

KERI Brief

중국과 소로스 통화전쟁의 배경과 전망 및 한국의 대응전략

오정근

건국대 금융IT학과 특임교수
한국경제연구원 초빙연구위원
(joh@keri.org)

1. 배경

헤지펀드계의 전설적인 대부 조지 소로스가 연초 다보스포럼에서 중국의 경착륙 가능성을 언급하면서 아시아통화 절하에 배팅했다고 밝힌 후 중국 인민일보와 신화통신이 소로스를 최근 급락하고 있는 위안화 환투기세력의 배후 주범으로 지목하고 그의 배팅은 성공할 수 없을 것이라고 정면으로 비판하고 나섰다. 1월 12일에는 홍콩에서 하루짜리 홍콩은행간 금리(HIBOR)가 66.82%로 급등하기도 했다. 이는 중국당국이 투기세력이 홍콩시장에서 위안화약세를 이끌고 있다고 판단하고 위안화를 매입하고 달러를 매도해 위안화자금이 부족해진 데 따른 결과였다. 이 밖에 달러의 해외유출을 억제하는 조치들을 도입하고 최근에는 외환보유액 달러를 당장 소진하지 않기 위해 선물환을 이용해 외환시

장에 개입하고 있다는 보도도 나오고 있다.

월가의 큰 손 중 하나인 카일 바스가 이끄는 헤이먼캐피탈매니지먼트는 주식과 채권·원자재 등의 자산을 모두 팔아 조달한 자금의 85% 가량을 위안화와 홍콩 달러의 가치 하락에 풀 베팅하고 나섰다. 카일 바스는 10년 전 3조 달러였던 중국 시중은행의 자산규모가 34조 5천억 달러로 열배 정도 불어났는데 이 중 10%만 부실이라고 가정할 경우 부실규모는 3조 5천억 달러로 미국 서브프라임 부실규모 6,500억 달러의 5배 수준으로 국제금융시장에 메가톤급 파장을 몰고 올 것으로 전망하고 인민은행이 이들 은행에 대한 국제금융에 나서게 되면 위안화 약세를 피할 수 없어 앞으로 3년 안에 위안화 가치가 40% 정도 떨어질 것이라고 분석하고 있다. 중국과 헤지펀드 간에 일대 전면전이 붙었다. 이러

한 중국과 소로스 등 헤지펀드들 간에 벌어지고 있는 전면전은 그렇지 않아도 경착륙 가능성이 대두되고 있는 중국경제의 문제점을 환기시켜 준 계기로 비화되고 있는 모습이다.

심지어는 미국금리인상이 미국경제의 여건에 따른 것이지만 미국금리인상과 그에 따른 중국의 자금유출이 미국 중심의 환태평양경제동반자협정(TPP)에 대응한 중국의 역내포괄적 경제동반자협정(RECP), 아시아개발은행(ADB)에 대응한 중국 주도의 아시아인프라투자은행(AIIB), 세계은행에 대응한 신개발은행(NDB), 국제통화기금(IMF)에 대응한 긴급외환보유기금(CRA) 구상, 위안화의 아시아지역통화화 추진 등 전후 미국중심의 국제통상 통화금융질서에 대응해 중국 중심의 새로운 통상 통화금융질서를 구축하고자 하는 중국의 도전에 대한 미국의 대응전략이라는 분석도 조심스럽게 제기되고 있다. 1980년대 일본이 융성하면서 당시로서는 천문학적인 외환보유액을 축적하고 미국자산을 매입해 가면서 언제 일본이 미국을 능가할 것인가가 국제경제계의 화두가 되고 있을 때 1985년 플라자 협정이라는 주요5개국(G5)의 외환시장 협조개입으로 한방에 융성하던 일본을 '잃어버린 20년'으로 추락시킨 미국의 전략마저 상기하게 하고 있다.

핵심은 환율이다. 중국은 1994년 1월 위안/달러 환율을 5.8210위안에서 8.7219위안으로 대폭 평가절하했다. 덩샤오핑의 개혁개방에도 불구하고 지지부진하던 성장률은 그 후 수출이 호조를 보이면서 10% 수준의 고성장을 지속하기 시작했다. 그러나 이에 대응해 일본은 1995년부터 엔화 절하를 시작했고 이는 글로벌 시장에서 일본제품과 경합관계에 있던 동아시아국가들의 수출가격경쟁력을 떨어뜨려 수출둔화를 초래해 1997년 동아시아금융위기로 연결되었다.

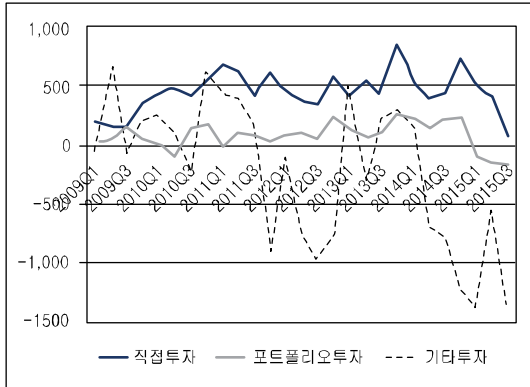
고투자 고수출 고성장 지속으로 4조 달러에 육박하는 천문학적 외환보유액을 쌓으며 주요 2개국(G2)로 등극하는 등 자신감이 붙은 중국은 2005년부터는 고정환율제도를 다소 유연한 관리변동환율 제도로 바꾸었다. 그 후 위안화는 절상을 지속했다. 이는 계속되는 자본유입이 주요 원인이지만 무엇보다도 위안화를 국제화시켜 아시아지역통화로 육성하고자 하는 중국의 야심찬 전략에 의한 것이었다. 인접국과 위안화 통화스왑 확대, 역외위안화허브 육성 등 다양한 위안화 국제화정책도 추진되었다. 그러나 위안화 절상은 중국의 수출둔화를 초래했다. 특히 2012년 이후 일본에서는 엔화절하를 통해 장기디플레이션을 탈출하고자 하는 아베노믹스가 시작돼 위안화는 2012년 7월 이후 엔화에 대해 45% 절상되면서 수출에 직격탄이 되었다.

2015년 글로벌 침체로 대부분의 국가가 수출감소를 겪고 있는 가운데서도 일본은 수출이 달러기준 1.3%, 엔화기준 4.8% 증가한데 비해 중국은 2.8% 감소했다. 그 결과 중국은 성장률 7% 방어선마저 무너지고 고수출 고성장을 예상하고 투자해 온 제조업은 가동률이 50%대까지 하락하고 주택도 초과공급이 누적되는 등 건설도 몸살을 앓게 되었다. 이러한 과잉투자는 기업부실을 증가시키고 다시 금융부실로 비화돼 부실여신비율이 증가하고 있다. 오랜 고성장으로 임금도 급상승해 수출가격경쟁력을 떨어뜨리고 있다. 급기야 당장 급한 불을 끄기 위해 위안화국제화는 잠시 뒤로 미루고 작년 8월 위안화 4.6% 평가절하를 전격 단행하고 금년부터는 강세를 보이고 있는 달러에 페그돼 있던 환율제도도 바스켓환율제도로 바꾸어 위안화 절하를 추진하기에 이르렀다. 이러한 중국의 정책은 그렇지 않아도 미국금리 인상으로 약세가 예상되던 위안화 절하에 불을 당기는 역할을 했다.

마침내 중국에서 자본이 유출되기 시작한 것이

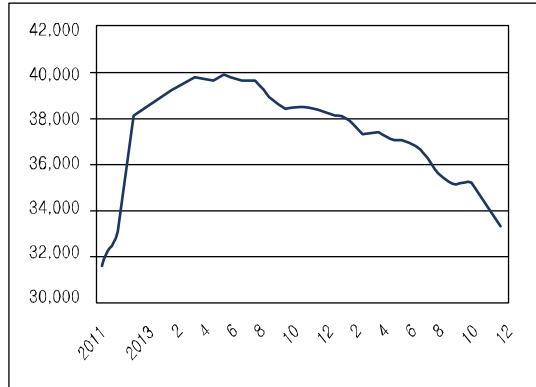
중국의 투자수지 동향

(단위: 억 달러)



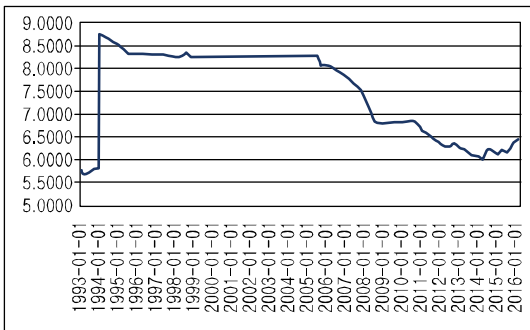
외환보유액

(단위: 억 달러)



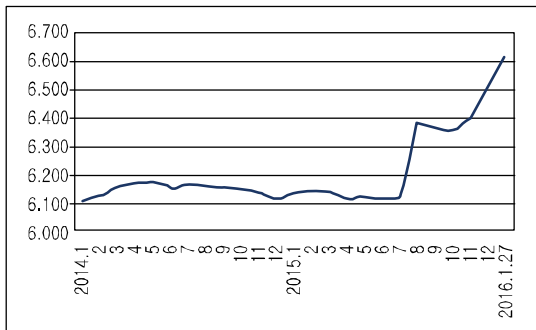
자료: 중국 국가외환관리국

위안/달러



자료: 한국은행

위안/달러 환율



다. 수출감소 가동률하락 기업수익악화로 주가가 급락하는 가운데 위안화 가치도 하락해 환차손마저 우려되니 자본유출은 더욱 가속화되기 시작했다. 기업부실 증가로 외국금융기관대출 회수는 2014년 중반부터 시작해 작년 중반부터는 가속화되는 모습을 보이고 있다. 작년 중반부터는 포트폴리오투자와 직접투자도 감소세로 돌아섰다. 그 결과 2014년 6월 3조 9,932억 달러까지 달했던 외환보유액도 줄기 시작해 최근 들어서는 월 1,000~1,100억 달러씩 감소해 금년 1월 말에는 3조 2,309억 달러까지

급감했다.

이렇게 되면 누가 봐도 위안화 약세는 명약관화한 것이다. 수출만 증가할 정도로 통화 가치가 적절히 절하되면 얼마나 좋겠는가. 그러나 헤지펀드 등 투기세력이 이 기회를 놓칠 리가 없다. 헤지펀드뿐만 아니다. 일반 투자자들도 주가도 하락하고 환차손도 우려되는 국가의 시장에서 돈을 빼서 환차익이 예상되는 국가에 투자하는 것은 당연한 것이다. 다만 헤지펀드는 가치하락이 예상되는 통화를 빌려

서 나중에 더 하락하면 값고 빠지는 공매도를 통해 더 큰 이익을 취하기 위해 보다 공격적인 투자를 하는 점이 다르다. 예를 들어 지금 달러당 6.6위안인 위안화를 100달러에 상당하는 660위안어치를 빌려서 위안화를 공격적으로 매도해 위안화 환율이 달러당 8.0 위안으로 위안화 가치가 떨어졌다고 하자. 이제는 같은 100달러면 800위안을 살 수가 있다. 빌렸던 660위안을 값고도 140위안이 남는 것이다. 중국은 외환거래를 상당히 통제해 오고 있지만 그동안 역외위안화허브 등 공매도 여건이 상당히 조성된 것으로 보인다. 통화국제화와 경제안정의 동시 달성이 얼마나 힘든 것인지를 여실히 보여주고 있다.

헤지펀드가 가세하면 통화가치 하락이 계획했던 것 보다 더 크고 빠르게 하락해 외채를 빌린 기업의 외채원리금 상환부담이 급증해 기업부도가 증가하고 물가도 상승하는 등 상황이 악화된다. 이런 현상을 막기 위해 중앙은행은 보유 달러를 풀어 자국 통화가치의 급락을 막고자 중앙은행과 헤지펀드 간의 싸움이 시작되는 것이다. 그러나 1992년 영국, 스웨덴, 이태리, 1997년 태국 등 대부분의 경우 중앙은행이 이기는 경우는 드물다. 전세계적으로 헤지펀드 규모가 약 2조 달러 규모로 막대할 뿐만 아니라 일단 헤지펀드가 움직이면 하루에만 거래액이 약 5~6조 달러에 달하는 방대한 외환시장의 투자자들도 상당수가 동조하기 때문이다.

헤지펀드는 그냥 들어가는 것이 아니다. 기업가 동률 저조 등 경제상황이 수출증가를 위해 통화가치를 절하하지 않을 수 없는 여건인데도 불구하고 공격적인 환율제도나 불투명한 환율운동 등으로 통화가치가 고평가되어 있는 국가의 통화가치 하락에 배팅하는 것이다. 따라서 헤지펀드의 공격을 받지 않기 위해서는 거시경제를 튼튼하게 운용해 통화가치가 절하되지 않으면 안되는 여건을 만들지 않아

야 하고 환율이 가능한 한 시장상황이 반영되도록 신중적으로 운용해 통화가치가 고평가되지 않도록 해야 한다. 중국은 이러한 상황에 적절히 대응하지 못함으로써 이제 엄청난 시험대에 들어섰다.

II. 전망과 대응전략

중국의 문제는 기본적으로는 한편으로는 과잉투자, 다른 한편 위안화국제화를 위한 위안화 가치 절상이라는 서로 모순된 두 정책을 추진해 온데서 비롯되었다. 과잉투자로 가동율이 50%대까지 하락하면서 기업부실과 금융부실이 증가하자 수출증가를 위해 위안화 가치를 절하하지 않을 수 없게 되었다. 기업부실로 주가도 하락하는데 환차손마저 우려되니 투자자들이 돈을 빼가는 속에서 헤지펀드들의 공격까지 가세하고 있는 형국이다.

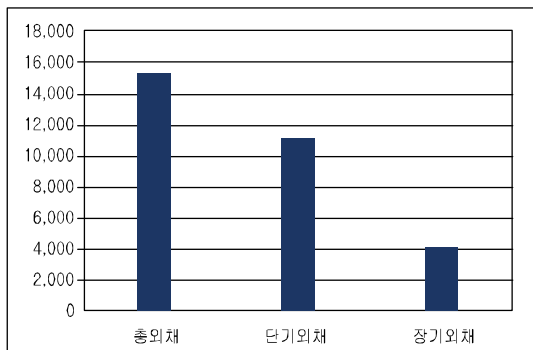
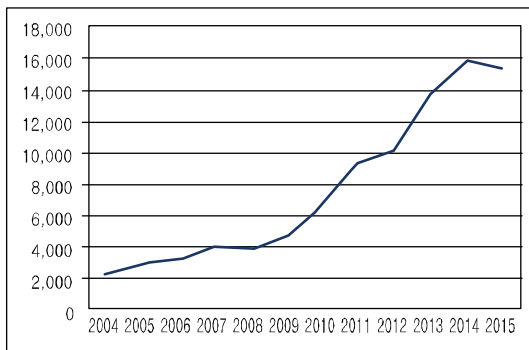
중국은 그동안 과잉투자를 하는 과정에서 외채도 기하급수적으로 증가했다. 2008년 말에만 해도 4,000억 달러였던 중국의 외채가 미국이 양적 완화를 시작해 초저금리가 시작된 2009년부터 급증하기 시작해 2015년 9월말에는 1조 5,298억 달러까지 급증했다. 이는 11조 2,850억 달러로 추정되는 중국 GDP의 13.6% 수준이다. 문제는 이 중 70%인 1조 1,200억 달러가 만기 1년 미만의 단기외채이고 이 단기외채는 대부분 금융기관과 기업들이 차입하

고 있다는 점이다. 위안/달러 환율이 올라가면 이들 금융기관과 기업의 위안화 기준 외채원리금 상환부담이 급증할 전망이다. 최근 다보스포럼에서 하바드대 로고프교수가 새로운 위기의 징후인 글로벌 부채사이클의 마지막 단계에 이르고 있다는 점이 시사하는 바 크다.

더욱이 금년 1월말 외환보유액이 3조 2,309억 달러에 달하지만 외채가 만만치 않은 가운데 단기외채 비율이 높고 투자자금의 유출로 외환보유액이 급감하고 있다는 점이 우려된다. 만약 중국경제의 경착륙 가능성이 높아지면서 만기연장이 안되는 경우에는 단기외채, 장기외채 중 1년 내 만기도래분(장기외채 30% 가정), 외국인주식투자 유출분(외국인주식보유액 30% 가정), 국제통화기금(IMF) 기준 경상수입액 30%를 합하고 여기에 경상수지 흑자 예상분 1,500억 달러를 제하면 약 1조 6천억 달러가 필요하다는 계산이 나온다. 이 외채에는 홍콩 마카오는 포함돼 있지 않으므로 이 부분까지 고려하면 대략 1조 7천억 달러 정도는 필요할 것으로 추정된다. 이외에도 중국 해외법인들의 현지차입도 적지 않은 규모일 것으로 추정된다. 그런데 현재 매달

총외채

(단위: 억 달러)



자료: 중국 국가외환관리국

외환보유액

(단위: 억 달러)

	외환보유액	
2015. 12	33,300	
2016. 6 (추정)	27,300	월 1,000억 달러 유출 가정
2016. 12 (추정)	21,300	
2017. 6 (추정)	15,300	

소요외환보유 추정액

(단위: 억 달러)

단기외채(2015. 3분기 말)	11,194	
만기1년 미만 장기외채	1,200	장기외채 30% 가정
외국인보유주식 유출 규모	300	보유액 30% 유출 가정
수입(2015) 30%	5,030	IMF 기준
경상수지(2016) 전망(-요인)	1,500	
소요외환보유 추정액	16,224	

자료: 중국 국가외환관리국 자료를 이용해 추정

거의 천억 달러 정도로 외환보유액이 감소하고 있다. 이 경우 대략 금년 말 경이면 외환보유액이 2조 천억 달러, 내년 1조 5천억 달러 수준이 될 것으로 추정해 볼 수 있다. 헤지펀드의 가세로 유출규모와 속도가 더 가팔라 질 가능성도 있으므로 금년 말이나 내년 초 경 중국의 외환사정이 상당히 어려운 국면에 진입할 가능성마저 예상된다.

중국의 위기는 당장 동아시아로 전염됨은 물론 전세계적인 위기로 비화될 우려도 적지 않다. 당장 적절한 대응이 긴급하다. 어떻게 대응해야 하나. 중국은 최근 월 2~300억 달러 규모의 외국투자기업 이익송금을 제한하기 시작했다는 보도다. 자본통제의 초기단계로 보여진다. 그러나 이 정도로는 어렵 없는 수준이다. 당장 외국금융기관들의 대출회수가 가파르게 진행되고 있고 주식 채권 등 포트폴리오 투자회수도 상당한 규모로 이루어지고 있다. 여기에 내국인들의 해외포트폴리오투자, 해외대출도 증가하고 있다.

1단계로 손쉬운 조치는 내국인들의 과도한 해외 포트폴리오투자, 해외대출을 규제하는 조치가 가능할 것이다. 이 부분을 그대로 두면 2~3년 후 미국금리 인상이 어느 정도 이루어져 달러 약세 위안화 강세로 돌아설 때 환차손으로 투자자들은 물론 자금을 빌려준 금융기관들의 부실로 1980년 후반 일 본처럼 엄청난 후유증에 직면할 수도 있다. 벌써부터 위안화 절하 중단을 위한 제2플라자 합의가 필요하다는 주장이 나오고 있는 점에 주목해야 한다. 2단계는 단기자금 유출에 대해서 거시건전성 규제 차원에서 세금을 부과해 과도한 단기자금 유출을 억제하는 조치다. 이런 거시건전성 차원의 세금부과는 주요 20국(G20) 회의 등에서 논의해 볼 수도 있을 것이다. 그래도 부족하면 3단계로 단기자금 유출을 일정 기간 통제하는 자본통제조치를 검토해 볼 수 있을 것이다. 그러나 이 경우 중국이 야심차게 추진해 온 위안화 국제화가 상당부분 후퇴하는 것은 불가피하다.

보다 근본적으로는 자본유출을 초래하고 있는 주가하락과 위안화 절하 필요성의 원천이 되고 있는 제조업과 건설부문의 가동률을 위안화 절하가 아닌 방법으로 제고하는 방법이 최선이다. 일차적으로는 중국과 한국은 일본의 아베노믹스에 따른 과도한 엔화절하로 수출감소 기업부실 증가 등 엄청난 타격을 입고 있으므로 한중일 거시경제조정대화 채널 등을 통해 한중일이 공동대처하는 협력이 필요하다. 이런 와중에 일본은 금리를 마이너스 수준까지 내렸다. 중일경제협의회체만으로는 부족하다. 한중일경제협의회체로 확대하는 것이 중국은 물론 동북아의 경제안정을 위해 긴요하다. 다음으로는 중국의 제조업과 건설의 과잉부분을 중국 중서부개발에 투입하는 전략이다. 중국판 뉴딜정책이다. 베트남특수가 끝난 후 유희장비로 고민하던 당시 한국의 건설업체들이 중동건설에 뛰어들면서 해결했던 것과 유사한 전략이다. 이미 설립된 아시아인프라투자은행(AIIB)을 조속히 가동해 국제금융시장에서 채권을 발행해 재원을 마련해 활용할 수도 있을 것이다. 그래도 남은 것으로 추정되는 과도한 과잉부분은 1980년대 후반 한국의 산업합리화조치처럼 구조조정을 통해 합리화하는 것이 최선이다. 전환기의 고통에 직면한 중국이 위기 없이 잘 넘어가는 것이 중국은 물론 동아시아경제안정을 위해 중요함은 두말 할 필요가 없다.

III. 한국의 대응전략

수출의 25%를 중국으로 보내고 있고 막대한 직접투자를 하고 있는 등 대중국 의존도가 높은 한국에게 중국의 위기는 남의 위기가 아니다. 한중경제 협의체를 신설해 공동대처할 부분은 공동대처하고 만약의 경우를 대비해 한국도 컨틴전시플랜을 마련하는 동시에 한국도 헤지펀드의 공격대상이 되지 않도록 거시경제안정, 환율안정, 외화유동성 확보 등 만반의 대비를 강구해야 한다.

첫째, 금리와 환율은 일본의 마이너스 금리와 양적 완화 통화정책, 그에 따른 엔/달러 환율 움직임 및 중국 위안/달러 환율 움직임에 대응해 원/달러 환율이 한국의 수출가격 경쟁력을 더 이상 훼손되지 않음은 물론 다소 회복되는 수준으로 신축적으로 운용하되, 원화가치가 급락하는 경우에는 환차손을 우려한 자본유출이 확대될 우려가 있으므로 자본유출 동향을 면밀히 모니터링하면서 대응해야 한다. 즉 수출가격경쟁력과 자본유출 간의 절묘한 적정 환율수준을 유지해야 한다.

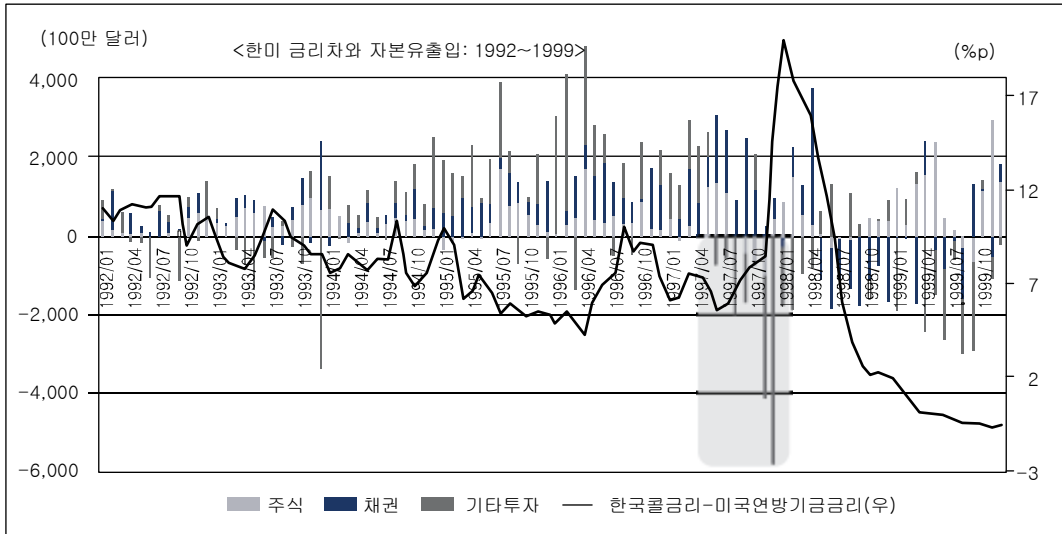
한국은 현재 달러 엔 위안 환율을 동시에 고려해야 하는 통화샌드위치 상황에서 암묵적으로 바스켓에 페그된 신축적 관리변동식 환율운용이 불가피하다. 이는 최근 미국경제학회에서 한국경제연구원과 아시아금융학회가 공동주최한 라운드테이블 세미나에서 배리 아이첸그린(Barry Eichengreen) 조수아 아이젠만(Josuha Aizenman) 톰 윌렛(Tom Willet) 교수가 이구동성으로 권고한 정책이기도 하다. 즉 달러 엔 위안 환율을 동시에 고려한 균형환율 또는 적정환율 수준을 주기적으로 추정하고 그 일정 밴드 범위 내에서 시장환율이 움직이도록 하는 일종의 BBC(Basket Band Crawling) 환율운용이다. 잘못 운용하다가는 엔화 위안화에 대해 원화가 고평

가되어 추락하고 있는 수출의 가격경쟁력이 더욱 악화돼 큰 위기에 직면할 우려가 있다. 그러나 만약 자본유출이 과도하게 이루어질 경우에는 주요 20국(G20)에서 합의한 “자본이동관리원칙”(2011) 등 국제적 컨센서스 범위 내에서 유출단기자본에 대해 세금을 부과하는 등 거시건전성 차원의 규제를 도입할 필요가 있다. 그래도 안되면 금리인상을 검토해야 할 수밖에 없다.

둘째, 한국의 외환보유액이 넉넉한 수준이 아니다. 특히 주로 외국금융기관의 대금융기관대출이 회수되었던 1997년, 금융기관대출회수와 주식투자자금유출이 있었던 2008년과 달리 2012년 이후에는 금융기관대출회수와 채권투자자금 유출, 주식투자자금유출이 동시에 이루어지고 있어 더욱 주의를 요하게 하고 있다. 이런 현상이 미국금리인상 기간 등을 고려해 보면 최소한 2년 정도는 지속될 것으로 예상하고 외화유동성을 확보하는데 주력하고 한일 한미 통화스왑 등 2선외화유동성 확보에도 노력해야 한다.

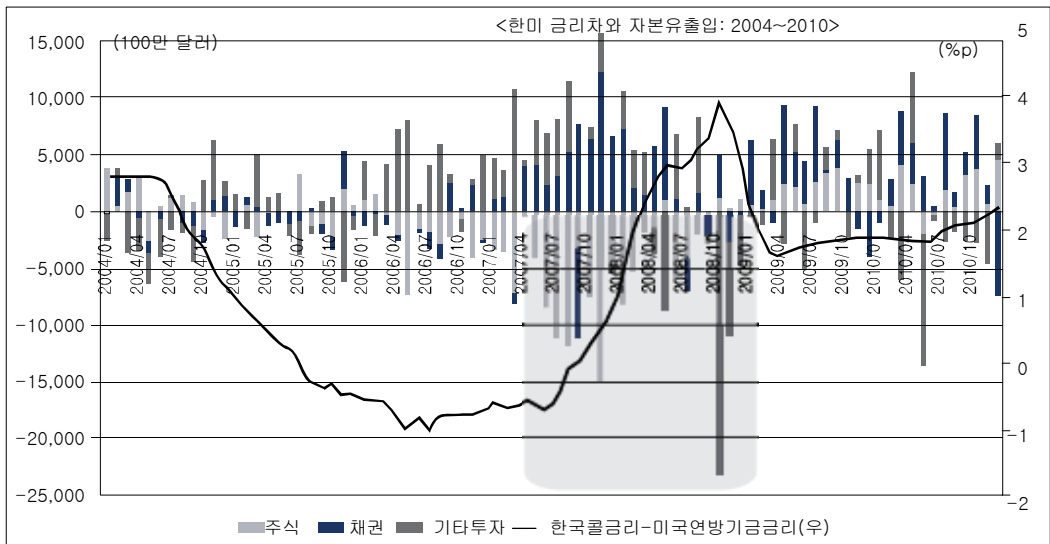
셋째, 구조개혁과 규제혁파로 투자환경을 개선해 내외국인투자가 활성화되고 금융 의료 교육 관광 전시회의(MICE) 컨설팅 디자인 등 고부가가치 서비스산업이 육성되어 내수를 활성화해 과도한 수출의존도를 줄이고 수입급락에 따른 불황형 흑자로 인한 원화가치 절상압력을 줄이는 동시에 부실이 증가하고 있는 부실기업의 구조조정과 신성장동력 확충을 위한 핵심역량위주의 사업재편을 신속히 추진해 기업수익 개선으로 추가 급락을 방지해 외국인투자자금의 유출유인을 줄여야 한다.

〈1997년 위기 전후 외국인자금유출입 추이〉



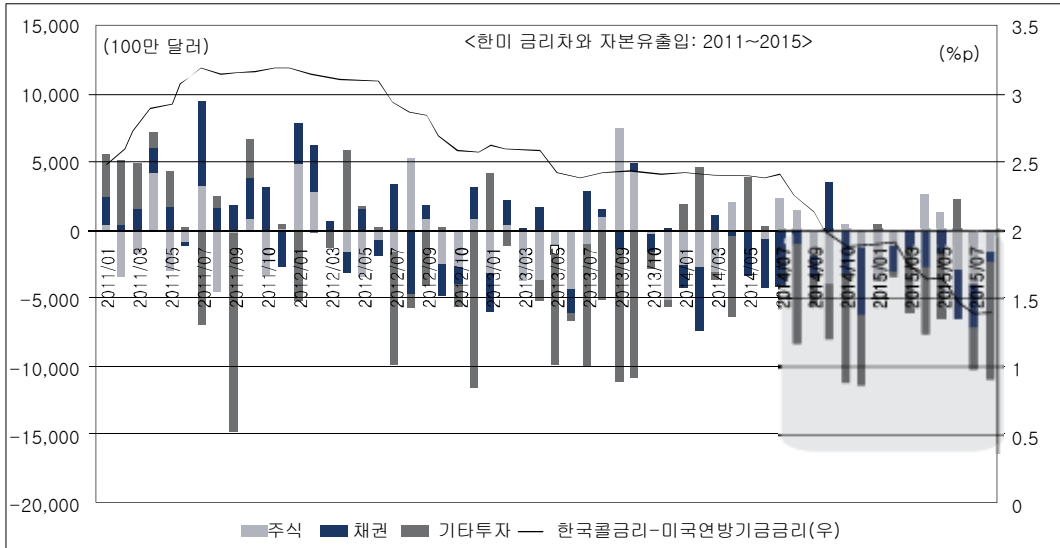
자료: 한국은행

〈2008년 위기 전후 외국인자금유출입 추이〉



자료: 한국은행

<2012년 이후 외국인자금유출입 추이>

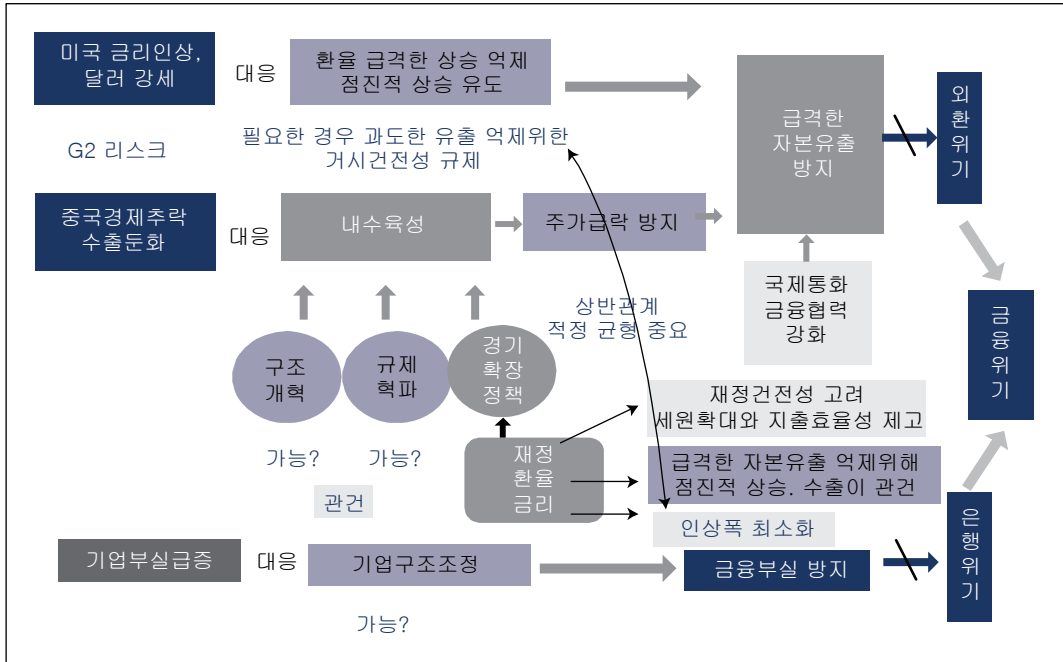


자료: 한국은행

넷째, 동아시아 역내에서는 일본의 마이너스금리 도입과 양적 완화 정책, 중국의 위안화 절하 정책 등 한중일 간 거시정책조율이 안되고 각자도생식의 정책추진으로 역내 금융시장불안이 계속되고 있다. 조속히 실효성 있는 한중일 거시정책조정기구, 통화금융협력기구 등 협력체제를 강화해야 한다. 이런 점에서 최근 대두된 한국이 제외된 증일경제협의체에 한국이 참여하도록 해야 한다.

다섯째, 환율정책은 상대가 있는 정책이다. 환율 정책, 동아시아역내 협력 강화 등 관련 정책들이 원활하게 추진되기 위해서 국제금융외교를 강화해야 함은 두 말할 필요가 없다.

〈정책대응방향〉



keri 한국경제연구원

발행일 2016년 4월 22일 | 발행인 권태신 | 발행처 한국경제연구원 | 주소 서울시 영등포구 여의대로 24 FKI타워 45층 | 전화 3771-0060 | 팩스 785-0270-3