



## 중국의 환율변동폭 확대 가능성에 대한 평가 및 전망

이인구 세계지역연구센터 중국팀장 (iklee@kiep.go.kr, Tel: 3460-1153)

### 주요 내용

- ▣ 2005년 7월 단행된 환율제도 변경 이후에도 중국의 무역수지 흑자가 오히려 증가하는 등 위안화 평가절상요인이 해소되지 않고 있는 가운데, 최근 중국의 외환보유액 급증과 후진 타오 주석의 미국 방문을 계기로 위안화 절상압력이 재개되고 있음.
- ▣ 이에 따라 위안화의 환율유연성 제고에 대한 시장참여자들의 기대가 점증하고 있는 가운데 현재  $\pm 0.3\%$ 로 유지되고 있는 대미 달러 일일 환율변동폭의 확대 가능성에 대한 관심이 고조되고 있음.
- ▣ 향후 중국은 위안화 변동폭의 점진적인 확대를 통해 환율유연성을 제고시킴으로써 국내 외로부터의 절상요인들을 해소하는 한편 자본계정 자유화를 추진해나갈 것으로 기대됨. 이 경우 위안화의 변동폭은  $\pm 1.5\%$ 를 넘지 않는 수준으로 확대될 것으로 보이며 장기적으로는 적정밴드 수준까지 확대될 가능성을 배제할 수 없음.
  - 계량모형을 사용하여 중국의 적정 환율변동폭을 추정해본 결과 위안화의 적정밴드는  $\pm 2.4 \sim \pm 3.4\%$  사이인 것으로 나타남.
  - 중국정부는 2005년 7월 외환제도 변경 이후 환율유연성 확대 및 투기성 자금 유입에 대비하여 종합포지션관리제도 도입, 달러화를 제외한 기타 외환의 변동폭 완화, 시장조성자 제도 도입, 해외증권투자 허용 등의 조치들을 잇달아 도입하는 등 외환관리시스템 개선을 추진해왔음.
- ▣ 한편 중국정부가 중앙은행의 외환시장 개입을 통해 환율의 절상속도 및 변동성을 지속적으로 조절해나갈 것으로 예상됨에 따라 환율변동폭이 확대되더라도 위안화의 급속한 평가절상이 전개될 가능성은 높지 않은 것으로 판단됨.

## 1. 환율변동폭 확대 가능성 대두 배경

- 2005년 7월 단행된 환율제도 변경 이후에도 중국의 무역수지 흑자가 오히려 증가하는 등 위안화 평가절상요인이 해소되지 않고 있는 가운데, 최근 중국의 외환보유액 급증과 후진타오 주석의 미국 방문을 계기로 위안화 절상압력이 재개되고 있음.
- 중국 인민은행은 2006년 7월 미 달러화에 페그되어 있던 환율제도를 폐지하고 복수통화 바스켓제도를 채택하는 내용의 환율제도 변경을 단행하였음. 이 조치의 일환으로 미 달러대비 위안화의 명목환율이 2% 전격 절상되었으며 이후 2006년 3월 말까지 1.14%가 추가절상되었음.
- 하지만 환율제도 변경에도 불구하고 2005년 중국의 무역수지 흑자규모가 사상 최대인 1021억 달러를 기록한 데 이어, 최근 중국이 일본을 제치고 세계 최대의 외환보유국으로 부상함에 따라 국내외로부터 위안화 절상압력이 더욱 가중되는 양상을 보이고 있음.
- 이에 따라 위안화의 환율유연성 제고에 대한 시장참여자들의 기대가 점증하고 있는 가운데 현재 상하 0.3%로 유지되고 있는 일일 환율변동폭 확대 가능성에 대한 관측이 제기되고 있음.

## 2. 위안화 환율변동폭 확대의 필요성

### 가. 외화 유입 급증에 따른 국내경제 불균형 심화

- 위안화의 환율변동폭 확대 가능성과 관련된 국내요인은 외환보유액 급증에 따른 국내경제 불균형문제임.
- 최근 들어 중국의 외환보유액이 큰 폭으로 증가하고 있는 가운데 3월 말 현재 누계액이 사상 최대 규모인 8,715억 달러에 달하는 것으로 발표됨.
- 중국은 2006년 1~2월에만 348억 달러의 외환보유 증가를 기록, 일본을 제치고 세계 최대의 외환보유국으로 부상한 데 이어 3월에도 178억 달러의 외환보유액 증가를 기록하였음.

- 이러한 외환보유규모는 일본(8,520억 달러), 대만(2,570억 달러, 2월 말), 한국(2,173억 달러), 러시아(1,956억 달러, 2월 말)를 크게 웃도는 것임.
- 중국의 외환보유액은 2003년에 4천억 달러를 돌파한 데 이래 2004년에 6천억 달러, 2005년에 8천억 달러를 초과하는 등 지속적으로 급증하는 추세를 보이고 있는바, 이는 △무역흑자의 급속한 증가 △외국인직접투자의 지속적인 유입 △투기성 자금의 유입 증대 등으로 인해 외화 유입이 크게 확대되었기 때문임.

표 1. 중국의 외환보유액 구성 현황

(단위: 억 달러)

	2001년	2002년	2003년	2004년	2005년	2006년 3월
총보유액	2,121.7	2,864.1	4,032.5	6,099.3	8,189.0	8,715.0
연간 증가액	466.0	742.4	1,168.4	2,066.8	2,089.7	526.0
무역수지 흑자	230.9	303.4	253.8	328.4	1,021.0	232.0
FDI 유입	468.5	527.4	535.1	606.3	603.3	142.5
기타 유입	-233.4	-88.4	379.5	1132.1	465.4	151.5

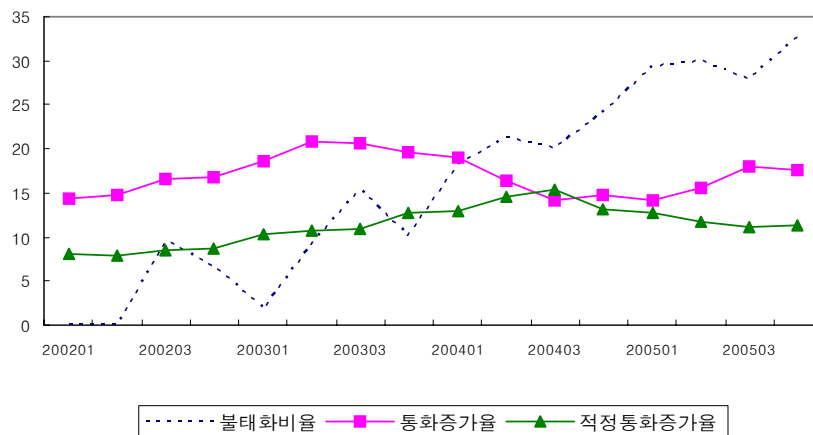
자료: 중국인민은행, 상무부.

- [표 1]에서 볼 수 있듯이 중국의 외환보유액 급증은 막대한 무역수지 흑자규모에 주로 기인하는바, 지난 몇 년간 연간 200억~300억 달러 정도를 기록해온 중국의 무역흑자 규모는 2005년에 1,021억 달러로 크게 증가하였으며 2006년 1~3월에도 전년동기대비 41.4% 증가한 232억 달러에 달하였음.
  - 이러한 중국의 무역 흑자 급증은 최근 몇 년간 지속된 철강, 석유화학 등 분야의 과잉설비 투자 및 생산증대에 따른 재고 조정, 2004년부터 실시되고 있는 중국정부의 투자억제책, 부품산업의 기술발전에 따른 점진적 수입대체효과 등이 복합적으로 작용하면서 수입수요가 감소하였기 때문임.
- 외환보유액 급증의 두 번째 요인으로는 외국인직접투자의 지속적인 유입을 꼽을 수 있음.
  - 중국은 경제발전 초기단계부터 외국인직접투자를 적극 유치해온 결과 1990년 중반 이후 매년 400억 달러 이상의 FDI를 유치해왔음. 또한 2003년 미국을 제치고 세계 최대의 FDI 유치국으로 부상한 이래 매년 600억 달러 이상의 직접투자를 유치하고 있음(표 1 참고).
- 이와 더불어 중국은 위안화의 평가절상에 대한 예측이 본격화된 2004년 하반기부터 투기성 자금의 유입이 크게 늘어난 바 있으며, 2006년 들어 위안화 절상을 겨냥한 투기성 자금의 유입이 다시 증가하고 있는 것으로 추정됨.

- 2004년 7월~2005년 7월 동안 외환보유 증가액 가운데 무역 흑자 및 FDI 유입액을 제외한 기타 유입이 차지하는 비중은 41.5%에 달하였으며, 2006년 1~3월에도 이 비중이 33.5%를 기록함으로써 위안화 평가절상에 따른 환차익을 겨냥한 투기성 자금의 유입이 외환보유액 급증의 중요한 요인으로 작용한 것으로 보임.
- 하지만 국내 채권시장이 상대적으로 협소한 중국으로서는 환율의 재조정 없이 중앙은행의 불태화정책(sterilization)만으로 외환보유액 급증에 따른 물가상승압력에 효과적으로 대처하기 어려운 실정임.
- [그림 1]에 나타나 있듯이 중국의 불태화비율은 2002년 이후 계속 증가하는 추세를 보이고 있으나 2005년 말 현재 32%에 그치고 있어 민간부문의 통화증가율이 적정수준을 크게 웃도는 것으로 추정됨.
- 이와 같이 외환보유액 급증에 따른 통화팽창이 물가상승압력 증대로 이어질 경우 물가와 이자율 등에 불균형을 초래함으로써 중국정부가 추진 중인 과잉투자 억제정책과 금리 중심 통화정책에 상당한 저해요인으로 작용할 가능성이 높음.
- 2005년 들어 비교적 상승세를 보여 왔던 실질금리는 3/4분기에 4.25%를 기록한 이래 4/4분기 4.21%, 2006년 1/4분기 3.99%로 오히려 하락하는 추세임.

그림 1. 중국의 불태화비율 및 통화증가율

(단위: %)



- 또한 외화 유입이 급증할 경우 위안화의 대미 달러 평가절상에 따른 환차손규모가 더욱 증대될 뿐만 아니라, 중국이 달러화 표시자산비중을 축소할 경우 위안화에 대한 평가절상압력

이 더욱 가중됨에 따라 현재와 같은 외환보유액 규모가 달러화 약세 상황에서 지속가능한지에 대한 의문이 제기되고 있음.

- 달러화 표시자산의 비중을 70%로 가정할 경우 위안화가 3% 절상될 때 예상되는 환차손은 305억 달러로 추정되는바, 이는 2005년 GDP의 1.4%에 이르는 규모임.

◦ 2005년 10월 말 현재 중국의 미국 국채 보유잔액은 2,476억 달러에 달하고 있음.

■ 이와 같이 중국의 경우 지나친 외환보유액 증가는 경제불균형 해소를 위한 환율조정의 필요성과 환율조정에 따른 환차손 사이의 괴리를 확대시킴으로써 효율적인 통화 및 외환 정책 수립에 부정적인 영향을 가져올 것으로 평가됨.

## 나. 글로벌 무역불균형문제 심화

■ 중국은 환율제도 변경 이후에도 막대한 규모의 무역흑자를 시현하고 있어 미국의 중국에 대한 무역적자와 이에 관련된 글로벌 무역불균형문제가 위안화의 변동폭 확대 가능성을 증대시키는 중요한 요인으로 작용하고 있음.

- 미 달러대비 위안화의 명목환율은 2005년 7월 환율제도 변경조치의 일환으로 2% 전격 절상된 이래 2006년 3월 말까지 1.14%가 추가 절상되는 등 완만한 하락세를 유지하고 있음.

- 반면 환율제도 변경 이후 8개월(2005년 8월~2006년 3월) 동안의 무역수지 흑자규모가 변경 이전 8개월(2004년 11월~2005년 6월) 동안에 비해 21.7% 증가하는 등 무역흑자규모는 오히려 증가하는 추세임.

- 특히 미국의 對中 무역수지 적자규모는 2004년 1,619억 달러에서 2005년 2,016억 달러로 증가하는 등 지속적으로 확대되어가는 추세임.

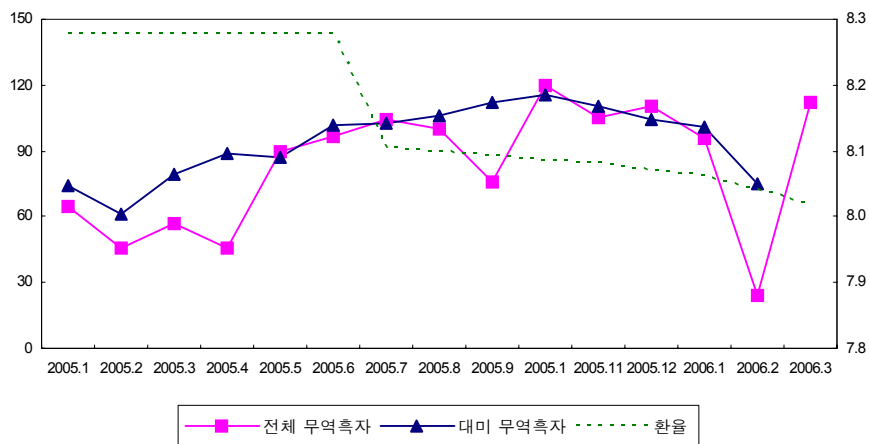
◦ 미국의 전체 무역수지 적자에서 對中 무역수지 적자가 차지하는 비중은 2000년 19.2%에서 2005년 26.3%로 증가하였음.

■ 위안화의 평가절상 움직임에도 불구하고 글로벌 무역불균형문제가 오히려 악화됨에 따라 미국을 비롯한 선진국과 중국간의 통상마찰 역시 심화되고 있음.

- 중국과 미국·EU간 섬유협정이 타결되면서 진정 국면을 보이던 중국의 대외통상 분쟁은 2006년 3월에 미국과 EU가 중국의 자동차부품 수입에 대한 불공정 무역행위를 WTO에 제소하면서 다시 확대되는 양상을 보이고 있음.
- 2005년 한해에만 51건의 중국산 제품에 대해 반덤핑 조사가 진행된 바 있으며, 2006년에는 EU가 중국산 신발과 컬러 TV에 대한 반덤핑 부과를 발표하였음.
- 결국 중국의 대규모 무역흑자는 미국을 비롯한 선진국들의 중국에 대한 막대한 무역수지 적자와 이와 관련된 글로벌 불균형문제를 부각시킴으로써 위안화의 추가절상 및 환율유연성 제고가 요구되는 상황으로 전개되고 있음.
- 미국 재무부의 중국에 대한 환율조작국 지정 검토 역시 위안화 절상압력의 일환인 것으로 알려져 있음.

그림 2. 중국의 무역흑자와 환율 변화 추이

(단위: 억 달러)



### 3. 위안화 적정변동폭 추정

- 중국의 환율변동폭 확대 가능성에 대한 관심이 고조됨에 따라 본고에서는 비선형 자기회귀 모형(TAR)을 통해 위안화의 적정밴드를 추정하고자 함.
- 비선형 자기회귀모형은 환율, 주가 등 금융시계열 자료의 비선형적인 움직임을 분석하는데 매우 유용한 방법론일 뿐만 아니라 적정밴드를 추정하는 데도 유용하게 사용됨.

- 이 모형의 핵심은 환율의 움직임이 정해진 변동폭 밖으로 더 벗어날수록 중앙은행의 개입 또는 외환시장 참여자들의 차익거래가 발생할 가능성이 높아지며, 따라서 상대적으로 더 빠르게 변동폭내로 회귀한다는 것임.
- 이는 거래비용이 거래수익을 초과하는 변동폭내에서는 차익거래가 발생하지 않지만 일단 환율이 변동폭 밖으로 괴리될 경우 거래수익이 거래비용보다 커짐에 따라 차익거래가 발생하게 되며, 따라서 환율이 정해진 변동폭으로 회귀한다는 의미임.
- 본고에서는 이러한 환율동학적 특성을 반영한 BAND-TAR 모형과 EQ-TAR 모형을 설정한 후 임의의 밴드 가운데 최우추정량을 찾아내는 방법(best-fit grid search)을 이용하여 위안화의 적정밴드를 추정하였음.
- 1994년 이후 중국의 명목실효환율을 대상으로 적정밴드를 추정한 결과 위안화의 적정변동폭은 BAND-TAR 모형의 경우  $\pm 2.4\%$ , EQ-TAR 모형의 경우  $\pm 3.4\%$ 인 것으로 나타남.
- 기간별 또는 변수의 추세 제거 여부 등을 달리할 경우 대체로 위안화의 적정밴드는  $\pm 2.4 \sim \pm 3.4\%$  사이에 있는 것으로 나타남.
- 본 추정결과는 과거 중국 환율의 움직임으로부터 위안화의 장기 적정 변동폭을 수량적으로 추정한 것으로, 적정 변동폭에 대한 계량적 참고사항을 제공할 뿐 향후 변동폭 확대에 대한 예측이 아니라 점에 유의할 필요가 있음.

#### 4. 향후 전망

- 위안화의 추가절상에 대한 국내외적 압력이 가중되고 있는 가운데 중국내에서도 환율유연성 확대를 감내할 수 있다는 분위기가 조성됨에 따라 조만간 위안화의 변동폭 확대조치가 단행될 가능성이 있음.
- 종전의 환율변동범위( $\pm 0.3\%$ )내에서도 상당 폭의 위안화 절상이 가능하다는 주장들이 제기되고 있으나 중국정부의 외환관리시스템 개선방향 및 최근 국내외적 환율유연성 확대 필요성 등을 고려해볼 때 위안화의 변동폭이 확대될 것이라는 전망이 지배적임.
- 중국정부는 2005년 7월 외환제도 변경 이후 환율유연성 확대 및 투기성 자금 유입에 대비한 조치들을 잇달아 도입하는 등 외환관리시스템 개선을 추진해왔음.

표 2. 최근 중국의 외환관리제도 변경 조치

발 표	내 용
2005년 9월 22일	외국환은행의 외국환표지선관리제도를 현물환포지선관리제도에서 선물환포지선을 추가한 종합포지선관리제도로 변경
2005년 9월 23일	달러화를 제외한 기타 외환의 일일 변동폭을 $\pm 1.5\%$ 에서 $\pm 3.0\%$ 로 확대하는 한편 각 은행의 매입·매도 고시환율 스프레드를 $\pm 0.2\%$ 에서 $\pm 1.0\%$ 로 확대
2005년 11월 24일	달러화를 포함한 모든 외환거래에서 시장조성자(Market Maker)제도 도입
2006년 4월 14일	개인의 연간 환전상한선을 2만 달러로 확대하고 기업의 신규 외화계좌 개설 상한선을 50만 달러로 확대
2006년 4월 17일	금융기관의 해외증권투자 허용

- 이에 따라 향후 중국은 위안화 변동폭의 점진적인 확대를 통해 환율유연성을 제고시킴으로써 국내외 위안화 절상요인들을 해소하는 한편 자본계정 자유화를 추진해나갈 것으로 기대됨. 이 경우 위안화의 대미 달러 변동폭은  $\pm 1.5\%$ 를 넘지 않는 수준으로 확대될 것으로 보이며, 장기적으로는 적정밴드인  $\pm 2.4\sim\pm 3.4\%$  수준까지 확대될 가능성을 배제할 수 없음.

- 2005년 7월 환율제도 변경 당시 대미 달러 일일 변동폭은  $\pm 0.3\%$ 로 제한된 반면 달러를 제외한 기타 통화에 대한 변동폭은  $\pm 1.5\%$ 로 결정되었으며 이후  $\pm 3.0\%$ 로 확대된 바 있음.

- 그러나 중국정부가 중앙은행의 외환시장 개입을 통해 환율의 절상속도 및 변동성을 지속적으로 조절해나갈 것으로 예상됨에 따라 환율변동폭이 확대되더라도 위안화의 급속한 평가절상이 전개될 가능성은 높지 않은 것으로 판단됨.

- 미국과 중국간의 금리차이가 2005년 1월의 3.28% 포인트에서 2006년 1월에는 1.28% 포인트로 감소했을 뿐만 아니라 위안화의 과도한 평가절상이 미국 채권시장의 위축, 중국산 수입품 가격상승에 따른 물가상승 압력 가중, 중국 진출 미국기업들의 수익성 악화 및 미국 제품에 대한 수입수요 감소 등을 초래해 미국경제에 부정적 영향을 미칠 수 있다는 사실을 고려해볼 때, 향후 위안화에 대한 과도한 추가절상이 이루어질 가능성은 희박한 것으로 판단됨.

- 위안화가 현재 얼마나 저평가되어 있는지에 대해서는 다양한 견해가 제시되고 있으나 연말까지의 추가 절상폭은 대체로 4% 이내의 소폭일 것이라는 전망이 지배적임.

- 현물환율의 예측치로 사용되는 역외선물환(NDF) 환율의 경우 최근 6개월과 12개월 선물가격이 각각 달러당 7.85위안과 7.7위안을 기록함으로써 시장에서는 위안화가 6개월과 12개월 후 현재보다 각각 2.05%, 3.92% 정도 절상될 것으로 기대함.