

연구 08-09

# 중국 위안화 절상 전망과 파급효과 및 대응방안

김봉한 · 남수중 · 허찬국

# 중국 위안화 절상 전망과 파급효과 및 대응방안

1판1쇄 인쇄/ 2008년 4월 14일  
1판1쇄 발행/ 2008년 4월 18일

발행처/ 한국경제연구원  
발행인/ 김종석  
편집인/ 김종석

등록번호/ 제318-1982-000003호  
(150-756) 서울특별시 영등포구 여의도동 28-1 진경련회관  
전화 3771-0001(대표), 3771-0057(직통) / 팩스 785-0270~1  
<http://www.keri.org>

© 한국경제연구원, 2008

한국경제연구원에서 발간한 간행물은  
전국 대형서점에서 구입하실 수 있습니다.  
(구입문의) 3771-0057

## 발간사

13억 인구의 거대 중국이 10%대 고속성장을 지속하면서 세계 경제 전체의 수요 증대를 견인하고 있다. 중국의 질주가 세계경제에 미치는 영향은 크고 다양하게 나타나고 있다. 먼저 긍정적 효과를 살펴보면 저가 공산품 공급으로 세계적인 물가안정에 기여하는가 하면 우리나라의 최대 수출시장으로 뚜렷하게 자리매김하면서 지난 5년여 간의 경제성장의 견인차 역할을 수행했다. 동시에 중국의 각종 자원에 대한 엄청난 신규 수요 증대로 세계경제는 전대미문의 높은 원자재 가격 부담에 시달리고 있다. 아울러 대외거래에 있어 교역 대상국들과 전체적으로는 불균형이 크지 않으나 세계 최대 경제국 미국과의 교역에 있어 상당히 큰 무역역조를 기록하고 있어 경상수지 적자로 고민 중인 미국의 불만을 키우고 있다.

특히 미국 내에서 대중국 무역역조는 단순히 경제 전문가들의 관심사 수준을 넘어서 정치 쟁점이 된 상태이다. 세계 대부분 나라들과 마찬가지로 한국은 자칫 거대 개방경제 간의 문제 악화로 인해 큰 피해를 볼 수도 있는 처지이다. 고래 싸움에 새우등 터지는 격이 되기 쉽다. 국제 무역역조 발생 시 가장 보편적인 조정수단은 환율이기 때문이다. 이 때문에 미국 내에서 중국 환율에 대한 평가절상 요구가 많다. 이런 상황에도 불구하고 중국은 단기간 내의 큰 폭 환율 절상이 경제 전체에 가져올 부정적 효과를 우려해 점진적으로 대응해 오고 있다. 그런데 지난해부터 중국 내 물가 크게 오르기 시작하면서 또 다른 국면에 진입하고 있는 상황

이다. 생활물가의 상승은 저소득층의 부담을 키우기 때문에 쉽게 정치문제로 비화할 수 있다. 일견 이런 상황에서는 환율을 절상시키는 것이 수입 물가를 낮추어 국내 물가를 안정시키는 방안이 될 수도 있다.

이러한 일련의 상황변화를 감안할 때 향후 위안화 환율 및 환율제도의 변경 가능성이 예상되고 있다. 우리의 최대 수출국 중국의 통화인 위안화의 변동은 수출환경을 결정하는 주요 변수이기 때문에 이에 대해서는 면밀한 검토와 분석이 필요하다고 할 수 있다.

이런 상황에 대한 인식을 바탕으로 본원은 수년 전부터 위안화 환율의 추세를 연구해 왔으며, 2004년에는 통화바스켓제도로의 이행을 예측한 연구결과를 발표한 바 있다. 중국의 무역흑자 누적, 인플레이션 등에 대한 분석을 통해 향후 위안화 절상추세를 전망하고, 그에 따른 경제적 영향을 추정해 본 연구도 이러한 인식의 연속성하에서 수행되었기 때문에 위안화의 변동이 우리에게 미칠 영향에 대해 관심이 있는 기업인, 연구자들에게 큰 도움이 될 것으로 기대한다.

마지막으로 연구를 수행하신 공주대 김봉한 교수와 남수중 교수 그리고 본원의 허찬국 선임연구위원에게 깊은 감사를 드리며, 여러 단계에서 많은 도움을 준 이연호 충북대 교수에게 연구자들의 감사의 마음을 전하는 바이다. 아울러 본 보고서의 결론은 본원의 공식적인 견해와 반드시 일치하는 것은 아님을 밝혀 둔다.

2008년 4월  
한국경제연구원  
원장 김종석

# 차례

## 제1장 서론 / 11

- I. 문제제기 / 13
- II. 기존연구의 검토 / 15

## 제2장 중국의 환율제도 변천과정과 환율 추이 / 19

- I. 중국 환율제도의 변천과정 / 21
  - 1. 이중환율제도 시기(1978~1993) / 22
  - 2. 관리변동환율제도 시기(1994.1~2005. 7) / 25
  - 3. 복수통화바스켓제도 도입(2005. 7~) / 27
- II. 위안화 환율 절상 가속화 추세와 의미 / 30

## 제3장 중국 환율제도 운용의 주요 쟁점과 결정요인 검토 / 37

- I. 주요 쟁점과 중국의 딜레마 / 39
  - 1. 대외불균형의 심화와 영향 / 41
  - 2. 통화정책의 제한적인 효과 / 43
  - 3. 취약한 금융시스템의 개혁 / 48
  - 4. 과열 우려와 경착륙 가능성 / 52
- II. 환율제도 결정요인 및 주요 쟁점에 대한 실증분석 / 56
  - 1. 환율제도 결정요인의 실증분석 검토와 적용 / 56
  - 2. 복수통화바스켓에 대한 실증분석 / 61

## **제4장 중국 환율제도 운용의 정치경제적 의미와 과제/63**

- I. 중국정부의 정책 대응과 함의 / 65
  - 1. 외환관리제도 개혁 / 65
  - 2. 국유기업 등의 해외투자(走出去)와 M&A 확대 / 68
  - 3. 국부펀드(SWF): 중국투자유한공사(CIC)의 설립 / 72
- II. 정책과제 및 전망 / 76

## **제5장 위안화 자평가정도 및 환율 예측/83**

- I. 거시경제균형접근법 / 87
- II. 구매력평가접근법 / 89
- III. 구매력평가접근법의 확장 / 93
- IV. 위안화 환율의 전망 / 96

## **제6장 위안화 절상의 효과 분석/99**

- I. 중국의 거시경제에 미치는 효과 / 101
- II. 동아시아 통화 가치에 미치는 효과 / 106
- III. 우리나라의 수출에 미치는 효과 / 111
- IV. FDI에 미치는 효과 / 121
- V. 우리나라의 주가에 미치는 효과 / 128

## **제7장 결론 및 시사점/133**

- I. 실증분석 결과 요약 / 135
- II. 정책 및 기업에 주는 시사점 / 137

## **참고문헌/141**

## 표 차례

- <표 2-1> 개혁·개방 이후 중국의 외환관리제도 변천과정 / 23
- <표 2-2> 중-미 경제전략회의 전후의 위안화 절상 속도 / 34
- <표 3-1> 주요 상업은행의 부실채권 규모 및 비율 / 50
- <표 3-2> 세계 100대 은행과 중국 국유상업은행의 지표 비교 / 51
- <표 3-3> 중국의 GDP 구성 비율 추이 / 54
- <표 3-4> 환율제도 선택에 관한 실증분석 비교 / 57
- <표 3-5> 위안화 명목환율과 주요 경제변수 추이 / 59
- <표 3-6> 위안화 명목환율 결정요인에 대한 실증분석 결과 / 60
- <표 4-1> 중국 외환제도 규제완화 조치 및 내용 / 67
- <표 4-2> 중국기업의 해외 M&A 현황 / 70
- <표 4-3> 중국의 해외 금융기관 출자 현황 / 73
- <표 4-4> 중국의 경제정책 변화와 전망 / 79
- <표 5-1> 위안화의 저평가정도에 대한 주요 연구 / 85
- <표 5-2> 빅맥지수에 의한 위안화의 저평가정도 / 89
- <표 5-3> 위안화 저평가 추정치의 민감도 / 95
- <표 5-4> 위안화 절상에 대한 주요 기관의 예측치 / 97
- <표 6-1> 공적분 검정 결과 / 103
- <표 6-2> Frankel-Wei 회귀식의 추정 결과: 2005. 7. 4~2007. 11. 30 / 108
- <표 6-3>  $\beta_{4t}$ 의 추정치 평균과 표준편차 / 110
- <표 6-4> 공적분 검정 결과: Trace 검정법 활용 / 113
- <표 6-5> 대중국 수출 공적분 회귀식의 추정 결과 / 113

- <표 6-6> 중국의 수출함수 추정 / 117
- <표 6-7> 우리나라의 제3국에 대한 수출함수 추정: OLS 사용 / 118
- <표 6-8> 우리나라의 제3국에 대한 수출함수 추정: 도구변수법 사용 / 119
- <표 6-9> 주요국의 중국에 대한 FDI 투자 추이 / 123
- <표 6-10> 중국으로의 FDI 유입 모형 추정 결과 / 125
- <표 6-11> 한국으로의 FDI 유입 모형 추정 결과 / 127
- <표 6-12> SVAR모형의 추정 결과: I / 131
- <표 6-13> SVAR모형의 추정 결과: II / 132



## 그림 차례

- <그림 2-1> 중국 위안화의 공정한환율과 시장환율 추이 / 26
- <그림 2-2> 위안화의 미달러 대비 환율 및 절상률 추이 / 32
- <그림 2-3> 통화별 미달러 대비 환율 변동 추이 / 33
- <그림 3-1> 환율제도 선택과 관련한 삼각의 딜레마(trilemma) / 40
- <그림 3-2> FDI와 외환보유액 증가 추이 / 41
- <그림 3-3> 수출입 증가율 및 무역수지 / 42
- <그림 3-4> 2007년도 금리 및 기준율 인상 추이 / 46
- <그림 3-5> 통화 및 대출 증가율 추이 / 46
- <그림 3-6> 소비자물가 및 생산자물가 상승률 추이 / 47
- <그림 3-7> GDP, 소비 및 투자 증가율 추이 / 53
- <그림 3-8> 고정자산 투자 증가율 추이 / 55
- <그림 3-9> 위안화/달러 환율 추이 / 62
- <그림 3-10> Frankel-Wei 회귀식의 추정 결과 / 62
- <그림 4-1> 위안화 1년만기 선물환 환율 추이 / 77
- <그림 5-1> 위안화의 미달러 대비 환율 추이 / 90
- <그림 5-2> 위안화의 실효환율지수 추이: BIS 자료 / 91
- <그림 5-3> 위안화의 실효환율지수 추이: IMF 자료 / 92
- <그림 5-4> NDF시장에서 3개월 위안화 선물환율 추이 / 97
- <그림 6-1> 중국 거시경제 변수의 추이 / 104
- <그림 6-2> 충격반응함수 추정치 / 105
- <그림 6-3> 동아시아 환율의 추이: 2005. 7~2007. 11 / 107
- <그림 6-4> 충격반응함수 추정치 / 109

- <그림 6-5>  $\beta_{4t}$ 의 추정치 추이 / 110
- <그림 6-6> 우리나라의 중국에 대한 수출 추이 / 112
- <그림 6-7> 충격반응함수 추정치: 대중국 수출 / 114
- <그림 6-8> 충격반응함수 추정치: 중국의 총수출 / 115
- <그림 6-9> 중국의 FDI 유입 추이 / 122
- <그림 6-10> 한국의 FDI 유입 추이 / 125
- <그림 6-11> 주가지수와 위안화의 추이 / 130
- <그림 6-12> 한국 주가의 반응 추정치: I / 130
- <그림 6-13> 한국 주가의 반응 추정치: II / 131

중국 위안화 절상 전망과 파급효과 및 대응방안

## 제1장 서론





## I. 문제제기

중국은 2005년 7월 복수통화바스켓제도 도입 등 환율제도 개혁을 단행한 바 있으며, 특히 일일 변동폭 확대 실시 이후 위안화의 미달러 대비 환율의 절상 속도가 빨라지고 있다. 그러나 중국은 경상수지 흑자의 누적 등 대외적 불균형과 과잉유동성 증대 등의 대내적 불균형의 심화로 인해 대폭적인 환율 절상 필요성이 대두되고 있다.<sup>1)</sup>

따라서 본 연구의 목적은 중국의 경상수지 흑자 증가에 따른 대외적 압력과 과잉유동성에 따른 인플레이션 상승 가능성 등 대내적 압력에 대해 분석한다. 동시에 단기적 환율 절상추세와 경제적 영향을 추정한다. 또한 중국의 중장기적인 환율제도 개혁 가능성에 대한 검토도 포함하고 있다.

중국경제는 지난 2005년 7월의 환율제도 개혁 및 이후의 환율 절상에도 불구하고 대외불균형 심화, 물가상승 압력 증대, 과잉유동성 및 과잉투자 지속 등 리스크 요인들이 해소되지 않은 상황이다. 중국 통화당국은 최근 수차례의 금리인상을 비롯하여 지급준비율 및 재할인을 변경 등 통화 긴축정책을 실시하였으나 과잉유동성 문제가 쉽게 해소되지 않고 있다. 특히 중국의 취약한 금융시스템, 금리자유화 미흡 등에 따른 통화정책의 실효성에는 한계가 있다는 평가가 지배적이다.

---

1) 중국의 위안화는 2005년 7월 환율제도 개편 이후에도 2006년 말까지 3.9% 절상되었으며 최근에는 절상 속도가 가속화되는 모습을 보이고 있으나, 수출은 여전히 높은 증가세(27.2%)를 지속, 특히 고정투자 억제조치에 따라 투자 증가세가 둔화되면서 수입 증가율(20.0%)이 낮아짐으로써 무역흑자는 오히려 확대되었다. 중국 위안화의 절상 속도는 주변국에 비해 완만하여 더욱 대폭적인 절상이 요구되고 있는데, 같은 기간 중 태국(15.6%), 한국(11.4%), 싱가포르(9.4%), 말레이시아(7.6%)에 비하여 상대적으로 미약하다는 평가이다.

향후 중국정부는 단기적인 환율 일일 변동폭의 확대 등을 포함하는 환율제도 개혁을 추진할 가능성이 점차 커지고 있다. 따라서 중국의 환율제도 변경과 이에 따른 환율 추이를 분석하고 경제적 영향을 추정하여 환율제도 개선 가능성과 영향을 전망할 필요가 커지고 있다.

중국정부는 지금까지 수출기업의 채산성 악화와 사회적 실업 증가를 우려하여 위안화의 대폭적인 절상보다 점진적 절상을 통해 대내외 압력을 완화해 왔으며, 수출 억제 및 수입 확대, 해외투자 촉진 등도 추진하고 있다.

그러나 미국 등 무역 상대국들의 지속적인 불균형 해소 요구를 고려할 때 대폭적인 위안화의 절상이 필요한 것도 사실이다. 그러나 중국 당국은 수출 억제 및 수입 확대, 해외투자 촉진 등을 통해 무역 및 자본수지 흑자 축소를 도모하고 있으나 효과가 제한적이다. 또한 중국정부는 외국인 직접투자자에 대한 우대제도 축소, 중국기업의 해외투자 장려와 더불어 외환시장 개혁을 통해 위안화 절상 압력에 대응하고 있다.<sup>2)</sup>

본 연구는 우선 중국 환율제도의 역사적 변화 과정과 환율 절상 추이를 살펴본다. 두 번째, 중국 환율제도 운용의 주요 쟁점과 딜레마를 추적하고 결정요인을 실증적으로 검토한다. 마지막으로 중국의 환율제도 운용이 수출, 투자, 소비, 통화, 자본유입 등 기초경제여건 변화에 미친 영향을 실증적으로 분석하여 현재 환율제도의 한계와 정책과제를 제시할 것이다. 또한 위안화 절상이 거시경제 등 중국경제에 미치는 영향, 우리나라의 수출, FDI 등에 미치는 영향을 분석한다.

---

2) 수출증치세 환급 대상 품목의 축소, 수출관세 부과, 일부 품목에 대한 가공무역 금지 등을 통하여 수출 증가세를 억제하는 노력을 병행하고 있다.

## II. 기존연구의 검토

그동안 중국의 환율제도 개혁과 환율 변화에 대한 다양한 연구 결과가 발표되었다. 새로운 환율제도 도입 이전에는 정치하지는 않으나 완만한 소폭 절상, 중장기에 걸친 급격한 절상, 자유변동 환율제도로의 이행 등 다양한 가능성을 제시하는 연구가 다수였다. Goldstein and Lardy(2003)의 연구결과는 미국의 경상수지 500억 달러 이상의 개선 효과를 위해서 위안화가 50% 절상되어야 한다고 밝히고 있다.<sup>3)</sup>

그러나 대부분의 경제학자들은 급격한 환율 변동에 부정적인 견해를 주장하면서 점진적인 방식의 환율제도 개혁을 강조하였다. Mundell은 위안화 평가절상이 중국의 디플레이션 문제를 심화시킬 것이라는 의견을 제시한다. 또한 Eichengreen 교수는 ‘자본통제를 유지하면서 점진적인 방식의 변동환율제도로의 이행’을 강조하였다. McKinnon and Schnable(2003)은 급격한 위안화 절상의 폐해를 강조하는 한편, 변동폭 허용이 적절하나 지속적인 중심 환율의 유지를 제안하였다.

Fred Hu(2003)도 환율 변동폭 확대 후 점진적인 방식의 변동 환율제도 도입을 권고하였으며, Guo(2002)는 적절한 변동폭을 설정하여 환율의 신축성을 제고시키고 자본거래 자유화는 환율제도의 개선과 일치하여야 한다고 주장하였다. 또한 Gao(2006)는 장기적인 관점에서 위안화 환율을 분석하였는데, Balassa-Samuelson Hypothesis 모델, 공급측 모델을 기초로 1975~2002년간 중국의

---

3) Goldstein 등은 1단계로 위안화를 15~25% 절상 후, 밴드폭 확대와 복수통화바스켓제도 도입을 주장하였으며, 다음 2단계로 국내 금융부분의 개혁과 건전화를 달성한 후 관리변동환율제도를 채택하는 방안을 제시하였다.

급속한 경제성장률이 실질환율의 절상을 초래했는지를 실증적으로 분석하였다. Prasad, Rumbaugh and Wang(2005)은 더욱 유연한 환율제도가 독립적인 통화정책과 외부 충격을 완화하는 역할을 할 것이라고 주장하면서, 자본항목 자유화 이전에 금융시스템의 건전성 개선이 우선되어야 한다고 강조하였다.

Goldstein(2004)은 중국이 결정할 환율정책의 중요성을 강조하면서 two step stage 정책(① 소폭 절상과 중간환율제도 도입 ② 금융시장 취약성 개선 이후 관리변동환율제도 개혁 등)을 통해 우선 대내외 불균형 문제를 해결하고 장기적인 관점에서 통화정책 독립성과 자본항목 자유화를 추진해야 할 것임을 주장하였다. Williamson(2004)은 중국이 물가상승 압력에 직면하고 있는데, 이를 조정하기 위한 위안화 평가절상이 필요하다고 주장하였다. 또한 글로벌 조정에도 불구하고 물가 불안을 억제하지 못하는 위험한 상황에 빠져들 수도 있고, 이때 위안화 과대평가(아시아 주요국의 외환위기의 경우처럼)라는 최악의 사태를 맞이할 수도 있다고 경고하였다. 따라서 현재의 외환보유액을 미국 국채 매입보다 더 효율적인 분야(중국의 소비 확대 등)에 쓰이는 것이 유리하며 자유화 조치보다 앞서 위안화 평가절상이 최선의 정책임을 강조하였다.

Bergsten(2007)은 의회 증언에서 5월 전략회의까지 중국 위안화의 추가적인 절상(10%), 그리고 더욱 유연한 제도 도입을 강력히 요구해야 할 것이라고 강조하였다.

중국 내에서는 위안화와 관련하여 다양한 연구들이 제기되었는데, 대표적인 내용들만 소개하면 다음과 같다. 余永定(2005)은 추가적인 일일 변동폭 확대 필요성을 강조하였다. 또한 余永定(2007)은 과잉유동성의 근본적인 원인이 환율의 소폭 절상 때문이라고 주장하였다.

張斌和何帆(2006)은 추가적인 위안화 대폭 절상을 주장하면서



단기적인 부작용을 최소화하기 위한 재정정책 등 경제정책 조합을 제시하였다. 위안화 절상이 단기적인 부작용에도 불구하고 중장기적으로는 경제구조의 고도화, 자원배분의 효율성 제고 등 긍정적인 영향을 미칠 것임을 강조하였다. 따라서 현재 환율제도에서의 점진적 절상 등 환율 조정은 단기적인 부작용만 초래하고 중장기적으로 나타날 긍정적인 측면이 약화될 것이라고 주장하였다.

胡磊(2007)는 최근 중국경제는 약 2년간의 위안화 절상에도 불구하고 부동산 가격 거품, 외환보유액 급증, 물가상승 압력 및 금리인상 압력 등 국내의 각종 문제가 나타났다고 소개하면서 이런 ‘인민폐 평가절상 합병증’은 잠재적인 금융위기 가능성을 증대시킬 수 있다고 경고한다. 이런 ‘합병증’의 해결을 위한 중국인민은행의 대책 마련을 요구하는 한편, ‘불가능성 정리’<sup>4)</sup>와 ‘Exit Strategies’에 기초하여 고정환율제도와 자본통제를 동시에 포기하는 것이 유일한 해결책일 수 있다고 주장하였다.

또한 중국 내에서도 환율제도 개혁과 경제적 영향에 대한 연구가 활발하게 발표되고 있다. 余波(2001)는 위안화 환율 변동이 경제적 추세를 반영하지 못한다고 주장하였으며, 현행 관리변동환율제도가 안정적인 균형에 도달하지 못하고 환율문제를 초래하기 때문에 제도 개혁을 필요로 한다는 것을 강조하였다. 陳平 외(2002)는 안정적인 위안화 환율의 미시적인 원인을 분석하고 중국의 외환 수요와 공급 함수를 수립하였다. 중국의 현행 환율제도가 환율정책 추진의 중대한 제약요인임을 밝히고 국제수지 조절을 위해 직접적인 통제 수단에 의존할 수밖에 없음을 분석하였다. 唐建華(2003)는 환율제도 선택의 이론적 논의를 검토하고 환율제도 및 환율이 인플레이션, 실물경제, 금융위기 등에 미치는 영향을

4) ‘불가능성 정리’와 관련한 내용은 추후 제3장 I에서 설명할 것이다.

비슷한 환율제도와 경제성과와의 관계를 분석하였다. 李靜萍(2005)은 각각의 환율제도가 경제에 미치는 영향이 다르다는 것을 증명하였다. 張志超(2005)는 위안화 환율제도의 변천과정과 실증분석을 통한 효과를 분석하였다. 李成 외(2007)는 중국의 환율제도 변화가 경제에 미치는 영향을 분석하였다. 鄭建明 외(2007)는 수정된 ECM모형을 기초로 위안화 환율과 거시경제의 변수의 내생성 및 외생성에 대한 실증분석을 시도하였다. 분석 결과에 따르면 위안화의 실질실효환율 평가절하가 전체적으로 GDP 성장에 유리하나 외생성의 영향으로 인해 경제발전에 불리한 영향을 미칠 수 있다. 따라서 환율 결정 메커니즘의 시장기능 강화를 가속화해야 한다고 강조하였다.

국내에서는 한국은행 등이 위안화 환율에 대한 동향을 발표하고 있으며, 이연호·허찬국(2004)은 2005년 단행된 환율 바스켓제도로의 이행을 예측하고 구매력평가이론과 이자율평가이론을 기초로 위안화의 적정 환율을 추정하고 한국의 수출에 미치는 영향을 분석한 바 있다.

중국 위안화 절상 전망과 파급효과 및 대응방안

## 제2장 중국의 환율제도 변천과정과 환율 추이





## I. 중국 환율제도의 변천과정

중국은 1978년 개혁·개방 이전에는 외환관리를 정부의 계획과 분배에 의존하였다. 중국정부는 외환의 국내 유통을 금지하였고, 획득한 외환을 반드시 매각하도록 하는 강제매각제도를 운영하였다. 또한 외환 거래는 국가가 지정한 국유은행으로 제한하였다.

1958년 외환유보제도를 도입하여 일시적으로 외환관리에 대한 지방정부의 권한이 존재한 적이 있으나 기본적으로 고도의 중앙 집권적 외환관리를 시행하였다. 1972년 중·미 간 경제교류가 재개되기 전까지는 미달러 대비 환율은 고정되었으며, 기본통화(basic currency) 역시 미달러가 아닌 영국 파운드화를 사용하였다. 중국정부는 1972년 중·미 간 경제교류를 재개하면서 달러화에 의한 국제결제를 다시 허용하였다. 이후 위안화 환율은 점진적으로 평가절상되었다. 특히 1970년대 말에는 외국으로부터의 원자재, 자본재를 수입하여 중화학공업화를 추진하였다. 따라서 수입에 유리하도록 환율을 의도적으로 낮게 유지하기도 하였다(趙輝·肖德均, 2004).

1978년 개혁·개방을 추진하면서 교역과 외국인 투자가 확대되었으며, 수출 확대와 수입 억제를 위한 정책수단으로서 환율과 외환관리정책이 중요한 의미를 갖기 시작하였다. 개혁·개방 이후 중국의 외환관리제도는 크게 3단계에 걸쳐 변화해 왔다(중국인민은행 [www.pbc.gov.cn](http://www.pbc.gov.cn) 참고).

제1단계는 1978년부터 1993년 말까지의 기간으로 이중환율제도의 평가절하 시기이며, 제2단계는 1994년 1월부터 2005년 7월까지이다. 이를 다시 두 시기로 구분할 수 있다. 1994년부터 1997년 10월까지로 관리변동환율제하에서의 점진적인 절상 시기와 1997년

10월부터 2005년 7월 21일 이전까지 사실상의 고정환율제도 실시 시기이다. 제3단계는 통화바스켓제도 도입이 이루어진 2005년 7월 21일 이후부터 현재까지의 기간이다.

## 1. 이중환율제도 시기(1978~1993)

개혁·개방 이후부터 1993년 말까지의 시기로 중국은 이중환율제도<sup>5)</sup>를 운용하면서 단계적으로 평가절하를 단행하였으며, 다음과 같은 특징이 나타났다(趙輝·肖德均, 앞의 글; 양평섭, 1993).

개방정책의 추진으로 수출입이 확대되고 외국인 투자가 유입되면서 중앙집중적 외환관리제도에 대한 개혁이 필요하였다. 이때부터 점진적인 외환관리 규제완화가 추진되었다. 중국정부는 1979년 8월 외화유보제도를 도입함으로써 외환을 중앙정부가 직접 관리하는 외화할당제도와 외화유보제도로 이원화하였다. 이는 외화유보제도의 도입에 따른 개별기업의 외환수지 불균형을 시정하기 위한 조치로서 1980년 10월 중국은행(Bank of China)을 통해 시범적으로 외환 사용한도를 완화하여 외환을 매매할 수 있도록 허용하였다. 1981년에는 <外換額度調節業務暫定辦法>을 발표하여 중국은행을 통한 외환 사용한도의 매매를 제도화하였다.

중국정부는 이중환율제도를 운영함으로써 수출을 간접적으로 지원하는 조치를 취하였다. 1981년부터 1984년까지 중국정부는 외국인의 중국 내 여행, 화교의 송금 등 비무역거래에 대해서는 공식환율을 적용하고, 무역거래에 대해서는 내부결재환율(internal

---

5) 이중환율제도는 다시 두 단계로 나누어 볼 수 있다. 첫 번째 단계는 1978년부터 1984년 말까지의 기간으로 내부결재환율에 의한 이중환율제도 시기이며, 두 번째 단계는 1985년부터 1994년까지 공식적인 환율제도가 단일환율제도이었으나 공식 환율과 외환조절센터의 시장환율로 이원화된 이중환율제도 기간으로 구분된다. (중국인민은행 [www.pbc.gov.cn](http://www.pbc.gov.cn): [首頁](#) [貨幣政策](#) [貨幣政策工具](#) [匯率政策](#))

<표 2-1> 개혁·개방 이후 중국의 외환관리제도 변천과정

단 계		주요 개혁 조치
이중환율+ 단계적 평가절하 (1978~1993. 12)		<ul style="list-style-type: none"> <li>- 외환관리기구 및 제도의 정비</li> <li>· 국가외환관리총국 설치(1979. 3)</li> <li>· 외환관리조례 공포(1980. 7)</li> <li>- 외화유보제의 부활(1979. 8)</li> <li>- 내부결제환율에 의한 이중환율제도(1981~1984)</li> <li>· 비교역부분(공정환율) 1\$=1.53元, 교역부분(내부결제환율) 1\$=2.8元</li> <li>· 외화태환권(FEC) 도입(1980. 4)</li> </ul>
		<ul style="list-style-type: none"> <li>- 외환조절센터 도입 통한 이중환율제도(1985. 10~1993. 12)</li> <li>· 외자기업의 외환조절센터 이용 허용(1986)</li> <li>- 평가절하 단계적 실시(5차례)</li> <li>· 1985. 1(12.5%), 1985. 10(13.9%), 1986. 7(15.8%), 1989. 12(21.2%), 1990. 11(9.57%)</li> </ul>
관리변동 환율제도	관리변동환율 + 점진적 절상 시기 (1994. 1~ 1997. 10)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 관리변동환율제도 도입(1994. 1. 1)</li> <li>· 평가절하 단행(5.8위안→ 8.7위안)</li> <li>· 외화태환권(FEC) 외환조절센터 폐지</li> <li>- IMF 8조국 가입(1996. 12. 1), 경상거래에 대한 외환거래 자유화 실시</li> <li>- 환율 단일화 후 평가절상</li> </ul>
	사실상의 고정환율 시기 (1997. 10~ 2005. 7)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 사실상 고정환율제 실시(1997. 10)</li> <li>- IMF, 중국을 고정환율제 국가로 분류(1999)</li> <li>- WTO 가입과 외환관리의 완화</li> <li>· 走出去 전략을 통한 기업의 해외투자 장려</li> </ul>
통화바스켓 + 점진적 절상 시기 (2005. 7~)		<ul style="list-style-type: none"> <li>- 평가절상(2.1%)과 통화바스켓제도 도입(2005. 7. 21)</li> <li>· 유로·엔·홍콩달러 환율 변동폭 확대: 1% → 1.5%(2005. 7. 21) → 3%(2005. 9. 24)</li> <li>· 시장조정자제도(market maker) 도입(2006. 1. 2)</li> <li>- 점진적 평가절상</li> <li>· 2005. 7. 21 미달러 대비 기준 환율 2.1% 절상 (8.2756 → 8.11)</li> <li>- 외환관리 완화기</li> <li>· 보험사의 해외 주식 취득 허용, 중국기업 해외투자 한도 확대 등</li> </ul>

자료: 외환관리국 자료; 양평섭(2007, p.70)

settlement rate)을 적용하는 이중환율제도를 통해 수출을 장려하고 수입을 억제하였다. 1981년 중국의 달러당 수출단가는 2.8위안이었으나 공식환율이 1.53위안에 고정됨으로써 수출기업의 손실이 불가피하였으며, 이러한 손실을 재정보전으로 지원하기 위하여 내부결재환율을 도입하였다. 수출과 수입 모두 내부결재환율을 적용함으로써 간접적으로 수출은 지원하고, 반대로 수입에 필요한 달러 매입 시 비용을 높임으로써 수입을 억제하였다.

외환조절센터(外匯調劑中心)도 설치하였다. 계획 내 외환거래에 대해서는 공정환율(official rate)을 적용하고 계획 외 기업 간 외환거래 대해서는 외환시장의 수급에 따라 결정되는 시장환율로 거래가 이루어지는 이중환율제도를 운영하였다. 외환조절센터는 1985년 선전(深圳)과 상하이(上海)에 설치되어 시험적으로 운영된 후 1988년에는 전국의 주요 도시에서 확대 설치되었으며, 1994년 환율 단일화와 함께 폐지되었다. 1991년 외환조절센터에 대한 규제완화가 이루어지면서 거래액이 1990년 대비 72.8% 증가하는 등 거래규모가 크게 증가하였다. 특히 외환조절센터는 기업이 획득하여 얻은 외환보유액을 공정환율보다 더욱 높은 조절센터의 시장환율로 매각할 수 있도록 허용함으로써 수출을 확대시키는 중요한 역할을 수행하기도 하였다.

공정환율의 점진적인 평가절하도 단행하였다. 1980년 달러당 1.5위안 선을 유지하던 중국 위안화 환율은 이후 점진적인 절하가 이루어지면서 1984년에는 2.3위안까지 상승하였다. 특히 중국정부는 1985년 1월 내부결재환율의 폐지와 동시에 공정환율을 2.8097위안으로 12.5% 절하한 데 이어, 같은 해 10월에는 다시 3.2015위안으로 13.9% 절하하였으며, 1986년 7월에는 3.7036위안으로 15.8% 절하하였다. 1989년 12월에는 4.7221위안으로, 1990년 11월에는 5.2221위안으로 각각 21.2%와 9.57% 절하를 단행하였다.



## 2. 관리변동환율제도 시기(1994. 1~2005. 7)

### (1) 관리변동환율제도 도입 초기

제2단계의 1기는 1994년 환율 단일화 이후부터 ‘사실상’의 고정 환율제로 전환한 1997년 하반기까지이다. 이 시기에는 위안화 환율이 점진적으로 절상되었다. 특히 이 기간 중 중국은 IMF 8조국에 가입하는 등 경상거래에 대한 외환거래 자유화를 시행하기도 하였다.

중국은 1994년 1월 1일 시장환율과 공정한환율을 통일하는 조치를 취함으로써 환율을 단일화하였다. 단일화 과정에서 시장의 외환수급을 반영하고 있는 시장환율에 맞추어 공정한환율을 5.7위안에서 8.7위안으로 평가절하하고 시장환율을 결정하던 외환조정센터를 폐지하였다. 또한 1994년 4월 4일 상하이에 중국외환교역센터(中國外換交易中心)를 설치하여 허가된 중국의 은행과 비은행금융기구가 외환의 매매에 참여할 수 있도록 하였다.

1994년부터 아시아 외환위기가 발생한 1997년 10월까지 중국 위안화 가치는 점진적으로 절상하였다. 중국 위안화의 미달러 대비 환율은 8.7위안에서 1997년 9월까지 8.2873위안으로 4.7% 절상되었다.

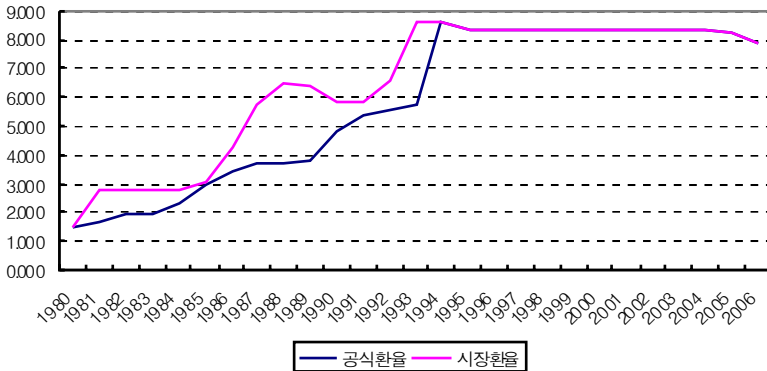
### (2) ‘사실상’의 고정환율제도 시기(1997. 10~2005. 7)

제2단계의 2기는 아시아 금융위기가 발생하면서 중국 위안화에 대한 평가절하 압력이 가중되기 시작한 1997년 후반부터 통화바스켓제도가 도입된 2005년 7월 21일 이전의 기간이다. 같은 시기의 위안화 환율은 달러당 8.28위안 수준에서 고정되었다. 따라서 IMF는 중국의 환율제도를 고정환율제도로 공식 분류하였다.

이 시기 중국정부의 외환관리정책의 중점은 위안화의 안정에

두고 있었다. 중국정부는 여러 가지 경로를 통해 외환시장에 개입함으로써 환율의 안정을 유지해 왔다. 특히 중국인민은행이 1일 평균 6억 달러 내외의 외화매입을 통해 위안화 환율 안정을 도모하였으며, 중앙은행의 외환보유고는 급속하게 증가하였다. 2004년 개최된 공산당 제16기 3중전회에서 중국정부는 “인민폐 환율 결정 메커니즘의 완비, 인민폐 환율의 합리적 수준에서 안정 유지”를 기본방침으로 설정하고 외환제도의 개혁에 착수하였다.

<그림 2-1> 중국 위안화의 고정환율과 시장환율 추이



자료: 국가외환관리국 통계를 이용 작성

초기에는 해외투자를 엄격히 제한하는 등 외환관리를 대폭 강화하는 조치를 취하였으나, 2001년 11월 WTO 가입 이후 경상수지와 자본수지의 흑자로 외환 유입이 확대되면서 해외투자 규제를 완화하는 등 부분적인 외환관리 자유화를 추진하였다. 특히 2002년 초 달러화가 약세로 반전된 이후에도 중국 위안화 환율은 고정환율을 유지함으로써 상대적으로 저평가되었다. 또한 미국의 대중국 무역수지 적자가 급격히 확대되면서 위안화의 평가절상

압력이 가중되었다. 중국정부는 위안화의 평가절상을 선택하지 않고 압력을 완화하기 위한 조치로서 외환관리에 대한 규제를 완화하였다.

### 3. 복수통화바스켓제도 도입(2005. 7~)

중국은 경상수지 흑자 및 외국인 투자 유입 확대에 따른 외환 보유고의 급증과 미국 등으로부터의 절상 압력이 높아짐에 따라 2005년 7월 21일 종전의 (사실상의) 고정환율제도를 포기하고 복수통화바스켓(multi-currency basket system)을 참고한 관리변동환율제도를 도입하였다. 이후 중국은 외환관리에 있어 부분적인 자유화, 위안화의 변동성 확대, 점진적인 절상 등 외환관리제도의 개혁을 추진하고 있다(중국인민은행 [www.pbc.gov.cn](http://www.pbc.gov.cn): [首页](#)» [货币政策](#)» [货币政策工具](#)» [汇率政策](#)).

먼저 중국은 환율 결정 메커니즘에 대한 시장 기능 강화를 추진하고 있다. 복수통화바스켓제도<sup>6)</sup>를 도입하여 위안화 환율의 변동성을 부여하는 조치를 취하였다. 달러를 제외한 기타 통화(홍콩 달러, 엔, 유로 등)에 대한 위안화의 일일 변동폭(band)을 2005년 7월 21일에는 종전의 1%에서 1.5% 확대하고, 같은 해 9월 24일에는 3%로 확대함으로써 달러화와 기타 통화와의 변동폭을 차별화하였다. 또한 시장조정자제도(market maker)<sup>7)</sup> 도입함으로써 위안화

---

6) 2005년 8월 10일 중국정부는 통화바스켓에 미달러, 유로, 엔, 원, 싱가포르달러, 영국 파운드, 러시아 루블, 호주달러, 말레이시아 링깃, 태국 바트, 캐나다달러 등이 포함된다고 발표하였다.

7) 시장조정자는 은행 간 외환시장에서 매입 및 매도 호가를 지속적으로 제시하고, 그에 따라 직접 거래하는 금융기관으로서 2005년 12월 말까지 4대 국유상업은행(중국은행, 중국건설은행, 중국공상은행, 중국농업은행) 외에 중신은행, 초상은행, 교통은행, 중국산업은행 등의 8개 중국계 금융기관과 5개 외국계은행(Bank of Montreal, Citigroup Inc., HSBC, Standard Chartered Bank, ABN AMRO Holdings) 등 13개 금융기관을 지정하였다. 시장조정자제도의 도입은 그동안 환

환율 결정이 시장에서 이루어질 수 있는 환경을 조성하였다. 2005년 5월 중국정부는 외국통화 간 거래에 있어 시장조정자제도를 도입한 데 이어 2006년 1월 2일에는 위안화와 외국통화 간 거래에 있어서도 매수와 매도 호가를 제시하도록 하는 시장조정자제도를 도입하였다. 중국은 2005년 8월 선물환시장에서 장외거래(OTC) 방식을 도입한 데 이어 2006년 1월 4일에는 은행 간 현물환 시장에도 장외거래 방식을 도입하였다.

위안화 가치가 점진적으로 절상되고 있다. 2005년 7월 21일 북수통화바스켓제도 도입과 함께 달러에 대한 환율이 종전의 8.2765 위안에서 8.11위안으로 2.1% 절상된 이후, 위안화의 달러화에 대한 환율은 점진적인 절상이 이루어져 2005년 말까지 0.4%의 절상이 이루어졌으며, 2007년 12월 말까지 누계 절상률이 11.4%에 달하고 있다. 특히 2006년 1월 은행 간 현물환 거래에 있어 기존의 경쟁매매방식 이외에 상대매매방식을 추가로 허용하면서 위안화의 절상 속도가 빨라지고 있다.

외환의 수급을 조절하기 위해 외환관리에 대한 규제를 완화하고 있다. 먼저 2005년 8월에는 기업의 외환 보유한도를 확대하고, 보유 초과분 처분기간도 종전의 10영업일 이내에서 90영업일 이내로 연장하였다. 2005년 10월에는 중국 내 은행에 역외계좌를 개설하고 일정 요건을 갖춘 외국인 투자기업에 대해 위안화 수익금을 외화로 환전하여 해외 계열사에 빌려줄 수 있도록 허용하였다. 2005년 6월에는 보험사들에 대해 외화자본의 최대 10%까지를 이용하여 해외에 상장된 중국기업의 주식 및 신규 상장 주식에 해외투자할 수 있도록 허용한 데 이어, 2005년 9월에는 외환 펀드와 모기지 담보부증권 매입을 허용하였다. 이 외에도 중국기업의 해

---

율 결정이 중앙은행에 의해 독점적으로 행사되었으나 환율 결정권한이 여러 금융기관으로 부분적이거나 이양되는 것을 의미한다.

외투자에 대한 외환 쿼터 한도 폐지를 추진함으로써 외화사용 확대를 통한 수급 안정을 도모하고 있다. 특히 2007년 5월에는 위안화의 대미 환율 일일 변동폭을 기존 상하 0.3%에서 상하 0.5%로 확대하는 조치를 발표하였다.

## II. 위안화 환율 절상 가속화 추세와 의미

중국의 위안화 환율은 2005년 7월 복수통화바스켓제도를 도입하고 8.11위안으로 절상된 이후 완만한 하락세를 시현하고 있다. 특히 2007년 5월 일일 변동폭 확대조치( $\pm 0.3\% \rightarrow \pm 0.5\%$ )를 실시한 후 절상추세가 가속화되고 있다.

환율제도 개혁 이후 2005년 7월부터 2007년 12월까지 미달러 대비 위안화 환율의 누적 절상률은 이미 11%를 넘어섰다. 2006년 말까지 미달러 대비 위안화 절상률은 3.24%에 불과하였으나, 2007년 초부터 12월까지 절상률이 약 7.3%로 높아졌다. 모건스탠리의 분석에 따르면 2005년부터 현재까지 위안화 명목환율은 9.9%, 실질환율은 17.0% 절상된 것으로 나타났다. 모건스탠리는 미달러당 위안화 환율을 7위안 이하로 절상시키려는 시장의 압력도 무시할 수 없다고 주장하였다(國際金融報, 2007. 11. 21).<sup>8)</sup>

중국정부가 위안화 절상의 가속화를 용인하는 배경에는 첫째, 인플레이션 해결 필요성, 둘째, 환율 억제 비용 상승 등이 지적되었다(The Economist, 2008. 1. 8). 중국의 물가상승은 심각한 수준으로 6차에 걸친 금리인상에도 불구하고 인플레이션 억제 효과가 나타나지 않고 있다. 중국정부 당국은 위안화 절상이 수입품의 물가를 하락시켜 물가 안정에 기여할 것으로 예상하고 있다. 또한 중국정부는 유입되는 달러를 매입하고 불태화정책을 통해 과잉유

---

8) 國際金融報는 2007년 12월 중-미 제3차 경제협력대화 기간 중국정부가 위안화 일 변동폭을 0.5%에서 0.8~1%로 확대할 가능성을 시사하였다. 이런 분석을 고려한다면, 2008년 6월까지 위안화 환율은 미 달러당 7위안 이하로 하락할 가능성이 높다. 또한 중국 국제금융공사 哈繼銘 수석 이코노미스트는 “내년 위안화는 달러에 대해 10% 절상될 것”이라고 전망하였으며, 자산가격 상승도 적어도 10년 동안 이어질 것”이라고 예측하였다(중국경제개혁연구기금, 상하이발전연구기금, “2007 중국경제포럼, 회고와 전망”, 2007. 11. 28).

동성 문제를 해결하여 왔다. 그러나 미국 금리 인하와 중국 금리 상승에 따른 이자율 차이 확대는 외국자본의 중국 내 유입을 촉진시켜서 불태화정책 효과를 제한하고, 이에 따른 비용 상승을 초래하였다.

특히 중국정부가 위안화 절상 가속화를 용인하는 배경에는 점차 증대되고 있는 인플레이션 압력이 작용한 것으로 파악된다. 중국 내에서는 위안화의 저평가가 과잉유동성의 근본 원인이라는 주장이 설득력을 얻고 있다. 2007년 중앙경제공작회의는 구조적인 물가상승 억제를 경제 목표로 제시하였으며, 중국인민은행 2007년 3/4분기 보고서는 위안화 평가절상이 물가 안정에 기여할 것이라고 강조하였다. 위안화 평가절상은 국제시장의 에너지, 원자재 가격 상승에 따른 물가 불안을 완화하고 수출 관련 외국인 투자를 조정하는 등의 경제목표 달성에 유리한 환경을 제공할 것으로 보인다. 그러나 환율 변화가 실물경제에 영향을 미치기 위해서는 일정 시간의 타임래그(time lag)가 작용하여 즉각적인 효과를 기대하기 어렵다.<sup>9)</sup>

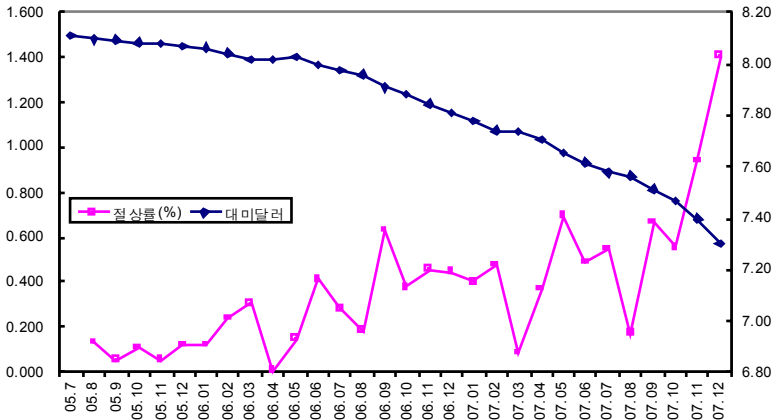
반면, 유로의 위안화에 대한 환율 추세와 달러의 위안화에 대한 환율 추세는 대조적인 모습을 보이고 있다. 모건스탠리의 보고서에 의하면 환율개혁 이래 유로의 위안화 환율은 8.72% 평가절하된 상태이다. 유럽연합의 각국 재무장관들은 위안화 평가절상이 가장 시급한 과제라고 지적하면서 위안화 평가절상과 중국의 무역흑자가 중-EU 회담의 중요한 의제임을 명백히 하였다.<sup>10)</sup>

---

9) 스탠다드차타드은행 보고서에 따르면 위안화 절상이 물가 억제에 영향을 미치기까지는 일정한 시일이 필요하며, 투자 억제를 위해서는 통화정책 등의 다른 거시경제 통제수단을 결합하여 운용해야 한다고 주장한다. 또한 중국의 물가상승은 주로 식료품 가격 인상이 주도하고 있어 위안화 절상 효과가 제한적일 수 있다고 밝혔다(신화사, 2008 1. 8).

10) 중앙인민은행장은 장차 위안화의 탄력성을 높일 것이나 변동환율제 범위만큼은 아니라고 언급하였다. 중국의 무역흑자는 환율이 중요한 원인이지만 중국 내부

<그림 2-2> 위안화의 미달러 대비 환율 및 절상률 추이



자료: 외환관리국 자료 참고

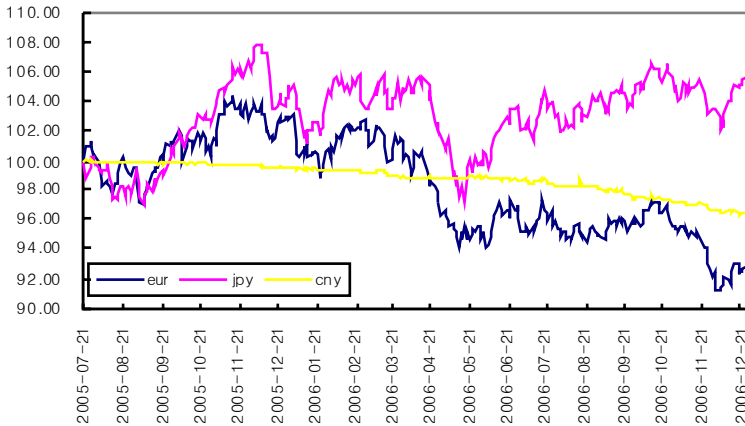
위안화의 점진적인 평가절상에도 불구하고 헨리 폴슨 미 재무 장관은 더 유연한 환율제도를 채택하기 위해 중국이 경제 개혁에 속도를 내고 있으나 무역 상대국의 우려를 불식시키기에는 역부족이라고 주장하였다(京华时报 2007. 12. 7). 골드만삭스 등은 현재 위안화가 15~30% 저평가되었다고 주장한다.<sup>11)</sup> 최근 몇 년간 계속해서 G7(서방 선진 7개국)회의, G8(서방 선진 7개국+러시아)회의, 국제통화기금(IMF) 연례회의 등 여러 회의는 위안화 환율 문제를 ‘핫이슈’로 다루고 있다. 비교적 위안화 문제에 너그러운 태도를 보여 왔던 유럽 국가들도 위안화 절상 압력에 가세하고 있다(国际金融报, 2007. 10. 10).

의 불균형-고저축, 고투자, 저소비 등으로 인해서 발생한 것이라는 주장이다(경 제관찰보, 2007. 11. 26)

- 11) 특히 일부에서는 중국의 GDP에서 무역흑자가 차지하는 비율이 10% 이상이라는 것이 비정상적이며 인플레이션 압력에 직면해 있고 주식과 부동산에 벌써 거품이 생겼기 때문에 환율 결정 메커니즘의 유연성을 키워야 한다고 주장하였다 (Fred Hu, 2007).



<그림 2-3> 통화별 미달러 대비 환율 변동 추이



자료: Bloomberg 참고하여 계산, 한국은행 자료 참고

결국 중국의 위안화 절상 속도가 가속화되는 것은 국내 경기과열 및 물가상승 압력을 완화하기 위한 중국정부 당국의 의도와 더불어 선진국 등 외부의 압력도 작용한 것으로 해석될 수 있다 (한국은행, 2008). 중국정부는 2007년 11월 말에 예정되어 있는 EU, 미국, 일본 등과의 경제 협상을 고려하여 전략적으로 절상 속도를 조절했을 것으로 추측된다. 서방 선진국들은 중국의 위안화 환율 제도 개혁 이후의 점진적인 환율 절상에도 불구하고 대중국 무역수지 적자 규모 확대를 우려하여 대폭적인 절상을 요구하고 있다. 과거의 사례를 보면 중국의 위안화 환율 절상 속도는 미국 등과의 경제 협상 시기에 빨라지는 경향이 있었다.

그러나 중국은 위안화가 급격하게 절상된 이후 수출기업에 미칠 심각한 타격을 우려하는 입장이다. 중국의 경제학자들은 이미 위안화 절상률은 2005년 7월 21일 환율 개혁을 단행한 이후 이미 11%를 초과하였으나 무역흑자는 감소하지 않았다는 사실을 지적

한다. 구조적으로도 중국 수출의 60%는 다국적 기업이 주도하고 있으며 중국이 글로벌 생산 네트워크 안에서 생산기지로서 기능하고 있어 위안화 환율 절상의 효과는 크지 않다는 것이다. 또한 수입 측면을 볼 때 중국 수입제품은 가격탄력성이 작은 품목들이기 때문에 위안화 절상의 영향을 크게 받지 않는다는 주장이다 (Financial Times, 2007. 12. 2). 중국의 대규모 무역흑자는 생산성 증가에 기인하는 것으로 기업 이익이 증가되면 투자가 더욱 증대되는 선순환이 계속되고 있다고 주장하였다. 중국의 노동생산성은 1995년에서 2003년까지 무려 연평균 20.4% 증가하였다.

<표 2-2> 중-미 경제전략회의 전후의 위안화 절상 속도

구 분	1차 대화 (2006. 12. 14~15)	2차 대화 (2007. 5. 22~23)	3차 대화 (2007. 12. 12~13)
이전 3개월 평균	0.55	0.09	1.12
직전 1개월	0.67	0.97	1.00
이후 1개월	0.32	0.41	1.08

주: 3차 대화는 2008년 1월 3일까지로 한정하였음.

자료: 한국은행(2008) 참조

중국정부는 급격한 위안화 평가절상 대신에 금리 및 지급준비율 인상, 창구지도 등 행정조치를 통한 대출 억제 정책을 추진하였다. 이에 대해 중국의 일부 학자들은 향후 발생 가능성이 있는 금융위기에 대비하여 외환보유고를 외국에 투자할 것이 아니라 기금 조성을 통해 일반 개인들이 직면한 금융 리스크를 해소해주는 방안을 검토해야 한다고 주장하였다.<sup>12)</sup> 일부 전문가는 더욱

12) 유명 경제학자 樊綱은 중국의 경제운용 주기가 외부경제 변동이 아닌 국내 투자 변동의 영향을 받기 때문에 상대적으로 독립적으로 운용된다고 밝히고, 달러당 위안화가 단기간 내에 대폭 절상된다면 과도한 투기를 초래해 시장 파동이 심화될 것이며, 중국 내 경제시스템은 이러한 큰 파동을 감당할 수 없을 것이라고 지

강력한 조치를 제안한다. 단기간 내에 위안화 환율을 신속하게 조정해 소폭의 안정적인 절상 예측이 가능하도록 하고, 위안화 환율 결정 메커니즘 측면에서 시장 요인이 강조될 수 있도록 해야 한다는 주장이다. 이 밖에도 자본시장 개방을 가속화하고 경상수지 흑자 완화를 위해 무역구조를 바꿔야 하며 이를 위해서는 산업정책 조정이 수반되어야 한다고 강조하였다. 중국 국내 산업은 하이테크, 서비스산업 위주로 발전시켜야 하며 과거 무역우대 정책 폐지를 제안하였다(丁志杰, 2008).

국제결제은행(BIS)은 2007년 위안화 실질실효환율(REER)이 6.19% 절상되었다고 주장하였다. 전통적인 이론에 따르면 국내 물가가 오르면 수출상품의 해외시장 경쟁력을 떨어뜨려 무역흑자가 줄어들고 통화 절하 압력을 받게 된다. 그런데 현재 중국에는 위안화 평가절상, 인플레이션, 자산가격 상승이 병존하고 있다. 위안화 절상과 인플레이션 병존 현상은 위안화에 대한 대외 평가절상과 대내 평가절하가 공존하기 때문인 것으로 해석될 수 있다. 경상수지 흑자 누적과 외국인 투자 급증은 중국의 외환보유고 증대를 초래하였고, 이는 위안화 절상 압력과 시장 유동성 과잉으로 이어졌다. 또한 과잉유동성은 물가상승과 자산가격 팽창을 가져왔다. 다른 한편으로 위안화 대외 절상에 대한 기대는 자산가격 급등을 야기하였다.<sup>13)</sup>

---

적하며 금융위기에 대비해야 한다고 주장하였다(樊綱, 2007).

- 13) 따라서 통화정책의 독립성을 유지하는 것이 매우 중요하며, 통화정책이 절상 압력을 제대로 막아내지 못한다면 국내 인플레이션, 특히 자산가격 인플레이션 리스크를 키울 수가 있다. 자본의 자유로운 이동 속에서 통화정책의 독립성을 유지하려면 통화당국은 자국 환율의 자유 변동을 허용해야 한다. 그렇지 않으면 통화정책의 독립성을 잃게 될 것이다. 이에 대한 중국 내 논의는 新華每日財經分析(2007. 10. 19)을 참고할 수 있다.



중국 위안화 절상 전망과 파급효과 및 대응방안

## 제3장 중국 환율제도 운용의 주요 쟁점과 결정요인 검토





## I. 주요 쟁점과 중국의 딜레마

Krugman(1998)은 환율제도 선택과 관련하여 삼각의 딜레마(trilemma)에 빠지게 된다고 주장한다. 즉 환율제도 선택은 ①거시경제정책의 자율적 운용(adjustment) ②자본이동 촉진을 통한 국제유동성의 확보(liquidity) ③환율안정을 통한 통화 가치의 신뢰성 확보(confidence) 등 세 가지를 추구하게 되나, 이를 동시에 만족시킬 수 있는 환율제도는 없다.<sup>14)</sup> 특히 신흥시장 국가들은 자본이동이 완전하게 이루어지는 상황에서 고정환율을 유지하려면 통화정책의 자율성을 포기하여야 하며, 통화정책의 자율성을 유지하려면 환율의 안정성을 포기하여야 한다는 주장이 설득력을 얻고 있다. Frankel(1999)은 신흥시장 국가들이 자본자유화를 추진하면서 환율의 안정성과 통화정책의 독립성을 모두 만족시킬 수 없다는 점을 인정하면서 다양한 환율제도 중 중간영역의 효용성을 강조하였다.<sup>15)</sup>

중국은 2005년 7월 복수통화바스켓제도를 도입한 이후 경제와 정책적 딜레마에 직면하고 있다. 중국이 직면한 도전은 통화정책

---

14) 환율제도의 장단점을 살펴보면 고정환율제도는 환율 변동에 따른 충격을 완화하고 다소간 거시경제정책의 안정성을 확보할 수 있는 장점이 있으나, 이를 위해서는 자본이동의 제약이 불가피하여 국제 유동성이 제한적이다. 따라서 대외불균형이 지속되거나 기초경제여건이 악화되면 환투기 공격의 빌미를 제공할 가능성도 있다. 변동환율제도는 자본이동이 자유로워 국제 유동성 확보가 쉽고 외부 충격이 환율 변동에 의해 흡수되어 거시경제정책의 수행이 용이하다. 그러나 외환시장의 규모가 작고 외부충격의 흡수 능력이 미흡한 개발도상국의 경우 환율 변동성의 증대에 따른 경제의 교란요인으로 작용할 가능성이 크다.

15) 일반적으로 중간영역에 속하는 환율제도로는 조정가능페그(adjustable peg), crawling peg, 바스켓 페그, target zone 등이 있다. 다소 논란이 있으나 관리변동환율제를 중간영역에 포함시킨다면 중간제도는 유효하다고 할 수 있다. IMF는 국가별 환율제도를 중간단계 환율제도가 포함된 8개의 환율제도로 구분하고 있다(IMF, 2005).

의 제한적인 효과, 안정적인 경제성장 지속, 은행 등 금융시스템 개혁, 대외불균형의 심화와 영향 등인 것으로 지적되었다.<sup>16)</sup>

중국은 환율이 안정되는 통화 가치의 신뢰성을 확보하였으나, 급격한 자본유입과 막대한 경상수지 흑자로 인한 과잉유동성에 직면하였으며, 이를 완화하기 위한 불태화정책 시행과 금리 및 기준율 인상을 실시해야 하는 정책적인 도전에 직면하고 있다. 또한 과잉유동성의 영향에 따른 물가상승과 투자 과열은 중국경제의 거품형성으로 이어져 경착륙 우려를 야기하고 있으며, 환율 변동성 확대에 대비한 금융시스템의 개혁 추진에도 영향을 미치고 있다.

<그림 3-1> 환율제도 선택과 관련한 삼각의 딜레마(trilemma)



16) Goldstein 등은 중국이 직면한 정책적 딜레마를 분석하고 전략적 선택방안을 제시하고 있다. 우선 “stay the course”에 대한 비판적 논의 이후 “three stage approach”의 우월성을 강조하였다. 우선 위안화를 약 15% 절상한 이후, 두 번째로 외환시장의 정부 개입(불태화정책 등)을 점차 축소하여 몇 년간 연 6~8% 정도의 절상을 용인한다. 세 번째로는 4~6년 후 정부 개입 축소와 변동 제한폭 완화를 통해 위안화의 실질적인 변동성을 확보하는 것이다. 이를 통해 중국은 장기적인 4가지 목표, 즉 환율의 시장기능 강화, 자율적인 통화정책의 효율적 체계 구축, 자본항목 자유화, 주요국과의 조화로운 무역관계 형성 등을 달성할 수 있다는 주장이다(Goldstein and Lardy, 2007).

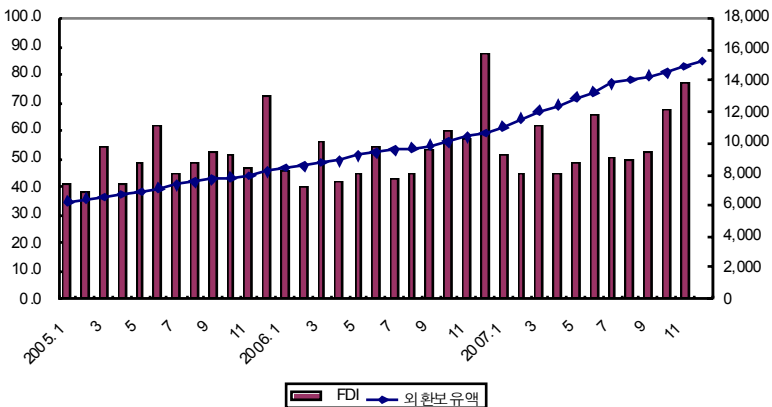


## 1. 대외 불균형의 심화와 영향

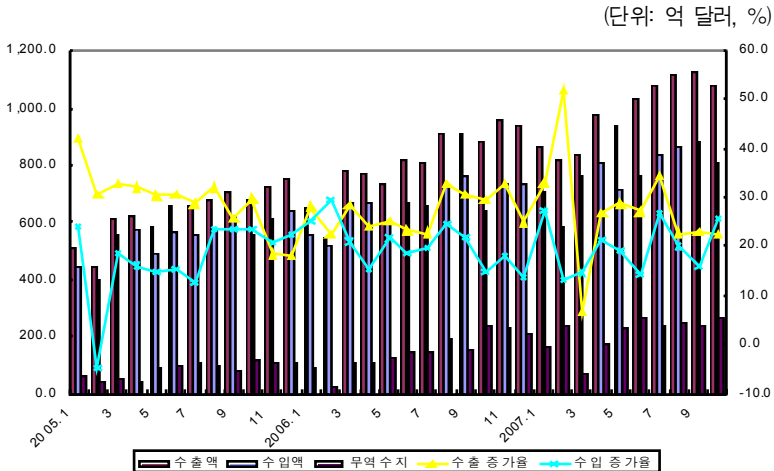
중국경제는 WTO 가입 이후 수출이 빠르게 증가함에 따라 무역수지 흑자가 크게 확대되고 있다. 무역수지 흑자폭은 2004년 이후 크게 확대되어 2007년에는 사상 최대의 무역흑자를 기록하였다. 2004년까지 300억 달러 수준에서 2005년 1,019억 달러, 2006년 1,775억 달러, 2007년 2,622억 달러로 증가하였으며, 외국인 투자의 증가 및 핫머니 유입 등이 지속되면서 자본수지도 흑자가 누적되고 있다. 외국인 직접투자는 2004년까지 연평균 530억 달러 수준에서 2005년 603억 달러, 2006년 630억 달러로 확대되었다(중국 상무부 [www.com.gov.cn](http://www.com.gov.cn) 참고).

위안화 절상 기대, 부동산 가격 급등, 주가 상승 등에 따른 핫머니(hot money) 유입도 지속됨에 따라 외환보유액도 빠르게 늘어나 2007년에는 1조5천억 달러를 초과하였으며, 특히 공식통계에서 누락된 자금 유입이 상당 규모일 것으로 추정되고 있다.

<그림 3-2> FDI와 외환보유액 증가 추이



<그림 3-3> 수출입 증가율 및 무역수지



자료: 중국 국가통계국

중국은 대규모 무역흑자 지속에 따라 주요 수출국인 구미 선진국과의 무역마찰이 빈번히 발생하고 있으며, 무역 및 자본수지의 쌍둥이 흑자 지속으로 해외부문의 통화가 계속 증발됨으로써 과잉유동성을 초래하고 있다. 주요 수출국인 미국의 의회는 불공정 보조금 지급을 문제 삼아 또다시 대중(對中) 관세법안(대중 수입품에 대해 27.5%의 보복관세 부과 등)을 준비하고 있으며, EU도 섬유, 철강, 가죽신발 등의 품목에 대해 계속 반덤핑관세를 부과한 바 있다. 미국 등 교역상대국은 위안화의 저평가를 글로벌 불균형의 원인으로 지목하고 이의 해소를 위해 위안화의 유연성 확대를 지속적으로 요구하고 있는 상황이다.<sup>17)</sup>

위안화의 점진적인 절상 및 수출 억제 노력에도 불구하고 수출은 오히려 확대되어 2005~2007년 동안에 대외 불균형이 크게 심

17) 2007년 개최된 2차례(5월과 12월)의 미-중 경제회담에서도 미국의 대중국 무역수지 적자 문제가 가장 큰 이슈였으며, 적자 규모 축소를 위한 위안화 환율제도 유연화 등의 다각적인 압력이 있었던 것으로 보도되었다(각종 언론보도 종합).

화되었다(<그림 3-7> 참조). 위안화 환율이 점차 절상되고 있으나 수출 억제 효과가 제한적이었으며 수입 확대를 위한 국내 수요 증가도 매우 완만하게 진행되어 단기간 내에 무역수지 흑자 축소를 기대하기 어렵게 되었다.<sup>18)</sup>

그러나 중국은 무역수지 흑자 확대, 정부 당국의 위안화 환율 절상 속도 조절 등의 영향으로 인해 과잉유동성 문제가 오히려 심화되는 경향이 나타나고 있다. 무역수지 흑자 증가뿐만 아니라 고성장에 따른 외국인 직접투자 유입의 증대, 주식시장 외국인 투자 확대 등 자본수지 흑자도 지속되고 있다. 또한 중국 금융당국이 금리를 인상함에 따라 대내외 금리 차이는 축소 혹은 심지어 역전되고 있다. 향후 위안화 절상 가능성이 높다는 인식이 작용하기 때문에 차익 실현을 위한 핫머니 유입도 더욱 증가할 것으로 추정된다.

## 2. 통화정책의 제한적인 효과

중국은 환율의 안정과 통화정책의 자율성을 확보하기 위해서 유효한 자본 유출입 규제에 의존하지 않을 수 없고, 막대한 경상수지 흑자에 따른 과잉유동성의 부작용을 억제하기 위한 불태화 정책 추진이 불가피하다. 금융부문의 과잉유동성은 급격한 인플레이션을 초래할 가능성이 높다. 중국 내 실증분석 자료에 의하면, 외환보유액이 1%p 증가하면 총통화( $M_2$ )는 0.792%p 증가하는

---

18) 중국정부는 ‘兩高一資(높은 에너지 사용, 높은 환경오염, 자원형)’ 등의 산업분야에 대한 수출 억제 정책을 제시하였으며, 2007년 6월 1일부터는 수출품에 대한 관세율을 조정하였다. 특히 80여 개에 달하는 철강제품에 대한 5~10%의 수출관세를 부과하였으며 비철금속 중 일부 품목에도 10~15%의 수출관세를 추가하였다. 그리고 2008년부터 내외국인 기업에 대한 통일 소득세를 적용하고 외국인 투자 유치정책을 수정하여 선별적인 외국인 투자정책을 추진하였다. 또한 수출 허가증제도를 시행하여 수출산업 고도화도 도모하였다(謝百三 외, 2007).

것으로 조사되었다(朱孟楠和黃曉東, 2005).

통화 증가 규모(증가율)는 2004~2006년 동안 각각 6,015억 위안(11.4%), 5,487억 위안(9.3%), 1조3,400억 위안(20.9%)에 달하여 유동성이 급증한 것으로 추정되었다. 반면, 그동안 급격한 인플레이션이 발생하지 않았는데, 주요 배경으로는 △중앙은행증권 발행 규모 확대 △4대 국유상업은행 등 금융기관의 재무구조 개선 자금 소요 △지급준비율 인상(2003년 이후 약 2조 위안의 자금동결 효과) △주식, 부동산시장으로의 자금 유입 △금융당국의 창구 지도 등 대출 억제 효과 등이 지적되었다.<sup>19)</sup>

그동안 중국인민은행은 과잉유동성 우려와 인플레이션 상승을 완화하기 위하여 국채 발행 등 공개시장조작에 나서는 한편, 중앙은행 증권 발행을 통해 시중의 유동성을 흡수하였다. 2002년 6월부터 9월 말까지 중국인민은행은 1998년 이후 발행했던 국채의 원금과 이자를 포함한 3,000억 위안을 모두 회수하였다. 2002년 9월 24일에는 만기 상환이 도래하지 않은 1,937.5억 위안의 은행 보유 국채를 중앙은행 증권으로 전환하기 시작하였다. 2003년 4월부터 중국인민은행은 유동성을 흡수하기 위해 중앙은행증권 발행을 통한 공개시장조작을 본격화하였다. 중앙은행증권 발행규모는 2003년 말 3,032억 위안에서 2007년 6월 말 3조8,000억 위안으로 4년 동안 10배 이상 급증하였다. 2006년의 경우 중앙은행 증권 발행 규모가 전체 발행 채권 규모의 63%를 차지하였다. 국채와 정책성 금융채권이 GDP에서 차지하는 비중이 1996년 9.5%에서 2006년 25.9%로 상승했으며, 각종 펀드 규모는 1998년부터 2006년 사이에 50배 확대되었다.<sup>20)</sup>

19) 또한 다른 정책보다 경상수지 및 자본수지 흑자 증가를 억제할 수 있는 적절한 율을 유지하는 것이 중요하다고 주장하였다(范建軍, 2007).

20) 문제는 낮은 중앙은행증권 수익률과 지급준비율 인상이 상업은행의 수익성을 악화시킬 수 있다는 것이다(Yu, 2007).

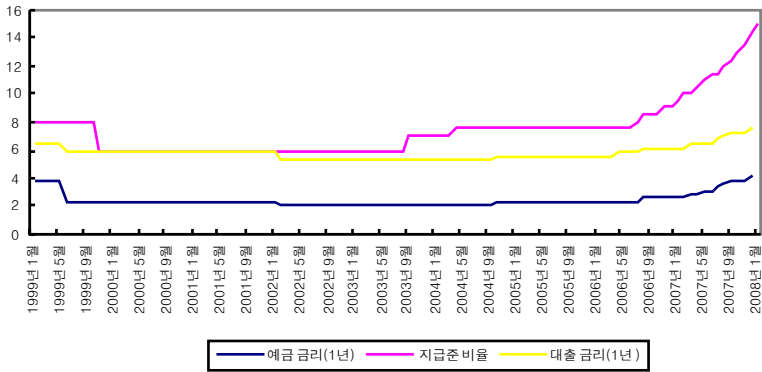
그러나 실제로 시장 개입 효과는 미약한 것으로 평가되었다. 금융시장의 과잉유동성 문제를 해결하기 위한 불태화 비용의 증가를 감안하더라도 60% 수준을 회수하는 데 그쳤다는 주장이 있다(巴曙松 2006). 중국정부는 시장 개입을 통한 과잉유동성 억제에도 불구하고 식료품 가격 급등 등 인플레이션에 직면하여 2007년 1년 동안 여섯 번의 금리인상을 실시하였다.<sup>21)</sup> 여섯 번째로 2007년 12월 중국인민은행은 1년만기 예금금리를 4.14%, 1년만기 대출금리를 7.47%로 인상하였다. 2007년 9월 인상되었던 1년만기 예금금리는 3개월 만에 0.27%p 상향조정되었으며, 1년만기 대출금리 역시 0.18%p 상향조정되었다. 중국 금융당국은 지급준비율도 15%까지 인상하였는데, 최근 1년간 10차례에 걸친 인상 조치였다. 그동안의 긴축조치에도 불구하고 중국은 과잉유동성을 억제하기 위해 앞으로 당분간 지속적인 금리인상 및 지급준비율 인상을 단행할 가능성이 높다.<sup>22)</sup>

그동안 비교적 불태화정책의 실효성이 유지되었다고 할 수 있으나, 2007년 이후 다른 양상이 나타나기 시작하였다. 첫째, 상업은행들은 이윤 극대화를 위한 대출 확대를 추진하고 있다. 이는 대출 및 통화량 증가의 배경이 되는 동시에 물가상승 요인으로 작용하고 있다. 2005~2006년 건설은행, 중국은행, 공상은행이 차례로 국내외 증권시장 상장에 성공하여 재무구조와 지배구조를

21) 2007년 11월 인플레이션이 69%에 달하며, 이는 지난 10년간 가장 빠른 상승률인 것으로 알려졌다(Financial Times, 2007. 12. 21).

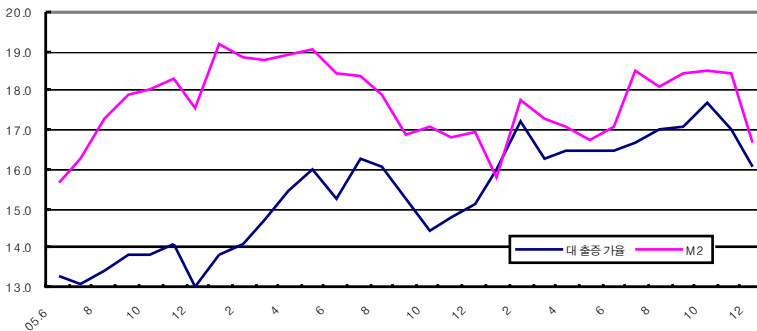
22) 중국은 지급준비율을 상향조정한 지 1개월도 지나지 않아서 1월 16일 기준을 인상조치를 발표하였다. 기준율 인상은 1월 25일부터 적용되며 0.5%p 인상한 것이다. 이 조치로 기준율은 1984년 지급준비금제도 도입 이후 가장 높은 15%에 달하고 있다. 중국인민은행은 긴축조치를 추진하기 위하여 은행의 대출 증가를 억제할 것이라고 밝히고 있다. 또한 추가적인 기준율 및 금리인상을 통해서 대출 급증을 억제하고 은행의 유동성을 흡수하는 정책 목표를 제시하였다(신화사, 2008. 1. 16).

<그림 3-4> 2007년도 금리 및 기준을 인상 추이



자료: 중국인민은행

<그림 3-5> 통화 및 대출 증가율 추이



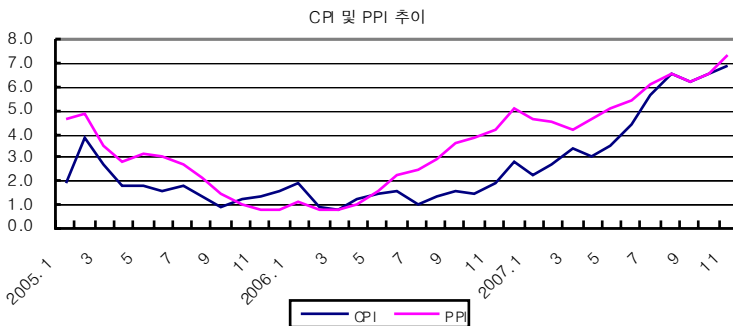
자료: 중국인민은행, CEIC

개선하였다. 따라서 국유상업은행 등은 개혁을 성공적으로 추진하고 BIS비율 충족을 위한 이윤 극대화를 위한 대출 확대에 적극적으로 나서는 시기에 진입하였다. 둘째, 중앙은행 증권의 규모가 급증하면서 이자 부담 등 실효성이 감소하여 원래 의도했던 불태화정책 효과가 약화되고 있다. 누적된 중앙은행 증권 발행은 점차

중국인민은행의 재무 부담을 가중시키는 동시에 불대화정책의 목표 달성을 어렵게 하고 있는 것이다. 셋째, 지급준비율 인상의 한계를 지적할 수 있다. 중국의 취약한 금융시스템을 고려할 경우, 2008년 초까지 15%에 달하는 기준율 인상은 감당하기 어렵다는 지적이 있다. 넷째, 주식시장과 부동산시장의 버블 형성 가능성이 존재한다는 것이다. 최근 2년간 주식시장은 최저 998포인트(2005년)에서 5400포인트까지 상승하였으며, 일부 지역의 부동산 가격 상승도 지적될 수 있다. 다섯째, 인민은행의 과잉유동성 억제 대책은 단기적인 처방에 불과하고 장기적인 대책이라고 할 수 없다(范建軍, 2007).

실제로 금리인상 등 긴축조치에도 불구하고 중국의 소비자물가 상승속도는 가속화되고 있다. 식료품 가격은 2006년 하반기 이후 상승세로 전환되었으며 2007년 상승폭이 커져 7월 전년동월 대비 15.4%까지 상승하였다. 통화당국의 연이은 긴축조치에도 불구하고 총통화 증가율이 17% 이상 높게 유지되는 등 과잉유동성이 해소되지 않고 있는 가운데 물가상승 기대심리가 확대되고 있다.<sup>23)</sup>

<그림 3-6> 소비자물가 및 생산자물가 상승률 추이



23) 중국의 경우 총통화 증가율과 물가상승률이 일정한 시차를 두고 유사한 움직임을 보여 왔다는 주장이 있다(한국은행, 2007).

또한 중국은 위안화 환율의 제한적인 변동시스템을 유지하면서 실시되는 시장공개조작 등 통화정책의 유효성이 금융기관의 증가 기능 약화, 금융시장 기능 제약, 금융기관의 대규모 초과 지준금 보유 등으로 인해 더욱 제한적일 가능성이 높다(Goodfriend and Prasad, 2006).

### 3. 취약한 금융시스템의 개혁

중국은 은행 대출 대부분이 정부가 주도하는 ‘관치금융’의 폐해에서 자유로울 수 없다. ‘지령성 대출’ 등 국유상업은행에 대한 정부의 영향력이 지속되면서 국유기업에 대한 정책성 대출 비중은 여전히 높다. 반면, 중소기업과 농촌지역의 개인들은 지역의 사채금융(black market)에 크게 의존하는 실정이다.<sup>24)</sup> 또한 금융기관의 여신심사 기능이 미흡하여 금융의 자원배분 기능의 확립을 기대하기 어렵다. 직접금융시장의 미발달로 기업 등의 자금조달이 주로 은행대출 등 간접금융에 의존하고 있다.<sup>25)</sup>

과잉유동성 심화는 중국의 상업은행들이 이자 부담 증가로 인해 예금을 효율적으로 투자하지 못한다는 것을 의미한다.<sup>26)</sup> 상업은행들은 투자처를 찾아 국채와 금융채권을 매입하고, 저조한 자산수익률로 인해 대규모 자금은 단기금융시장으로 유입되어 시장

---

24) 사채시장의 여신금리와 관련하여 랴오닝성(遼寧省) 사채시장의 대출금리가 평균 2006년 상반기 11.9%에서 하반기 14.0%로 상승하였다. 반면, 상대적으로 경제가 발전한 장쑤성(江蘇省)의 사채시장 대출금리는 9%에 달해 점차 은행의 공식적인 금리와와 격차가 축소되었다(中国人民银行货币政策分析小组, 2007, p.6).

25) 중국 은행시스템 예금총액의 GDP 대비 비중은 2005년 160%에 달하는 반면, 정부의 미상환 채무는 GDP의 23%를 차지하였다. 회사채시장과 주식시장의 규모는 매우 낮은 수준이다(中国人民银行金融稳定小组, 2006).

26) 2007년 6월 기준 1년만기 대출금리와 중앙은행 증권금리 차이인 3.6%, 그리고 대출금리와 지급준비금 이자율의 차이인 4.7%는 사실상 암묵적인 조세의 성격을 내포하고 있다(Goldstein and Lardy, 2007, p.8).



금리와 예금금리가 역전되는 현상이 발생하고 있다. 결국 상업은행은 손실이 발생하더라도 국채와 금융채권 매입에 투자할 수밖에 없는 것이다. 또한 인민은행은 불태화정책을 추진하기 위해 증권을 강매하도록 유도하여 상업은행의 수익성이 더욱 악화되었다. 따라서 과잉유동성은 상업은행의 수익률 감소뿐만 아니라 잠재적 리스크를 증대시킬 수 있다. 금융시스템이 선진화되지 못한 중국에서 대출은 상업은행의 유일한 수익구조라고 할 수 있는데, 유동성 증가는 상업은행의 대출 급증을 유도한다. 특히 금리인상 시기의 예대금리차 확대는 무분별한 대출 충동을 유발할 수 있다. 금리상승 부담을 안은 신용이 불안한 수요자의 자금 수요가 급증할 가능성이 높다. 또한 중국상업은행의 효율적인 여신평가 시스템 부재는 잠재적인 대출 리스크를 초래할 가능성이 높다. 상업은행의 수익성 악화와 리스크 증대는 국제경쟁력을 약화시켜 외자은행과 경쟁에서 불리한 영향을 미칠 것으로 예상된다(李成·姜柳 2007).

따라서 중국의 취약한 금융시스템은 환율을 점진적으로 절상시킬 수 있는 중간단계 환율제도 운용의 주요한 배경이 되기도 한다. 특히 금융기관의 부실채권이 감소추세이나 매우 완만하게 진행되고 있고, 부실채권 비율 하락도 분모인 대출 증가 때문인 것으로 파악되고 있다. 그러나 4대 국유상업은행의 2006년 말 부실채권 규모는 10,535억 위안(1,350억 달러, GDP의 6%)이며 부실채권 비율은 9.2%로 여전히 높은 수준인 것으로 평가된다.

또한 국유상업은행의 부실채권 비율 하락은 부실채권 자체의 감소보다는 모기지론과 같은 부동산 담보대출과 설비투자 관련 장기대출 등 대출총액의 증가에 기인한다. 따라서 이런 대출 증가는 성장 감속 또는 부동산 가격 하락 시 부실채권 발생의 근원이 될 가능성을 배제할 수 없다(남수중, 2006).

국유상업은행의 부실채권을 인수한 자산관리공사의 부실채권 처리도 미흡한 수준이다. 중국은행업감독위원회([www.cbrc.gov.cn](http://www.cbrc.gov.cn))의 자료에 따르면 자산관리공사의 부실채권 처리비율은 2006년 3월 말까지 인수 부실채권의 68.6%(8,663억 위안)이나 이에 따른 현금 회수액은 매각 총액의 20.8%(1,800억 위안)에 달한다. 그동안 처분된 현금 회수 부분은 인수 자산 중 비교적 양호한 편이나, 남아 있는 부실채권은 앞으로 처리가 더욱 어려워질 가능성이 있다.

<표 3-1> 주요 상업은행의 부실채권 규모 및 비율

(단위: 억 위안, %)

구 분	은행 전체		4대 국유상업은행		주식제 은행	
	규모	비율	규모	비율	규모	비율
2003년	24,400	17.8	19,168	20.4	1,877	7.9
2004년	17,176	13.2	15,751	15.6	1,425	4.9
2005년	12,197	8.9	10,725	10.5	1,472	4.2
2006년	11,703	7.5	10,535	9.2	1,168	2.8

주: 기말기준

자료: 중국은행업감독관리위원회(CBRC)

중국은 금융부문의 개혁에도 불구하고 금융기관의 수익창출 능력과 경쟁력 등 외부 충격에 대한 대응능력이 열악하다. 금융기관의 수익성 개선은 간접금융 위주의 금융구조, 정부의 정책적 지원 등의 영향에 기인한 것으로, 자체 수익창출 능력은 미흡한 것으로 평가된다. 직접금융시장의 미발달로 기업의 대출 의존도가 높았던 것이 상업은행들의 수익성에 유리한 환경을 제공하였으며, 중국 금융당국은 인위적인 예대금리차 유지를 통해 상업은행의 수익 확대를 지원하였다. 이러한 금융구조와 정부지원이 없었다면, 중국 상업은행들의 총자산수익률(ROA) 등 수익성 지표는 세계 우량

은행 등에 비해 더욱 낮은 수준에 머물렀을 것이다.

<표 3-2> 세계 100대 은행과 중국 국유상업은행의 지표 비교

(단위: %)

구 분	100대 은행 평균	중국은행	건설은행	공상은행	농업은행
자기자본이익률(ROE)	22.11	14.5	26.4	1.7	5.0
총자산수익률(ROA)	1.15	0.81	1.29	0.05	0.19
자기자본비율	12.09	10.40	11.29	9.12	-
부실채권비율	2.64	5.12	3.92	18.99	25.73

주: 2004년 말 기준

자료: 일본 통상백서 2006, 한국은행 자료 재인용

중국은 2007년부터 은행시장이 본격적으로 개방되었으며, 중국 국내은행들은 수익성 및 재무구조가 악화될 가능성이 있어 지속적인 개혁이 필요하다(남수중·양평섭·최의현, 2006). 또한 예금과 대출의 만기구조 불일치로 인한 유동성 위험 및 도덕적 해이도 만연하고 있다. 중국의 은행예금이 주로 단기 저축성예금인데 비해 대출은 인프라 관련 장기대출로서 만기구조 불일치로 인한 유동성위험 가능성도 높다. 국유상업은행에 대한 정부의 영향력 지속으로 정책성 대출이 여전히 계속되는 등 신규 부실채권 발생 가능성이 남아있다. 특히 경영의 자율성이 완전히 확보되지 못한 실정이며 자금횡령 등 부정행위도 근절되지 않고 있다.<sup>27)</sup>

또한 중국은 잠재 부실이 적지 않은 상황에서 긴축조치 등에 따른 성장 위축 또는 자산가격 급락 등 외부 충격이 발생할 경우 금융산업의 안정성이 위협받을 수 있다. 잠재 부실채권이 실질 부

27) 중국의 비정상적 또는 정책성 대출이 연간 3,210억 달러의 잠재 GDP를 감소시키는 것으로 추정된다(Saxton 2006).

실화하고 금융기관이 이를 감당하기 어려운 상황이 초래될 가능성이 있다. 은행의 대출금리 인상은 주택대출 원리금 상환 부담을 가중시켜 부동산 가격 하락과 연쇄반응으로 개인과산이 증가할 것으로 예상하는 시각도 있다.<sup>28)</sup> 금융기관이 부실채권 증가분을 감당하지 못할 경우 이는 국가채무의 부담으로 귀속될 것이며, 이는 전체 경제의 부담으로 작용할 가능성이 높다. 따라서 중국정부는 취약한 은행 시스템이 떠안게 될 부담을 우려하여 급격한 위안화 평가절상에 대해 회의적일 수밖에 없다.

#### 4. 과열 우려와 경착륙 가능성

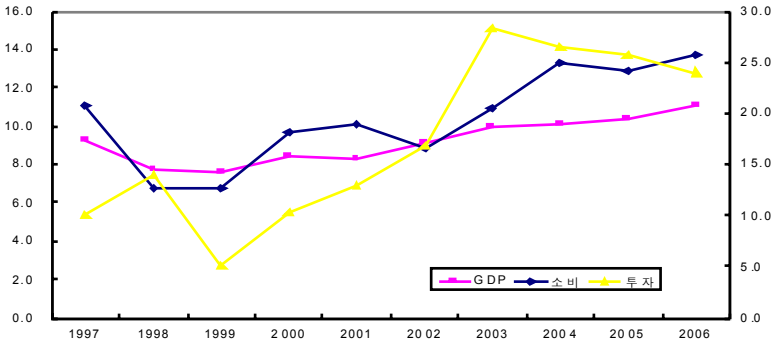
최근까지 중국경제는 과열 우려 등 리스크 요인이 존재하는 것으로 평가되에도 불구하고 10% 이상의 고성장을 지속하고 있다. 중국경제는 2003년 이후 4년 연속 10%가 넘는 고성장을 지속하였다. 지난 30여 년간 중국의 평균 GDP 성장률은 9.5%를 시현하였는데, 최근에는 과열 우려가 심각한 수준의 고성장세를 이어가고 있다. 과열이 우려되는 중국 경제성장의 특징은 고정자산 투자 급증, 부동산시장 가격 상승, 총통화 및 대출 급증, 물가상승 압력, 무역수지 흑자 규모 확대 등으로 요약할 수 있다(謝百三 등 2007). 중국정부의 불태화정책에도 불구하고 최근의 경제성장 특징은 과잉유동성의 문제로 집약될 수도 있다.

과잉유동성의 문제는 은행 시스템뿐만 아니라 기업과 전체 경제에도 부정적인 영향을 미치고 있다. 특히 주목해야 할 것은 과잉유동성으로 인해 시장금리(은행 간 시장)가 낮은 수준인데, 시장

---

28) 주택구입자의 92%가 주택대출을 받았으며 이 중 32%는 대출 상환비율(원리금 지급액/소득×100)이 50% 이상으로 국제적으로 통용되는 월 소득 3분의 1의 대출경계선을 상회한다(青年報, 2006. 12.).

<그림 3-7> GDP, 소비 및 투자 증가율 추이



자료: 중국 국가통계국

의 어음할인율이 인민은행이 규정한 3.24%의 재할인율보다 더 낮게 형성되고 있다는 점이다. 이런 저렴한 자금 융자 비용은 기업의 투자를 촉진하는 주요한 요인이 되고 있다.<sup>29)</sup> 그러나 기업의 고정자산 투자 증가는 과열산업의 투자를 더욱 확대시켜서 생산과잉을 조장하고 있다. 또한 고정자산 투자 급증은 에너지, 원료 및 원자재의 수요를 증대시키고 원부자재 제조업 생산품의 가격 상승을 초래하였다. 이는 에너지 부족과 가격 폭등의 원인이라고 할 수 있다.<sup>30)</sup> 중소기업 등 일부 기업은 여전히 자금난을 겪고 있는 반면, 부동산 개발기업은 특수를 누리고 있어 전체 대출 총액은 지속적인 상승세를 시현하고 있는 것이다(부동산 및 주택투자 증가율은 <그림 3-8> 참조).

또한 과잉유동성 문제는 중국의 투자의존형 경제성장 기조를

29) 기업의 이윤이 증가하고 있는데, 2006년 상반기 규모 이상의 기업이 실현한 이윤은 전년동기 대비 28% 증가하였으며, 사영기업의 이윤도 전년동기 대비 52.9% 증가하였다(李成·姜柳, 2007).

30) 예를 들어 2006년 상반기 소비자물가지수 상승률은 1.3%에 불과하였으나, 공산품 출하가격과 원료 에너지의 구매가격은 각각 4.7%, 6%까지 상승하였다(중국 인민은행 [www.pboc.gov.cn](http://www.pboc.gov.cn): 貨幣政策報告各季度).

더욱 심화시켜 지속적인 성장을 저해하는 요인으로 작용할 가능성이 높다. 중국 민간소비의 GDP 대비 비중은 2000년 46%에서 2006년 38% 이하로 낮아지고 있는 반면, 2006년 고정자본 형성의 GDP 대비 비중과 순수출의 GDP 대비 비중이 각각 44.9%와 7.7%에 달하고 있다.

<표 3-3> 중국의 GDP 구성비율 추이

구분	2000	2002	2003	2004	2005	2006
민간소비	46.2	43.7	41.8	39.9	38.6	38.3
정부소비	15.8	15.9	15.2	14.5	14.1	14.4
총자본 형성	35.1	37.9	41.2	43.3	43.3	44.9
순수출	2.4	2.6	2.2	2.6	5.6	7.7

자료: ADB 자료

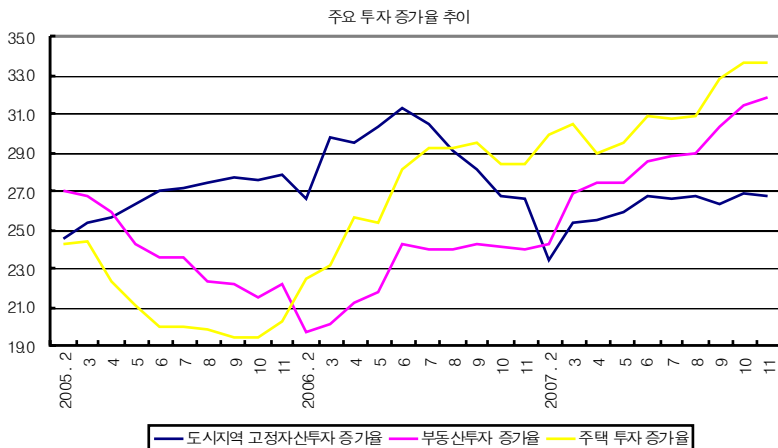
중국의 투자구조는 기형적인 불균형이라는 평가인데, 총투자 중 지방정부의 프로젝트가 90% 이상, 국유기업의 투자가 70%를 차지하고 있다. 중국정부는 철강, 철합금, 알루미늄, 자동차, 코크스, 카바이드 등 7개 업종을 생산능력 과잉업종으로 지정하고 투자를 규제하고 있으나 투자가 다시 확대될 가능성이 남아있다. 특히 중국정부는 서부 및 동북개발을 위한 대형 프로젝트, 지역불균형 해소를 위한 인프라 투자 등 고정자산 투자를 급격하게 축소하기에는 한계가 있다. 각 지방정부 역시 공산당 지도부 평가 및 승진 등을 앞두고 가시적인 경제성과를 거두기 위해 투자 확대에 나설 가능성이 높아 투자과열 문제를 조기에 진정시키기 어려운 측면이 있다.<sup>31)</sup>

31) 중국경제는 소비 주도형 경제로 전환이 필요하나, 오히려 소비의 GDP 대비 비중이 감소하는 추세이다. Goldstein and Lardy(2007)는 중국경제가 환율제도 유연화와 더불어 재정 및 금융정책을 통해 선진국 수준의 소비주도형 경제로 전환되

특히 과잉유동성이 심화되고 중앙정부의 관리·감독이 약화된다면 고정 투자 및 부동산시장의 과열이 확산될 가능성이 높다. 중국의 높은 저축률과 더불어 수출 호조 및 외자 유입 지속으로 인해 해외부문으로부터 통화가 계속 유입되고 있다. 따라서 금융기관은 금융당국의 억제조치에도 불구하고 풍부한 대출여력을 바탕으로 대출 확대에 적극적으로 나설 가능성이 있다. 중국인민은행의 각종 규제에도 불구하고 대출 증가율이 빠르게 증가하였다. 이러한 시중의 풍부한 유동성은 부동산과 주식시장으로 자금이 유입되어 버블을 형성할 수 있다.

투자과열의 재연, 주식 및 부동산 버블 발생이 예상될 경우 중국 당국은 이전에 비해 강력한 긴축조치 실시가 불가피하며, 이 경우 경기가 지나치게 위축(over-kill)되면서 경착륙을 초래할 가능성도 배제할 수 없다.

<그림 3-8> 고정자산 투자 증가율 추이



자료: 중국 국가통계국

어야 한다고 주장하였다.

## II. 환율제도 결정요인 및 주요 쟁점에 대한 실증분석

### 1. 환율제도 결정요인의 실증분석 검토와 적용

#### (1) 환율제도 결정요인에 대한 실증분석 검토

실제로 어떤 경제변수들이 환율제도 선택에서 중요한 요인으로 작용하였는지를 분석하려면 이론을 검증한 실증분석을 비교하여 정리할 필요가 있다(유재원·김태준 2002, pp.193-195). 먼저 Holden et al.(1979)은 최적통화이론을 1970년대 브레튼우드체제 붕괴 직후의 환율제도를 설명하기 위하여 적용하였다. 경제규모는 통계적으로 유의하지 않으나 개방도, 수출산업의 다각화 정도, 경제발전단계, 인플레이션 격차 등의 주요 변수들이 유의한 것으로 나타났다. Rizzo(1998)는 1977~1995년 기간을 4년씩 구분하여 신흥시장국의 환율제도를 분석하였다. 경제규모, 경제발전단계, 교역지역의 집중도 등은 전 기간 중 환율제도 선택에 영향을 주고 통계적으로 유의한 것으로 나타났다.

또한 Melvin(1985)은 정책당국이 거시경제 안정을 목표로 한다고 가정하였다. 환율제도 선택과 관련하여 해당경제의 국내 화폐 충격(해외물가 충격)이 클수록 고정(변동)환율제도를 택할 확률이 큰 것으로 나타났다. 특이한 점은 경제규모를 제외한 개방도, 교역지역 집중도, 인플레이션 차이 등이 통계적으로 유의하지 못하다는 것이다.

Edwards(1996)는 정책당국이 실업률과 인플레이션 변동의 가중평균을 최소화할 것이라는 가정과 더불어 고정환율제도의 포기 가능성이 정치적으로 부담이 된다는 가정을 추가하였다. 개도국의 정책



결정과정에 대한 분석에서 정치경제적 접근법이 유용하다고 주장한다.

<표 3-4> 환율제도 선택에 관한 실증분석 비교

구 분	Edwards(1996)	Rizzo(1998)	Hausmann et al.(2001)	Poirson(2001)
정책목표	거시경제 안정 (정치경제학적 접근)	공동통화 사용 순이익 극대화	환율 안정 (환율 변동 우려)	혼합형 (최적통화지역모델 +정치경제모형)
표본	63개국 1980~1992	123개국 1992~1995	38개국 1990~1999	93개국 1990~1998
추정방법	probit	probit	OLS	probit
종속변수	환율제도 0 고정 1 변동	환율제도 0 고정 1 변동	환율 변동 (외환보유액 혹은 금리변동에 대한 상대치)	환율제도 1 고정 2 중간 3 자유변동
설명변수	정치적 불안- 외부충격- 경제성장률- (70~80년 평균) 인플레이션- 외환보유액+ 국내 여신 증가- 일인당소득+	경제규모- 경제발전도+ 교역지역집중- 개방도- 인플레이션-	전가율- 원죄:자국통화차입 곤란- 일인당소득? 변동환율채택기간-	인플레이션+ 외환보유액- 수출다각화+ 개방도- 교역조건변동+ 정치적 불안+ 경제규모+

자료: 유재원 등(2002, p.195)

Hausmann et al.(2001)은 개발도상국들이 자국 통화 차입이 불가능하기 때문에 변동환율제도를 선택을 기피한다는 가설을 검증하였다. Poirson(2001)은 정치경제적 모형과 최적통화지역모형을 통합한 실증모형을 적용하였다. 정치적 불안(혁명의 정도), 인플레이션을 및 수출 다각화 정도, 외환보유액의 정도가 중요한 변수임을 강조하고 있다.

## (2) 실증분석의 적용

상기의 환율제도 선택에 관한 실증분석 내용을 참고하여 중국의 어떤 경제변수들이 환율제도 선택에 중요한 요인으로 작용하였는지를 실증분석을 통해 밝히고자 한다.

먼저 중국의 환율제도 변천과정을 고려할 때 1994년 환율단일화를 실시하면서 도입한 관리변동환율제도의 선택은 1993년 공산당대회에서 공포된 ‘사회주의시장경제론’ 등을 실천하려는 정치적인 배경이 작용하였던 것으로 파악할 수 있다.

또한 아시아 금융위기가 발생한 1997년 10월 이후 사실상의 고정환율제도를 운용한 것도 대외적인 경제변수뿐만 아니라 거시경제의 안정을 추구하는 중국 지도부의 정치적 결단도 작용한 것으로 해석할 수 있다.

따라서 ‘거시경제적 안정’을 강조하는 정치경제적 접근방식이 중국의 환율제도 선택을 설명하는 유용한 중요 경제변수를 제시해주고 있다. 획득 가능한 시계열 자료인 1981~2006년 사이의 연평균 명목환율을 종속변수(Y)로 하고, 설명변수로는 ‘정치적 불안’ 대신 고정자산 투자 증가율(X1), ‘외부충격’대신 수출(X2), 개방도 외부충격대신 수입(X3), 경제성장률(X4), 인플레이션-CPI(X5), 외환보유액(X6), 국내 여신 증가대신 M<sub>2</sub> 증가율(X7), 1인당소득(X8) 등을 선정하여 다중회귀분석을 시도한다.

$$Y_i = \alpha_0 + \alpha_1 X_{1i} + \alpha_2 X_{2i} + \alpha_3 X_{3i} + \alpha_4 X_{4i} + \alpha_5 X_{5i} + \alpha_6 X_{6i} + \alpha_7 X_{7i} + \alpha_8 X_{8i} + \epsilon$$

회귀식에서 <표 3-4>의 통계량을 대입하고 일부 값에 로그를 취하여 회귀방정식의 회귀계수를 구하면 다음 <표 3-5>와 같다.

<표 3-5> 위안화 명목환율과 주요 경제변수 추이

구분	Y: 명목 환율 (위안/ US\$1)	X1: 고정자산 투자 증가율 (%)	X2: 수출 (백만 달러)	X3: 수입 (백만 달러)	X4: GDP 성장률 (%)	X5: CPI (%)	X6: 외환보유액 (억 달러)	X7: M <sub>2</sub> 증가율 (%)	X8: 1인당 GDP (위안)
1981	1.705	5.5	22,007	22,015	5.2	2.4	27.08	18.3	492
1982	1.893	21.9	22,321	19,285	9.1	1.9	69.86	14.6	528
1983	1.976	14	22,226	21,390	10.9	1.5	89.01	19.7	583
1984	2.320	28.2	26,139	27,410	15.2	2.8	82.20	32.6	695
1985	2.937	38.7	27,350	42,252	13.5	9.3	26.44	35.5	858
1986	3.453	22.7	30,942	42,904	8.8	6.5	20.72	30.2	963
1987	3.722	21.5	39,437	43,216	11.6	7.3	29.23	25.3	1112
1988	3.722	25.4	47,516	55,268	11.3	18.8	33.72	20.7	1366
1989	3.765	-7.2	52,538	59,140	4.1	18.0	55.50	18.7	1519
1990	4.783	2.4	62,091	53,345	3.8	3.1	110.93	34.2	1644
1991	5.323	23.8	71,910	63,791	9.2	3.4	217.12	26.5	1893
1992	5.515	44.4	84,940	80,585	14.2	6.4	194.43	31.3	2311
1993	5.762	61.8	91,744	103,959	14	14.7	211.99	37.3	2998
1994	8.619	30.4	121,006	115,614	13.1	24.1	516.20	34.5	4044
1995	8.351	17.5	148,780	132,084	10.9	17.1	735.97	29.5	5046
1996	8.314	14.5	151,048	138,833	10.0	8.3	1050.29	25.3	5846
1997	8.290	10.1	182,792	142,370	9.3	2.8	1398.90	19.6	6420
1998	8.279	13.9	183,712	140,237	7.8	-0.8	1449.59	14.8	6796
1999	8.278	5.1	194,931	165,699	7.6	-1.4	1546.75	14.7	7159
2000	8.279	10.3	249,203	225,094	8.4	0.4	1655.74	12.3	7858
2001	8.277	13.0	266,098	243,553	8.3	0.7	2121.65	17.6	8622
2002	8.277	16.9	325,596	295,170	9.1	-0.8	2864.07	16.8	9398
2003	8.277	28.4	438,228	412,760	10.0	1.2	4032.51	19.6	10542
2004	8.277	26.6	593,326	561,229	10.1	3.9	6099.32	14.7	12336
2005	8.192	25.7	761,953	659,953	10.4	1.8	8188.72	17.6	14103
2006	7.81	24.0	969,380	791,605	11.1	1.5	10663.40	17.0	16084

주: M<sub>2</sub> 증가율의 1993년 이전 통계는 易綱(1996) 참조

자료: 중국통계연감 각년판

<표 3-6> 위안화 명목환율 결정요인에 대한 실증분석 결과

구 분	X1	log(X2)	log(X3)	X4	X5	log(X6)	X7	log(X8)
회귀계수 추정치	-0.0004	0.02814	-0.40036	-0.1546	0.0156	-0.16993	0.0080	1.08379
	(X1-1)	log(X2(-1))	log(X3(-1))	(X4-1)	(X5-1)	log(X6(-1))	(X7-1)	log(X8(-1))
회귀계수 추정치	0.00376	-0.55616	0.438201	-0.0555	-0.0057	0.24946	0.00578	-0.34016
$R^2(R^2)$	0.99923(0.99736)		F값	5362710		D.W	3.216078	

주:  $\alpha_0$  추정치는 0.756340

위의 결과는 어떤 경제변수들이 위안화 명목환율 변화에 대해 중요한 요인으로 작용하였는지를 추정한 것이다. 다중 회귀방정식을 통해서 명목환율 변동에 영향을 미친 주요 경제변수들을 파악할 수 있었다. 우선 고정자산 투자 증가율과 총통화 증가율은 명목환율 변화에 대한 영향이 크지 않다고 할 수 있다. 반면, 1인당 GDP, 수입 규모, 외환보유액, 수출 규모 등이 상대적으로 중국의 명목환율 변동에 대한 중요 경제변수인 것으로 추정된다. 결국 위안화의 미달러 대비 가치가 국가경제 내부변수의 영향보다 대외거래변수의 영향을 더욱 크게 받는 것을 보여 주고 있다.

## 2. 복수통화바스켓에 대한 실증분석

위안화 결정에서 각 통화의 비중을 추정하여 위안화가 실질적으로 달러 페그제도인가를 평가할 수 있다. 이를 위해 Frankel and Wei(1994)의 방법을 사용할 수 있는데 다음의 회귀식을 이용하는 것이다. 종속변수로 위안화의 대 스위스 프랑 환율의 변동률을 사용하고 설명변수로는 미국 달러, 일본 엔, 유로 및 한국 원화

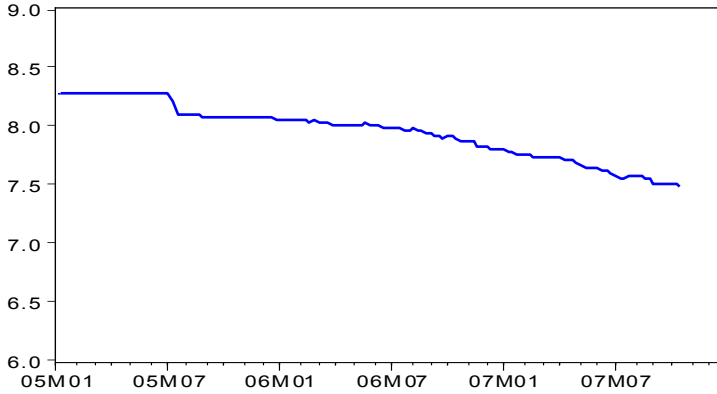
의 대 스위스 프랑 환율의 변동률을 사용한다. 여기서 각 회귀계수의 추정치가 위안화에 대한 영향력을 나타내는 것으로 볼 수 있다. 데이터는 주별 데이터를 사용하였고, 추정기간은 2004년 첫째 주에서 2007년 9월 마지막 주이다. 각 통화가 위안화에 미치는 효과가 시간에 따라 변동하기 때문에 Kalman filter를 사용해서 회귀계수가 시간에 따라 변동하도록 추정하였다.

$$\Delta \log(S_t^{CNY/SF}) = \beta_0 + \beta_{1t} \Delta \log(S_t^{USD/SF}) + \beta_{2t} \Delta \log(S_t^{JY/SF}) + \beta_{3t} \Delta \log(S_t^{EU/SF}) + \beta_{4t} \Delta \log(S_t^{KRW/SF}) + \epsilon_t$$

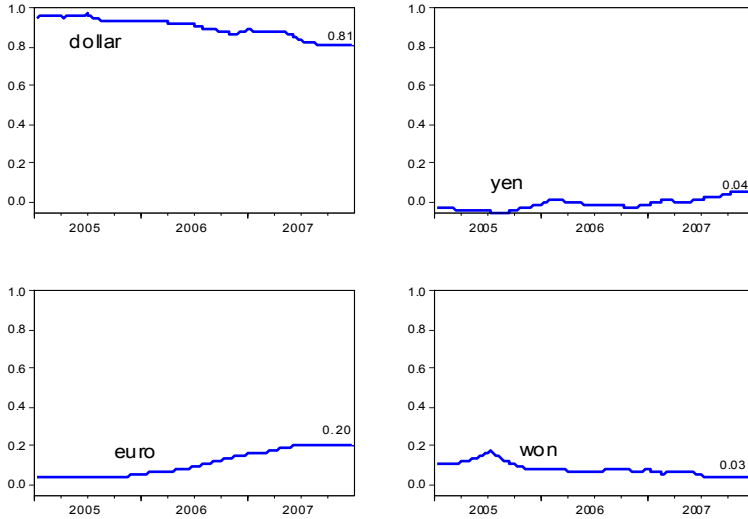
여기서  $\beta_{it} = \beta_{it-1} + \eta_t$ 라고 가정하였다.

추정 결과가 <그림 3-9>에 나타나 있는데 달러화의 계수가 위안화 환율제도가 변경되기 전인 2005년 7월 첫째 주까지는 1의 값을 보여 주어서 이 기간 중에는 위안화가 달러화에 완전 페그 되어 결정되었던 것을 나타내고 있다. 하지만 2005년 7월 이후 추세적으로 하락하여 2007년 9월 마지막 주에는 0.81까지 하락한 것으로 나타났다. 대신 유로화의 계수가 증가하여 2007년 9월 마지막 주에는 0.2까지 상승하였다. 엔화와 원화의 계수는 각각 0.04와 0.03으로 그 비중이 매우 낮은 것으로 나타났다. 따라서 2005년 7월 이후 위안화의 달러화에 대한 완전한 페그는 사라졌지만 여전히 달러화가 위안화 가치결정에서 절대적인 영향력을 발휘하고 있고, 감소된 달러화 영향을 유로화의 영향이 대체한 것으로 나타났다.

<그림 3-9> 위안화/달러 환율 추이



<그림 3-10> Frankel-Wei 회귀식의 추정 결과



중국 위안화 절상 전망과 파급효과 및 대응방안

## 제4장 중국 환율제도 운용의 정치경제적 의미와 과제







## I. 중국정부의 정책적 대응과 함의

중국정부는 점증하는 대내외 압력에도 불구하고 급격한 위안화 환율 절상보다는 외환관리제도 개혁을 통한 국유기업 등의 해외투자 지원, 풍부한 유동성을 활용한 해외 M&A 확대, 해외투자를 위한 중국투자유한공사 설립 등에 적극적인 것으로 알려지고 있다.

### 1. 외환관리제도 개혁

이미 언급했듯이 중국정부는 2005년 7월 도입한 복수통화바스켓제도를 통해 위안화 환율을 점진적으로 절상케 하여 대외적인 압력을 무마하는 동시에 시장 개입을 통해 경상수지 흑자와 자본유입에 따른 물가 불안 및 경기 과열을 억제하는 노력을 병행하고 있다. 특히 자본 유입을 억제하고 자본의 해외투자를 적극 장려하는 등의 외환관리 규제를 완화하기 시작하였다.

우선 중국은 그동안 유명무실했던 외환시장의 기능을 활성화하는 방안을 추진하였다. 중국외환거래센터에서 거래 가능한 통화를 미달러를 비롯하여 홍콩달러, 유로화, 엔 등 4개 통화에서 호주달러, 캐나다달러, 파운드, 스위스프랑까지 확대하였다. 또한 2005년 11월에는 위안화 거래의 시장조성자제도를 도입하여 거래의 활성화와 외환수급의 불균형을 해소하였다. 그동안 외화 간 거래에서만 시장조성자제도가 도입되어 실효성이 낮았으나 위안화 거래의 시장조성자제도가 도입되면서 외환의 수급조절에 참여하여 위안화/달러의 가격 결정의 재량권이 커지게 되었다.

중국은 환율제도가 복수통화의 관리변동환율제도로 전환되면서 환율의 변동성에 대비하기 위한 다양한 파생금융상품의 도입

필요성이 확대되었다. 중국인민은행은 대고객 선물환거래 취급기관 확대, 은행 간 선물환 및 통화스왑거래 허용 등 규제를 완화하고 파생금융상품 거래를 확대하는 조치를 실시하였다. 선물환거래 취급대상 거래 범위가 경상거래에서 일부 자본거래까지 확대되고 은행 간 현물환 거래 참여자 범위도 비은행 금융기관 및 비금융기업의 실수요 거래까지로 확대되었다. 또한 현물환 시장에서 기존 경쟁매매방식에 더하여 상대매매방식을 추가로 도입하였다.

중국은 외국환은행 종합포지션관리제도를 시행하여 기존의 현물환포지션뿐만 아니라 선물환포지션까지도 추가하였다. 이 제도는 외국환 관리의 자율성 확대, 파생금융상품시장의 발달 등을 목적으로 도입되었다. 또한 외환시장, 단기자금시장, 채권 및 파생금융상품시장 등에서 외국환 은행 간 또는 대고객에 대한 금융거래를 중개하는 자금중개회사의 설립을 허용하는 법률을 제정하였다.

그리고 중국 금융당국은 위안화 절상에 대한 압력을 완화하는 방법의 하나로 외화유입을 억제하고 유출을 촉진하는 정책을 추진하였다. 먼저 외화유입 억제조치로는 외국계 은행들의 해외차입 제한, 외국기업의 해외대출한도 축소, 기업의 외화보유한도 확대, 선별적 FDI 유치, 투기성 자금 유입 규제 등이 실시되었다. 외환 유출 확대조치로는 국내 보험사의 해외투자 허용, 해외여행자 개인의 외화보유한도 확대, 다국적기업 자회사의 외화대출 허용, 해외투자 장려, 대외원조 확대 등의 정책을 추진하였다.<sup>32)</sup>

---

32) 향후 과제로 위안화 환율 일일 변동폭 확대와 같은 유연화 조치가 실시될 가능성이 지적되었으며, 또한 QDII 등의 확대, 파생금융상품의 다양화 등 외환시장의 기능을 강화하는 정책을 추진할 것으로 전망되었다(신성우, 2005).

<표 4-1> 중국 외환제도 규제완화 조치 및 내용

대분류	소분류	주요 조치와 내용
외환시장 활성화	제도 도입	시장조성자(Market Maker)제도 도입 외환중개회사 설립 허가 외국환은행 종합포지션관리제도 시행
	규제완화	파생금융상품 거래 확대 거래가능 통화의 증대
자본유출입 규제	자본유입 규제	외국계 은행들의 해외차입 제한 외국계 기업의 외화대출한도 축소 기업의 외화보유한도 확대 선별적 FDI 유치정책으로 전환 투기성 자금 유입 규제
	자본유출 확대	다국적기업 자회사의 외화대출 허용 해외투자 장려 대외원조 확대 수출금융 지원 강화 개인 외화보유 확대
수출입 관련 조치	수입 확대	수입관세를 인하
	수출 억제	수출증치세 환급률 인하 수출관세 부과 가공무역 금지

주: 2005년 7월 환율제도 개혁 이후 실시된 조치들 포함

자료: 신성우(2005), 양평섭(2007)

그밖에도 수입을 확대하는 동시에 수출을 억제하려는 대외무역 관련 조치들이 발표되었다. 수출 억제를 위해서는 수출증치세 환급률을 인하하고 일부 천연자원에 대한 증치세를 폐지하는 내용도 포함되었다. 또한 일부 자원고갈형 제품, 천연자원에 대한 수출관세 부과, 자원 및 환경 관련 제품의 가공무역 금지도 수출 억제조치의 일환이라고 할 수 있다. 수입 확대 방안으로는 신기술 관련 제품, 석탄 및 정유제품, 화학비료 등의 제품에 대한 수입관세를 인하조치가 있다.

중국의 외환관리국은 <국내 기관의 해외투자 외환관리 규정>을 발표하면서 해외투자 외환자금 출처에 대한 심사를 폐지하고 자금유출 심사를 간소화할 것이라고 밝혔다. 외환관리국은 개인의 해외 직접투자 관리를 연구하여 일정한 범위 내에서 개인이 해외 직접투자를 할 수 있도록 할 계획이다.<sup>33)</sup>

## 2. 국유기업 등의 해외투자(走出去)와 M&A 확대

중국정부는 국내의 풍부한 유동성이 초래하는 투자 과열, 물가 상승 등을 완화할 목적으로 국유기업 등의 해외투자를 적극적으로 지원하고 있다. 또한 중국정부가 기업의 해외진출(走出去)을 적극적으로 지원하는 배경에는 △해외자원의 개발과 이용, △비교우위를 갖춘 산업의 해외투자, △해외진출을 통한 서비스업 등의 질적 발전 추구, △선진 기술 및 경영 노하우, 우수 인재 흡수 등의 장점이 작용한 것으로 분석되고 있다(전경련 중국산업연구센터, 2006).<sup>34)</sup>

중국 상무부([www.mofcom.gov.cn](http://www.mofcom.gov.cn)) 통계에 따르면, 2006년 말까지 중국기업의 대외 직접투자(비금융 분야) 누계는 733억3,000만 달러를 기록했다. 2006년 중국의 대외 직접투자는 전년대비 31.6% 증가한 161억3,000만 달러에 달해 세계 순위가 2005년의 17위에서 13위로 상승했다. 중국기업의 대외 직접투자 분야는 일반 수출무역, 요식업 및 단순가공 무역에서 마케팅 네트워크, 항공/해운 물

---

33) 이런 조치는 합법적인 경로를 통한 개인의 해외투자를 장려하고 불법 자금 유출 방지를 제도적으로 보장하는 동시에 과도한 외환보유고를 줄이는 데도 도움을 줄 것이라고 中国网(2008 1. 24)이 분석하였다.

34) 중국정부는 기업의 해외투자를 적극적으로 지원하기 위하여 <중국기업의 해외투자 합작 장려 및 규범화에 관한 의견>(2006. 10. 25)을 비준한 바 있는데, 2005년의 중국 해외투자 총 금액은 123억 달러에 달해 2005년 전체 외국인 투자 유치액 대비 10% 미만에서 20% 이상으로 상승했다(신화사, 2006. 10. 27)

류, 자원 개발, 생산 제조 및 설계/R&D 등 다양한 분야로 확대되었다. 또 투자지역도 유럽, 미주, 홍콩, 마카오 등 선진 국가 및 지역에서 아태지역, 아프리카, 라틴아메리카 등 160여 개 국가 및 지역으로 다변화되었다. 중국 내의 경쟁력 있는 기업들이 M&A 방식을 통한 대외투자를 추진하는 사례가 늘고 있다. 2006년 M&A를 통한 중국의 대외 직접투자는 47억4,000만 달러로 같은 시기 대외 직접투자 총액의 36.7%를 차지했다.

중국의 M&A 등 해외 투자 분야는 주로 제조업, 천연자원, IT에 집중된 것으로 분석되었다(Deutsche Bank Research, 2006). 주요 분야에 집중된 배경으로는 다음과 같다. 첫째, 중국기업의 해외투자 목적은 경제의 고속성장에 필요한 에너지 등 천연자원 확보에 있다. 예를 들어 CNOOC의 미국 석유회사 인수 시도, 볼리비아의 금광, 필리핀의 석탄, 에콰도르의 석유 등에 대한 투자뿐만 아니라 중남미 순방 중에서 언급한 후진타오 주석의 1천억 달러 투자 약속 역시 자원 확보를 위한 것이었다.

둘째, IT 분야의 M&A는 선진기술, 브랜드, 네트워크 및 경영 노하우 등을 확보하기 위한 시도라고 할 수 있다. 예를 들어 Lenovo의 IBM 노트북 사업부서 인수, TCL의 톰슨 TV 제조부문 인수 등이 모두 이런 사례라고 할 수 있다.

마지막으로 중국 국내 시장의 치열한 경쟁구조, 낮은 수익률, 과잉설비에 따른 재고 누적 등이 중국기업의 해외투자 및 M&A를 촉진하는 요인이다. 중국기업들의 해외투자는 비용 절감, 현지 시장 공략 등에 유리한 고지를 선점하기 위한 노력이라고 할 수 있다.

중국의 금융기관들 역시 풍부한 유동성을 기초로 하여 적극적인 해외투자에 나서고 있다. 영국 '파이낸셜 타임스'는 2007년 10월 공상은행이 남아프리카공화국의 스탠다드은행 지분 20%를 인

<표 4-2> 중국기업의 해외 M&A 현황

발표시기	추진 현황	지분 비중(%)	대상 기업명(국가)	중국기업명
2005. 5	실패	N.A	Unocal(미국)	CNOOC
2005. 8	완료	100	PetroKazakhstan(캐나다)	PetroChina
2006. 1	진행 중	45	Akpol oil field asset	CNOOC
2004. 12	완료	100	IBM(Personal Computer Business)(미국)	Lenovo
2001. 6	완료	100	Hyundai Display Technology(한국)	BOE Technology
2005. 6	실패	N.A	Maytag(미국)	Haier
2002. 1	완료	86	Repsol-YPF(Indonesian assets)(인니)	CNOOC
2003. 10	진행 중	13	Gorgon Liquefied Natural Gas Field(호주)	CNOOC
2003. 11	완료	67	Thomsom SA(television manuf. unit)(프)	TCL
2004. 7	완료	49	Ssangyong Motor(한국)	Nanjing Ab
2005. 6	진행 중	100	Petro International(인니)	CNPC PetroChina
2005. 7	완료	100	MG Rover(영국)	Nanjing Autb

주: 2006년 1월까지 자료임.

자료: Deutsche Bank Research(2006, p.2)

수했고 중신(CITIC)증권은 미국 베어스틴스(Bear Stearns)와 자본 제휴를 체결했다고 보도하였다. 그리고 중국은행, 건설은행, 공상은행 등이 테마섹홀딩스(Temasek Holdings)로부터 스탠더드차타드은행 지분 17%를 공동 인수할 가능성이 있다고 보도한 바 있다. 불과 3~4년 전에만 하더라도 중국은행들은 수천억 달러에 달하는 불량자산으로 인해 매우 인색한 평가를 받고 있었다. 그러나 2006년 말부터 중국은행, 건설은행, 공상은행 등은 해외투자계획을 발표하며 해외 진출을 모색하고 있다.<sup>35)</sup>

35) 2007년 9월 30일, 세계 은행들의 자산가치 평가에서 공상은행, 건설은행, 중국은행이 각각 1, 5, 6위를 차지하였다. 중국 금융기관 및 기업들은 BIS 자기자본비율이 높아지고 불량자산이 줄어들고 재무구조가 점점 건실해지고 있다. 중국기

중국 내에서 해외투자를 적극적으로 추진하고 있는 업종에는 은행뿐만 아니라 국유 대형 석유회사도 있다. 중국석화와 중국석유는 아프리카 수단의 파이프라인 건설을 두고 서로 경쟁하였다. 이 밖에도 상하이자동차의 영국 자동차회사 Rover 인수 시도(이후 난징자동차가 인수에 참여), 세계적인 광산회사의 합병에 대한 중국 기업들 간의 신경전 등은 중국기업들이 세계 인수합병 시장에서 중요한 변수로 부상했음을 보여 주는 사례라고 할 수 있다.

중국기업의 해외 투자는 2007년 들어 2배 이상 증가했다. 달러 약세와 급증한 외환보유고가 주요 배경이다. 중국정부는 ‘해외진출전략- 저우추취(走出去)’ 전략을 통해 기업들의 해외진출을 독려하고 있다. 그러나 중국기업의 인수합병과 해외진출이 긍정적인 것만은 아니다. 중국의 국유 석유회사들이 세계 여러 나라에서 석유 채굴권을 확보하긴 했지만 세계 시장 가격이 중국 국내 시장 가격보다 훨씬 높기 때문에 많은 석유를 중국 국내로 들여오지 못하고 그대로 수출하는 등 해외투자의 실효성에도 의문이 제기되고 있다. 또한 중국기업의 인수합병 의도에 대해 미국 등의 반감이 존재한다. 중국기업과 정부는 해외진출을 통해 얻으려는 것과 절차에 관해 납득할 만한 투명성 제고가 필요하나, 중국기업의 해외투자는 글로벌 기준에 도달하지 못하는 사례를 보여 주기도 한다.<sup>36)</sup>

---

업들의 해외진출은 위안화 절상, 국내 과잉유동성, 주식시장 호황, 풍부한 외환보유고 등과 맞물려 아주 좋은 기회라고 평가되었다. 그러나 해외진출의 경험부족과 중국을 경계하는 서방국가들의 정치적인 의도가 위험요소라는 지적이 있다(신세기, 2007. 11. 9).

36) 중국기업과 정부 주도의 해외진출 사례와 문제점은 국내외 각종 언론보도를 참고하였다(*Economist*, *Financial Times* 등).

### 3. 국부펀드(SWF): 중국투자유한공사(CIC)의 설립

중국정부는 2007년 9월 외환보유액의 일부 외환을 운용할 투자 전문기관인 중국투자유한공사(China Investment Corporation)를 설립 하였다. 중국정부가 중국투자유한공사를 설립하는 배경에는 보유 외환의 수익률 제고, 위안화 환율 절상 압력 완화, 시중의 과잉유동성 해소 등을 지적될 수 있겠다. 또한 중국투자유한공사는 외환 투자 업무 이외에도 국내 기업의 해외투자, 기업의 구조조정, 금융시스템 개혁도 지원할 계획이다. 중국 재정부는 운용자금을 확보하기 위하여 1조5,500억 위안의 특별국채를 발행할 계획이며, 이를 인민은행에 매각하여 운용자금 2,000억 달러를 마련할 예정이다.<sup>37)</sup>

따라서 공사 설립 취지에 부합하는 직간접적인 유동성 흡수가 가능할 것으로 예상된다. 또한 공식적으로 2,000억 달러의 외환보유액이 축소되는 동시에 해외투자를 통해 해외로 자금이 유출되는 효과가 나타날 것으로 기대하고 있다. 중국투자유한공사(CIC)의 楼继伟(Loujiwei) 이사장은 ‘중국논단’ 세미나에서 주로 국제금융상품에 투자할 계획이라면서 과잉유동성을 완화하기 위한 역할의 중요성을 강조하였다(中国经济时报, 2007. 11. 30).

이를 반영하듯이 중국투자유한공사는 2007년 12월 미국의 서브프라임 사태로 인해 적자를 기록한 모건스탠리에 50억 달러를 투자하기로 합의하였다. 중국투자공사는 모건스탠리의 지분 9.9%를 인수하고 의결권을 갖지 않는 조건이나 2대 주주가 되었다. 이번 투자는 2007년 5월 미국계 사모펀드 블랙스톤에 30억 달러를 투

---

37) 미국 서브프라임 모기지 사태, 인민폐 평가절상 압력에 따른 환율리스크 증가, 성공적인 외환보유고 투자사례가 많지 않은 점 등 중국투자유한공사의 전망이 밝지 않다는 의견이 적지 않다(동방조보, 2007. 9. 2).



자한 이후 2번째이다. 2007년 중국은 292억 달러를 해외에 투자하고 세계는 중국에 215억 달러를 투자하여, 처음으로 중국기업과 정부가 해외에 투자한 금액이 해외투자자들의 중국 국내 투자금액을 초과하였다. 서브프라임 사태로 미국 투자은행들의 손실통이 예상되는 상황에서 중국은 이를 투자기회로 보고 글로벌 금융기관들에 대한 인수를 지속할 가능성이 있다(WSJ, 2007. 12. 20).

<표 4-3> 중국의 해외 금융기관 출자 현황

일시	중국 금융기관	해외 금융기관	지분 (%)	투자 규모 (억 달러)
2006년 12월	중국건설은행	Bank of America(아시아)	100	12.5
2007년 6월	중국투자공사	블랙스톤	10	30
2007년 8월	중국발전은행	바클레이즈	3	29.8
2007년 9월	민생은행	베어스텐즈	9.9	
2007년 10월	중신증권	UCBH	6	10
	중국공상은행	Standard Bank	20	55
2007년 12월	중국투자공사	모건스탠리	9.9	50

자료: 각종 언론보도 종합

중국투자유한공사처럼 세계 금융시장에서 국부펀드(Sovereign Wealth Fund)의 영향력이 커지고 있는 추세이다. 현재까지 국제금융시장에서 활약하는 국부펀드는 최소 약 2조 달러 이상에 달하는 것으로 추정된다(Truman 2007, p.28). 중국은 2,000억 달러의 국부펀드를 운용할 경우 세계 5위권에 진입하고 향후 5년 내에 세계에서 가장 큰 규모의 국부펀드를 보유한 국가로 부상할 가능성이 높다.<sup>38)</sup>

38) 현재 세계 SWF 가운데 산유국 SWF가 총 자산의 3분의 2를 차지하고 있다. 아랍에미리트연합국[ADIA(아부다비투자공사)], 싱가포르[GIC(싱가포르투자청)],

Truman(2007)은 중국의 국부펀드에 대한 세계 금융시장의 우려를 소개하면서 중국투자유한공사(CIC) 펀드 운용의 투명성과 책임감을 강조하였다. 중국의 국부펀드 운용과 관련하여 잠재적인 문제점들은 첫째, 정치경제적 영향력을 고려하여 투자를 결정할 경우 다른 국가들의 반발이 우려된다는 점, 둘째, 중국의 투자에 대한 보호주의적 색채를 띤 반발 투자 발생, 셋째, 중국의 투자가 국제금융시장의 혼란과 불확실성을 초래하는 경우, 넷째, 펀드 투자를 대행할 금융중개기관 사이의 갈등이 유발될 가능성, 다섯째, 중국투자유한공사의 투자 결정 이후 정치적인 후유증 우려 여섯째, 해외투자 손실에 대한 국내의 금융계뿐만 아니라 경제계, 정치계의 비판과 논란 유발 가능성 등이 지적되었다.

실제로 출범한 지 6개월도 되지 않은 중국투자유한공사(CIC)의 투자에 대한 우려가 나타나고 있다. 일부 금융기관에서 중국투자유한공사가 운용할 수 있는 자본의 5~10%를 홍콩시장에 투자할 것이라는 분석이 제기되면서 홍콩 주가가 9월 이후 30%가량 상승하는 사례도 있었으며, 5월에 매입한 블랙스톤의 주가가 하락하면서 첫 투자 손실에 대한 국내의 비판도 적지 않았던 것으로 알려지고 있다. 중국투자공사가 실제로 글로벌 금융시장에 투자할 수 있는 여유자금에 대한 논란이 끊임없이 제기되고 있다. 사실 CIC 운용자산의 약 3분의 1인 670억 달러는 인민은행 산하의 中央汇金公司 매입에 따른 인수자금으로 사용할 예정이며, 일부 자금은 부실화 우려가 큰 국유상업은행인 중국농업은행의 자본 재구성(recapitalization)에 소요되거나 대형 국유기업 인수대금으로 사용될 가능성이 높은 것으로 알려지고 있다. 따라서 실제 국제금융

---

사우디아라비아(각종 국부펀드), 노르웨이(정부연금펀드), 싱가포르(테마섹홀딩스) 등이 세계 SWF 5위권에 포진해 있고, 브루나이의 SWF는 300억 달러로 10위권 안에 진입했다. 모건스탠리는 SWF가 매년 4,500억 달러씩 증가해 2015년 전 세계 SWF는 12조 달러를 넘어설 것으로 예측했다.

시장에 투자될 외화자금은 확보한 자금으로 알려진 2,000억 달러보다 훨씬 적어질 수 있다는 것이 주요 국제투자은행들의 시각이다. 따라서 과잉유동성 해소를 위한 국부펀드의 역할과 영향이 예상보다 적은 효과를 거둘 가능성이 높아졌다.

## II. 정책과제 및 전망

중국은 상당기간 현 환율제도를 유지할 가능성이 높다. 왜냐하면 중국 지도부는 충격적인 조치보다는 점진적인 방식의 환율 절상을 선호하고 있기 때문이다.<sup>39)</sup> 중국의 温家宝 총리는 2005년 6월 ASEM 회의에서 위안화 개혁과 관련, 3개의 원칙(주체성, 통제 가능성, 점진적)을 천명한 바 있다. 또한 2006년 3월 전국인민대표자 대회 직후 기자회견에서 위안화 환율제도와 관련하여 ‘시장의 변화에 따른 상하 변동 가능성’을 언급하기도 하였다. 결국 현재 중국 지도부는 조화로운 사회(和谐社会)를 위한 경제, 사회적 안정을 중시하기 때문에 위안화 환율정책도 수출, 실업, 농업 등에 미치는 영향을 고려하지 않을 수 없다(Mizuho Research Institute, 2007, p.13).

따라서 긴축적인 금융정책 역시 사회적 안정을 우선시할 것으로 예상되며 지속적인 고성장을 필요로 할 것으로 보인다. 환율정책과 관련하여 단기적으로 국내외 절상압력에 대해 현 환율제도 내에서 대응할 것으로 예상되는데, 현재의 일일 변동폭이 상하 0.5%에서 점차 확대하는 방안을 우선 고려할 수 있을 것이다. 2007년 5월 변동폭 확대 이후 절상 속도가 가속화되어 2006년의 절상률이 3%대에서 2007년 6.5%로 상승하였다. 그리고 2005년 7월 환율제도 개혁 이후 2007년 12월까지 누계 절상률이 11.4%를 초과하였다. 중국정부는 소폭의 절상을 용인하면서 수출, 금융시스템에 미치는 영향을 점검하고 있다. 또한 현재의 환율제도로도 소폭이나마 절상 압력을 완화할 수 있다는 점이 작용한 것으로

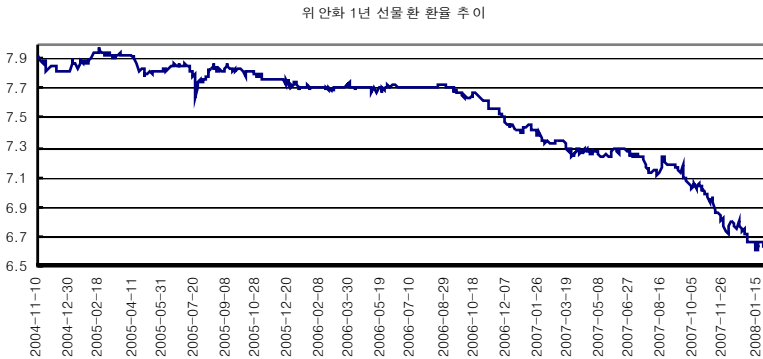
---

39) 중국 정책결정자들과의 인터뷰를 분석한 보고서에 따르면 중국인민은행은 다소 급격한 환율 절상을 주장하는 반면, 핵심 당국자들은 점진적인 방식을 선호하고 급진적인 변화를 좋아하지 않는다. 대신 그들은 내수 진작, 대출 억제 및 통화량 조절 등을 강조하기까지 한다(Rabobank International, 2007).

파악된다.<sup>40)</sup>

그러나 2008년에도 위안화 환율 절상이 가속화되더라도 5~10% 정도의 소폭에 그칠 것으로 예상된다. 중국 지도부가 사회적 안정을 중시할 뿐만 아니라 국내의 정치경제적 이해관계를 기초로 한 저항이 만만치 않기 때문이기도 하다. 중국 내 일부에서는 경제이론에 중점을 둔 정책이 제시되기도 하나, 급격한 금리인상 혹은 대폭적인 환율 절상 등의 중대한 변화는 국내 기득권층의 반발을 초래하여 왔다. 예를 들어 대출금리의 대폭적인 인상이 단행될 경우, 국유기업 등에 적을 두고 있는 기득권층의 강력한 반대에 직면할 수 있다.<sup>41)</sup>

<그림 4-1> 위안화 1년만기 선물환 환율 추이



자료: Bloomberg

- 40) 2008년 1월 초의 블룸버그 자료에 의하면 1년 선물환 환율이 6.5위안대까지 하락할 가능성이 있으며, 주요 국제투자은행들의 분석에 따르면 2008년 말 위안화 환율은 65~69위안까지 하락할 것이라는 예상도 있다. 반면, HSBC는 2008년 위안화 환율은 7% 정도 절상될 것으로 예상하였다(HSBC, 2008).
- 41) 국내의 정치경제적 이해에 따른 저항의 형태는 a)중앙정부의 지방정부에 대한 통제력 약화, b)농촌의 잠재 실업 압력과 올림픽을 의식하여 과일에도 불구하고 고성장을 용인, c)환율의 대폭 절상 및 금리 변동에 따른 소득 분배의 변화와 기득권층의 재편성에 대한 정치적 저항 등이 지적될 수 있다(國際通貨研究所, 2007, p.9).

단기적으로 중국경제는 물가상승에 직면하여 긴축조치를 추진하지 않을 수 없으나, 미국경제의 둔화 여부에 따라 다소 여유가 생길 가능성도 제기되고 있다. 미국경제 성장 둔화는 중국 수출의 약 60%를 차지하는 선진국 경제에도 영향을 미칠 것으로 예상된다. 따라서 중국의 수출 증가율이 2007년 약 26%에서 다소 둔화된 20% 안팎에 머물고 소매물가 상승률이 하락할 가능성이 있다. 해외로부터의 자금 유입이 일부 축소되어 긴축조치 실시에도 여유가 생길 수 있다. 이는 중국인민은행이 자본유입을 초래할 금리 인상보다 2007년 수준의 통화 및 대출 억제조치에 의지할 수 있음을 의미한다. 그러나 중국은 외부로부터의 자금 유입 증가세가 소폭 둔화되더라도 정부의 재정지출 확대, 올림픽 개최 등 소비 수요 증대, 지방정부의 투자 지속 등 10% 이상 성장할 것으로 전망된다(HSBC, 2008).

따라서 중국은 당분간 위안화 환율의 점진적 절상을 용인하면서 대내외 불균형을 해소하려는 노력을 병행하지 않을 수 없을 것이다. 고성장세가 지속될 것으로 예상됨에 따라 당분간 통화 및 금융정책의 긴축기조를 유지할 가능성이 높은 것으로 전망된다. 주요 정책 수단으로는 금리 및 지급준비율 인상, 특별국채 발행 등 공개시장 조작, 은행의 대출 억제를 위한 창구지도 등이 선호될 것으로 보인다. 중국정부도 물가상승과 일부 산업의 과열을 억제하기 위해서는 선별적으로 대응한다는 방침을 밝힌 바 있다. 과열 산업의 신규투자 억제, 토지 공급 제한 및 대출 규제 등의 투자억제 방침이 제시되었으며, 행정적인 조치를 통한 물가 억제 대책을 마련한 것으로 알려졌다.<sup>42)</sup>

42) 国家信息中心经济预测部宏观政策动向课题组(朱敏等)(2007)은 먼저 2008년 중국 통화정책이 직면해 있는 도전에 대해 분석하고, 통화정책 전달 메커니즘 미비, 자본의 통제완화에 의한 통화정책의 독립성 저하, 통화정책의 취약한 코스트푸쉬형 인플레이션 억제력, 통화정책의 중간목표 문제점 등을 정리하였다. 그리고

<표 4-4> 중국의 경제정책 변화와 전망

구분	2005년	2006년	2007년	2008년	
				상반기	하반기
정치 및 거시정책	부동산가격 규제 (4월)	부동산 규제 시행 제11차 5개년 계획	공산당 대회 (10월)	노동계약법 시행 현 지도부 재 임(3월 전인 대)	베이징올림 픽 개최 (8월)
금융	교통은행 상장 (6월) 중국건설은행 상 장(10월)	중국은행 상장 (6월) 중국공상은행 상장(10월)	외자은행 현지 법인 설립	정책은행 상업화	농업은행 상장
증권	비유통주 개혁 (4월) 보험 및 해외상 장기업의 투자 해제(10월)	증권법 개정 시행 QDII 인가 전국사회보장기 금 등 해외운용 허용	시가총액 세계 2위	주가지수 선 물거래 시작	
환율	위안화 환율제도 개혁(7월)	시카고 거래소 위안화 선물, 오 프라인 거래 (8월)	미달러 대비 일 일 변동폭 확대 (5월) 중국투자자유화 공사 설립(9월)	위안화 환율 절상 가속화	일일 변동폭 확대 가능성 (±0.8-±1.0)

자료: 각종 보도자료 참고

또한 대외불균형을 해소하기 위해 중국정부가 외환관리 규제를 더욱 완화하고 국부펀드의 해외투자 확대, 국내 기업의 해외투자 유도, 수출입 관리 등을 강화할 것으로 보인다. 중국정부는 대규모 무역수지 흑자의 증가세를 억제하기 위해서 수출관세 인상 및 부과 등 수출 억제정책, 수입증치세 환급률 인하 등의 수입 확대 정책을 추진하고 있다. 또한 내수 활성화를 통한 수입 확대를 위

2008년 통화정책은 긴축기조를 유지하면서 잠재적인 리스크 해소에 중점을 둘 것임을 강조하였다. 마지막으로 통화정책의 유효성 증대에 관한 정책을 제안했다.

해 개인소득세 과세 표준 인상, 농촌지역 보조금 지급 등 소비지출 지원 확대, 내외자 기업 소득세 통일(사실상 국내 기업에는 세금 인하 혜택) 등의 정책을 발표하였다.<sup>43)</sup>

그러나 개방형 경제 국가의 경우 자본 자유유동과 통화정책의 독립성, 환율의 안정성을 동시에 실현하는 것은 불가능하다. 중국의 경우 거액의 경상수지와 자본수지 흑자로 인해 위안화의 평가절상 압력이 커지고 있다. 중국인민은행은 환율 안정을 위해 외환시장에 개입하여 달러를 매입해 위안화 공급을 늘리는 한편 과잉유동성을 해소하기 위해 국채발행 등 공개시장조작, 대출 억제 등 불태화정책을 추진하지 않을 수 없다. 이는 결국 중국의 통화정책 독립성과 실효성을 제한하는 것이다. 현재 중국 과잉유동성의 직접적인 원인은 지속적인 국제수지 흑자에 기인하나, 간접적으로는 취약한 금융시스템, 높은 투자율, 그보다 더 높은 저축률과 낮은 소비율 등에도 원인이 있다. 따라서 대출억제 등 은행시스템 통제, 국채발행 등 재정정책 강화로는 끊임없이 생성되는 유동성 증가와 경제의 구조적 문제를 근본적으로 해결할 수 없다.<sup>44)</sup>

---

43) 유명 경제학자 林毅夫(2007)는 위안화 저평가정도가 크지 않다고 주장하면서 급격한 절상이 야기할 디플레이션과 경제위기를 경고하였다. 먼저 막대한 경상 및 자본수지 흑자를 축소하기 위한 조치를 제안하였는데, 대량 에너지 소비제품이나 환경오염 유발 산업의 수출증치세 환급 축소 혹은 폐지, 선별적인 외국인 투자 유치 정책 추진 등을 제안하였다. 두 번째로 국내 소비를 활성화하기 위한 조치들을 건의하였다. 소비 촉진을 위한 농촌지역 경제 부양, 노동집약적인 중소기업과 서비스업 발전을 통해 일자리 창출, 소득의 균등한 분배, 사회보장제도 개혁 등 강조하였다. 세 번째, 외환보유액의 효율적 관리를 주장하였다. 싱가포르의 GIC와 테마섹이 전문적으로 외화를 활용하여 해외투자를 수행하는 사례를 참고하여 중국도 외환보유액의 일부를 해외투자에 활용하는 방안을 제시하였다.

44) 중국 국가발전개혁위원회(발개위) 거시경제연구원의 左傳長은 현재의 과잉유동성을 해결하기 위한 방안으로 첫째, 외환보유고의 통화 구성을 조정하여 리스크 완화 둘째, 외환보유액 중 일부를 전략물자 매입에 사용 셋째, 국부펀드 등을 활용하여 투자를 다양화 넷째, 외환시장 및 결제시스템 개혁을 통해 시장 왜곡 해소 다섯째, 기업의 해외투자를 확대 여섯째, 자본시장 육성 일곱째, 위안화의 완전 태환화 실현 등을 제시하였다(新華每日財經分析, 2007. 8. 6).



장기적으로 현재의 통화정책 등의 독립성 확보와 국제 유동성 제고를 위해서뿐만 아니라 경제 구조적 문제를 개선하기 위해서도 중국은 환율제도 유연화를 추진할 것으로 보인다. 중국은 국내의 외환 및 자본시장의 시스템 개혁과 경쟁력 확보가 달성되는 상황을 고려하여 환율이 시장 수요와 공급에 따라 결정되는, 좀더 유연화된 조치를 단행할 가능성이 높다. 그러나 여전히 중국 내부적으로 환율제도의 급격한 변경이나 급격한 평가절상에 대한 회의적인 시각이 많은 편이다. 최근 들어 안정적인 경제성장을 위해서는 환율제도를 개선하고 위안화 환율 결정의 유연성을 확대해야 한다는 의견이 확산되는 추세이다. 일부에서는 환율 절상을 통해 물가상승요인을 제거해야 한다는 주장도 제기되고 있다. 그러나 중국 내 대체적인 시각은 환율제도의 변화와 위안화 절상이 점진적인 방식으로 진행되는 것을 선호하고 있다.<sup>45)</sup>

따라서 중국의 환율제도 유연화는 필요하나 점진적인 방식으로 추진될 가능성이 높다. 그러나 환율제도 유연화보다 앞서 필요한 것은 금리 결정의 시장 기능 강화, 중앙은행의 독립성 확보, 취약한 금융기관의 구조조정, 단기금융시장 등 자본시장 육성, 외환관리의 자율화, 국유기업 개혁, 내수시장 확대 등의 국내 개혁일 것으로 보인다. 이러한 일련의 지속적인 개혁 노력은 위안화 절상 혹은 환율제도 변화에 대비하여 충격을 완화하고 흡수할 수 있는 환경을 조성해 줄 것이다.

---

45) 胡磊(2007)와 같은 학자들은 자유변동환율제도 도입과 자본항목 자유화를 동시에 실시하여 위안화 절상 압력이 초래하는 과잉유동성과 이를 해소하기 위한 정책적 손실을 축소하는 방안을 제시하였다. 그러나 정책 추진방식은 점진주의적인 기존의 개혁방식을 선호하였다.



중국 위안화 절상 전망과 과급효과 및 대응방안

## 제5장 위안화 저평가정도 및 환율 예측





일국 통화의 대외 균형가치는 다양한 방법으로 추정할 수 있다. 본 연구에서는 Dunaway and Li(2005)가 정리한 것을 따라서, 거시경제균형접근법(macroeconomic balance approach), 구매력평가접근법 및 확장된 구매력평가접근법(extended PPP)으로 구분하여 기존 문헌을 활용하여 위안화의 저평가정도를 살펴보겠다.

<표 5-1> 위안화의 저평가정도에 대한 주요 연구

연구방법	저자	저평가정도의 추정치
거시경제균형접근법	Coudert and Couharde(2005)	23%
	Goldstein(2004)	15~30%
	Goldstein and Lardy(2005)	15~25%
	Wang(2004)	약간
확장된 구매력평가접근법	Frankel(2004)	36%
	Funke and Rahn(2005)	11%
	Coudert and Couharde(2005)	18~49%
	Wang(2004)	5%
구매력평가접근법 (미달러 대비)	Penn World Table(PWT 6.1)	77%
	OECD China study(2005) Guangdong-Hong Kong(2000)	46%
	World Bank WDI(2003)	78%
	IMF WEO(2005)	76%
	The Economist(2005)	58%

자료: Dunaway and Li(2005)

이들 방법을 사용한 기존의 연구에 의하면 위안화의 실질가치가 평균적으로 25%가 저평가되었다는 주장이 있다. <표 5-1>에 주요한 연구결과가 정리되어 있다. 하지만 이러한 연구결과는 Dunaway et al.(2006)이 지적한 것처럼 해석에 주의가 요구된다.

중국경제는 현저한 구조적 변화를 겪고 있고 중국 경제데이터 질의 신뢰성이 낮기 때문이다. 또한 중국과 같은 개발도상국의 균형환율을 결정하는 데 사용되는 계량경제방법에도 많은 문제점이 존재하는 것으로 알려져 있다.<sup>46)</sup>

---

46) 모형표기나 설명변수의 정의를 약간 변형하거나 추정기간을 조금만 달리해도 저평가정도의 추정치가 현저하게 변화되는 경향이 있다.

## I. 거시경제균형접근법

거시경제균형접근법에 따르면 균형환율 수준은 대외준비금의 변화가 없는 환율수준 또는 경상수지가 구조적인 대내저축과 투자 간의 차이와 같아지게 하는 환율수준으로 정의된다. 따라서 이 접근법으로는 국제수지가 균형수준이 되도록 요구되는 실질실효환율의 변화 크기를 추정하여 과대평가(과소평가)의 크기를 추정할 수 있다. 국제수지의 균형크기는 통상 다음의 두 가지로 정의된다. 첫째, 경상수지의 기초적 크기가 순자본유출입의 정상적인 크기(normal net capital flow)와 절대값은 같고 부호는 상이하면 국제수지가 균형상태에 있다고 본다. 따라서 대외준비자산의 크기에 변화가 없는 상태이다. 둘째, 경상수지가 구조적인 대내저축과 대내투자의 차이(structural domestic saving-investment balance)와 같아지게 되는 상태이다. 또는 대외순자산/GDP 비율이 적절한 크기로 안정되는 상태이다.<sup>47)</sup>

거시경제균형접근법은 3단계로 균형환율을 추정한다. 첫째, 현재의 환율수준에서 일국의 경상수지의 기초적 크기(underlying current account)를 추정한다. 이는 관련국의 경기변동 효과와 실질환율의 과거변동의 지연된 효과를 제거하는 것이 목표이다. 둘째, 경상수지의 균형상태를 판정하는 기준을 설정하는 것이다. 경상수지의 기초적 크기와 균형 경상수지의 격차를 경상수지 갭이라고 한다. 셋째, 추정된 경상수지의 기초적 크기와 경상수지의 균형 크기와의 격차를 추정한다. 무역모형을 통해서 이러한 격차를 해소하기 위해 요구되는 실질환율의 변동크기를 추정할 수 있는

---

47) 이러한 측면에서 중국은 현재 경상수지와 자본수지 모두에서 만성적인 흑자를 보이고 있고 이로 인해 대외준비자산이 지속적으로 증가하고 있다.

데 이 크기가 해당 통화의 과소 또는 과대평가에 대한 추정치가 된다. 이 과정에서 중요한 것이 균형 경상수지 크기와 해당국 수출입 수요의 가격탄력성 크기이다.<sup>48)</sup>

거시경제균형접근에 의하면 최근의 중국 경상수지 흑자의 확대가 위안화 가치의 과소평가에서 부분적으로 기인된 것으로 볼 수 있다. 중국의 대규모 경상수지 적자를 해소하기 위해서는 위안화 실질가치의 절상과 같은 구조적 조정이 필요하게 된다. 하지만 이 접근법에 의한 결론의 타당성은 수출입수요의 가격탄력성, 저축, 투자 및 경상수지 간의 구조적 관계의 안정성에 크게 의존되는데, 중국경제의 경우 최근 급격한 구조적 변화를 경험하고 있기 때문에 이 접근법에 의한 위안화의 과소평가를 판단할 때에는 주의가 요구된다고 하겠다.

Goldstein(2004)는 경상수지 갭을 GDP의 4%로 추정하여 위안화의 저평가정도가 15~30%라고 하였고, Coudert and Couharde (2005)는 경상수지 갭이 GDP의 4%라고 추정하여 저평가정도를 23%로 추정하였다. 이에 반해 Wang(2004)은 경상수지 갭이 GDP의 1%에 지나지 않아서 위안화의 저평가가 정도가 미미한 수준이라고 하였다.

---

48) 일반적으로 중국 수출입수요의 가격탄력성은 낮게 추정되고 있다. Marquez and Schindler(2006)은 위안화의 실질가치가 10% 증가하면 중국의 수출의 0.5%가 감소하고, 수입은 0.1% 감소한다는 결과를 얻었다.



## II. 구매력평가접근법

구매력평가설에 의하면 균형환율 수준은 동일한 재화와 서비스 바스켓의 가격을 국내외에서 동일하게 해주는 환율이다. 구매력 평가설은 일반적으로 장기적으로 성립된다고 알려져 있다. 구매력평가를 이용해서 위안화의 저평가를 판단할 수 있는 방법으로 다음과 같이 2가지를 생각할 수 있다.

첫째, 재화나 서비스가 하나만 존재하는 경우를 가정하여 일물일가법칙을 활용하는 것이다. *Economist*지는 1986년부터 빅맥지수(Big Mac index)를 발표하여 각국 통화 가치의 적절성 여부를 손쉽게 평가할 수 있는 정보를 제공하고 있다. 중국의 경우는 1992년부터 발표되고 있는데 위안화가 달러화에 대해서 지속적으로 <표 5-2>에서와 같이 56~59% 범위의 저평가되어 왔다는 것을 보여 주고 있다.

<표 5-2> 빅맥지수에 의한 위안화의 저평가정도

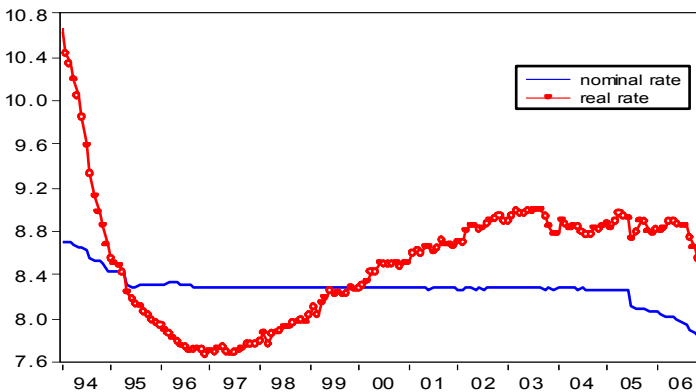
구 분	Big Mac 위안화 가격	Big Mac 달러 가격	위안화 실제환율	위안화의 ppp 환율	위안화 저평가정도(%)
2004. 1. 14	10.18	2.80	8.2781	3.6403	-56
2004. 5. 26	10.43	2.90	8.2781	3.5997	-57
2004. 12. 13	10.43	2.90	8.2781	3.5893	-57
2005. 6. 8	10.51	3.06	8.2781	3.4399	-58
2006. 1. 9	10.48	3.15	8.0580	3.3300	-59
2006. 5. 25	10.50	3.10	8.0321	3.3900	-58
2007. 2. 1	11.00	1.41	7.7770	3.4200	-56
2007. 7. 5	11.00	1.45	7.6000	3.2300	-58

자료: *The Economist*

둘째, 절대적 구매력평가설을 이용하여 위안화의 미국 달러화에 대한 실질환율을 사용하는 것이다. 위안화의 미달러 대비 실질환율을  $q_t = S_t P_t^{US} / P_t^{CH}$ 로 정의할 수 있다. 여기서  $S_t$ ,  $P_t^{US}$  및  $P_t^{CH}$ 는 각각 위안화/미달러화 현물환율, 미국의 소비자물가지수 및 중국의 소비자물가지수를 나타낸다. 중국의 경우 소비자물가지수의 상승률 데이터만 구할 수 있어서 2000년 1월을 100으로 하여 계절조정된 중국의 소비자물가지수를 사용하였다. 이를 이용하여 위안화의 미달러 대비 실질환율을 구하면 <그림 5-1>과 같다. 이 그림을 보면 미달러에 대해서 위안화의 실질가치는 1994~1996년 중에는 상승하다가 1997~2003년 중반까지는 하락하였고 이후 2005년 7월까지 안정된 수준을 보였다. 하지만 이후 위안화의 명목가치가 상승하면서 실질가치도 2006년도에 급격하게 상승하는 추세를 보이고 있다.

셋째, 실질실효환율을 이용하는 것이다. 중국의 주요 교역대상

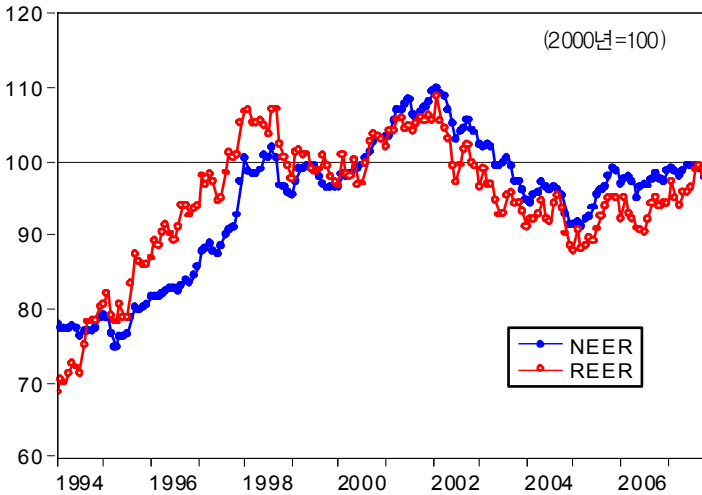
<그림 5-1> 위안화의 미달러 대비 환율의 추이



국의 실질환율을 교역비중을 가중치로 사용하여 평균치를 구하면 중국의 실질실효환율이 된다. 실질실효환율은 일국의 대외가격경쟁력을 측정하는 데 유용하게 사용된다. IMF와 BIS가 중국의 실질실효환율을 발표하는데, 이는 <그림 5-2>와 <그림 5-3>에 나타나 있다. 여기서 실질실효환율의 하락은 위안화의 가치하락을 의미한다.

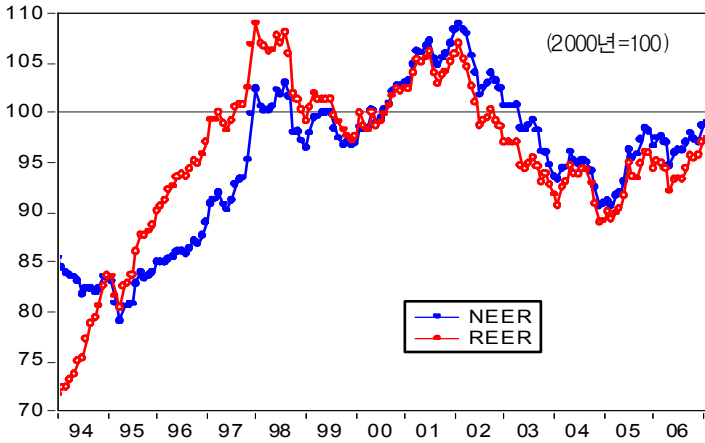
위안화의 실질가치는 1994~1997년까지 상승하였다. 94년 이후 달러화에 대한 페그와 중국의 낮은 인플레이션율로 실질가치가 상승하다가 97년 동아시아 외환위기로 다시 크게 상승하였다.<sup>49)</sup> 위안화의 실질가치는 1999~2001년 중에는 가치가 상승하였고

<그림 5-2> 위안화의 실효환율지수 추이: BIS 자료



49) 1997~1998년간 위안화는 실질실효환율 기준으로 약 22% 절상되었으나, 미달러 대비 실질환율은 변화가 크지 않았다.

<그림 5-3> 위안화의 실효환율지수 추이: IMF 자료



2001~2004년 동안에는 크게 하락하였다. 2005년 중에는 다소 상승하다가 2006년 전반기에는 오히려 하락하였으나 상반기부터는 상승하고 있다. 따라서 최근 문제가 되고 있는 위안화의 저평가 문제는 주로 2001~2004년 중에 발생된 것으로 보인다.

### III. 구매력평가접근법의 확장

구매력평가접근법을 확장한 연구는 구매력평가접근법과 거시경제균형접근법의 중간 형태라고 볼 수 있다. 즉 구매력평가를 확장한 연구들은 구매력평가는 장기에만 성립되고 단기나 중기에는 여러 요인들이 작용하여 명목환율이 구매력평가로 결정되는 균형환율 수준으로 수렴하지 않는다는 것이다. 이들 연구들은 이러한 요인의 영향을 조정하고자 실질실효환율을 종속변수로 하고 이들 변수를 설명변수로 하는 공적분 회귀식을 이용해서 균형실질실효환율을 추정한다. Dunaway et al.(2006)은 다음과 같은 공적분 회귀식을 제시하였다.

$$\log(REER_t) = \alpha_0 + \alpha_1 \log(Relprod_t) + \alpha_2 NFAratio_t + \alpha_3 OTHER_t + \epsilon_t$$

여기서  $REER_t$ 는 실질실효환율이고,  $Relprod_t$ 는 외국에 대한 본국의 상대적인 생산성을  $NFAratio_t$ 는 본국의 순대외자산의 GDP나 수출의 비중을 나타내며  $OTHER_t$ 는 기존연구에서 사용된 여타 설명변수를 나타낸다.

중국과 같은 개도국의 경우 실질실효환율을 계산할 때는 소비자물가지수를 사용한다.  $Relprod_t$ 로는 본국의 소비자물가지수/생산자물가지수의 비율과 외국의 비율의 상대적 크기가 사용된다. 일반적으로 소비자물가지수/생산자물가지수의 비율은 교역재와 비교역재 간의 상대가격의 변화를 나타낸다고 가정된다. 즉 생산자물가지수는 대부분 교역재로 구성되며 소비자물가지수는 주로 비교역재로 구성되기 때문이고, 이들이 교역재와 비교역재 부문의 상대적인 생산성의 변화와 밀접한 관계를 보인다고 가정되기 때문

이다. 하지만 이러한 가정이 중국의 경우에 현실성이 낮다는 지적도 있다.  $NFAratio_i$ 는 자본유입의 효과를 조정하기 위해 사용된다. 여타 변수로는 교역조건이나 대외개방도 등이 자주 사용된다.

위안화가 구매력평가에 의한 균형환율로의 중단기적인 수렴을 저해하는 주요한 요인들로 기존의 연구들은 다음과 같은 것들을 지적하고 있다. 거래비용, 제품의 이질성, 재정거래를 실시하기 위해 요구되는 고정투자, 교역조건외의 항구적 변화, 비교재의 존재 등이다. 이 중 비교역재의 존재에 따른 Balassa-Samuelson 효과가 기존연구의 큰 관심사이다. 개도국의 경우 소득의 높은 비율이, 예를 들면 60~70%, 비교역재에 대한 지출에 사용되는데, 비교역재의 경우 국제적으로 재정거래가 불가능하여 구매력평가의 성립을 제한하게 된다. 개발도상국의 소득 증가의 상당한 부분이 교역재 부문의 생산성 향상과 관련되어 있는데, 이로 인해 비교역재에 비해 교역재의 상대가격이 하락하게 된다. 교역재 가격은 세계가격에 연계되어 있기 때문에 개도국의 비교역재 가격은 비교역재의 세계가격에 비해 상승하게 된다. 이로 인해 성장률이 높은 개도국은 물가상승률이 선진국보다 높아져서 실질통화 가치의 상승을 경험하게 된다. 하지만 중국의 경우 Balassa-Samuelson 효과가 예측하는 것과는 상이하게 대부분의 기존연구는 위안화 실질실효환율의 절상 현상을 발견하지 못하였다. 이렇게 중국에서 Balassa-Samuelson 효과가 발생되지 않은 것이 위안화 저평가의 증거라고 하는 연구들도 있다.<sup>50)</sup>

중단기에 구매력평가의 성립을 제한하는 요인들을 고려하여 실질실효환율을 분석하는 연구들은 위안화의 저평가의 크기에 대해

---

50) 중국에서 Balassa-Samuelson 효과가 발생되지 않는 것은 이 효과의 가정이 중국경제에는 충족되지 않기 때문이라는 지적이 있다. 첫째, 중국경제는 상당한 규모의 실업이 존재하여 완전고용의 가정이 성립되지 않는다는 것이다. 둘째, 중국의 경우 소비재 가격의 상당한 부분이 정부의 통제를 받는다는 것이다.

서 매우 다양한 추정치를 제시하고 있다. 먼저 Wang(2004)와 Funke and Rahn(2005)은 4%와 11%를 제시하여 위안화가 비교적 완만하게 저평가되었다고 하였다. 그러나 Coudert and Couharde (2005)와 Frankel(2004)은 각각 18~49%와 36% 정도 위안화가 저평가되었다는 결과를 얻었다. 하지만 Dunaway et al.(2006)는 설명 변수로 사용될 수 있는 대변수(proxy)의 선택에 따라 위안화의 저평가정도가 크게 차이가 날 수 있다는 점을 지적하였다. 이들은  $\log(REER_t) = \alpha_0 + \alpha_1 \log(GDP/Worker_t) + \alpha_2 (NFA/GDP)_t + \epsilon_t$  을 기본회귀식으로 사용하고 대변수를 변화시키거나 설명변수를 추가하여 위안화의 저평가정도가 변화되는 것을 분석하였는데 그 결과가 <표 5-3>에 요약되어 있다. 즉 상대적 생산성인  $Relprod_t$  의 대변수를  $GDP/worker$ 에서  $CPI/PPI$ 로 대체시키면 저평가정도가 23.5%p 감소하게 된다.

<표 5-3> 위안화 저평가 추정치의 민감도

변화 내용	추정치 변화 크기(%)
$GDP/worker$ 를 $CPI/PPI$ 로 대체	-23.5
$NFA/GDP$ 를 $NFA/export$ 로 대체	-6.3
$GDP/worker$ 를 $CPI/PPI$ 로 대체 $NFA/GDP$ 를 $NFA/export$ 로 대체	-37.9
교역조건의 추가	-4.1
개방도의 추가	-30.8

자료: Dunaway et al.(2006)

Cheung et al.(2007)도 표본의 불확실성과 자기상관성의 문제를 제어하면, 위안화의 저평가의 증거를 찾을 수 없다는 결론에 도달하였다.

#### IV. 위안화 환율의 전망

여러 측면에서 볼 때 향후 위안화 가치 상승의 가능성은 매우 높다고 하겠다.

첫째, 앞서와 같이 균형환율에 대한 이론적 연구들이 위안화의 저평가를 지속적으로 지적하고 있다.

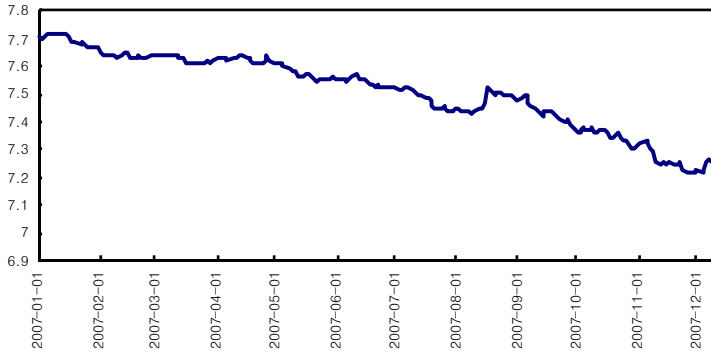
둘째, 중국의 대규모의 경상수지 흑자로 인한 미국 등 선진국의 압력이다. 2007년 1~9월 중국의 무역수지 흑자의 누계가 1,856억 달러로 사상 최고치를 경신하였다. 같은 기간 중 대미 무역흑자는 1,187억 달러로 전년동기 대비 16.1%가 증가하였고 대EU 무역흑자는 949억 달러로 전년동기 대비 42.5%나 증가하였다. 2008년에도 중국의 무역수지 흑자는 더욱 확대될 전망이어서 위안화의 가치 상승에 대한 압력은 더욱 증대될 것으로 예상된다. 2007년 10월 19일 G7 재무장관 회의에서도 “위안화는 빠르게 절상되어야 한다”고 강조를 했다. 원자바오 총리도 2007년 11월 28일 중국과 유럽연합 정상회담에서 “외환시장의 기능을 강화하며 점진적으로 환율 변동폭을 확대하겠다”고 천명하였다.

셋째, 시장참가자들의 기대를 반영하는 위안화의 NDF 환율도 <그림 5-4>처럼 위안화의 절상을 지속적으로 시사하고 있다.

하지만 위안화 절상에 따른 가격경쟁력 하락으로 수출이 감소하면 실업문제가 심화될 전망이므로 중국정부는 내년에도 완만하게 위안화 가치를 상승시키고자 할 것으로 예상된다. 단 막대한 무역수지 흑자로 인한 과잉유동성이 인플레이션을 가속화시킬 위험이 상존하기 있기 때문에 2008년에는 예년보다는 다소 높은 7~8%의 위안화 가치 상승이 예상된다.



<그림 5-4> NDF시장에서 3개월 위안화 선물환율 추이



<표 5-4> 위안화 절상에 대한 주요 기관의 예측치

기 관	2007년 말	2008년 말	절상률(%)
중국국제금융유한공사	7.30	6.79	7.0
골드만삭스	7.35	6.78	7.8
Global Insight	7.35	6.74	8.3



중국 위안화 절상 전망과 파급효과 및 대응방안

## 제6장 위안화 절상의 효과 분석





## I. 중국의 거시경제에 미치는 효과

중국정부는 기본적으로 위안화 실질가치가 상승을 하는 것을 원하지 않는 것으로 보인다. 위안화의 실질가치가 상승하면 외국재에 비해 국내재의 상대가격이 상승하여 수출이 감소하고 수입이 증가되는 지출전환정책 효과(expenditure-switching effect)가 발생된다고 생각하기 때문이다. 이로 인해 중국은 경제성장이 위축되고 고용확대가 둔화되며, 일본이 90년대에 경험한 것과 같은 장기침체에 빠질 가능성도 있다는 것이다. 따라서 중국정부는 위안화 가치의 절상보다는 자본통제의 완화, 이자율 인상 및 지불준비금율의 조정과 같은 정책 등을 통해서 대내외 불균형 문제를 해결하고자 하고 있다.

그러나 기존의 연구에 따르면 개도국 통화의 실질가치의 상승이 해당국 경제의 침체로 연결될 것인가는 분명하지 않다. 표준적인 이론에 의하면 일국 통화의 대외실질가치 상승은 경기 침체를 유발할 가능성이 높다. 하지만 일련의 연구자들이 통화 가치 하락이 경기침체를 유발(contractionary devaluation)한다는 사례를 발견하였다(Kamin and Rogers, 2000; Frankel, 2005 등). 이들에 따르면 개도국 통화의 실질가치가 상승하면 해당국 경제를 침체시키기보다는 오히려 부양시킨다는 것이다. 예를 들어 실질잔고효과나 실질부효과 및 소득재분배효과 그리고 중간재 수입가격의 하락 등으로 실질통화가치의 상승이 경제활동을 활발하게 한다는 것이다. 즉 실질통화가치가 상승하면 물가가 하락하여 실질잔고와 실질부가 증대되어 지출이 증가되고 그로 인해 경기가 활성화된다는 것이다. 소득이 저축성향이 높은 경제주체에서 낮은 주체로 재분배되어 지출이 증가되고 그로 인해 경기가 활성화된다는 것이다.<sup>51)</sup>

중국의 경우에도 연구결과가 상충되고 있다. VAR모형을 사용한 Shi(2006)와 Hsing and Hsieh(2005)는 위안화의 실질가치가 상승하면 중국의 경제성장률이 낮아진다는 결과를 얻었다. 하지만 SVAR 모형을 사용한 Mehrotra(2007)은 위안화 실질가치가 상승하면 중국경제 성장률이 상승한다는 결과를 얻었다. 이들 연구는 거시경제변수들 간의 장기관계인 공적분 관계를 고려하지 않은 문제점이 있다.

본 연구에서는 공적분 검정을 하고 이를 바탕으로 다음의 VECM모형을 사용해서 위안화 실질가치의 상승이 중국거시경제에 미치는 효과를 분석하였다. VECM모형에서 사용되는 내생변수는 실질GDP, 대출이자율, 실질실효환율, 인플레이션율, 예산/GDP 및 세계 GDP이다.

$$\Delta Y_t = \delta_0 + \delta_1 t + \alpha \beta' Y_{t-1} + \sum_{i=1}^{p-1} \Gamma_i \Delta Y_{t-i} + \epsilon_t$$

추정기간은 1990~2006년이고 연간 자료를 사용하였다. GDP 대비 정부 예산 데이터는 IFS에서 구하였고, 나머지 데이터는 세계은행의 WDI에서 구하여 사용하였다. AIC방법으로 시차값은 1로 선택하여 사용하였다.

ADF검정법으로 단위근 검정을 하였는데 모든 변수에서 단위근의 존재를 기각할 수 없었다. Johansen의 Trace 공적분 검정법으로 공적분 검정을 한 결과가 <표 6-1>에 요약되어 있다. 5%의 유의수준에서 공적분 수가 최대 4개라는 귀무가설은 기각할 수 없고, 공적분의 수가 최대 5개라는 귀무가설은 기각되었다. 따라서 공적분이 존재하는 것으로 보고 오차수정모형을 추정하였다.

---

51) Moreno(1999)는 외환위기 시 동아시아 6개국의 경우를, Berument and Pasaogullari(2003)는 터키의 경우를 실증분석하여 통화 가치의 하락이 경기침체를 유발했다는 결과를 얻었다.

이를 사용해서 충격반응함수를 추정하였는데 실질환율과 이자율의 변화가 내생변수에 미치는 효과가 <그림 6-2>에 요약되어 있다.<sup>52)</sup> 위안화 실질실효환율이 상승(one S.D. innovation)하면 중국의 GDP는 -0.1까지 하락하는 반면 대출이자율이 상승(one S.D. innovation)하면 중국의 GDP는 -0.02만큼 하락하는 것으로 나타났다. 또한 실질실효환율의 상승은 중국의 인플레이션율을 하락시키지만 이자율의 상승은 인플레이션율을 상승시키는 것으로 나타났다.

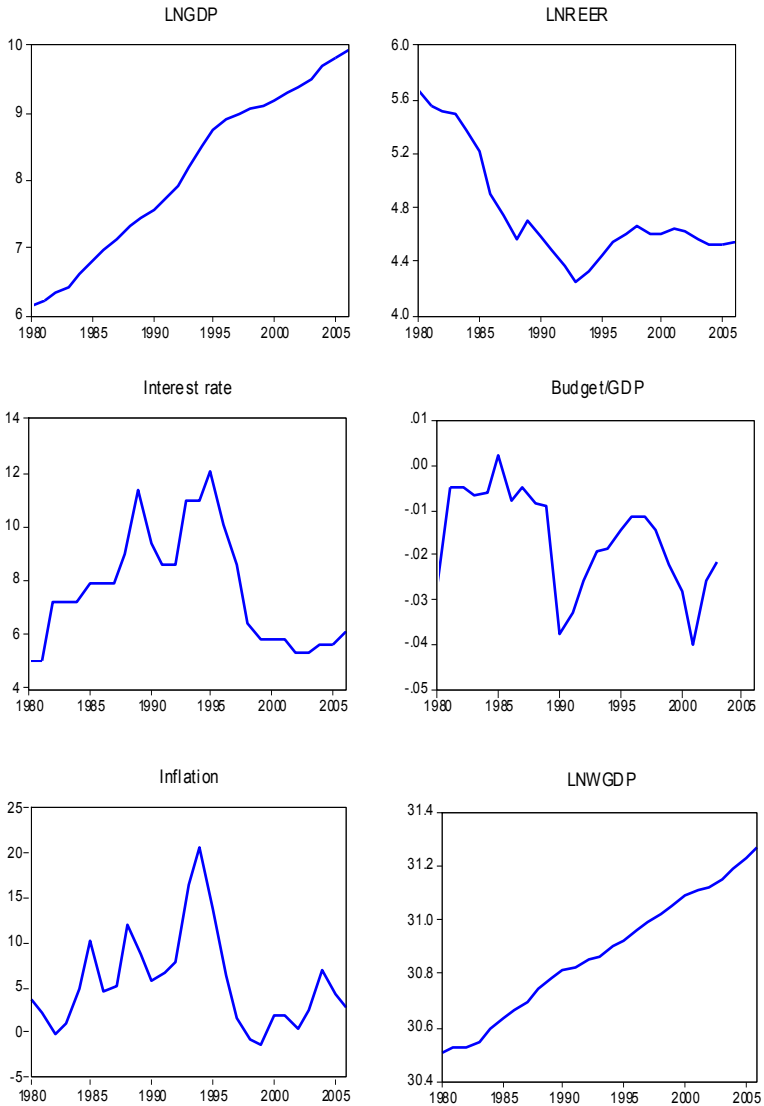
이러한 결과는 다음과 같이 두 가지 측면에서 정책적인 시사점이 크다고 볼 수 있다. 첫째, 위안화의 실질가치가 상승하면 중국 경제를 침체시킨다는 것(contractionary appreciation)을 확실하게 입증하는 것으로 보인다. 둘째, 이자율 인상으로 인한 경기안정 효과는 매우 낮은 것으로 나타났다. 셋째, 최근 중국정부가 이자율 인상으로 경상수지 흑자와 경기과열을 해소하려고 노력하고 있는데 그 성과가 제한적이라는 것이다.

<표 6-1> 공적분 검정 결과

가설	Trace 검정 통계치	p-값
$H_0: r = 0$ $H_1: r = 1$	203.64	0.000
$H_0: r = 1$ $H_1: r = 2$	111.74	0.000
$H_0: r = 2$ $H_1: r = 3$	73.16	0.000
$H_0: r = 3$ $H_1: r = 4$	42.15	0.001
$H_0: r = 4$ $H_1: r = 5$	13.58	0.095
$H_0: r = 5$ $H_1: r = 6$	1.84	0.174

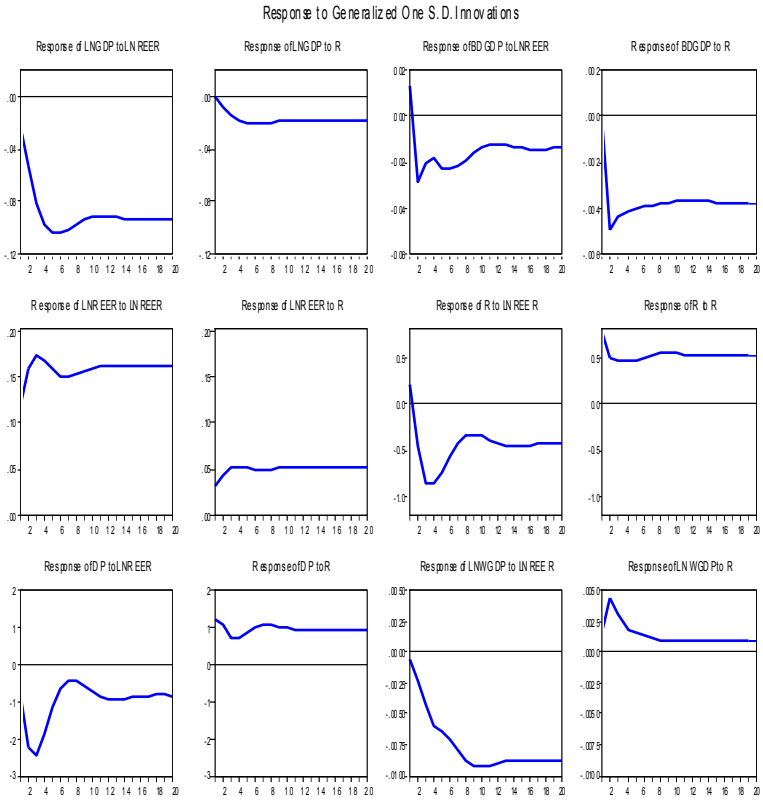
52) 충격반응함수는 변수 배열순서와 관계없는 방법인 Pesaran and Shin(1998)의 generalized impulse 법을 사용하였다.

<그림 6-1> 중국 거시경제 변수의 추이





<그림 6-2> 충격반응함수 추정치



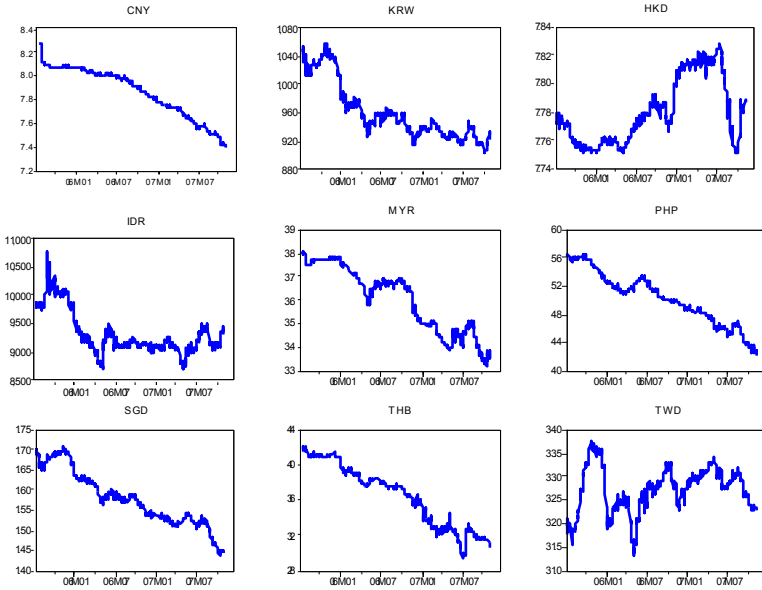
## II. 동아시아 통화 가치에 미치는 효과

2005년 7월 위안화 환율제도의 변화 이후 위안화가 동아시아 통화 가치 결정에서 역할이 증대되고 있다는 주장이 제기되고 있다. 대표적인 연구로는 Colavecchio and Funke(2007), Greenway et al(2006) Yam(2007) 및 Shu et al.(2007) 등이 있다. Yam(2007)은 위안화 가치가 달러화에 대해서 크게 상승하면 아시아 국가의 통화 가치가 크게 영향을 받는다는 사실을 지적하였다. Shu et al.(2007)은 Frankel and Wei(1994)의 방법을 사용해서 2005년 7월 이후 달러화 가치와 독립적인 위안화 가치의 변동이 아시아 통화 가치에 영향을 미친다는 사실을 발견하였다. 하지만 위안화 대 달러화 환율의 변동이 제한적이기 때문에 위안화의 아시아 통화 가치에 대한 영향이 제약되고 있다는 점도 강조하였다. 그러나 중국 경제의 영향력이 증대되고 있기 때문에 아시아 통화 가치의 결정에서 위안화의 역할이 증대될 것이라고 전망하였다.

본 연구에서는 Frankel and Wei(1994)의 방법을 사용해서 위안화의 아시아 통화에 대한 영향을 평가하고자 한다. <그림 6-3>에서 확인할 수 있는 것처럼 2005년 7월 이후 위안화 가치는 달러화에 대해서 지속적으로 상승하였다. 이 기간 동안 한국의 원화, 필리핀 페소화, 싱가포르 달러화 및 태국 바트화의 가치도 추세적으로 상승하였다.

종속변수를 동아시아 통화/스위스프랑 환율의 변동률로 하고 설명변수를 달러, 엔, 유로 및 위안화의 대스위스프랑 환율의 변동률을 사용하여 위안화 가치가 동아시아 통화 가치에 미치는 효과를 일별 데이터를 사용해서 분석하였다. <표 6-2>에서 확인할 수 있는 것처럼 2005년 7월 이후 위안화 가치는 한국 원화와 싱가포르

<그림 6-3> 동아시아 환율의 추이: 2005. 7~2007. 11



포르달러화의 가치에 유의적으로 영향을 미친 것으로 나타났다. 즉 한국 원화의 경우 위안화의 가치가 1% 상승하면 원화의 가치도 0.4926% 상승하는 것으로 나타나서 동아시아 통화 중 원화 가치가 위안화 가치에 의해 가장 크게 영향을 받은 것으로 나타났다.

Frankel and Wei(1994)의 방법은 비교적 용이하게 한 통화가 다른 통화에 미치는 효과를 추정할 수 있지만, 동아시아 통화 가치가 위안화 가치에 영향을 미치는 경우 simultaneity bias 문제가 존재하게 된다. Shu et al.(2007)은 Hausman 검정법을 이용해서 검정을 했는데 위안화가 외생적인 성격을 보유하고 있기 때문에 simultaneity bias 문제가 없다는 결과를 얻었다.

<표 6-2> Frankel-Wei 회귀식의 추정 결과: 2005. 7. 4~2007. 11. 30

$$\Delta \log(S_t^{A C/SF}) = \beta_0 + \beta_1 \Delta \log(S_t^{USD/SF}) + \beta_2 \Delta \log(S_t^{JY/SF}) + \beta_3 \Delta \log(S_t^{EU/SF}) + \beta_4 \Delta \log(S_t^{CHY/SF}) + \epsilon_t$$

구분	$\beta_0$	$\beta_1$	$\beta_2$	$\beta_3$	$\beta_4$	$\overline{R^2}$
한국 원화	-0.0000 (0.821)	0.2727 (0.157)	0.0710 (0.164)	0.3916* (0.000)	0.4926* (0.016)	0.60
홍콩 달러	0.0000 (0.517)	0.9636* (0.000)	0.0067 (0.048)	0.0014 (0.873)	0.0268 (0.053)	0.99
인도네시아 루피아	0.0000 (0.826)	0.6712* (0.000)	0.0305 (0.587)	0.6135* (0.000)	0.0654 (0.699)	0.34
말레이시아 링깃	-0.0000 (0.331)	0.6833* (0.000)	-0.0238 (0.289)	0.3274* (0.000)	0.2085 (0.130)	0.81
필리핀 페소	-0.0003 (0.015)	0.5909* (0.000)	0.0233 (0.505)	0.3240* (0.002)	0.2904 (0.051)	0.67
싱가포르 달러	-0.0000 (0.574)	0.0776 (0.633)	0.1093* (0.000)	0.5023* (0.000)	0.5581* (0.001)	0.81
대만 달러	0.0000 (0.412)	0.7296* (0.005)	0.0549 (0.075)	0.1593* (0.010)	0.1393 (0.399)	0.79
태국 바트	-0.0003 (0.110)	0.4830 (0.113)	0.1390 (0.062)	0.2573 (0.114)	0.2727 (0.355)	0.32

주: ( ) 안은 p-값을 나타내고, \*는 5%에서 유의한 경우를 나타냄.

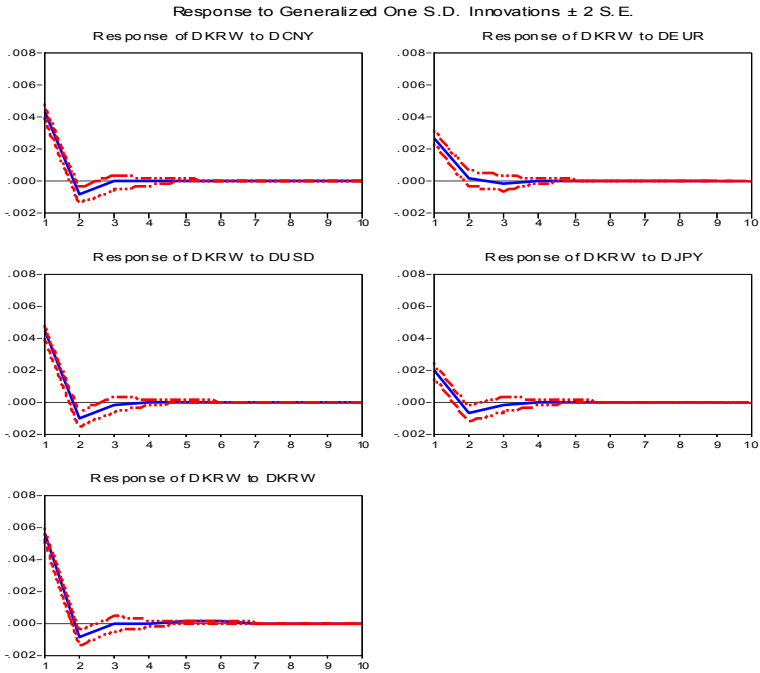
Chow et al.(2007)은 simultaneity bias 문제를 극복하기 위해서 VAR모형을 사용하였는데, 본 연구에서도 VAR모형을 추정하여 위안화의 원화에 대한 영향력을 확인하였다.

원, 달러, 엔, 유로 및 위안의 대스위스프랑 환율의 변동률을 내생변수로 사용해서 VAR을 추정하였는데, 이를 바탕으로 충격반응함수를 추정한 것이 <그림 6-4>에 나타나 있다.<sup>53)</sup> 위안화와 달러화의 가치 변동이 원화 가치 변동에 미치는 크기가 거의 동

53) 충격반응함수의 추정법으로는 변수의 배열순서에 따라 영향을 받지 않는 방법인 Generalized impulses 방법을 사용하였다.

일한 것으로 나타났고, 유로화와 엔화는 영향력이 낮은 것으로 나타났다. 이러한 결과로 볼 때 위안화 가치가 상승하면 원화 가치도 상당한 정도 상승할 것이라고 예상된다.

<그림 6-4> 충격반응함수 추정치



위안화 가치가 동아시아 통화에 미치는 효과를 시간에 따라 변동하도록 kalman filter를 사용해서 추정해서 위의 결과의 타당성을 간접적으로 확인하였다.

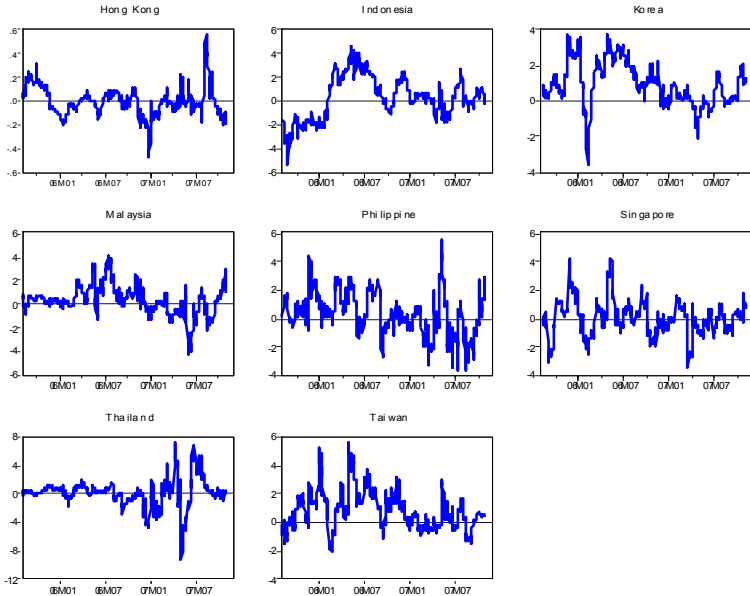
$$\Delta \log(S_t^{AC/SF}) = \beta_0 + \beta_{1t} \Delta \log(S_t^{USD/SF}) + \beta_{2t} \Delta \log(S_t^{JY/SF}) + \beta_{3t} \Delta \log(S_t^{EU/SF}) + \beta_{4t} \Delta \log(S_t^{CHY/SF}) + \epsilon_t$$

여기서  $\beta_t = \beta_{t-1} + \eta_t$ 라고 가정하였다.  $\beta_t$ 의 추정치가 <그림 6-5>에 나타나 있고 추정치의 평균값 등이 <표 6-3>에 나타나 있다. 평균치로 볼 때 한국의 경우가 0.9633으로 가장 높고 다음이 대만으로 0.8393이다. 이 결과는 2005년 7월 이후 동아시아 통화 가치 중 원화 가치가 위안화 가치에 의해 가장 크게 영향을 받은 것으로 볼 수 있는데 이는 앞의 결과와 일치한다고 하겠다.

<표 6-3>  $\beta_{it}$ 의 추정치 평균과 표준편차

구분	홍콩	인도네시아	한국	말레이시아	필리핀	싱가포르	태국	대만
평균	0.0004	0.2611	0.9633	0.3126	0.3854	0.0406	0.1700	0.8393
최대값	0.5575	4.7564	3.7643	4.0503	5.6245	4.1827	7.2968	5.6711
최소값	-0.4810	-5.3649	-3.6030	-4.1893	-3.6092	-3.4103	-9.3193	-2.0151
표준편차	0.1254	1.7993	1.2106	1.1926	1.5258	1.2394	1.9400	1.3649

<그림 6-5>  $\beta_{it}$ 의 추정치 추이



### III. 우리나라의 수출에 미치는 효과

중국은 우리나라의 최대 수출국으로 향후 수출시장으로서 중국의 중요성은 더욱 확대될 전망이다. 그동안 중국의 수출이 동아시아 국가들의 수출을 구축할 것이라는 우려가 있었지만, 중국의 수출이 우리나라의 수출을 증가시키도록 작용했다는 실증분석 결과를 발표한 연구가 존재하고 있다(Eichengreen et al. 2007). 이러한 연구들은 동아시아에 생산 네트워크가 존재하여 한국, 일본 및 대만 등이 중국이나 동남아시아 국가에 자본재와 중간재를 수출하고 중국이나 동남아시아 국가들은 이를 가공하여 미국 등에 수출한다는 것이다. 이러한 생산관계가 작동한다면 중국의 수출증가는 우리나라의 수출을 구축하는 것이 아니라 오히려 증가시킨 것으로 작용하게 된다. <그림 6-6>에서 확인할 수 있는 것처럼 우리나라의 중국에 대한 수출에서 소비재의 비중은 10% 정도로 낮고 자본재와 중간재가 40~50%를 차지하고 있는데 이는 중국의 수출과 우리나라의 수출과의 관계를 분석할 때 반드시 고려해야 할 사항이다.<sup>54)</sup>

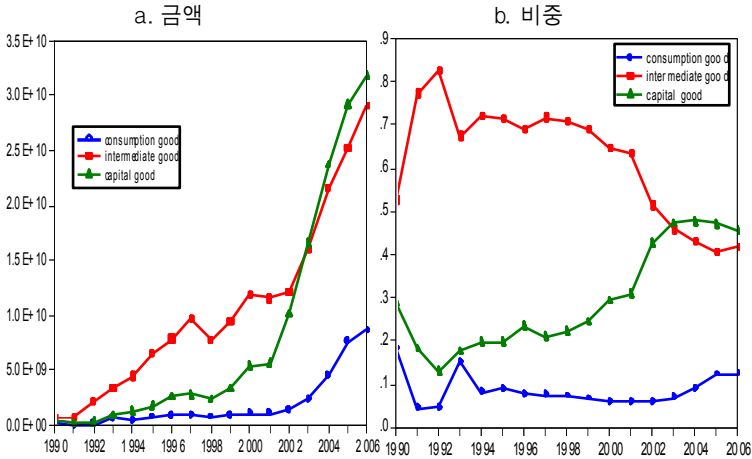
본 연구에서는 위안화 가치의 변동이 우리나라의 수출에 미치는 경로를 크게 두 개로 구분하여 분석하고자 한다. 첫 번째는 중국에 대한 수출이고, 두 번째는 미국 등 제3국에 대한 수출이다.

먼저 중국에 대한 직접수출에 위안화 가치 상승이 미치는 효과는 주로 직접효과와 중국의 수출 감소로 인한 간접효과로 구분해서 생각할 수 있다. 위안화 가치변동에 따른 대중국 수출의 민감도가 소비재, 중간재 및 자본재 수출에 따라 상이할 수 있기 때문

54) 본 연구에서는 UN Comtrade에서 데이터를 구해서 Eichengreen et al. 2007의 방법으로 소비재, 중간재 및 자본재의 수출을 구하였다.

에 소비재, 중간재 및 자본재 수출을 분리해서 분석하겠다.

<그림 6-6> 우리나라의 중국에 대한 수출 추이



자료: UN Comtrade

우리나라의 중국에 대한 총수출, 소비재, 중간재 및 자본재 수출을 결정하는 설명변수는 위안화 실질실효환율과 중국의 총수출이라고 가정한다.<sup>55)</sup> 모든 변수는 자연로그를 취하여 사용하였고, 표본기간은 1990~2006년이다. 관련된 시계열에 모두 단위근이 존재하기 때문에 공적분 검정을 하였는데 <표 6-4>에서 확인할 수 있는 것처럼 4개의 공적분 회귀식 모두에서 공적분의 존재를 기각할 수 없었다.

공적분 벡터는 Johansen의 방법으로 추정하였는데 소비재 수출의 경우를 제외하고 위안화 실질환율의 회귀계수는 모두 5%에서 유의적으로 추정되었다. 따라서 위안화 가치가 1% 상승하면 우리

55) 표본의 수가 작아서 중국의 GDP 등 여타 변수는 설명변수로 사용하지 못했다.



나라의 대중국 총수출, 중간재 및 자본재 수출이 장기적으로 각각 1.0169%, 1.0792% 및 2.2400% 증가하는 것으로 나타났고 소비재는 오히려 0.2976% 감소하는 것으로 나타났지만 통계적 유의성은 없는 것으로 나타났다.

<표 6-4> 공적분 검정 결과: Trace 검정법 활용

구 분	총수출	소비재 수출	중간재 수출	자본재 수출
$H_0: r = 0 \quad H_1: r = 1$	66.231 (0.000)	59.367 (0.000)	61.169 (0.000)	50.435 (0.000)
$H_0: r = 1 \quad H_1: r = 2$	26.968 (0.000)	27.661 (0.000)	24.061 (0.002)	17.548 (0.024)
$H_0: r = 2 \quad H_1: r = 3$	2.768 (0.09)	6.718 (0.009)	3.892 (0.048)	0.416 (0.518)

주: ( ) 안은  $p$ -값을 나타낸다.

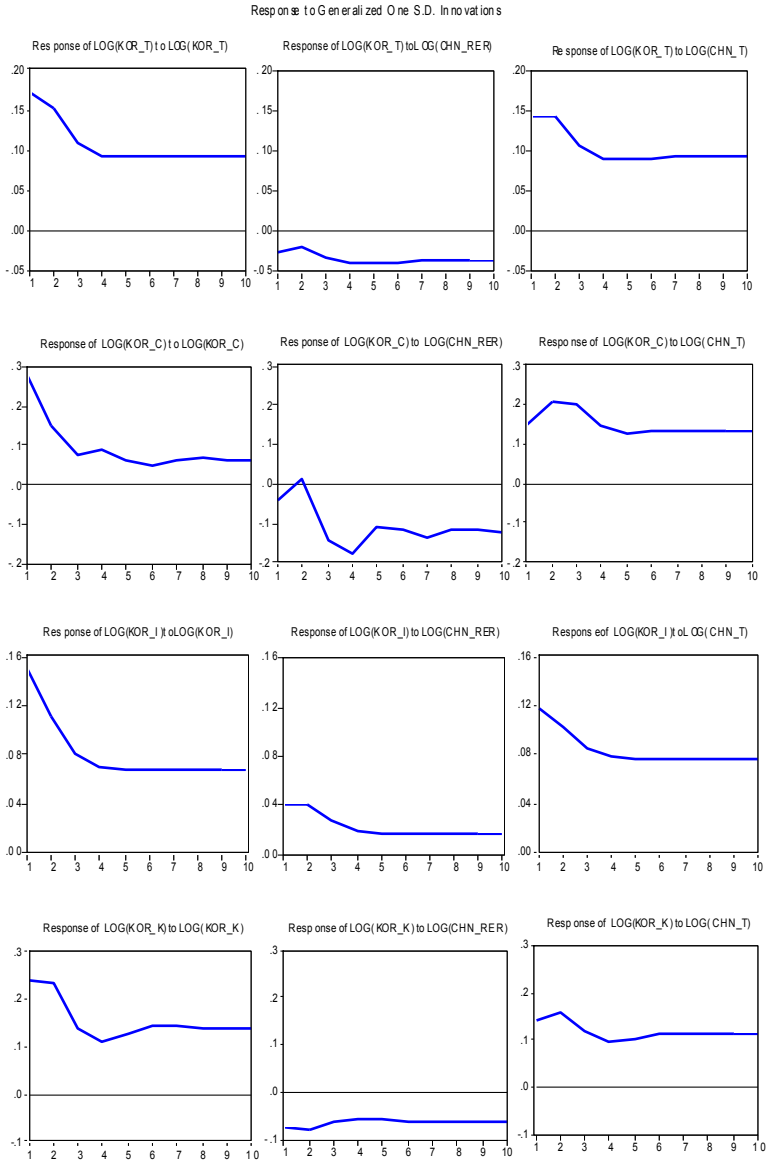
<표 6-5> 대중국 수출 공적분 회귀식의 추정 결과

구 분	총수출	소비재 수출	중간재 수출	자본재 수출
중국 총수출	1.0365 (16.314)	1.3932 (14.709)	0.7544 (9.691)	1.6017 (27.144)
위안화 실질실효환율	1.0169 (2.694)	-0.2976 (-0.581)	1.0792 (2.415)	2.2400 (6.780)
상수	-8.3763	-14.3361	-1.1779	-29.9643

주: ( ) 안은  $t$ -값을 나타낸다.

중국의 총수출이 1% 증가하면, 우리나라의 대중국 총수출, 소비재, 중간재 및 자본재 수출이 장기적으로 각각 1.0365%, 1.3932%, 0.7544% 및 1.6017% 증가한다. 위안화 가치 절상의 단기효과는 충격반응함수의 추정치로 판단할 수 있다.

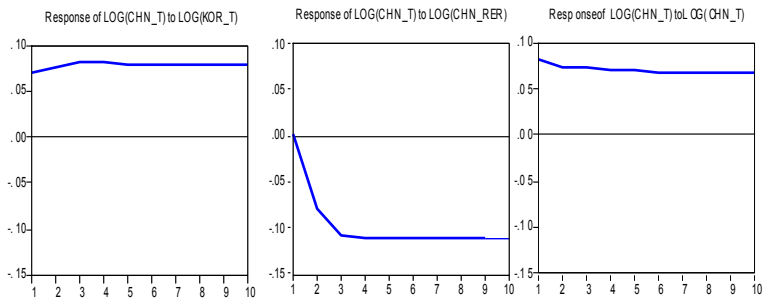
<그림 6-7> 충격반응함수 추정치: 대중국 수출



<그림 6-4>에서 확인할 수 있는 것처럼 위안화 가치가 상승하면 우리나라의 대중국 총수출, 소비재 및 자본재의 수출은 감소하는 것으로 나타났고, 중간재 수출은 증가하는 것으로 나타났다. 위안화 가치상승으로 대중국 수출이 단기적으로 감소하는 것은 일종의 J-곡선 효과로 보인다. 중국의 총수출이 증가하면 우리나라의 대중국 총수출, 소비재, 중간재 및 자본재 수출이 단기적으로 모두 증가하는 것으로 나타났다.

<그림 6-7>에서 볼 수 있는 것처럼 위안화 가치상승은 중국의 수출을 감소시키는 것으로 나타났다. 이는 위안화의 가치가 상승하면 우리나라의 중국에 대한 직접적인 수출은 증가하지만, 중국의 수출 감소에 따른 간접적인 효과로 대중국 수출에 부정적인 효과가 작용된다는 것을 의미한다.

<그림 6-8> 충격반응함수 추정치: 중국의 총수출



둘째로 위안화 가치 상승이 중국의 제3국에 대한 수출에 영향을 미치고 이것이 우리나라의 제3국에 대한 수출에 영향을 미치는 경로이다. 중국의 제3국에 대한 수출을 분석하기 위해서 본 연구에서는 최근 국제무역 실증분석에서 광범하게 사용되고 있는 중력모형(gravity model)을 변형해서 사용한다.<sup>56)</sup>

위안화 가치 상승이 중국의 수출에 영향을 미치는 효과를 분석하기 위해서 우리나라의 주요 19개 수출국을 대상으로 1990~2006년을 표본기간으로 사용하여 random effect 방식으로 패널 회귀식을 추정하였는데 이것이 <표 6-6>에 정리되어 있다. 중력모형에 따라서 중국과 수입국의 GDP와 중국과 수입국 간의 거리 등을 설명변수로 사용하였다. 중력모형이 시사하는 것처럼 수입국과 수출국인 중국의 GDP가 증가하면 각국에 대한 중국의 수출이 증가하는 것으로 추정되었다. 양국의 거리가 증가하면 중국의 수출이 유의적으로 감소하는 것으로 추정되었다. 중국의 실질실효환율이 1% 절상되면 중국의 수출이 소비재의 경우 1.1058%, 중간재의 경우는 0.7419%, 자본재의 경우는 0.4234% 감소하는 것으로 나타났다. 가격탄력성이 큰 소비재의 감소가 가장 큰 것으로 추정되었다.

우리나라의 제3국 수출에 대한 중국 수출의 영향을 분석하기 위해서 우리나라의 주요 19개 수출국을 대상으로 각국에 대한 중국의 수출을 설명변수로 추가한 패널회귀식을 추정하였는데, 이것이 <표 6-7>에 정리되어 있다. 1990~2006년을 대상으로 추정을 하면 중국의 수출이 증가하면 우리나라의 소비재와 중간재 수출이 증가하고 자본재 수출은 감소하는 것으로 나타났다.

---

56) 중력모형의 핵심내용은 양국의 교역량이 양국 간의 거리에 반비례하고 양국의 경제규모에 정비례한다는 것이다. 여기서 거리는 물리적인 거리뿐만 아니라 언어, 문화 등의 동질성의 여부도 사용되고 한다.

<표 6-6> 중국의 수출함수 추정

구 분	소비재	중간재	자본재
수입국 GDP	1.0270* (6.412)	0.8286* (6.742)	0.6844* (4.174)
중국 GDP	1.6436* (18.412)	1.5309* (19.722)	3.0230* (32.711)
중국 실질실효환율	-1.1058* (-4.423)	-0.7419* (-3.040)	-0.4234 (-1.596)
중국과의 거리	-0.8686* (-2.136)	-1.2754* (-4.424)	-0.9004* (-2.197)
호주	0.5143	0.3169	-0.1698
캐나다	0.1306	-0.1792	-0.3500
홍콩	2.8366	1.8646	2.6399
독일	-0.2099	-0.3881	0.2919
인디아	-2.2272	-0.9336	-1.6546
인도네시아	-0.2398	0.5072	0.2149
이탈리아	-0.6011	-0.2481	-0.7969
일본	-0.8025	-1.1104	-0.6080
말레이시아	0.7495	0.4956	0.8765
멕시코	-0.9281	-0.9330	-0.9217
네덜란드	0.6302	0.8912	0.9587
필리핀	-0.1612	-0.2295	-0.2907
한국	-0.9993	-0.9671	-1.0676
러시아	0.9071	-0.5227	-1.1531
싱가포르	1.4455	1.4818	1.7404
태국	-0.6020	0.2192	0.1979
영국	-0.4474	-0.4889	-0.2121
미국	0.1513	0.1663	0.9370
베트남	-0.1463	0.0578	-0.6327
상수	-39.4254	-29.2877	-71.7618
$R^2$	0.802	0.776	0.908

주: ( ) 안은  $t$ -값을 나타내고, \*는 10%의 유의수준에서 유의한 경우를 나타낸다.

<표 6-7> 우리나라의 제3국에 대한 수출함수 추정: OLS 사용

구 분	소비재	중간재	자본재
중국 수출	0.4377* (3.360)	0.1860* (1.850)	-0.0450 (-0.388)
한국 GDP	-0.6319 (-1.542)	0.5860* (1.840)	2.0848* (5.723)
한국과의 거리	-0.3073 (-0.836)	-1.3237* (-3.744)	-0.9614* (-3.248)
수입국 GDP	0.6851* (5.061)	0.3170* (2.535)	0.5326* (4.814)
일본 수출	0.1632* (3.416)	0.1994* (5.292)	0.2031* (4.839)
호주	0.3275	0.3591	-0.3485
캐나다	0.3851	0.0271	-0.3337
독일	-0.0668	-0.5771	0.2100
홍콩	0.6331	0.4336	0.3096
인디아	-1.8135	-0.2624	-0.7059
인도네시아	-0.1755	0.8646	-0.1403
이탈리아	-0.2738	-0.4362	-0.8147
말레이시아	-0.2486	-0.1148	0.9235
멕시코	-0.4237	0.3236	0.3051
네덜란드	0.2604	-0.3996	0.0950
필리핀	-0.3227	-0.6480	-0.2491
러시아	0.6951	-0.4118	-0.7371
싱가포르	0.3835	0.3983	1.3668
태국	-0.4182	-0.1580	-0.3008
영국	-0.1571	-0.5262	0.0485
미국	0.5580	0.8950	0.7334
베트남	0.7112	0.2326	-0.3618
상수	6.573	-1.0912	-43.9597
$R^2$	0.500	0.646	0.761

주: ( ) 안은  $t$ -값을 나타내고, \*는 10%의 유의수준에서 유의한 경우를 나타낸다.

<표 6-8> 우리나라의 제3국에 대한 수출함수 추정  
: 도구변수법 사용

구 분	소비재	중간재	자본재
중국 수출	-0.4973 (-0.462)	-0.4482 (-0.759)	-0.1891* (-1.918)
한국 GDP	2.2124 (0.675)	2.6166 (1.415)	2.5067* (8.429)
거리	-0.7096 (-0.429)	-1.2897 (-1.236)	-0.5363* (-2.781)
수입국 GDP	2.1467 (0.719)	1.5457 (0.812)	0.2876* (2.666)
일본 수출	1.8927 (0.937)	2.0064* (1.710)	0.5333* (3.675)
호주	-0.3084	-0.3996	-0.3824
캐나다	0.2884	-0.1434	-0.2850
홍콩	0.3004	0.2874	0.1821
독일	0.1115	-0.2404	0.1855
인디아	1.2851	3.1310	-0.1098
인도네시아	-0.4904	0.4554	-0.1602
이탈리아	1.3921	1.3883	-0.4196
말레이시아	-1.9938	-2.1143	0.5056
멕시코	-0.2762	0.3323	0.2933
네덜란드	-0.8415	-1.6134	-0.0768
필리핀	-0.7503	-1.0844	-0.2798
러시아	3.2917	2.3270	-0.1868
싱가포르	-2.0878	-2.3775	0.7612
태국	-1.4839	-1.3084	-0.4215
영국	0.0720	-0.1938	0.0661
미국	-0.8280	-0.2826	0.3563
베트남	2.3191	1.83650	-0.0282
상수	-65.6951 (-0.798)	-58.8258 (-1.255)	-55.5654* (-8.102)

주: ( ) 안은  $t$ -값을 나타내고, \*는 10%의 유의수준에서 유의한 경우를 나타낸다.

하지만 Eichengreen et al.(2007)이 지적한 것처럼 우리나라의 수출과 중국의 수출은 공통된 요인에 의해 영향을 받을 수 있기 때문에 OLS 추정법을 사용하면 내생성의 문제가 발생된다. 이 문제를 해결하기 위해 Eichengreen et al.(2007)처럼 중국의 수출과는 연관성이 높지만 한국의 수출과는 연관성이 낮은 중국의 GDP와 중국과 수입국 간의 거리를 도구변수(instrumental variables)로 사용하였다. 같은 이유로 일본의 GDP를 일본의 수출에 대한 도구변수로 사용하였다. 도구변수를 사용하여 추정한 결과가 <표 6-8>에 정리되어 있다. 중국의 수출이 증가하면 우리나라의 소비재, 중간재 및 자본재의 수출이 감소하는 것으로 나타났다. 특히 소비재의 감소폭이 가장 크고 자본재의 감소폭이 가장 작은 것으로 나타났다.

따라서 중국의 위안화 가치가 상승하면 제3국에 대한 중국의 수출은 감소하는데 감소 크기의 순서는 소비재, 중간 및 자본재이다. 다음으로 중국의 수출이 증가하면 도구변수법을 이용해서 추정하면 우리나라의 제3국에 대한 소비재, 중간재 및 자본재의 수출이 감소하는 것으로 나타났다. 결국 위안화 가치의 상승이 제3국에 대한 우리나라의 소비재, 중간재 및 자본재 수출을 증가시키는데 그중 소비재 수출을 가장 많이 증가시키는 것으로 나타났다.

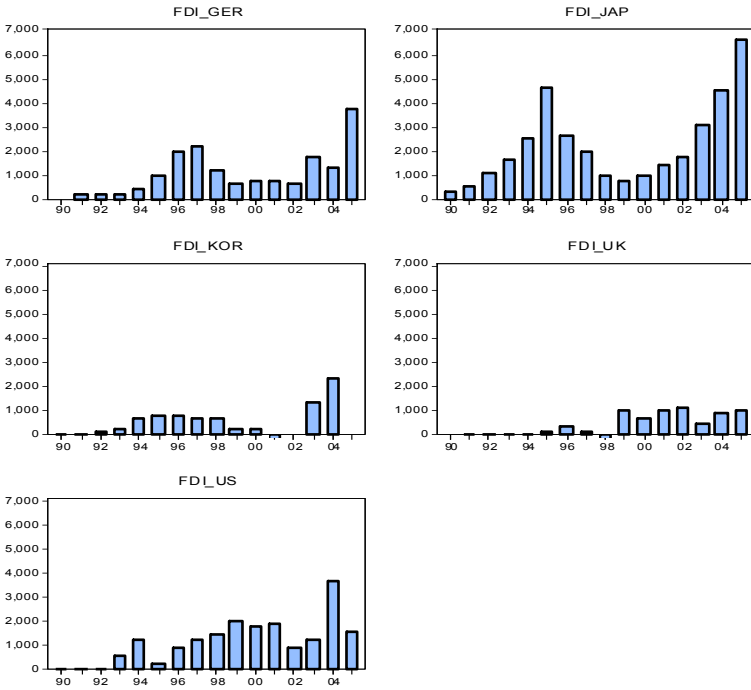
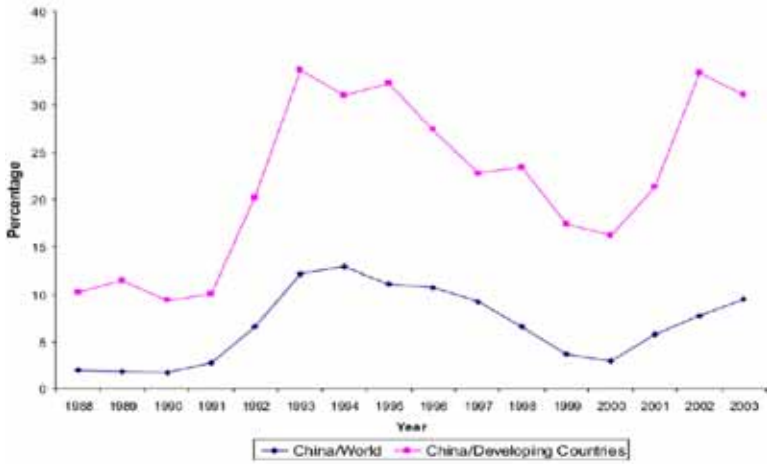


#### IV. FDI에 미치는 효과

중국은 저렴한 노동비용과 거대한 내수시장으로 인하여 전 세계 FDI의 주요한 투자처가 되고 있다. <그림 6-9>에서 확인할 수 있는 것처럼 전 세계 FDI의 10%가 중국을 투자처로 하고 있으며, 특히 개도국에 유입되는 FDI의 35~40% 정도가 중국을 대상으로 하고 있다. 1995년 이후를 보면 <표 6-9>를 보면 주요한 투자국은 일본, 독일, 영국, 미국 및 한국이다. 특히 일본의 경우 2000년에 들어서 대중국 FDI 투자를 급격하게 증가시키고 있다.

중국의 FDI 유입이 여타 개발도상국의 FDI 유입의 감소의 결과인가에 대한 연구가 활발하게 진행되고 있다. Eichenngreen and Tong(2007)이 대표적인 연구인데 이들은 중국으로의 FDI 유입이 다른 개도국의 FDI 유입을 구축시킬 수도 있지만, 반대로 증대시킬 수도 있다고 주장하였다. 즉 중국은 외국으로부터 자본재와 중간재를 수입하여 이를 가공해서 수출하는 비중이 매우 높다. 그런데 일부 선진국의 다국적 기업들이 이러한 중국의 가공기능을 효율적으로 이용하기 위해서 싱가포르나 말레이시아 등 주변 아시아 국가에 자본재와 중간재를 생산을 위한 FDI 투자를 실시한다는 것이다. 이 경우 중국의 FDI 유입은 동아시아 국가의 FDI 유입을 확대시키도록 작용한다는 것이다.

<그림 6-9> 중국의 FDI 유입 추이



<표 6-9> 주요국의 중국에 대한 FDI 투자 추이

(단위: 백만 달러)

구 분	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
호주	21.4	39.9	17.0	-213.5	-19.3	49.8	-43.4	-51.5	101.2	-282.4	54.8
오스트리아	9.9	13.2	4.9	20.0	4.2	6.4	19.7	13.1	19.2	47.2	105.6
벨기에	-	-	-	-	-	-	-	7.5	48.5	-377.6	44.7
덴마크	30.1	82.6	90.8	29.8	32.8	5.6	24.8	57.4	15.2	21.0	288.1
핀란드	9.3	21.1	18.7	13.4	155.9	31.3	152.2	-97.0	355.8	559.0	99.4
프랑스	148.8	250.2	224.9	179.1	213.1	340.0	151.3	562.6	321.9	493.2	735.7
독일	1045.4	1978.4	2246.5	1256.1	672.3	819.2	728.9	623.8	1760.0	1350.4	3706.1
이탈리아	31.3	88.2	115.7	19.8	10.6	64.5	41.1	13.1	47.4	127.9	-
일본	4591.2	2598.7	2014.8	1041.3	735.7	1019.1	1483.3	1718.0	3064.6	4539.1	6595.9
한국	810.0	800.0	618.0	619.0	203.0	246.0	-272.0	-	1305.0	2291.1	-
네덜란드	105.2	192.1	210.0	-21.0	259.9	57.1	387.7	156.4	-151.3	290.7	577.9
뉴질랜드	-	3687.3	-	-	-3.1	-1.3	-	-	-	-1.3	-
폴란드	0.7	1	1	-	0.3	0.3	-1.1	0.6	-0.1	2.6	8.3
포르투갈	0.8	1.0	0.2	0.2	-2.4	0.9	-0.4	0.1	-0.3	1.8	1.1
스페인	4.0	15.7	19.3	18.9	28.7	58.9	13.4	26.3	45.1	94.4	145.4
스웨덴	47.5	33.1	37.4	32.4	408.9	-	-19.1	-38.8	7.6	-	-
스위스	289.3	305.8	175.8	84.6	-94.9	125.30	106.9	-40.7	-139.8	159.9	539.2
영국	80.4	318.3	116.2	-394.3	977.1	620.6	953.4	1135.6	504.6	947.2	1050.7
미국	261.0	933.0	1250.0	1497.0	1947.0	1817.0	1912.0	875.0	1273.0	3670.0	1613.0

자료: Source OECD

본 연구에서는 위안화 가치의 상승이 우리나라의 FDI 유입에 미치는 효과를 분석하기 위해서 Eichengreen and Tong(2007)의 방법을 사용하고자 한다. 이를 위해 먼저 중력모형을 변형하여 중국의 FDI 유입에 위안화 가치가 어떠한 영향을 미치는지를 분석

한다. 다음으로 중국으로 FDI 유입이 우리나라로의 FDI 유입을 구축시키는가를 분석하겠다.

중국으로 FDI의 유입을 결정하는 요인으로는 중력모형에 따라 유출국의 GDP와 1인당 GDP, 유입국인 중국의 GDP와 1인당 GDP와 중국과의 거리 및 위안화의 실질실효환율이라고 가정한다. 양국의 GDP가 클수록, 거리가 짧을수록 FDI 유입이 증대된다는 것이 중력모형이 시사하는 점이다. 1인당 GDP는 임금수준을 반영한다고 볼 수 있다. 따라서 다음과 같은 패널회귀식을 사용하고 데이터는 Source OECD에서 구하였는데, 표본기간은 1990~2005년이며 OECD의 30국을 대상으로 random effect 방식으로 추정하였다.<sup>57)</sup>

$$fdi_i^{chn} = \beta_0 + \beta_1 \times GDP_{it} + \beta_2 \times PERGDP_i + \beta_3 \times GDP_t^{chn} + \beta_4 \times PERGDP_t^{chn} + \beta_5 \times DIST_i^{chn} + \beta_6 \times REER_t^{chn} + \epsilon_{it}$$

추정 결과를 보면 투자국의 GDP나 1인당 GDP가 유의적으로 나타났다. 중국의 GDP와 1인당 GDP는 유의적이지 않게 추정되었다. 하지만 양국의 거리가 짧을수록 중국에 대한 FDI 유입이 유의적으로 증가하는 것으로 추정되었다. 그리고 위안화가 절상되면 중국으로의 FDI 유입이 유의적으로 감소하는 것으로 추정되었다.

한국에 대한 주요한 FDI 투자국은 <그림 6-13>을 보면 미국, 일본, 독일, 영국 및 네덜란드임을 알 수 있다. 특히 미국과 일본이 비교적 꾸준히 한국에 대한 FDI 투자를 실시하고 있는데 2004년도에 미국의 투자가 급증한 것은 금융업에 대한 일시적인 투자에 기인한 것이다.

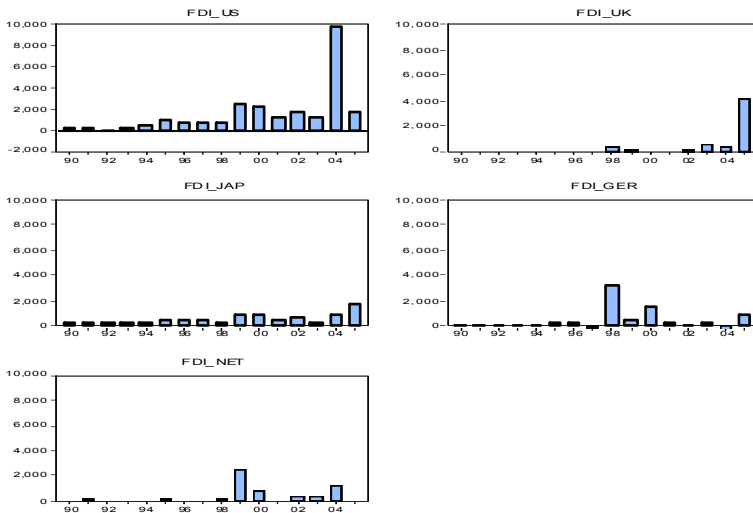
---

57) 자연로그를 취하기 위해서 음수값을 취하는 변수는 일정한 값을 더하여 사용하였다.

<표 6-10> 중국으로의 FDI 유입 모형 추정 결과

구 분	추정치	p-값
$\beta_0$	36.5507	0.125
$\beta_1$	0.0257	0.000
$\beta_2$	0.0187	0.096
$\beta_3$	-1.4030	0.231
$\beta_4$	1.6243	0.209
$\beta_5$	-0.0488	0.052
$\beta_6$	-0.0470	0.003
$R^2$	0.439	

<그림 6-10> 한국의 FDI 유입 추이



한국으로 FDI의 유입을 결정하는 요인으로는 중력모형에 따라 유출국의 GDP와 1인당 GDP, 유입국인 한국의 GDP와 1인당 GDP와 한국과의 거리 및 원화의 실질실효환율이라고 가정한다.

또한 중국으로 FDI 유입이 한국으로의 FDI 유입에 어떠한 영향을 미치는지를 분석하기 위해서 중국으로 FDI 유입도 설명변수로 사용하였다. 따라서 다음과 같은 패널회귀식을 사용하고 표본기간은 1990~2005년이며 OECD의 30개국과 중국을 대상으로 random effect 방식으로 추정하였다.<sup>58)</sup>

$$\begin{aligned}
 fdi_i^{kor} = & \beta_0 + \beta_1 \times GDP_i + \beta_2 \times PERGDP_{it} + \beta_3 \times GDP_t^{kor} \\
 & + \beta_4 \times PERGDP_t^{kor} + \beta_5 \times REER_t^{kor} + \beta_6 \times DIST_t^{kor} \\
 & + \beta_7 \times fdi_{it}^{chn} + \epsilon_{it}
 \end{aligned}$$

하지만 Eichenngreen and Tong(2007)이 지적한 것처럼 우리나라의 FDI 유입과 중국의 FDI 유입은 공통된 요인에 의해 영향을 받을 수 있기 때문에 OLS추정법을 사용하면 내생성의 문제가 발생된다. 이 문제를 해결하기 위해 Eichenngreen and Tong(2007)처럼 중국의 FDI 유입과는 연관성이 높지만 한국의 FDI 유입과는 연관성이 낮은 중국의 GDP와 중국과 투자국 간의 거리를 도구변수(instrumental variables)로 사용하였다. 추정된 결과가 <표 6-11>에 정리되어 있는데 IV(1)은 도구변수로 중국의 GDP만 사용한 경우이고 IV(2)는 도구변수로 중국의 GDP와 중국과 투자국 간의 거리를 도구변수로 사용한 경우이다.

추정 결과는 투자국의 GDP, 투자국과 한국 간의 거리 및 중국에 대한 FDI가 유의적인 것으로 나타났다. 특히 중국에 대한 FDI가 증가하면 한국으로의 FDI도 유의적으로 증가한다는 결과를 얻었다.

---

58) 자연로그를 취하기 위해서 음수값을 취하는 변수는 일정한 값을 더하여 사용하였다.

<표 6-11> 한국으로의 FDI 유입 모형 추정 결과

구 분	OLS	IV(1)	IV(2)
$\beta_0$	-20.7878 (0.281)	-82.5581* (0.095)	-55.2178 (0.256)
$\beta_1$	0.0076* (0.018)	-0.0560* (0.000)	-0.0564* (0.000)
$\beta_2$	0.0014 (0.757)	-0.0443* (0.001)	-0.0460* (0.000)
$\beta_3$	1.6131 (0.170)	4.2404 (0.155)	2.6776 (0.365)
$\beta_4$	-1.8765 (0.173)	-5.2090 (0.137)	-3.3686 (0.331)
$\beta_5$	0.0424 (0.612)	0.0284 (0.892)	-0.0697 (0.741)
$\beta_6$	0.0038* (0.077)	0.0225* (0.000)	0.0218* (0.000)
$\beta_7$	0.3816* (0.000)	2.9753* (0.000)	2.7769* (0.000)

주: ( ) 안은 p-값을 나타내고, \*는 10%의 유의수준에서 유의한 경우를 나타낸다.

따라서 본 연구의 실증분석 결과는 위안화 가치가 상승하면 중국으로의 FDI 유입이 감소하고 이것이 우리나라로의 FDI 유입에 부정적으로 작용한다는 점을 시사한다.

## V. 우리나라의 주가에 미치는 효과

국가 간 자본이동이 급격하게 발생되면서 금융자산가격의 국가 간 파급효과(international spillover)에 관한 연구는 다양하게 이루어지고 있다. 주로 주식시장간의 파급효과에 대한 연구는 GARCH모형을 사용하여 이루어졌다(King et al. 1994, Lin et al. 1994 등). 중국과 미국의 주가의 관계에 관한 주요 연구로는 Chow and Lawler(2003), Chen et al.(2006)과 Li(2007) 등이 있다. Chow and Lawler(2003)는 실증분석방법으로 단순회귀식을 사용하였다. Chen et al.(2006)이 FIVECM모형을 사용하였고 Li(2007)는 GARCH모형을 사용하였는데 미국의 주가가 중국의 주가에 유의적인 영향을 미치는가에 대해서는 상이한 결과를 얻었다.

재정거래의 확대로 각국의 주식시장, 외환시장 및 채권시장이 상호 영향을 미치는 것이 중요해지고 있다. Ehrmann et al.(2005)이 Structural VAR모형을 변형하여 미국과 유럽의 주식시장, 외환시장 및 채권시장간의 파급효과를 실증분석하였다. 이들은 주가, 금리 및 환율의 결정에서 시장상호간의 영향이 중요하다는 사실을 발견하였다.

본 연구에서도 위안화 가치상승이 우리나라 주가에 미치는 효과는 SVAR모형으로 분석하였다. 본 연구에서는 모형의 추정을 위해 다음의 두 가지 단기제약식을 사용하였다.

첫 번째는 축차적으로 미국의 주가 → 위안화 가치 → 중국의 주가 → 한국의 주가에 영향을 미친다고 가정하여 다음과 같은 제약식을 사용한다.



$$\begin{pmatrix} 1 & 0 & 0 & 0 \\ a_{21} & 1 & 0 & 0 \\ a_{31} & a_{32} & 1 & 0 \\ a_{41} & a_{42} & a_{43} & 1 \end{pmatrix} \begin{pmatrix} e_t^{us} \\ e_t^{chnfx} \\ e_t^{chn} \\ e_t^{kor} \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} b_{11} & 0 & 0 & 0 \\ 0 & b_{22} & 0 & 0 \\ 0 & 0 & b_{33} & 0 \\ 0 & 0 & 0 & b_{44} \end{pmatrix} \begin{pmatrix} u_t^{us} \\ u_t^{chnfx} \\ u_t^{chn} \\ u_t^{kor} \end{pmatrix}$$

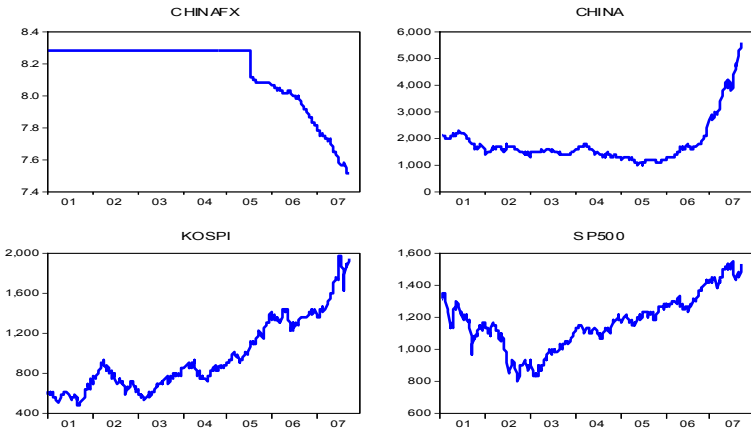
두 번째는 미국의 주가가 위안화 가치에 영향을 미치지 않고, 위안화 가치가 한국의 주가에 영향을 못 미친다고 가정하여 다음과 같은 제약식을 사용한다.

$$\begin{pmatrix} 1 & 0 & 0 & 0 \\ 0 & 1 & 0 & 0 \\ a_{31} & a_{32} & 1 & 0 \\ a_{41} & 0 & a_{43} & 1 \end{pmatrix} \begin{pmatrix} e_t^{us} \\ e_t^{chnfx} \\ e_t^{chn} \\ e_t^{kor} \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} b_{11} & 0 & 0 & 0 \\ 0 & b_{22} & 0 & 0 \\ 0 & 0 & b_{33} & 0 \\ 0 & 0 & 0 & b_{44} \end{pmatrix} \begin{pmatrix} u_t^{us} \\ u_t^{chnfx} \\ u_t^{chn} \\ u_t^{kor} \end{pmatrix}$$

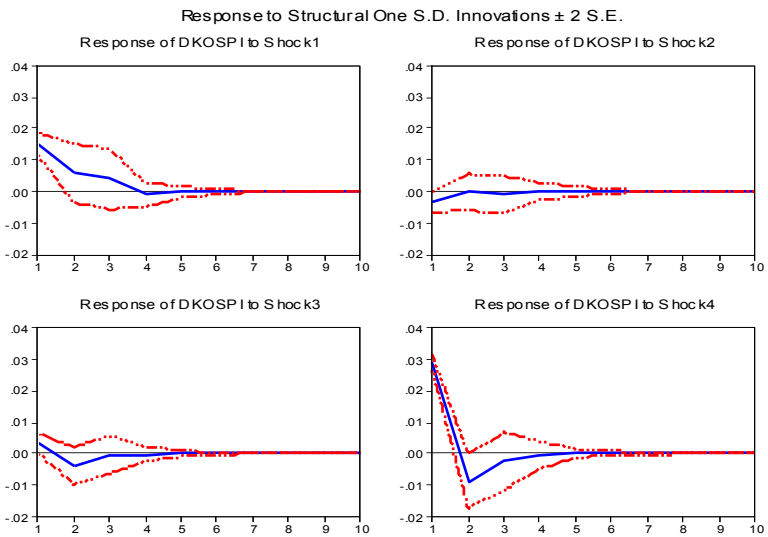
여기서  $e$ 는 축약식의 오차항이고  $u$ 는 구조식의 오차항이다.  $us$ 는 미국의 주가인 S&P 500지수이고  $chnfx$ 는 위안화 대 달러 환율,  $chn$ 은 중국의 상해주가지수이고  $kor$ 은 한국의 주가지수이다. 주별데이터를 사용하였고 표본기간은 위안화의 환율제도가 변경된 2005년 9월에서 2007년 9월까지이다.

첫 번째 제약식을 이용하여 모형을 추정하고 이를 이용해서 충격반응함수 계산한 것이 <그림 6-12>에 요약되어 있다. 첫째, 위안화가 우리나라 주가에 미치는 효과는 매우 낮은 것으로 나타났다. 둘째, 중국의 주가가 국내 주가에 미치는 효과도 미미한 것으로 보인다. 셋째, 예상한 것처럼 국내 주가는 미국의 주가에 의해서 크게 영향을 받는 것으로 나타났다.

<그림 6-11> 주가지수와 위안화의 추이



<그림 6-12> 한국 주가의 반응 추정치: I



두 번째 제약식을 이용하여 모형을 추정하고 이를 이용해서 충격반응함수 계산한 것이 <그림 6-13>에 요약되어 있다. 앞서서와

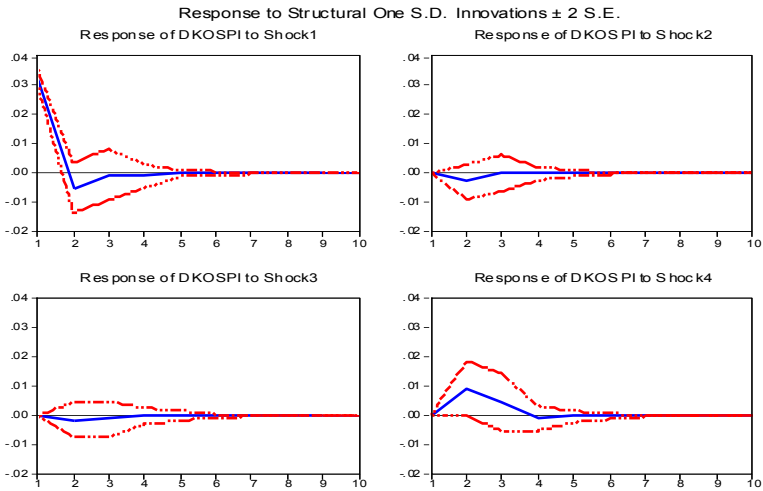
같이 위안화가 우리나라 주가에 미치는 효과는 없는 것으로 보이고, 중국의 주가도 국내 주가에 미치는 효과가 미약한 것으로 보인다. 국내 주가는 미국의 주가에 의해서 가장 크게 영향을 받는 것으로 나타났다.

<표 6-12> SVAR모형의 추정 결과: I

$$A = \begin{pmatrix} 1 & 0 & 0 & 0 \\ 0.0019 & 1 & 0 & 0 \\ -0.0856 & 2.0588 & 1 & 0 \\ -0.7177 & 3.1653 & -0.1106 & 1 \end{pmatrix} \quad B = \begin{pmatrix} 0.0207 & 0 & 0 & 0 \\ 0.0009 & 0 & 0 \\ 0.0305 & 0 \\ 0.0290 \end{pmatrix}$$

주: ( ) 안은 p-값을 나타낸다.

<그림 6-13> 한국 주가의 반응 추정치: II



<표 6-13> SVAR모형의 추정 결과: II

$$A = \begin{pmatrix} 1 & 0 & 0 & 0 \\ 0 & 1 & 0 & 0 \\ 0.0032 & 0.0016 & 1 & 0 \\ (0.03) & (0.32) & & \\ -0.2884 & 0 & -0.2464 & 1 \\ (0.00) & & (0.81) & \end{pmatrix} \quad B = \begin{pmatrix} 0.0331 & 0 & 0 & 0 \\ (0.00) & & & \\ 0 & 0.0306 & 0 & 0 \\ & (0.00) & & \\ 0 & 0 & 0.0009 & 0 \\ & & (0.00) & \\ 0 & 0 & 0 & 0.0184 \\ & & & (0.00) \end{pmatrix}$$

주: ( ) 안은  $p$ -값을 나타낸다.

중국 위안화 절상 전망과 파급효과 및 대응방안

## 제7장 결론 및 시사점





## I. 실증분석 결과 요약

본 연구에서 얻은 위안화 가치 상승이 우리나라 경제에 미치는 실증분석 결과는 다음과 같다.

첫째, 중국 거시경제에 관한 실증분석 결과이다. 위안화 실질가치가 상승은 중국경제를 침체시킨다는 것(contractionary appreciation)을 유의적으로 확인하였다. 이자율 인상으로 인한 경기안정 효과는 매우 낮은 것으로 나타났다. 따라서 최근 중국정부가 이자율 인상과 기준율 인상으로 경상수지 흑자와 경기과열을 해소하려고 노력하고 있는데 그 성과가 제한적일 것으로 판단된다.

둘째, 위안화 가치는 동아시아 통화 가치에 영향을 미치는 것으로 나타났다. 특히 한국 원화와 싱가포르 달러화의 가치에 유의적으로 영향을 미친 것으로 나타났다. 위안화의 가치가 1% 상승하면 원화의 가치도 0.4926% 상승하는 것으로 나타나서 동아시아 통화 가치 중 원화 가치가 위안화 가치에 의해 가장 크게 영향을 받은 것으로 나타났다.

셋째, 위안화 가치의 상승은 우리나라의 중국에 대한 수출에 영향과 미국 등 제3국에 대한 우리나라의 수출에 대한 영향으로 구분할 수 있다. 중국에 대한 수출을 보면 위안화 가치가 1% 상승하면 우리나라의 대중국 총수출, 중간재 및 자본재 수출이 장기적으로 각각 1.0169%, 1.0792% 및 2.2400% 증가하는 것으로 나타났다. 중국의 총수출이 1% 증가하면 우리나라의 대중국 총수출, 소비재, 중간재 및 자본재 수출이 장기적으로 각각 1.0365%, 1.3932%, 0.7544% 및 1.6017% 증가한다. 위안화 가치상승은 중국의 수출을 감소시키는 것으로 나타났는데, 이는 위안화의 가치가 상승하면 우리나라의 중국에 대한 직접적인 수출은 증가하지만,

중국의 수출 감소에 따른 간접적인 효과로 중국에 대한 수출을 감소시키도록 작용하게 된다.

위안화 가치가 상승하면 제3국에 대한 중국의 수출은 감소하는데 감소 크기의 순서는 소비재, 중간 및 자본재이다. 도구변수법을 이용해서 추정하면 중국의 수출이 증가하면 우리나라의 해당국에 대한 소비재, 중간재 및 자본재의 수출이 감소하는 것으로 나타났다. 결국 위안화 가치의 상승이 제3국에 대한 우리나라의 소비재, 중간재 및 자본재 수출을 증가시키는 것으로 나타났는데 그중 소비재 수출이 가장 많이 증가되는 것으로 나타났다.

넷째, 위안화 가치가 상승하면 중국으로의 FDI 유입이 감소하는 것으로 나타났고 중국에 대한 FDI가 증가하면 한국으로의 FDI도 증가한다는 결과를 얻었다. 즉 중국으로의 FDI 유입이 우리나라로의 FDI 유입을 구축하지 않는다는 결과를 얻었다. 따라서 위안화 가치의 상승으로 중국에 대한 FDI 유입이 감소하면 우리나라로의 FDI 유입도 감소한다는 결과를 얻었다.

다섯째, 위안화 가치의 변동이 우리나라 주가에 미치는 효과는 매우 낮은 것으로 나타났다. 중국 주가가 우리나라 주가에 미치는 효과도 미미한 것으로 보인다. 예상된 것처럼 국내 주가는 미국의 주가에 의해서 크게 영향을 받는 것으로 나타났다.



## II. 정책 및 기업에 주는 시사점

이러한 제도 변화에 대한 실증분석 결과를 바탕으로 위안화의 가치 상승에 대해서 우리 경제는 효과적인 대응방안을 마련하여 대처할 필요가 있다. 이를 위해 먼저 중국이 세계경제에서 차지하고 있는 위상과 역할을 정확하게 파악할 필요가 있다.

첫째, 향후 중국의 국제경제에서 차지하는 비중이 더욱 확대될 전망이다. 중국경제가 우리에게 제공하는 기회는 최대한으로 활용하고 중국으로 인해 발생될 위험성은 가능한 최소화할 필요가 있다. 중국의 지속적인 고도성장과 소득증대는 결국 모든 면에서 세계적으로 ‘큰 시장’이 될 것임을 명백히 해준다 하겠다. 물론 지배적 정부 역할, 지역 불균형, 금융부문 낙후 등 고르지 않은 모습을 보이고 있으나 실물경제 규모의 팽창은 생산, 투자, 소비의 확장과 부수 서비스 산업에 대한 수요 증대로 이어질 것이다. 최근 중국의 임금상승, 산업 고부가가치화 노력 등으로 중국에 진출해 있는 많은 우리나라 기업들이 어려움을 겪고 있다. 이에 비교해서 2000년대 초까지 직접투자를 크게 줄였던 일본의 대중국 투자가 수년째 크게 늘고 있다. 이는 일본의 경우 중국의 고부가가치 산업 장려 정책의 물결에 능동적으로 대처하고 있는 증거로 보인다. 우리도 현재 진행 중인 중국에 진출 중인 저부가가치 기업의 축소 및 철수를 원만하게 마무리하여 차세대 대중국 전략을 추진하여야 한다.

둘째, 중국을 중심으로 발생한 국제적 생산 네트워크를 가능한 유리하게 활용할 필요가 있다. 즉 한국, 일본 및 대만이 중국이나 동남아시아 국가에 자본재와 중간재를 수출하고 중국이나 동남아시아 국가들은 이를 가공하여 미국 등에 수출하는 국제적 분업관

계를 우리 경제에 유리하도록 공고화하는 것이다. 현재 중국은 우리나라의 최대의 수출 대상국이고 중국에 대한 수출 중 소비재의 비중은 10% 정도로 낮고 자본재와 중간재가 40~50%를 차지하고 있는 구조에서 중국과 우리나라와의 비교우위의 현황을 파악할 수 있다. 이러한 관계로 인해 중국의 수출 증가는 우리나라의 수출을 구축하는 것이 아니라 오히려 증가시킨 것으로 작용하여 왔다. 저임금 등으로 향후 상당기간 동안 중국의 수출은 크게 신장할 것으로 보이는데, 이를 통해 우리 경제의 수출을 확대하기 위해서는 우리 기업의 중국기업에 대한 자본재와 중간재의 공급원으로서의 위치를 지속적으로 유지해야 할 것이다. 중국기업의 자본재와 중간재의 조달원으로서 우리 기업의 위상을 유지하는 것이 향후 우리 경제의 수출 확대를 결정할 가장 중요한 과제라고 생각된다. 산업정책과 같은 정부의 노력과 소득증대, 물가, 환율 등 경제환경 변화로 중국 산업의 모습도 과거와 달라질 것으로 예상된다. 따라서 중국이 필요로 하는 자본재나 중간재의 성격도 달라질 것이다. 이런 상황을 고려하면 계속해서 중국이 중요한 중간재 공급기지로 남아있기 위해서는 우리의 모습도 변모해야 할 것이다. 능동적인 대처가 따라야 가능한 일이다. 우리 정부와 기업 등 모든 경제주체는 핵심역량을 집중해서 이 과제를 해결해야 할 것이다.

셋째, 최근 성장동력으로 추진되고 있는 FDI 유치도 이러한 국제적 생산 네트워크를 활용하는 방향으로 시행되어야 할 것이다. 중국에 대한 FDI가 증가하면 한국으로의 FDI도 증가한다는 결과가 시사하는 점을 이용하여 우리 경제에 기여도가 높은 FDI 유치의 효율성을 제고해야 할 것이다. 특히 중국 산업구조의 고도화가 예상되는 상황에서 변화하는 수요를 충족시키기 위해 우리의 관련 산업도 고도화되고 다변화되어야 한다. 하지만 우리나라 기업

들의 역량만으로 이런 노력을 충분히 하는 것이 쉽지 않은 상황이다. 그렇기 때문에 다양한 분야의 선진 외국 기업들의 FDI가 더 필요해질 것이다. 물론 FDI 유입 확대는 투자 및 고용증대로 우리 경제 활성화에도 중요하게 기여할 것이기 때문에 유치에 적극 나서야 한다.

넷째, 중국은 외환보유고 해소 및 산업고도화 노력의 일환으로 해외 기업 M&A에도 더 적극성을 보일 전망이다. 아직까지 주로 산업자원 확보 등에 노력을 기울이고 있으나 우리나라의 쌍용차 인수와 같은 기술 확보를 위한 합병에도 관심이 높다. 중국보다 높은 수준의 기술보유국인 우리나라의 기업들에 대한 추가 M&A 시도 가능성도 무시할 수 없다. 앞으로 이런 노력이 본격화될 경우 어떻게 대처할 것인가에 대해 고민할 필요가 있다. 주요 기업에 대한 인수 시도가 있을 때 중국시장 규모를 배경으로 한 중국 경제의 협상력(bargaining power)은 상당하며, 우리 기업들의 중국 진출이 계속될 것이기 때문에 단순히 배타적으로 대응하기 어려울 것이다. 따라서 어떤 가이드라인을 따를 것인지에 대해 미리 생각해 둘 필요가 있다.

다섯째, 세계경제에서 중국의 역할 증대로 우리 경제에 대한 위험도가 증대되고 있는 이를 최소화하는 것이다. 먼저 위안화의 가치가 원화 가치에 미치는 영향력 증대의 문제이다. 본 연구에 의하면 동아시아 통화 중 원화 가치가 위안화 가치에 의해 가장 크게 영향을 받는 것으로 나타났다. 일반적으로 환율은 수출에 지대한 영향을 미치는 중요한 가격변수이다. 그런데 원화가 우리나라의 기초경제력보다는 위안화와 엔화의 가치에 의해서 결정되는 부분이 크게 된다면 우리 경제의 대내외 균형 유지에 애로요인으로 작용하게 될 것이다. 특히 2008년에도 위안화가 증폭 절상될 전망이어서 원화 환율 절상압력으로 작용할 전망이다. 특히 미국

서브프라임 부실문제 지속에 따른 국제경제 환경 악화가 진행되는 가운데 수출 둔화에 대한 우려가 높아가고 있다. 따라서 추가 환율 절상요인이 발생할 경우 이에 대처할 방안을 생각해 보아야 한다. 외환시장 개입을 통한 조정에는 한계가 있기 때문에 정책 금리조정까지도 고려해 볼 필요가 있다.

다음으로 중국의 거시경제의 불안으로 인한 중국의 주가와 금리의 변동성 확대가 우리 경제의 위험을 증대시키는 것이다. 본 연구에 의하면 아직까지는 위안화 가치와 중국 주가가 국내 주가에 미치는 효과가 미약한 것으로 나타났으나 막대한 중국의 경상수지흑자와 자본시장 개방 등으로 볼 때 국제금융시장에서 중국의 영향력은 향후 크게 확대될 전망이다. 중국에서 발생하는 국제금융시장의 위험도를 정확하게 파악하고 이에 대처할 방안을 마련하는 것이 향후 우리 기업의 리스크 관리에 주요한 과제가 될 것이다.

## 참고문헌

- 남수중, 「은행의 부실채권 처리와 국유기업 부실화 가능성-, 『차이나 리스크』, 전경련, 2006.
- 남수중·양평섭·최의현, 「중국의 금융체제 개혁과 향후 전망-, 『중국연구』, 제37권, 2006.
- 양평섭, 『중국의 대한국 공산품 수입결정요인에 관한 연구』, 한국외국어대학교 국제지역대학원 박사학위 논문, 2007.
- \_\_\_\_\_, 『중국의 외환관리제도』, 대외경제정책연구원, 1993
- 유재원·김태준, 「신흥시장국의 환율제도 선택: 쟁점 및 과제-, 『국제통상연구』 제7권 제1호, 2002.
- 이연호·허찬국, 『위안화 평가절상 가능성과 정책적 시사점: 정치경제학적 접근』, 한국경제연구원, 2004.
- 신성우, 「최근 중국의 외환제도 개편 현황-., 『외환국제금융 리뷰』 12월, 2005.
- 전경련 중국산업연구센터, 「중국기업의 해외투자 전략 분석-, 연구보고서 06-01, 2006.
- 한국은행, 「최근 중국의 위안화 절상 가속화 배경 및 전망-, 『해외경제정보』, 제2008-1호, 2008.
- \_\_\_\_\_, 『중국경제의 리스크와 정책과제』, 『한은조사연구』, 2007-14, 2007.
- 함정호 편저, 『한국경제의 선택 - 원화강세에 대응한 새로운 성장 패러다임의 모색』, 도서출판 해냄, 2003.

- 国家信息中心经济预测部宏观政策动向课题组(朱敏), 『2008年: 价格型货币政策将唱主角——2007年货币政策回顾及2008年预测-』, 国家信息中心, 2007.
- 唐建华, 『汇率制度选择: 理论争论, 发展趋势及其经济绩效比较-』, 『金融研究』, 2003年 第3期.
- 樊 纲, 『亚洲金融危机十年后的再反思——樊纲教授在北京大学的讲演-』, 『金融与保险』, 2007年 第9期.
- 范建军, 『警惕通胀和重估汇率政策对近十年货币政策的历史回顾-』, 『国研报告』, 第178号, 国家发展研究中心金融研究所, 2007.
- 谢百三·王黎明·卢高文, 『对当前经济运作中若干热点问题的思考-』, 『价格理论与实践』, 2007年 第5期.
- 余永定, 『现行汇率制度相对不透明, 应加大每日波幅-』, 『中国经济网』, 2005. 12. 12.
- \_\_\_, 『流动性过剩根源人民币小步缓升-』, 『经济观察报』, 4月 5号, 2007.
- 余 波, 『开放条件下人民币安排: 效率分析与制度取向-』, 『财经论丛』, 2001年 第7期.
- 易 纲, 『中国的货币, 银行和金融市场: 1984-1993』, 上海人民出版社, 1996.
- 李 成·姜 柳, 『当前汇率制度对货币政策影响的效应分析-』, 『上海金融』, 2007年 第3期.
- 李静萍, 『汇率制度选择及其经济绩效: 实证文献回顾-』, 『生产力研究』, 2005年 第12期.
- 林毅夫, 『关于人民币汇率问题的思考与政策建议-』, 『北京大学中国经济研究中心讨论稿系列』, No.C2007001, 2007.

- 张斌和何帆, 「货币升值的后果-基于中国经济特征事实的理论框架-, 『金融与保险』, 2006年 第9期.
- 张志超, 「人民币汇率政策的制度迁跃: 历史的视角-, 『经济发展论坛工作论文』, FED Working Papers Series, No.FC20050051, 2005.
- 郑建明·张海森, 「汇率制度外生性检验: 基于人民币实际有效汇率的分析-, 『经济发展论坛工作论文』, FED Working Papers Series, No.FC20070142, 2007.
- 丁志杰, 「从紧货币政策中的人民币汇率展望-, 『上海证券报』, 2008. 1. 22.
- 赵 辉·肖德均, 「中国汇率制度回顾, 发展与政策选择, 『深圳金融』, 2004年 第1期.
- 陈 平·王 曦, 『人民币汇率非均衡分析与汇率制度的宏观效率-, 『经济研究』, 2002年 第6期.
- 巴曙松, 「货币运行面临过剩流动性冲击-, 『中国金融网』, 2006. 5. 22.
- 胡 磊, 「人民币汇率制度与资本项目管制的“双退出战略”研究-, 『新金融』, 2007年 第3期.
- 国际通货研究所, 『过热する中国经济と 「3つの过剩」の原因』, Newsletter, 2007. 9. 28.
- Mizuho Research Institute, 『缓やかな引き締め下で続く中国经济の高成長と人民元の行方』, 总合研究所, 2007. 9. 25.
- Anderson, J., “The Complete RMB Handbook,” Third Edition, UBS Investment Research, *Asian Economic Perspective*, July 25, 2005.

- Asici, A. A, Nadezhda, I., and C. Wyplosz, "How to Exit from Fixed Exchange Rate Regimes," Discussion Paper Series No.5141, International Macroeconomics, Centre for Economic Policy Research, 2005.
- Bergsten, C. Fred, "The Chinese Exchange Rate and the US Economy," Testimony before the Hearing on the Treasury Department's Report to Congress, IIE, 2007.
- Berument, H. and M. Pasaogullari, "Effects of the real exchange rate on output and inflation: Evidence from Turkey," *The Developing Economies*, 2003, pp.401-435.
- Calvo, A. Guillermo and Frederic S. Mishikin, "The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Market Countries," *Journal of Economic Perspectives*, Vol.17, No.4, 2003.
- Calvo, A. Guillermo and Carmen M. Reinhart, "Fear of Floating," NBER Working Paper, No.7993, 2000.
- Chen, H., Lobo, B.J., and W.K. Wong, "Links between the Indian, US and Chinese Stock markets," Working paper, No.0602, National University of Singapore, 2006.
- Cheung, Yin-Wong, Menzie D. Chinn, and Eiji Fujii, "The overvaluation of Renminbi undervaluation," *Journal of International Money and Finance*, Vol.26, 2007, pp.762-785.
- Chinn, Menzie, and Eswar Prasad, "Medium-Term Determinants of Current Accounts in Industrial and Developing Countries: An Empirical Exploration," *Journal of International Economics*, Vol.59, 2003, pp.47-76.



- Chow, G. and C. Lawler, “A time series analysis of the Shanghai and New York stock price indices,” *Annals of Economics and Finance*, 4, 2003, pp.17-35.
- Chow, H.K., Y. Kim and W. Sun, “Characterizing exchange rate policy in East Asia: A reconsideration,” *Journal of Asian Economics*, 18, 2007, pp.448-465.
- Colavecchio, R. and M. Funke, “Volatility dependency across Asia-Pacific on-shore and off-shore US dollar futures markets,” Hamburg University, mimeo, 2007.
- Cooper, Rechard, “Exchange Rate Choices,” in Jane Sneddon Little and Giovanni P. Olivei (eds.), *Rethinking International Monetary System*, Federal Reserve Bank of Boston, Conference Series 43, 1999.
- Coudert, Virginie, and Cécile Couharde, “Real Equilibrium Exchange Rate in China,” CEPII Working Paper No.2005-01, 2005.
- Detragiache, Enrica, Ashoka Mody and Eisuke Okada, “Exits from Heavily Managed Exchange Rate Regimes,” IMF Working Paper, WP/05/39, 2005.
- Deutsche Bank Research, “Global champions in waiting: perspectives on China’s overseas direct investment,” *Current Issues China Special*, August 2006.
- Dunaway, Steven, and Xiangming Li, “Estimating China’s “Equilibrium” Exchange Rate,” IMF Working Paper, No.05/202, 2005.
- Dunaway, Lamin Leigh, and Xiangming Li, “How robust are Estimates of equilibrium real exchange rates: the case

- of China,” IMF Working Paper, No.06/220, 2006.
- Ehrmann, M., Fratzscher and R. Rigobon, “Stock, bonds, money and exchange rates: Measuring international financial transmission,” European Central Bank Working paper, No.452, 2005.
- Eichenbaum, Martin and Charles L. Evans, “Some Empirical Evidence on the Effects of Shocks to Monetary Policy on Exchange Rate,” *The Quarterly Journal of Economics*, Vol.110, November 1995.
- Eichengreen, B., “Kicking the Habit: Moving from Pegged Rates to Greater Exchange Flexibility,” *Economic Journal*, 109, 1999.
- Eichengreen, B., and M. Hatase, “Can a Rapidly-Growing Export-Oriented Economy Smoothly Exit an Exchange Rate Peg? Lessons for China from Japan’s High-Growth Era,” IMES Discussion Paper Series, Institute for Monetary and Economic Studies Bank of Japan, 2005.
- Eichengreen, B., Rhee, Y., and H. Tong, “China and the exports of other Asian countries,” *Review of World Economics*, 143, 2007, pp.210-225.
- Eichengreen, B., and H. Tong, “Is China’s FDI coming at the expense of other countries?,” *Journal of Japanese and International Economies*, 21, 2007, pp.153-172.
- Frankel, J.A., “No Single Currency Regime Is Right for All Countries or At All Times,” NBER Working Paper, No.7338, 1999.
- \_\_\_, “On the Renminbi: the choice between adjustments un-

- der a fixed exchange rate and adjustments under a flexible rate,” NBER Working Paper, No.11274, 2004.
- \_\_\_, “Mundell-Fleming lecture: Contractionary currency crashes in developing countries,” IMF Staff Paper, 52, 2005, pp.149-192.
- Frankel, J.A. and S.J. Wei, “Yen Bloc or Dollar Bloc? Exchange Rate Policies of the East Asian Countries,” in Takatoshi Ito and Anne Krueger (eds), *Macroeconomic Linkage: Savings, Exchange Rates, and Capital Flows*, Chicago: University of Chicago, 1994.
- Funke, M. and J. Rahn, “Just how undervalued is the Chinese Renminbi?,” *The World Economy*, 28, 2005, pp.465-489.
- Gao, haihong, “Real Exchange Rate in China: A Long-run Perspective,” *China & World Economy*, Vol.14 No.4 July-Aug. 2006
- Goldstein, Morris, “Adjusting China’s Exchange Rate Policies,” IMF Seminar in China, May 26-27, 2004.
- Goldstein, Morris and N. Lardy, “China Exchange Rate Policy: An Overview of Some Key Issues,” Prepared for Conference on China Exchange Rate Policy Peterson Institute for International Economics, Oct. 19, 2007.
- Goodfriend, Marvin and Eswar Prasad, “A framework for Independent Monetary policy in China,” IMF Working Paper, 06-111, 2006.
- Greenaway, D., Mahabir, A. and C. Miller, “Has China displaced other Asian countries’ exports?,” Levenhulme center for research on globalisation and economic policy,

- Nottingham University, Research Paper, No.2006/21, 2006.
- Guo, Jinrong, "China's Exchange Rate System Reform and the Trend of Renminbi Exchange Rate," Oct. 24, 2002.
- Haque, N., H.M. Pesaran, and S. Sharma, "Neglecting Heterogeneity and Dynamics in Cross-Country Savings Regressions," IMF Working Paper, No.99/128, 1999.
- Hausman, R., U. Panizza and E. Stein, "Why Do Countries Float the Way They Float," *Journal of Development Economics*, 66, 2001.
- Holden, Paul, Merle Holden and Esther C. Suss, "The Determinants of Exchange Rate Flexibility: Empirical Investigation," *Review of Economics and Statistics*, 61, 1979.
- HSBC, "China Economic Insight: Top macro and policy trends in 2008," Global Research, 2008.
- Hsing, Y. and W.J. Hsieh, "Impacts of monetary, fiscal and exchange rate policies on output in China: a VAR approach," *Economics of Planning*, 37, 2005, pp.125-139.
- Hu, Fred, "A Floating Currency Would Be Good for China," *Financial Times*, May 28, 2003.
- Ingves, Stefan, "From Fixed to Float: Operational Aspects of Moving Toward Exchange Rate Flexibility," IMF, Nov. 19, 2004.
- Jin, Zhongxia, "The Dynamics of Real Interest Rates, Real Exchange Rates and the Balance of Payments in China 1980-2002," IMF Working Paper, WP/03/67, 2003.

- Kamin, S.B. and H.R. John, "Output and the real exchange in the developing countries: An application to Mexico," *Journal of Development Economics*, 61, 2000, pp.85-109.
- King, G., Sentana, E. and S. Wadhvani, "Volatility and links between national stock markets," *Econometrica*, 62, 1994, pp.901-934.
- Krugman, Paul, "The External Triangle," mimeo, MIT, 1998.
- Lee, J., G.M. Milesi-Ferretti, L. Ricci, and S. Jayanthi, "Equilibrium Real Exchange Rates: Estimates for Industrial Countries and Emerging Markets," unpublished, IMF, 2005.
- Levy-Yeyati Eduardo and Federico Surzenegger, "Clarifying Exchange Rate Regimes: Deeds vs. Words," mimeo, Universidad Torcuat Di Tella, 2000.
- Li, H., "International linkages of the Chinese stock exchanges: a multivariate GRACH analysis," *Applied Financial Economics*, 17, 2007, pp.285-297.
- Lin, W., Engle, R.F., and T. Ito, "Do bulls and bears move across borders? International transmission of stock returns and volatility," *Review of Financial Studies*, 7, 1994, pp.507-538.
- Masson, Pual, "Exchange Rate Regimes Transitions," *Journal of Development Economics*, 64, 2001.
- McKinnon, Ronald and Gunther Schnable, "China: A Stabilizing or Deflationary Influence in East Asia?: The Problem of Conflicted Virtue," 6th Annual Conference on International Economics, UCSC, Oct. 2003.

- Mehrotra, A.N., "Exchange and interest rate channels during a deflationary era: evidence from Japan, Hong Kong and China," *Journal of Comparative Economics*, 35, 2007, pp.188-210.
- Moreno, R., "Depreciations and recessions in East Asia," *Federal Reserve Bank of San Francisco Review*, 3, 1999, pp.27-40.
- Obstfeld, Maurice and Kenneth Rogoff, "The Mirage of Fixed Exchange Rates," *Journal of Economics Perspectives*, 9, 1996.
- Pesaran, M.H. and Y.C. Shin, "Generalised impulse response analysis in linear multivariate models," *Economics Letters*, 58, 1989, pp.17-29.
- Poirson, Helene, "How Do Countries Choose Their Exchange Rate Regime?," IMF Working Paper, 01/46, 2001.
- Prasad, Eswar, Thomase Rumbaugh and Qing Wang, "Putting the Cart Before the Horse? Capital Account Liberalization and Exchange Rate Flexibility in China," IMF Policy Discussion Paper, Jan. 2005.
- Rheinhardt, Carmen M., "The Mirage of Floating Exchange Rates," *AEA Papers and Proceedings*, May 2000.
- Robobank International, "Only slight pick-up in pace of CNY appreciation," Financial Market Research, 05. Feb. 2007.
- Truman, M. Edwin, "The Management of China's International Reserves: China and a SWF Scoreboard," Paper Prepared for Conference on China's Exchange Rate Policy by Peterson Institute for International Economics,

October 19, 2007.

- Shi, J., "Are currency appreciation contractionary in China," NBER Working Paper, No.12551, 2006.
- Shu, C., Chow, N. and J. Chan, "Impact of the Renminbi rate on Asian currencies," *China Economic Issues*, No.3/07, Hong Kong Monetary Authority, 2007.
- Wang, T., "Exchange rate dynamics," China's growth and integration into the world economy: Prospects and challenges, ed. by Eswar Prasad, IMF Occasional paper, 232, 2004.
- Williamson, John, "A Currency Basket for East Asia, Not Just China," Policy Briefs in IIE, No.PB05-1, 2005.
- , "The Choice of Exchange Rate Regime: The Relevance of International Experience to China's Decision," Outline of a lecture, 2004.
- Yam, J., "Political pressure on the Renminbi exchange rate," Viewpoint, Hong Kong Monetary Authority, 2007.
- Yu, yongding, "Ten years after the Asian financial crisis: The fragility and strength of China's financial system," *IDS Bulletin*, 38, No.4, 2007.