 밴드가 최적의 일일환율 변동폭인가, 아니면 밴드가 더 확대될 가능성이 있는가 등임.
- 바스켓밴드제도를 운용했던 동아시아국가들(한국과 싱가포르)의 경험에서 그 시사점을 찾고자 함.

가. 동아시아 주요국의 환율제도 변천 및 운영사례

- 수출 주도의 경제성장을 주요 경제발전전략으로 선택했던 동아시아국가들은 환율변동을 최대한 억제하면서 수출을 확대하고 수입을 억제하는 환율제도를 채택하였음(fear of floating).
- 일부 동아시아국가는 고정환율제도 → 관리변동환율제도 → 자유변동환율제도로의 이행단계를 거쳐 현재 자유변동환율제도를 채택하고 있으며, 일부 국가는 현재에도 관리변동환율제도 단계에 머물러 있음.
- 향후 위안화의 절상 가능성과 변화/변동 정도를 살펴보기 위해 본고에서는 바스켓밴드 환율제도를 채택하여 운용한 우리나라와 싱가포르의 환율운용정책을 살펴보았음.

표 2. 한국, 일본, 싱가포르, 중국의 환율제도

한국	주요 내용	일본	주요 내용
1945.10~80.1	고정환율제도	1963	widened floating range system(0.5%→0.75%)
1980.2~90.2	복수통화바스켓제도	1964	IMF Article 8 채택
1990.3~97.11	시장평균환율제도	1971	Temporary shift to floating rate system
1990.3~91.8	일일환율변동 허용폭: ±0.4%		
1991.9~92.6	일일환율변동 허용폭: ±0.6%	1973~현재	자유변동환율제도
1992.7~93.9	일일환율변동 허용폭: ±0.8%		
1993.10~94.10	일일환율변동 허용폭: ±1.0%		
1994.11~95.11	일일환율변동 허용폭: ±1.5%		
1995.12~97.11,18	일일환율변동 허용폭: ±2.25%		
1997.11.19~97.12.15	일일환율변동 허용폭: ±10.0%		
1997.12.16~현재	자유변동환율제도		

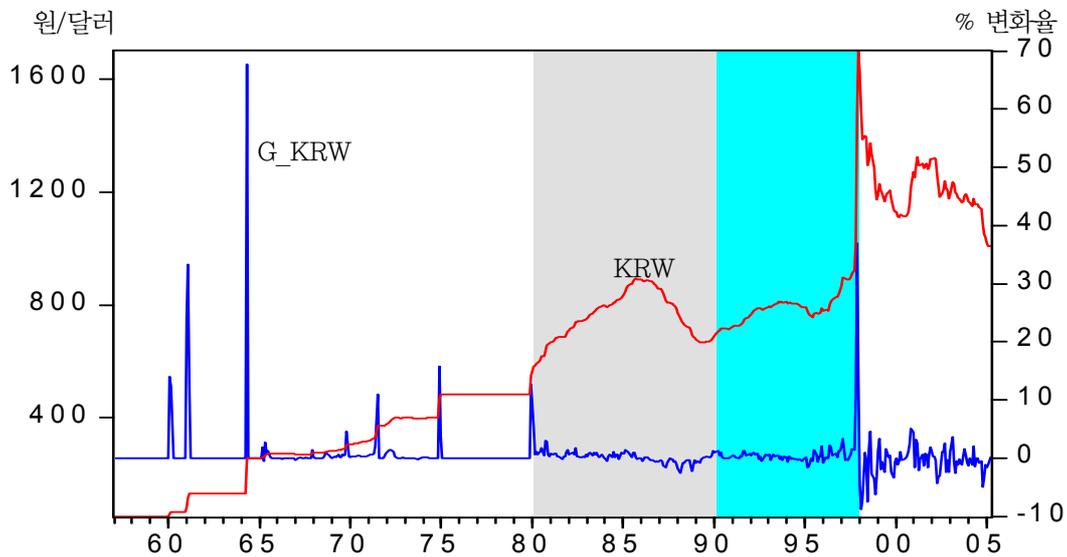
싱가포르	주요 내용	중국	주요 내용
1971. 11 이전	고정환율제도	계획경제체제	고정환율제도
1971. 12	managed floating	1981. 1	이중환율제도 (무역거래: 2.80위안 무역외거래: 1.5위안)
1981 이후	Basket, band and Crawl(BBC)	1994	단일환율제도/관리변동 환율제도: 사실상 중앙 정부의 강력한 외환정책을 구상하고 있어 미달러화에 페그되어 운영됨.
		1996	IMF Article 8 채택
		2003	위안화 평가절상압력
		2005. 7	복수바스켓제도 도입

표 3. 우리나라 환율의 평균과 변동성 비교

		고정환율제도	복수통화바스켓제도	시장평균환율제도								자유변동환율제도
				전체	±0.4%	±0.6%	±0.8%	±1.0%	±1.5%	±2.25%	±10.0%	
K R W	평균	281.76	758.37	789.26	717.82	764.90	794.90	806.15	774.80	849.16	1254.8	1222.1
	SD	5.09	0.99	1.31	0.40	0.29	0.38	0.29	0.80	2.26	18.59	2.03
N E E R	평균	-	-	127.77	-	-	-	129.18	129.31	126.35	92.9	92.40
	SD	-	-	1.69	-	-	-	0.53	0.93	2.12	18.12	1.84
R E E R	평균	157.65	138.37	115.34	127.74	119.05	112.89	110.83	111.3	110.65	85.7	92.45
	SD	2.31	1.59	1.44	1.29	1.18	1.03	0.76	0.73	2.13	14.33	1.80

주: KRW, NEER, REER은 각각 명목 원/달러, 명목실효환율, 실질실효환율을 의미하며 SD는 표준편차로서 변동성의 대용변수로 이용됨.
 자료: IMF, IFS CD롬, www.jmorgan.com.

그림 1. 원/달러 환율 추이와 변화율



주: KRW와 G_KRW는 각각 명목 원/달러 환율과 이의 변화율을 나타내며 자료의 기간은 1957년 1월부터 2005년 4월까지임.

X축은 연도를 의미함. 회색부분은 복수통화바스켓제도 기간을, 하늘색부분은 시장평균환율제도 기간을 나타냄.

자료: IMF, IFS CD롬.

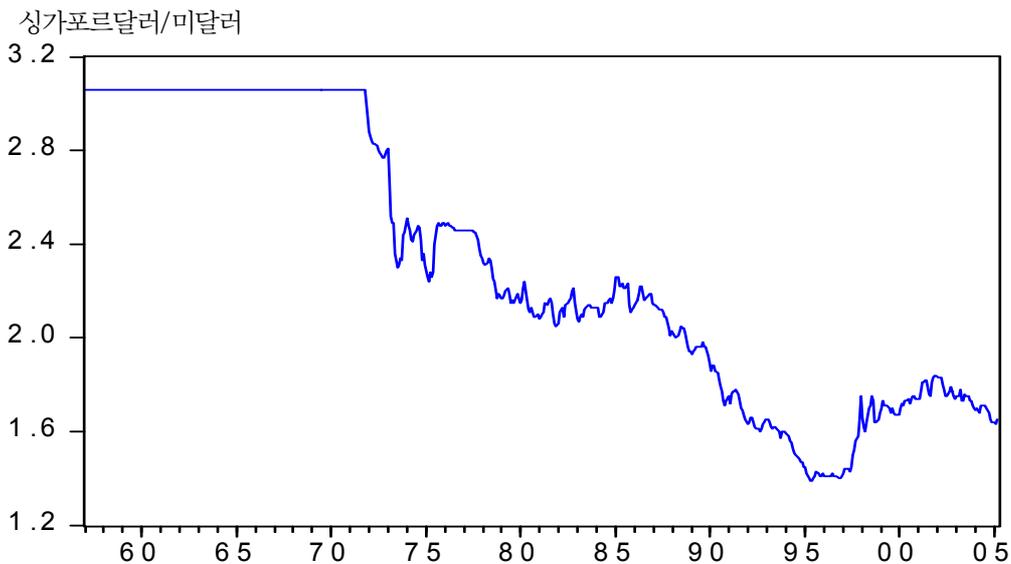
- 중국정책당국은 환율제도의 변경에서 오는 충격을 최소화하기 위해 그동안 여러 나라의 환율제도 특징을 검토해왔으며 이를 벤치마킹했을 가능성이 매우 높음.
- 따라서 우리나라와 싱가포르의 환율제도 변천과 환율추이를 통해서 향후 중국 환율의 제도 변경과 이에 따른 위안화 추이를 유추할 수 있을 것임.

표 4. 싱가포르 환율의 평균과 변동성 비교

		고정환율제도	관리변동환율제도(1971. 12~현재)		
			전체	1971. 12~1972. 12	1973. 1~현재
명목환율	평균	3.06	1.98	2.82	1.95
	표준편차	0.00	1.40	1.21	1.41
명목실효 환율	평균	-	103.13	-	103.13
	표준편차	-	1.08	-	1.08
실질실효 환율	평균	123.01	106.25	122.55	105.69
	표준편차	0.99	1.75	1.68	1.75

주: 표준편차는 변동성의 대용변수로 이용됨.
 자료: IMF, IFS CD롬, www.jmorgan.com.

그림 2. 싱가포르달러/미달러 환율의 추이와 변화율



주: SNG는 명목 싱가포르달러/미달러 환율을 나타내며 자료의 기간은 1957년 1월부터 2005년 4월까지임. X축은 연도를 의미함.
 자료: IMF, IFS CD롬.

- 바스켓밴드제도를 채택한 한국과 싱가포르의 과거 환율변동을 살펴보면, 달러화에 대한 자국 화폐의 환율변동성이 실질실효환율의 변동성보다 낮은 것으로 나타남.
- 이는 명시적으로 실효환율의 안정을 추구하는 환율제도임에도 불구하고, 정책당국이 실제로는 달러 표시 자국환율의 안정에 초점을 맞추었다는 것을 의미함.

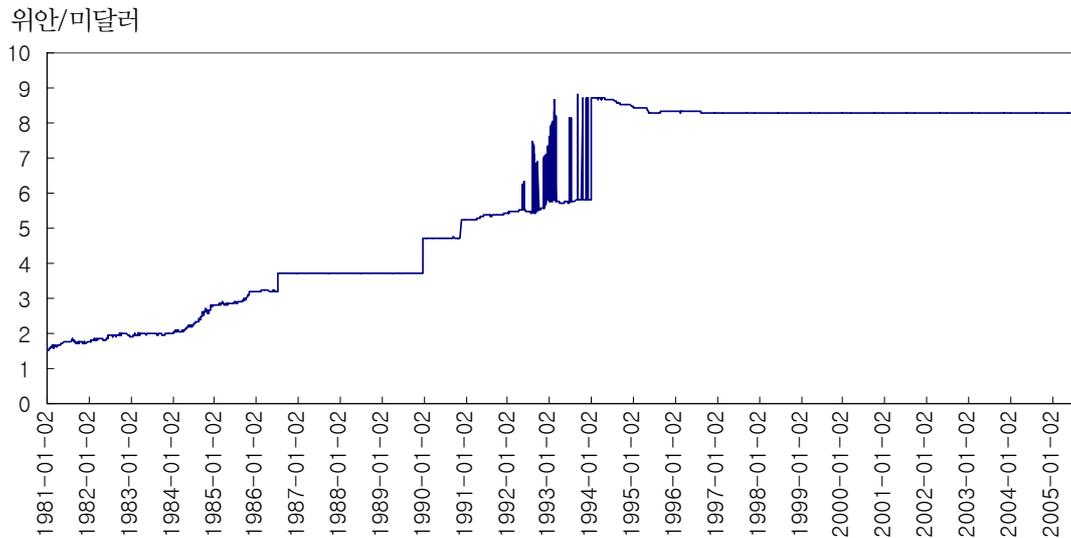
나. 중국 위안화 전망

- 본절에서는 위안화 환율의 최적 밴드를 추정하고 향후 1년 이후의 위안화의 절상 정도와 적정 환율을 전망하고자 함.

1) 위안화 전망

- 위안화 전망은 NDF선물환율을 기초로 해서 분석될 수 있음.
 - 12개월물 NDF선물환율은 향후 1년 후의 현물환율로 인도되는 통화가치이므로 현물환율의 예측치로 활용될 수 있음.
- 위안화의 12개월물 NDF선물환율은 7월 28일 현재 7.75위안이므로 향후 1년 후의 위안화 명목환율은 7.75(4% 절상)가 된다는 의미임.
 - 하지만 일반적으로 NDF선물환율이 현물환율의 불변추정량이 되지 못하는 것으로 알려져 있기 때문에 이러한 논리는 다소 무리가 있을 수 있음.
- NDF선물환율의 한계에도 불구하고, NDF 장기추세가 미래 위안화 환율을 예측하는데 유용하다는 전제에서 이를 이용해 볼 수 있음.
 - 위안화 NDF선물환율의 기초적인 움직임과 위안화 현물환율의 근본적인 움직임의 주요 추세(main stream)는 같다고 가정함.
 - 이는 위안화 NDF선물환율에 영향을 미치는 주요 요소(key components)들이 위안화 현물 움직임을 예측하는 데 도움을 준다는 가정과 유사한 것임.
- 이러한 기준으로 볼 때 향후 1년 이후에 위안화 환율은 3.8% 절상(미달러당 7.8위안)될 것으로 예측됨.

그림 3. 위안/미달러 환율의 추이



주: 1981년 1월 2일부터 2005년 7월 28일까지의 일별자료 기준임.

- 한국의 경험을 비추어 볼 때 상하 0.4%의 밴드폭이 존재하던 시기에 원/달러 환율의 절하율은 4.6%(90.3-91.8)로 나타났으며 싱가포르도 밴드제가 실시되었던 1981년부터 향후 1년간의 싱가포르달러/미달러 절상률은 1.5%로 나타남.
- 이를 종합하면, 향후 1년 이후에 위안화는 절상이 유력하며 절상폭은 크지 않는 것으로(4% 이내) 판단됨.

2) 적정밴드 추정

- 중국 인민은행은 현행 위안화 환율의 일일환율 변동폭(band)을 0.3%로 설정해 놓은 상태이며 향후 금융 및 경제상황을 봐가면서 이 변동폭을 조정할 계획이라고 발표함.
 - 이에 따라 향후 위안화의 절상 정도와 함께 적정밴드에 대한 관심이 고조되고 있음.
- 본고에서는 임의적인 적정밴드의 설정 가능성을 배제하기 위해서 데이터에 반영된 적정밴드 신호를 추출하는 방법을 고안했음. 즉 비선형 자기회귀(Band-TAR)모형을 통해서 적정밴드를 설정하였음.
 - TAR모형은 금융시계열 자료의 비선형적인 움직임을 분석하는 데 매우 유용한 방법론일 뿐만 아니라 적정밴드를 추정하는 데도 유용하게 사용됨.

- 이 모형의 핵심은 환율의 움직임이 정해진 변동폭 밖으로 더 괴리될 가능성이 높을수록 중앙은행의 개입 또는 외환시장 참여자들의 차익거래(arbitrage)로 인해 상대적으로 더 빠르게 변동폭내로 회귀한다는 것임.

- TAR모형은 다음과 같음.

$$\Delta q_t = \begin{cases} \beta^{out} (q_{t-1} - b) + e_t^{out} & \text{if } q_{t-1} > b \\ \beta^{in} q_{t-1} + e_t^{in} & \text{if } -b < q_{t-1} < b \\ \beta^{out} (q_{t-1} + b) + e_t^{out} & \text{if } q_{t-1} < -b \end{cases}$$

여기서 $q_t = t$ 기의 로그를 취한 실질실효환율

β^{out} = 변동폭 밖에서의 회귀속도

β^{in} = 변동폭 안에서의 회귀속도

b = 변동폭 크기

- 1994년 이후 중국의 실질실효환율(REER) 시계열 자료를 대상으로 TAR모형을 적용한 결과 위안화의 최적 밴드 규모는 $\pm 1.2\%$ 인 것으로 분석됨.

- 일반적으로 최적 변동폭에 대한 추정결과는 기간별 또는 변수의 추세 제거(detrend) 여부에 따라 다소 차이가 나타날 수 있음.

- 기간별 또는 변수의 추세 제거(detrend) 여부를 달리할 경우 대체로 위안화의 최적 밴드는 상하 1.2~2.0% 사이에 있는 것으로 나타남.

- 본 추정결과는 과거의 중국 환율 움직임으로부터 위안화의 장기 적정 변동폭을 수량적으로 추정한 것으로, 적정 변동폭에 대한 계량적 참고사항을 제공할 뿐 향후의 변동폭 확대에 대한 예측이 아니란 점에 유의할 필요가 있음.

3. 국내경제에 미치는 영향

- 앞에서 분석한 위안화 전망을 토대로 위안화 변동이 국내경제에 미치는 영향을 분석하였음.

- 이를 위해서 본장에서는 벡터자기회귀(VAR)모형을 통해서 그 영향을 살펴보았음.
- VAR모형에 의한 분석결과 위안화 절상충격이 국내수출에 긍정적인 효과가 있는 것으로 나타남.
- 위안/미달러 환율이 1% 절상되면, 국내수출은 1.2% 증가하는 것으로 나타났으며, 원/달러 환율은 0.66% 절상되나, 국내경제성장에 미치는 영향은 미미함.

표 5. 위안화 1% 절상시 국내경제에 미치는 파급효과

	수출	경제성장	원/달러 환율
위안화 1% 절상시	1.26% 증가	거의 없음	0.66% 절상

4. 결론 및 시사점

- 앞에서 언급한 바와 같이 당분간 위안/미달러 환율의 변동성은 낮게 유지되겠지만, 향후 동아시아 환율제도 및 운용과 관련해서 많은 변화를 초래할 수 있음을 간과해서는 안될 것임.
- 위안화 환율제도 변경은 아시아 주요국의 외환보유고 운영, ASEAN+3 환율제도 논의 등 다양한 측면에서 많은 변화를 초래할 것으로 판단됨.

가. 글로벌 불균형의 해결

- 중국의 환율제도 변경이 최근 들어 문제가 되고 있는 글로벌 불균형을 해결할 수 있는가는 의문임.
- 중국의 환율제도 변경은 위안화의 유연성을 제고하는 측면에서 긍정적일 수 있으나, 글로벌 불균형을 해소하기에는 미흡한 것으로 판단됨.
- 향후 위안화의 절상폭이나 운용방식을 예측해보건대, 미국과의 경상수지 흑자폭을 대폭 축소할 정도의 환율절상은 기대하기 어려움.

나. 동아시아 주요국의 외환보유고 운용

- 중국의 환율제도 변경은 중국 외환보유고의 포트폴리오 변화를 초래할 것임.
 - 중국 외환보유고의 포트폴리오 구성과 관련된 명확한 자료는 없으나, 외환보유고의 대부분이 미달러화 표시 자산으로 구성되어 있을 가능성이 높음.
 - 그러나 향후 복수바스켓제도를 운용하는 과정에서 유로화와 일본 엔화 표시 자산이 현시점보다는 더욱 많이 필요하게 될 것임.
 - 한국의 경우 시장평균환율제도를 채택하였던 1998년 외환보유고의 자산 구성 중 75%가 미달러 자산이었고, 유럽화폐 자산은 15%, 엔화 및 기타 자산은 10%였음.
 - 중국의 바스켓통화 가중치가 명확치 않은 상황에서 중국 외환보유고의 유로화 및 엔화 비중을 명확히 추정할 수는 없겠지만, 점진적인 유로화 및 엔화 표시 자산의 수요가 증가할 것으로 판단됨.
 - 이에 따라 달러화 수요가 감소한다면, 동아시아 주요국 외환보유고의 포트폴리오 변화도 점진적으로 진행될 것임.
 - 이에 따라 미달러화 가치 하락이 발생한다면, 이는 글로벌 불균형과 관련되어 동아시아 주요국의 경제성장에 부정적인 영향을 미칠 것임.

다. 동아시아 통화협력 논의 확대

- 아시아위기 이후 지속적으로 논의되어왔던 동아시아 환율제도 논의는 아시아위기의 원인으로 지목된 고정환율제도의 문제점을 해결하는 데 초점을 맞추어 왔음.
 - 지나친 달러 고정으로 인해, 통화 및 만기불일치가 발생하고, 이러한 불일치가 동아시아 금융시스템의 불안을 초래하였다는 비판이 제기됨.
 - 이에 따라 ASEAN+3을 중심으로 한 동아시아 환율제도의 논의는 일본이 주장하는 Currency

Basket 제도의 도입과 같이 미달러화에 대한 지나친 고정환율제도를 지양하고, 유로화나 엔화의 영향을 제고하는 방향으로 환율제도의 변경이 필요하다는 주장이 제기되었음.

- 그러나 동아시아 환율제도 개편에 있어 유럽과 같은 단일환율제도의 도입은 아직 시기상조라는 견해가 지배적임. 즉 동일 환율제도의 도입은 각국의 경기변동이 서로 다른 경우, 독립적인 통화정책의 수행이 어렵다는 점에서 회의적임.
- 그러나 동아시아에서 경제적인 영향력이 큰 중국이 복수바스켓제도를 도입함에 따라 명목적으로 통화바스켓제도를 채택하는 국가가 증가하고 이에 따라 동아시아 단일환율제도 논의가 활발히 진행될 가능성이 높아짐.