

중국의 자본항목 자유태환과 위안화 국제화 연구

남수중 교수(공주대학교)

<목차>

- I. 서론
- II. 중국 자본항목 자유태환의 진전 내용과 의미
- III. 중국 자본항목 자유태환과 위안화 국제화의 관계
- IV. 실증분석
- V. 전망 및 결론

I. 서론

중국 경제의 성장과 아시아 역내 경제권에서의 영향력 확대에 따라 위안화의 국제적 영향력도 증가하고 있다. 이에 따라 위안화가 국제통화로서 어느 정도의 잠재력을 가지고 있는지에 대한 관심이 고조되고 있다.

중국은 글로벌 금융위기를 전후하여 G2로 부상하는 등 국제정치·경제적 위상이 크게 높아졌다. 2009년 중국의 구매력 기준 GDP 비중은 세계 GDP의 12.5%를 차지하였으며 2010년에는 명목GDP로도 미국에 이어 두 번째의 경제규모로 성장했다. 또한 지난 10년간(2000~2009) 세계경제성장에 대한 기여율은 20.8%로 가장 높았으며 수출 역시 세계전체 수출의 9.7%를 차지하여 가장 높은 비중을 차지한다.

그러나 이러한 중국경제의 성장에 비하여 국제통화체계에서 위안화의 위상은 매우 낮은 상황이다. 국제금융시장에서 은행간에 거래되는 통화 중 위안화는 0.2%에 불과하다. 이는 달러화 비중이 42.5%에 달하는 것에 비해서 극히 미미한 수준이며, 유로화(19.6%) 및 엔화(9.5%)에 비해서도 아주 작은 비중이다.(BIS 일일외환거래비중 2010.4월)

이에 따라 중국은 국제통화체계에서도 자국의 경제적 위상에 걸맞도록 위안화의 위상을 제고하고 자국의 이익을 극대화하는 방향으로 위안화 국제화를 위

한 움직임을 가속화하고 있다.

2009년 중국이 위안화를 무역결제 통화로 사용할 수 있도록 공식화한 이후 위안화 국제화는 상당한 수준으로 진전되고 있다. 그러나 국제사회의 관심이 커지고 있음에도 불구하고 중국 위안화 역외 예금은 기대에 미치지 못하는 수준이다.

무엇보다 위안화 국제화를 위해서는 중국경제 자체적인 내공을 쌓아야 한다는 의견이 제시된다. 거시경제의 안정, 높은 금융 레버리지의 축소, 유연하고 이성적인 금리 결정 구조 구축, 기업의 리스크 관리 능력, 그리고 가장 중요한 환율이 시장에서 결정될 수 있는 외환시장의 유연성 제고 등이 지적되었다. 따라서 경제학자들은 위안화의 국제적인 통화 가능성은 점차 증가하고 있으나 비교적 긴 시간과 험난한 과정이 필요하다고 주장한다(Yu, 2014).

무역결제뿐 아니라 환차익, 금리차익 등 금융거래에서도 위안화를 편리하게 사용할 수 있도록 하는 것이 위안화 국제화를 위해 필요하다. 왜냐하면 차익 실현을 위한 재정거래는 핵심 기초가 아니더라도 위안화 국제화를 위한 중요한 추진력임에는 틀림이 없기 때문이다. 특히 위안화 국제화를 제약하는 근본적인 걸림돌이 자본항목의 자유로운 태환에 대한 규제라고 할 수 있다.

이런 지적들을 참고하여 본 논문은 2장에서 중국의 자본항목 자유화 진전 내용과 의미를 정리하였으며, 3장에서 위안화 국제화와 자본항목 자유화의 관계를 분석하였다. 4장에서는 위안화 국제화 자본항목 자유화의 관계를 실증적으로 분석하였다. 5장은 전망과 결론이다.

II. 중국의 자본항목 자유태환 진전 내용과 의미

1. 자본항목 자유태환 추진 배경

자본항목 자유태환은 일국의 화폐를 외국 화폐와 자유롭게 교환하는 것으로, 국경을 넘어 자본항목까지도 자유롭게 거래되는 것을 의미한다. 중국에서 자본항목 자유태환은 매우 민감한 문제이며, 관심과 연구가 집중된 분야이기도 하다. IMF, NBER 등 외국의 주요 기관뿐 아니라 중국의 국내 연구도 활발하게 진행되었다. 특히 2012년 2월 중국인민은행 조사통계국(中國人民銀行調查統計司)이 발표한 보고서(『我國加快資本帳戶開放的條件基本成熟』)는 국내외의 주목을 받았다. 중국이 1990년대 중반 경상항목 자유태환 실시 이후 상당기간 자본항목 자유태환 추진을 미루었기 때

문에 더욱 관심을 끌었다.

자본항목 자유태환은 중국경제의 지속적인 안정 성장에 유리한 환경을 조성할 것으로 판단된다. 먼저 중국 기업의 해외진출 과정에서 최대의 걸림돌은 자본항목 자유태환의 미실시라는 지적이다. 중국에서는 개인이 해외투자를 추진할 때, 최대 5만 달러를 초과하면 정부의 허가를 받아야 하는 등 엄격한 규제를 받는다. 중국정부가 추진하는 '해외투자(走出去)' 정책이 성공하려면 자본항목 자유태환은 반드시 실시되어야 한다.

그리고 자본항목 자유태환의 제한은 실효성이 크지 않다. 자본항목 자유태환 규제에도 불구하고 다양한 형태의 자본 유출입이 가능하기 때문에 일반적인 규제는 실익이 없다.

또한 자본항목 자유태환의 실시는 통화정책 독립성 유지에 유리하다. 먼델과 크루그만 등 경제학자들이 주장하는 '삼각의 딜레마'에 따르면 외환 유출에 대한 엄격한 규제는 외환보유액 증가가 불가피하고, 그에 대응하여 국내 통화량이 증가하고 인플레이션 압력에 직면한다. 이를 해결할 정책 중의 하나는 자본항목 자유태환을 통해 외환 유출입 규제를 완화하는 것이다¹⁾

자본항목 자유태환은 중국 금융기관 및 기업의 위험 관리에 유리하다. 자본항목 자유태환 이후에는 외환거래와 관련된 금융기관, 기업, 개인 등은 모두 환율, 외환상품, 해외투자과 교역 상대방과 관련한 리스크에 직면할 것이다. 중국 금융당국은 이미 환율제도 개혁으로 다양한 환리스크 해정을 경험한 중국 금융기관, 기업, 개인이 리스크를 적절히 관리할 수 있을 것으로 판단하고 있다.

중국의 자본항목 자유태환 실현은 금융개혁이 새로운 단계에 진입하는 것을 의미한다. 중국의 금융기관 성장과 금융시장 발전을 위해서 자본항목 자유태환은 금리 자유화, 환율 자유화와 더불어 금융개혁의 핵심 내용이라고 할 수 있으나 현재까지 뚜렷한 진전이 없던 분야이다. 자본항목 자유태환은 중국이 세계경제 및 금융시장과 더욱 융합하고 협력하기 위해 필요하다. 이는 중국 내 자금의 효율적 배분과 수익률 제고에 기여하는 동시에 환율제도 개혁, WTO 가입 등과 유사한 획기적인 조치를 의미한다.

자본항목 자유태환은 중국정부가 추진하는 위안화 국제화의 기초적인 조치가 될 것이다. 위안화가 국제적인 통화로서 지위를 확보하기 위해서

1) 특히 이와 같은 주제와 관련하여 Krugman의 'Eternal Triangle'에 대한 최근의 논의는 MaHale(2014)를 참고할 수 있음.

는 결제통화, 보유통화, 준비통화의 기능을 담당해야 하는데, 자본항목 자유태환 조치는 이를 위해 꼭 필요한 조치이다.

2. 자본항목 자유태환 실시의 함의

중국정부는 자본항목 자유태환의 실현을 위한 조건이 성숙했다고 판단한다. 일반적으로 경제학에서는 자본항목 자유태환의 전제조건으로 거시경제 안정, 정비된 금융감독, 충분한 외환보유액, 금융기관의 건전성 등을 지적한다. 그러나 실제로 확정된 결론은 없고 각국의 상황에 따라 적절한 시기에 자유태환 실시를 결정하면 되는 것으로 알려졌다. 다만 중국은 1996년 IMF 8조국으로 이행하면서 경상항목의 자유태환을 실현한 바 있기 때문에 자본항목의 자유태환 역시 정치적 결단이 필요하다.

중국은 위의 전제조건을 충족하기 때문에 자본항목 자유태환을 실시하더라도 위험을 충분히 통제할 수 있을 것으로 예상된다. 다만 자본항목 자유태환 이후 가장 우려되는 것은 ‘핫머니(hot money)’의 유입이다. 그러나 핫머니 유입은 일시적인 현상일 수 있기 때문에 토빈세 혹은 다른 정책수단을 통해 억제될 것도 아니다. 미국 등 세계 주요국의 양적완화 정책으로 인한 글로벌 유동성 급증이 중국정부의 규제 완화의 영향과 맞물려 핫머니의 유입을 촉진하고 있다.

실제로 중국 외환관리국은 외환 포지션 관리 강화를 발표하여 핫머니 유입에 대비하였다. 또한 일부에서는 대규모 외환의 급격한 유출로 금융시장이 불안정하지 않을까 우려하는데, 금융시장의 안정성 유지는 금융감독시스템에 따라 결정되는 것이지 자본항목 자유태환과는 관련성이 크지 않다. 특히 중국정부가 해외투자를 장려하는 방침을 밝히고 있는데, 자본유출이 초래하는 문제를 자본항목 자유태환 억제로 해결할 수 있는 것도 아니다.

다만 자본항목 자유태환의 충격을 최소화하기 위해서는 환율제도의 유연성을 지금보다 더욱 확대할 필요는 있다. 중국사회과학원 세계경제와 정치연구소 Yu Yongding(Yu 2012) 소장은 자본계정 자유태환으로 발생한 리스크를 완화하기 위해서 개별 항목당 관리감독을 강화하고 신중하게 접근해야 한다고 강조한다.

현재 중국의 자본항목 자유태환 수준을 평가한 中國人民銀行調查統計司(2012)에 따르면 전체 40개 평가항목 중에서 완전태환에 해당하는 항목은 없고 대신 기본적인 태환을 실현한 항목이 14개에 불과하며 부분적인 태

환을 실현한 것이 22개로 파악되었다. 태환이 불가능한 항목도 네 항목이며 주로 금융상품 거래에 해당한다(<표 1> 참고).

중국 인민은행 역시 급격한 자본항목 자유태환 실시보다는 점진적인 방식을 선호하는 것으로 보인다. 中國人民銀行調查統計司(2012)에서는 단기(1~3년), 중기(3~5년), 장기(5~10년)로 자본항목 자유태환을 위한 중장기 로드맵을 제시하였다(<표 2> 참고).

<표 1> 인민폐 자본항목 태환 현황					
(단위: 개)					
거래	태환 불가	부분적인 태환	기본적인 태환	완전 태환	합계
자본과 단기 금융상품 거래	2	10	4	-	16
파생상품 및 기타 금융상품 거래	2	2	-	-	4
여신상품 거래	-	1	5	-	6
직접투자	-	1	1	-	2
직접투자 청산	-	-	1	-	1
부동산 거래	-	2	1	-	3
개인자본 거래	-	6	2	-	8
합계	4	22	14	-	40

자료: 中國人民銀行調查統計司(2012).

<표 2> 중국의 자본계정 자유태환 로드맵			
단계	기간	관련 자본 계정	내용
1단계	단기(1~3년)	직접투자	중국 본토 기업의 해외투자 확대, 해외 기업 인수 합병, FDI 확대
2단계	중기(3~5년)	상업대출	위안화 상업 신용대출 확대, 무역결제와 대출에 위안화 전면 개방, 금융산업 경쟁력 강화, 위안화 국제화
3단계	장기(5~10년)	부채증권	자본시장 선진 시스템 구축 후 완전 개방, 수량 규제에서 가격 규제로 전환, 부동산·주식·채권 거래 순서로 개방, 금리 시장화
		주식 부동산	

자료: 中國人民銀行調查統計司(2012).

Ⅲ. 중국 자본항목 자유태환과 위안화 국제화의 상관관계

1. 자본항목 자유태환 추진의 논의 구조

자본항목 자유태환과 관련하여 적지 않은 연구 성과물들은 자본의 자유로운 이동이 자원 배분의 최적화에 기여하고 반대로 자본 유출입 규제가 시장을 왜곡시킨다고 강조하고 있다.

그러나 정보의 비대칭성 등 시장의 불완전성으로 인해 자본의 자유로운 이동이 최선인지에 대해서는 많은 논란이 존재하는 것도 사실이다. 아시아 금융위기와 2008년 글로벌 금융위기를 겪으면서 많은 국가들이 자본항목 자유화에 대해 신중한 입장을 피력하고 있다. 금융자유화를 강조하는 IMF 조

차도 리스크를 최소화하기 위해 자본항목 자유화의 순서를 강조하였다²⁾.

IMF는 금융자유화가 금융 및 거시경제의 리스크를 촉발하는 경우가 있기 때문에 리스크 관리 능력과 인프라 구축은 개별 금융시장에서 꼭 필요하다는 것이다. 복잡하고 리스크한 문제를 해결하기 위해서는 금융시장이 단기 금융시장, 외환시장, 국채시장으로 분리되어야 하고 타겟 그룹별로 은행 서비스와 금융시장 서비스로 구분되어 발전해야 한다. 그리고 회사채와 증권시장, 파생금융상품과 자산담보부 증권도 성장하여야 한다. 리스크 관리 능력의 향상을 위한 시장과 상품의 발전, 리스크 완화, 금융시스템, 금융기구의 구조조정과 자본 재구조화 등이 필요하다는 것이다(Ishii and Habermeier, 2002).

자본 자유화 및 자본항목 완전 태환과 관련하여 학계에서는 대략 3가지 다른 시각이 존재한다(Yu, 2014: p16). 첫 번째 시각은 다소 보수적인 관점으로 자본 자유화 이전에 국내 금융기구, 금융시장의 발전과 거시경제의 안정성이 중요하다는 주장이다. 소위 말하는 '점진주의적인 접근법(gradualist approach)'이다. 두 번째 시각은 개혁에 대한 외부의 압력이 없다면 스스로 개혁하기 어려운 국가들의 제한된 능력과 개혁의 제약 조건을 강조한다. 이런 주장을 제기하는 학자들은 '빅뱅이론(big-bang approach)'을 선호한다. 마지막으로 중도적인 입장의 학자들(대표적인 학자는 Galbis(1994))이 주장하는 자본 자유화는 통합적이며 신중하게 결합된 거시경제 및 구조 개혁의 일부라는 시각이다. Kawai and Takagi(2010)는 이들의 주장을 '통합적 접근법(integrated approach)'이라고 명명하였다.

실제로 중국에서도 자본항목 자유화 및 위안화 국제화와 관련하여 3가지 시각이 있다. 첫째, 중국인민은행 통계국 국장인 盛松成이 대표적인데, 현재가 최적기이기 때문에 적극적으로 자본 자유화를 추진해야 하며 국내 금융개혁과 외부 자본 개방의 필연적인 선후관계를 부인한다. 둘째, 중국사회과학원 세계경제와 정치연구소 余永定 교수가 대표적인데, 금리 및 환율 개혁 이전의 위안화 국제화 자본 자유화 추진에 의문을 제기하고 무분별한 자본 자유화가 중국경제의 위기를 야기할 수 있음을 우려한다. 셋째, 북경대학교 林毅夫 교수(전 세계은행 부총재)의 주장인데, 개발도상국의 금융위기 사례를 참고할 경우 최근의 맹목적인 위안화 국제화는 바람직하지 않다는 것이다(孫立行, 2014: p125).

2) IBRD와 IMF(2005) 보고서에 따르면, 자본 자유화는 금융부문의 개혁 조치 사이에 선후 관계를 조정할 필요가 있다는 것이다. 왜냐하면 개혁 조치의 부적절한 순서는 과도한 리스크와 금융 불안정을 초래할 수 있고 금융기관 등 경제주체들의 제한된 능력은 개혁에 적절하게 대응할 수 있는 환경이 필요하며 우선순위가 정해진 다수의 정책과 조치들은 개혁의 다양한 옵션을 제공할 수 있기 때문이다.

결국 중국 자본 자유화 개혁은 추진 방식에 대한 의견이 일치하지 않을 뿐 실현 자체에 대해 부정적이지 않다. 특히 중국 내에서 자본 자유화에 반대하는 학자들은 거의 없다.

2. 자본항목 자유태환의 전제조건과 새로운 변화

(1) 전제 조건

중국의 자본 자유화 혹은 자본항목 자유태환은 2015년에 부분적으로 적어도 2020년까지 실현될 것으로 예상된다. 다만 과거의 개발도상국 사례를 참고할 경우, 중국 역시 자본 자유화를 실현하기 위해서는 다음과 같은 전제조건이 필요하다는 것이 일반적인 지적이다. 중국 정부는 많은 문제들에 직면할 것이며, 이를 해결하지 못한 상태에서 성급하게 단기 금융거래를 허용하는 것은 매우 위험할 수 있다(Yu, 2013).

첫째, 거시경제의 안정성이 확보되어야 할 것이다. 중국경제가 높은 인플레이션과 심각한 자산버블에 경험한 상태에서 자본 자유화를 실시할 경우, 자본의 급격한 변동뿐 아니라 전체 경제가 불안정해질 것이다. 현재 중국의 인플레이션은 비교적 안정적이나, 정부의 안정 대책에도 불구하고 주택 가격 상승이 지속되고 있다. 일부 연해 도시의 주택시장의 버블은 심각한 수준이다. 또한 최근 성장률이 둔화되면서 기업의 이윤이 감소하는 글로벌 금융위기 이후 중국경제에 대한 신뢰도가 하락하고 있다.

둘째, 금융기관의 경쟁력 제고이다. 중국 금융기관들은 높은 레버리지와 부실채권 비율로 인하여 자금 흐름에 취약한 것으로 알려졌다. 또한 지방정부와 기업의 부채비율도 높은 수준이다. 현재 부실채권 비율이 높다고 할 수 없으나 앞으로 빠르게 상승할 가능성이 있다. 글로벌 금융위기 이후 중국정부가 제시한 4조 위안의 경기부양책의 영향이 상존하고 기업의 부채가 GDP의 120%를 초과하는 동시에 M2 역시 GDP의 180%를 초과하여 금융부문의 취약성이 심각해질 수 있다.

셋째, 금융시장의 자유화와 금리결정 구조의 개혁이 필요하다. 중국 금리의 기준은 1년만기 예금금리이다. 단기 금융시장이 활성화되지 않아서 참고할 단기 금리 기준이 미흡한 수준이다. 국채시장 역시 발달되지 않아서 적절하게 활용할 수 있는 리스크 관리 수단이 없다. 중국은 다양한 금융시장에서 금융자산의 가격을 결정하기 어려운 구조이다. 금융기관 및 기업의 리스크 관리가 미흡하여 투기자본의 공격에 취약하다는 문제가 지적된다.

넷째, 환율제도의 유연성 확대이다. 중국은 여전히 인민은행을 통해 환율시장에 개입하고 있다. 폴 크루그만이 주장하는 ‘삼각의 딜레마’에 따르면, 경직된 환율제도를 유지하면서 자본항목을 개방할 경우, 중국인민은행의 통화정책 독립성은 크게 훼손될 것이다. 과거 중국인민은행이 불태화정책을 통해 통화정책의 독립성을 유지하려던 정책은 값비싼 대가를 치른 바 있다. 현재 자본항목 자유태환을 실시할 경우 통화정책의 독립성이 유지될 수 있을지는 의심스러운 일이다. 금리 및 환율의 자유화 지연은 금리 및 외환 재정거래에 유리한 환경을 제공한다. 이는 중국인들의 복지를 희생하면서 얻은 이익이다.

다섯째, 국제경제 환경과 불완전한 경제체제 개혁도 걸림돌이다. 미국은 양적완화를 축소하려는 금리인상 등의 조치를 실시하였다. 과거의 경험에 따르면, 미국 금리 인상은 다른 개발도상국가들로부터 대량의 자금 유출을 야기할 것이다. 만약 이런 상황에서 중국 정부가 자본 자유화를 추진한다면 결과는 재앙 수준이다. 또한 중국의 개혁은 불완전하다는 평가이다. 예를 들어 지적재산권, 불명확한 소유권 문제, 부패의 만연 등 상당한 문제들이 산적해 있다. 중국정부는 이런 문제들을 해결할 수 있는 경제체제 개혁을 우선순위에 두어야 할 것이다.

결론적으로 중국의 현 경제 및 금융시장의 불안정성 등 국내외 경제상황은 예상하지 못한 충격으로 인해 대량의 자본 이탈, 통화 가치 하락, 버블 붕괴, 금융기관 및 기업의 파산 등을 초래할 수도 있다. 물론 최악의 시나리오가 발생할 가능성은 높지 않지만 신중한 접근이 필요하다.

(2) 새로운 변화의 영향

중국에서 중요한 변화는 위안화 국제화가 추진되고 있다는 것이다. 위안화 국제화는 자본항목 자유화와 밀접하게 관련되어 있다. 위안화 국제화의 가장 중요한 조치가 자본 자유화라고 할 수 있다. 중국정부가 비거주자가 금융시장에 투자하기 위한 자본 자유화를 실시하지 않는다면 위안화를 소유하려는 비거주자의 인센티브는 제한적일 수밖에 없다. 당연히 위안화 국제화는 위축될 것이며, 투자 통화로 위안화를 선택하는 투자자들은 많지 않을 것이다.

실제로 자본 자유화를 급속하게 추진할 것으로 예상되었던 중국정부는 2013년 1/4분기에 중국기업들이 금리 차익을 실현하려고 신용장 개설을 활용하였으며 대량의 자금이 유입되었다. 당시 중국인민은행은 단기 자본의 거래의 자유화를 실시하여 차익실현이 가능한 재정거래를 허용하는 대신 세관과 합동으로 거래 단속에 나서 자금 유입을 제한 바 있다(위안화 결제시스템은 <그림 1> 참고).

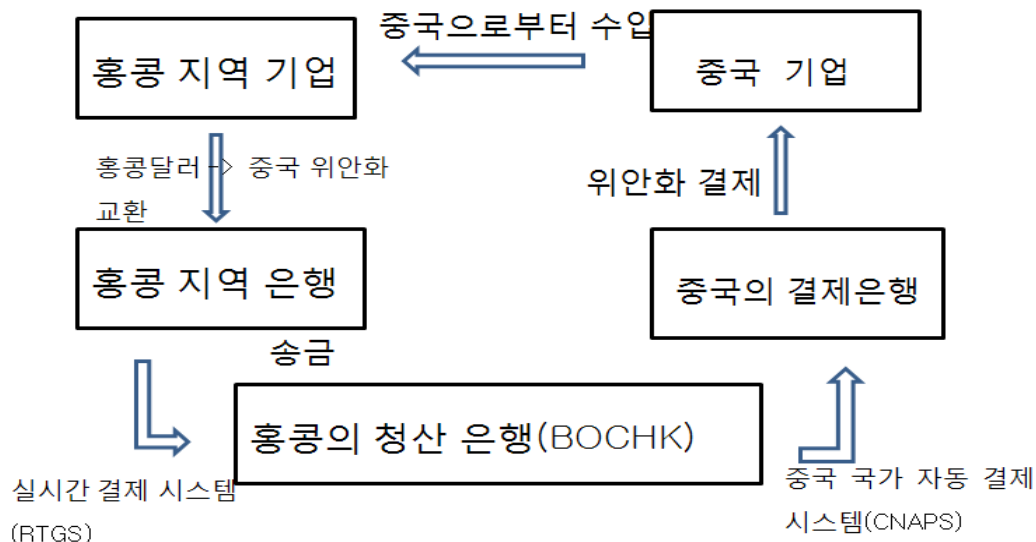
중국인민은행은 2012년 2월 정책연구 보고서를 통해 주목할 만한 내용을 발

표하였다. 그 내용은 다음과 같다. 첫째, 중국인민은행은 최근이 자본 자유화를 위한 전략적인 기회이며 향후 더욱 가속화될 것임을 암시하였다. 둘째, 자본항목을 개설하더라도 큰 위험이 없다는 것이다. 셋째, 자본 자유화 순서에 대한 전통적인 시각은 중국에 해당되지 않는다. 금리 및 환율 자유화와 자본항목의 자유태환 실현은 동시에 진행될 수 있다. 넷째, 자본 자유화를 위한 시간표가 있다고 밝혔다.

중국인민은행은 자본 자유화를 실시하지 않고는 금리 및 환율 자유화도 실시하지 않을 것임을 강조하였다. 결국 이것은 중국인민은행이 자본항목 자유화가 금리 및 환율 자유화의 전제조건임을 인정한 것이다. 또한 중국인민은행의 전문가들은 위안화 국제화의 중요하고 확실한 이익이 개혁의 모멘텀 확보에 있다고 주장하였다. 예를 들어 주요 개혁들은 금융산업의 진입 장벽 완화, 자본시장 개방, 금리 자유화, 환율제도 유연화, 자본항목 자유화 등이 포함된다.

결국 위안화 국제화를 위한 전제 조건이 자본 자유화의 적극적인 추진이었으나, 최근 들어 자본 자유화는 당연히 실현되는 정책이고 위안화 국제화 자체가 국내 개혁을 촉진하는 핵심 과제로 등장한 것이다. 주요 관심은 자본항목 계정의 자유화 자체가 아니라고 시간표에 맞추어 얼마나 빨리 완화할 것인가에 있다.

<그림 1> 위안화 무역결제 시스템



3. 위안화 국제화의 영향

위안화 국제화가 추진되기 시작한 2009년 이후 중국의 자본항목 개혁이

상당한 진전이 있었다. 그럼에도 불구하고 여전히 자본항목의 자유태환에는 적지 않은 제약이 있다. 먼저 중국 개인의 해외투자는 허용되지 않는다. 적격국내기관투자자(QDII) 제도를 통해 허용된 일부 기관만이 해외 투자를 실행할 수 있다. 2012년까지 106개 금융기관이 QDII 자격을 취득하여 866억 달러를 투자한 것으로 나타났다. 문제는 거주자 개인의 연간 외환 구매 한도가 미화 5만 달러라는 것이다. 둘째, 중국 국내 금융 및 비금융 기업의 해외 차입도 엄격히 제한된다. 셋째, 외국인 투자자들은 중국 증권시장 투자가 제한된다. 외국인 투자자들은 B주 시장(외국인 전용 주식시장)에만 투자할 수 있고 A주 시장(내국인 전용 주식시장) 투자할 수 없다. 다만 A주 투자는 적격외국인기관투자자(QFII) 자격을 획득한 경우 가능하다. QFII 쿼터는 미화 1,600억 달러이다. 넷째, 비거주자의 중국내 부동산 투자도 제한적이다. 중국의 자본계정 자유태환 제약은 주로 단기 유동성 자금에 집중되어 있다.

2009년 위안화 국제화가 본격화되기 이전에 단기 유동성 자금 유출입의 주요 경로는 2가지가 있었다. 첫째, 공식적인 수출입 인보이스를 과도하게 혹은 과소 계상하여 위안화 평가절상에 대한 차익을 추구하였다. 둘째, 국경 지역을 중심으로 불법적인 달러를 통한 외환 거래가 있다.

그러나 위안화 국제화가 진전되면서 상황은 변화되었다. 홍콩의 역외시장을 통해 합법적으로 대량의 위안화 유출입이 용이해졌다(<그림 2> 참고). 예를 들어 수입결제통을 통해 홍콩으로 위안화가 유입될 수 있다. 즉 이것은 명목상 위안화 수입결제이나 실제로는 중국 본사와 홍콩 지사 사이의 거래라고 할 수 있다. 그리고 위안화 국제화 이후에 홍콩의 위안화를 대륙의 위안화 표시 자산에 투자할 수 있는 '재투자(recycling mechanism)'가 허용되었다. 이는 외국인 투자자들이 자본계정 규제를 피해서 현재의 경상계정을 통해 제한적인 위안화 표시 자산에 투자할 수 있음을 의미한다.

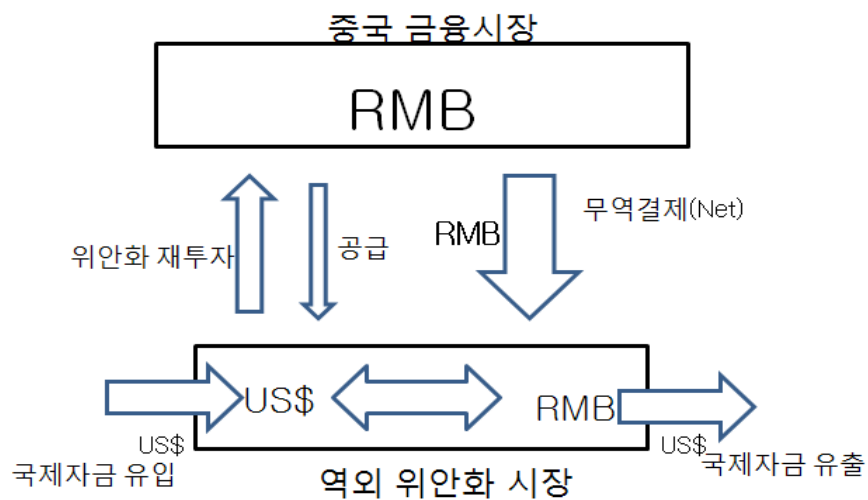
중국은행의 예상에 따르면, 2015년 위안화 무역결제 총액은 6조 4천억 위안에 달하고 위안화 예금과 대출 총액은 각각 5조 1천억 위안과 1조 3천억 위안으로 예상되었다. 위안화 표시 채권 발행 규모도 중국 GDP의 1%에 달하는 6,400억 위안을 초과할 것으로 예상되며 위안화 표시 FDI도 전체 FDI 35%인 5천억 위안을 초과할 것으로 예상하였다.

중국의 위안화 국제화 추진과 관련하여 다음 3가지의 선택이 있다(Yu, 2014: p18). 첫째, 초기 로드맵에 따라 수출입 결제에 위안화를 사용하여 홍콩의 자금이 '재투자'되는 사례가 증가하는 것; 둘째, 초기 로드맵의 대폭적인 수정을 의미하는데, 경상계정 대신 자본계정을 통해 세계 각국으로 위안화 유동성을 공급하는 것; 셋째, 완전한 자본 자유화를 추진하여 시장의 힘

으로 위안화 국제화가 실현되도록 하는 것 등이 있다.

결론적으로 위안화 국제화 진전으로 인해 자본계정의 완전 자유화 실현 가능성은 더욱 높아졌다. 그리고 위안화 국제화가 이미 경상계정을 통해 자본 유출입 제약을 완화하였기 때문에 자본항목 자유태환 통제의 실효성은 크지 않다. 따라서 중국정부가 궁극적인 정책 목표를 위안화 국제화에 두고 있다면 멀지 않은 시기에 자본항목 역시 완전 자유화될 것이다. 문제는 전면적인 자유화 이후의 충격을 완화하는 조치들이 필요할 수 있다는 것이다.

<그림 2> 위안화 역외시장과 자본 흐름



IV. 자본항목 자유태환의 위안화 국제화에 대한 실증분석

본 절의 실증분석은 다중회귀분석(OLS, 최소자승법)과 VAR(Vector Autoregression, 혹은 VECM) 모형을 활용하여 자본항목 자유화에 영향을 미치는 변수를 추정한다.

1. 분석 모형과 결과

1) 실증분석 모형

본 실증분석은 세계은행의 Taylor와 Sarno(1997)가 변수를 투자대상국의 국내와 해외요인으로 구분한 방법을 참고하였다. 이들은 1988-1992년 미국에서 남미와 아시아국가로 이동한 해외 포트폴리오의 투자 결정요인을 분석하였다. 그들이 제시한 포트폴리오 투자 결정요인은 투자 유치국의 고유한 요인(pull factors)과 투자국(미국)의 요인(push factors) -예를 들어 미국 금리의 급락 등-으로 구분할 수 있다. 그들은 국내 요인과 글로벌 요인의 영향을 강조했던 Fernandez-Arias and Montiel(1996)의 이론적 논의를 확장하여 포트폴리오의 Net Flows(F^*)를 아래와 같은 식(1)으로 표시하였다³⁾.

$$F^* = F^*(g, c, v, S_{-1}) \quad (1)$$

여기서 Net Flows(F^*)는 g 와 c 에서는 증가의 함수이고 v 와 S_{-1} 에서는 감소의 함수이다. S_{-1} 을 상수로 가정할 경우, 아래의 식(2)가 성립한다.

$$\Delta F^* = F_1^* \Delta g + F_2^* \Delta c + F_3^* \Delta v \quad (2)$$

식(2)를 통해서 예상되는 자금 흐름은 투자 유치국의 고유한 요인(pull factors)인 g 와 c 와 투자국(미국)의 요인(push factors)인 v , 그리고 전기의 자금 S_{-1} 에 의해 결정된다. Taylor와 Sarno는 단순 모형을 통해 미국의 해외 포트폴리오가 pull factors와 push factors의 상대적인 중요도에 따라서 증가하

3) Fernandez-Arias and Montiel(1996)은 자본이동이 n 개의 자산 거래가 성립하고, 자산 s 에 대한 국내 수익률이 프로젝트 수준의 기대 수익률(G_s)과 국가의 신용도에 따른 조정 요인(C_s)로 구분된다고 가정하였다. 프로젝트 수준의 기대 수익률(G_s)은 자산에 대한 F 의 함수이며 동시에 조정 요인(C_s)은 부채 S 의 만기시 저량(stocks)의 함수이다. $S = S_{-1} + F$ 에서 외국의 투자자들은 포트폴리오를 다양화할 때, 자산 s 에 대한 기회비용 V_s 는 S 의 함수라고 가정한다. 즉 $G_s(g, F) \cdot C_s(c, S_{-1} + F) = V_s(v, S_{-1} + F)$ 이 성립한다.

거나 감소할 수 있다는 것을 검증하였으며, 결정요인을 장기와 단기로 구분하여 분석하였다.

본 논문은 중국의 해외 포트폴리오 결정요인을 분석하기 위해 견인요인(pull factors)과 추동요인(push factors)을 국내 경제변수와 해외(글로벌) 경제변수로 대체하고 포트폴리오 투자가 주로 단기 요인에 의해 영향 받는 다는 것에 착안하여 장기와 단기의 구분을 생략하여 실증분석을 시도한다.

변수설정과 관련하여 본 연구에서는 위의 모형을 수정 및 확장하여 투자대상의 수익과 밀접한 관련이 있는 해외(글로벌)경제 변수(pull factors)와 투자국(중국)의 국내경제 변수(push factors)에 정책 변수(policy factors)를 추가하였다. 따라서 본 논문의 자연로그를 취한 실증분석 모형은 아래의 식(3)으로 표현될 수 있다.

$$\ln II = \ln CRAR + \ln AR + \ln VIX + \ln M2 + \ln IG + \ln EX + \ln CR + \ln FR + \epsilon \quad (3)$$

먼저 본 연구에서는 해외(글로벌)경제 변수로 미-중 금리 차이(CRAR), 미국 국채금리(AR), 금융시장의 변동성을 나타내는 VIX Index(VIX)를 설정하였다. 우선 중국의 포트폴리오 투자가 상당부분 채권, 미국 국채에 의존하고 있기 때문에 미국 금리의 상승은 중국 포트폴리오 투자의 증가에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상할 수 있다. 반면, 미중금리차($R - R^*$)와 VIX 지수의 상승은 각각 투자의 기회비용 및 리스크 증가를 의미하기 때문에 중국의 해외투자에 부정적일 수 있다. 다만 외환보유고 등 정부주도의 투자가 일반적 투자에 비해 상대적으로 안전 자산을 선호한다는 점을 감안할 때, 해외경제 상황에 대한 민감도가 일반적인 예상보다 높지 않을 가능성이 있다.⁴⁾

국내경제의 영향, 즉 거시경제 전반과 직접적인 관련이 있는 총통화 증가율(M_2), 소비자물가 상승은 해외 포트폴리오 투자에 양(+)의 영향을 미칠 것으로 예상된다. 그러나 국내 산업생산 증가는 해외 투자 대신 국내 투자를 유인하기 때문에 음(-)의 영향을, 위안화절상 등은 해외투자 수익의 감소키는 요인임에 따라 음(-)의 관계를 나타낼 가능성이 크다. 중국의 낙후된 금융시장 및 경직된 환율제도 등 중국경제의 특수성을 감안하면 탄력성의 강도가 크지 않을 것이다.⁵⁾

4) Solnik(1974)는 기존의 포트폴리오 투자이론을 국가간으로 확장시켜, 국제자본이 이동하는 가장 큰 원인을 동 일한 위험에서 높은 수익을 추구하는데 있다고 하였다. 즉, 국가간 자본이동의 핵심을 국가간 수익률 차이로 보았다. Taylor and Sarno(1997) 또한, 투자대상국의 국가 위험 스프레이드 등 해외경제의 변수가 해외 포트폴리오 투자에 영향을 미치는 것으로 분석하였다. 张海亮(2010) 등 많은 중국학자들이 주장한 바와 같이 중국의 입장에서 외환보유고의 수익률 제고 필요성이 커졌다고 주장하였다.

5) Taylor and Sarno(1997)는 투자국의 산업생산과 금리가 거시경제 및 금융 환경을 대표할 수 있고, 이 같은

본 연구는 실증분석을 통해 해외포트폴리오 투자에 미치는 정책변수의 영향을 예상해 볼 수 있다. 우선 본 연구에서는 생략하였으나 중국 정부가 국내적 격기관투자자(QDII)의 허용폭을 확대할 경우, 중국의 해외 포트폴리오 투자가 증가하는 양(+)의 관계가 성립될 것이다. 또한 중국 국내의 외환이 불태화 정책을 거쳐 외환보유고로 집중되는 외환관리시스템을 감안할 때 일정 수준의 정책적 성격이 있는 외환보유고가 증가할 경우에도 중국의 해외투자가 증가하는 양(+)의 관계를 가질 것으로 예상할 수 있다. 그러나 해외투자의 핵심 재원인 외환보유고의 투자가 미국 국채 위주로 진행된다는 점을 고려한다면 결과가 예상과 다를 수 있다.⁶⁾

2) 데이터 및 분석 결과

본 연구에서 중국의 해외 포트폴리오 투자 결정요인의 분석을 위해 전세계 주요 27개 국가의 중앙은행 또는 재무부의 국제수지 자료를 조사한 결과, 5개 국가에서 투자 국가별 포트폴리오 유입 통계를 확보하였다. 그 중 규모가 매우 작은 태국을 제외한 미국, 일본, 한국, 독일 등 4개국에 대한 중국의 포트폴리오 투자 내역을 활용하였다. 이들 4개 국가들이 글로벌 금융시장의 투자 기준으로 활용하고 있는 MSCI 지수(Morgan Stanley Capital International Index)에서 차지하는 비중이 43.9%에 달함에 따라, 확보된 통계가 어느 정도 대표성을 나타낸다고 볼 수 있다.

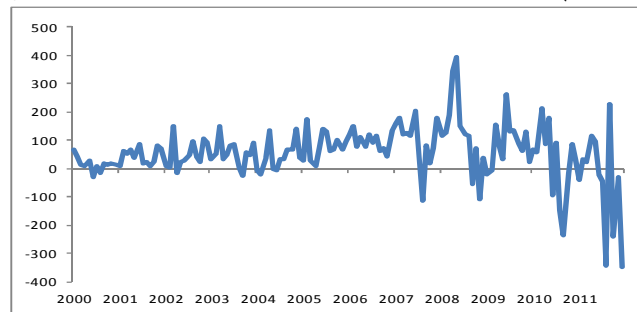
먼저 종속변수인 포트폴리오 투자(총액, 채권, 주식)의 월별 증감 추이는 [그림 3]을 참고할 수 있다. 그림에서 보는 것처럼 중국의 해외 포트폴리오 투자는 채권투자가 압도적이다. 대체적으로 2006년 이후 투자금액이 급증하면서 변동성이 커졌는데, 이는 2006년부터 산업고도화를 핵심으로 하는 11차 5개년 계획이 시작되면서 중국의 해외 포트폴리오 투자가 본격적으로 확대됨과 동시에, 2008년 금융위기 전후에 전반적인 국제금융시장의 변동성도 커진 데에도 그 원인이 있다.

국내 경제변수가 해외투자에 영향을 미친다고 주장하였다. OECD(2009)도 과거 중국의 금리가 미국보다 낮았을 때에는 보유외환의 주요 투자대상인 미국채에 대한 투자수익이 외환보유고 관리에 따른 비용을 상회하였으나 2007년 이후에는 양국간 금리차가 축소됨에 따라, 외환보유고 관리에 어려움이 발생하였다고 강조하였다.

- 6) 陈燕玲(2012)은 중국 금융산업에서 은행업의 비중이 절대적임에도 불구하고, 금융기관의 해외 포트폴리오투자에서 차지하는 비중이 14%에 불과한 이유를 정부가 은행의 해외투자에 대해 보수적인 기준을 적용한데에서 비롯되었다고 하였다. 张博(2009)는 정부가 민간의 외환 보유를 제한하는 정책을 시행한 결과, 중국자금의 핵심 원천인 외환보유고가 급격히 증가하였다고 밝혔다. 钟琼霞 등(2009)도 중국의 해외기업에 대한 지분투자가 과거에는 지리적으로 인접한 국가를 선호하였으나, 근래 들어 정부 정책에 적극 부응하는 전략적 투자가 증가하고 있다고 분석하였다. Lijebloom and Loflund(2000) 역시 투자 대상국의 정책이 포트폴리오 투자의 결정에 영향을 미친다고 주장하였다.

통계자료와 관련하여 중국의 금리(CR)는 10년 만기 통화안정채권 금리를 활용하였고 미국의 금리(AR)는 10년 만기 국채금리를 이용하였다. 또한 국제금융시장의 변동성을 나타내는 VIX Index는 Bloomberg에서 추출하였다. 총통화(M2) 증가율, 산업생산 증가율(IG), 위안화 명목환율(EX), 외환보유액 증감(FR) 등은 중국 통계국, 중국인민은행이 발표하는 통계를 수집하여 유료로 제공하는 CEIC China Data를 사용하였다. 본 연구의 통계자료는 CEIC와 Bloomberg를 통해 제공되었다. 중국의 금리 데이터제공 시점을 고려하여 실증분석의 기간은 2004년 2월부터 2011년 12월까지이며 월별 데이터를 사용하였다.

[그림 3] 중국의 전체 해외 포트폴리오 투자 증감(단위 : 억달러)



*자료: 각국 재무부 및 중앙은행

평균은 데이터의 합을 데이터의 개수로 나눈 값으로 정의되고, 표준편차는 데이터가 평균을 중심으로 얼마나 흩어져 있는가를 나타낸다. 표준편차가 작을수록 데이터의 등락이 작다는 것을 의미한다. 최대치는 가장 큰 값을, 최소치는 가장 작은 값을 말한다. 본 연구의 변수들에 대한 기초 통계량은 <표 8>을 참고할 수 있다.

종속변수와 독립변수 모두 자연로그를 취하여 분석에 사용하였다. 실증 분석을 시행하기 이전에 평균, 표준편차 등과 같은 데이터의 특징을 살피는 것 이외에도 데이터의 안정성 여부를 검토하는 작업이 반드시 필요하다. 왜냐하면 안정성이 없는 데이터를 이용하여 실증 분석을 시행할 경우, 이로부터 얻어지는 분석 결과는 통계적으로 가설귀분석문제에 직면할 수 있기 때문이다.

데이터의 안정성 여부를 판정하는 가장 대표적인 방법은 ADF 단위근 검정(Augmented Dickey-Fuller unit root test)과 PP 단위근 검정(Phillips-Perron unit root test)이므로, 이를 활용하여 검정하였다.

이들 단위근 검정의 귀무가설은 '데이터에 안정성이 없다'이고 대립가설은 '데이터에 안정성이 있다'이다. 단위근 검정 결과를 보면, 데이터에는 안정성이 없다는 귀무가설을 채택하지 않았다. 본 연구에서 사용된 중국의 포트폴리오 투자 데

이터는 모두 안정성이 있어 신뢰할 수 있는 것으로 나타났다.

<표 3> 변수들의 기초통계량

변수	평균	중간값	최대값	최소값	표준편차	왜도	첨도
LnAR	0.221	0.718	1.652	-2.303	1.255	-0.435	1.725
LnCR	0.958	1.028	1.401	0.283	0.309	-0.312	2.033
LnCRAR	0.129	0.326	1.547	-1.046	0.731	-0.242	1.851
LnEX	1.991	1.97	2.11	1.84	0.091	0.045	1.42
LnFR	7.247	7.37	8.09	6.06	0.609	-0.346	1.892
LnIG	2.674	2.73	3.14	1.69	0.257	-1.594	6.254
LnM2	2.886	2.87	2.39	2.54	0.204	0.84	3.402
LnVIX	2.963	2.88	4.09	2.34	0.41	0.636	2.744
LnPI	2.769	4.28	5.98	-5.85	3.461	-1.481	3.545
LnTB	2.413	3.651	5.912	-5.863	3.052	-1.313	3.436
LnTS	0.107	0.673	4.605	-7.245	2.045	-0.566	3.019

본 연구에서는 최소자승법(OLS)을 이용하여 해외 포트폴리오 투자(총액, 채권, 주식) 결정요인을 분석하였다. 먼저 중국의 투자 총액 증감의 결정요인에 대한 실증분석 결과를 도출하였고, 투자 총액의 증감 외에도 중국의 투자 대상을 채권과 주식으로 구분하여 그 결정요인의 차이가 있음을 발견하였다.

전체 해외 포트폴리오 투자에 대한 실증분석 결과는 아래의 <표 9>를 참고할 수 있다. 실증분석을 통해 다음과 같은 사실을 발견하였다. 첫째, 외환보유액 증가를 대용변수로 하는 정책 요인(policy factors)의 영향이 예상보다 크지 않은 것으로 나타났다. 회귀계수의 값이 비교적 낮은 음(-)의 관계를 표시하고 있다. 통계적으로도 유의한 수준이 아니었다. 또한 외환보유액 증감 변수를 제외한 II모형에서도 R^2 와 \overline{R}^2 의 값이 이전과 큰 변동이 없었다는 것은 주목할 만한 결과이다. 이런 실증분석 결과는 중국의 해외 포트폴리오 투자가 외환보유액 활용을 위주로 수행되고 있기 때문에 정책요인의 영향이 클 것이라는 예상과는 배치되는 것이다. 이는 공식 및 비공식 경로를 통한 외환보유액의 증가와 비교하여 해외 포트폴리오 투자 규모가 상대적으로 크지 않음에 기인할 것으로 추정된다. 따라서 정책 요인의 대용변수로 외환보유액 증감 이외의 변수를 활용하여 정책요인의 영향을 다시 검증하는 시도가 필요해 보인다.

둘째, 국내 경제변수, 즉 추동요인(push factors) 중에서 총통화(M_2) 증가율이 비교적 높은 양(+)의 값을 나타냈다. 통계적으로도 유의한 수준이다. 또한 VI모형에서 나타났듯이 총통화(M_2) 증가율을 제거할 경우, R^2 와 \overline{R}^2 의 값이 이전 모형에서 보다 크게 감소하였다. 즉, 총통화 변수의 설명력이 높다는 의미이다. 이런 결과는 국내 유동성이 풍부해질수록 해외 포트폴리오 투자는 증가하

는 것을 나타낸다. 중국에서 총통화(M_2) 증가율은 GDP 성장률을 대략적으로 선행하고 있다. 결국 경제가 호황기에는 중국으로 유입되는 국제 자금의 규모도 커지고 통화안정증권 발행량이 급증하는 불태화 비용이 발생하고, 이를 억제하기 위해 외환의 해외투자를 유도하는 기술적인 요인도 작용했을 것으로 추정된다.⁷⁾

그러나 중국 국내 산업생산 증가율(IG) 통계적으로 유의하지 않은 음(-)의 값을 나타내고 있다. 중국 국내 주요 산업의 성장에 따른 국내 투자가 활발해진다면 해외 투자를 유보할 것이라는 의미로 해석될 수 있다. 국내 거시경제 변수 중에서 투자 수익률과 밀접한 관련이 있는 위안화 환율 절상은 비교적 높은 음(-)의 회귀계수 값을 나타냈으나 통계적으로 유의하지는 않았다. 이 같은 결과는 중국의 환율이 외환시장의 수요와 공급에 의해 결정되기 보다는 중국정부 정책의 영향을 받고 있기 때문에 나타난 것이며, 또한 해외 포트폴리오 투자가 본격화된 2006년부터 위안화는 지속적으로 절상되었다는 것도 작용했을 것으로 보인다. 중국의 금리(CR)는 통계적으로 유의하지 않은, 비교적 낮은 양(-)의 회귀계수 값을 나타냈다. 위안화가 지속적인 절상 추세를 나타내는 상황에서 미국과의 금리 차이가 역전되었더라도 중국 금리의 중요성이 상대적으로 크지 않았음을 의미한다.

셋째, 해외(글로벌)경제 변수가 비교적 영향이 컸음을 추정할 수 있다. 미국 금리는 중국의 해외 포트폴리오 투자 증감에 영향을 미치는 중요한 변수인 것으로 나타났다. 통계적으로도 비교적 높은 유의수준을 보였다. 이런 결과는 중국의 해외 포트폴리오 투자의 약 90%가 채권 투자이며, 그 중에서도 미국 국채 비중이 약 75% 이상인 것에서 잘 이해될 수 있다. 미국 국채 금리 상승기에는 매입을, 하락시기에는 투자 다양화를 위한 매각이 진행되었다는 사실에서도 증명된다. 국제금융시장의 변동성을 나타내는 VIX 지수는 통계적으로도 유의하며 비교적 높은 수준의 음(-)의 회귀계수 값이 제시되었다. 당연히 국제금융시장의 변동성이 커지면 중국의 해외 포트폴리오 투자는 감소하였음을 의미한다. 그리고 미-중 금리차이는 다른 변수들을 제거하였을 경우에는 통계적으로 유의한 값을 나타냈다. 이론적으로도 다른 변수들의 영향이 적다면 국내외 금리차이($i - i^*$)가 양(+)의 값이고 미래의 예상 혹은 선물환 환율이 하락한다면 국내 증권투자가 유리하다.

<표 4> 중국 해외 포트폴리오의 결정요인에 대한 실증분석 결과

7) 왕영중(2013)은 미국 국채 중심의 외환보유액 운용이 중국인민은행의 손실을 초래하고 이를 보전하기 위해 국내 통화를 발행하여 시중 유동성이 증가하는 악순환이 계속되어 결국 금리, 인플레이션, 외환 등 3대 리스크를 초래하였다고 주장하였다.

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII
LnFR	-0.179	-	-	-	-	-	-	-
LnCR	0.479	0.507	-	-	-	-	-	-
LnIG	-1.187	-1.197	-1.030	-	-	-	-	-
LnEX	-9.920	-8.389	-9.280	-9.310	-	-	-	-
LnM2	7.405 ***	7.422 ***	7.047 ***	6.962 ***	7.190 ***	-	-	-
LnAR	1.772 ***	1.760 ***	1.879 ***	1.886 ***	1.507 ***	0.865 **	-	-
LnVIX	-3.434 ***	-3.405 ***	-3.352 ***	-2.993 ***	-2.326 ***	-1.042	-1.547	-
LnCRAR	0.792	0.811	0.962	0.981	1.090	-0.403	-1.405 ***	-1.919 ***
C	14.841	10.367	13.070	9.540	-11.560 **	5.719 *	7.534 **	3.016 ***
$\frac{R^2}{\bar{R}^2}$	0.372	0.372	0.371	0.367	0.354	0.221	0.186	0.164
F값	6.367	7.360	8.662	10.331	12.335	8.609	10.495	18.243
(P값)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
D.W.	2.023	2.029	2.027	2.013	1.958	1.674	1.637	1.644

주: ***, **, *는 각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 의미

2. VAR 모형 추정

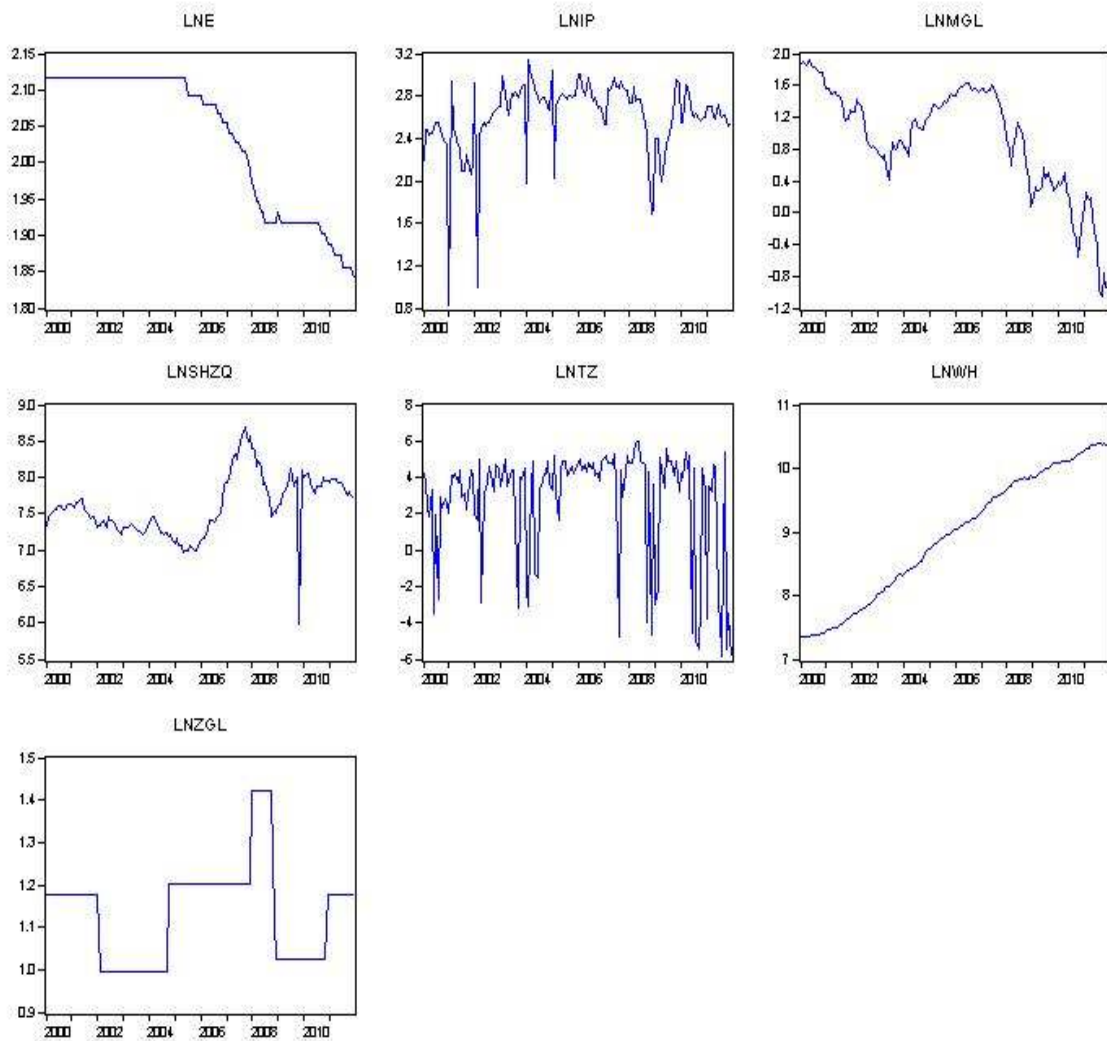
중국 자본항목 자유화와 위안화 국제화의 관계를 추정하기 위해 전통적인 VAR 분석을 이용하였다. 변수 사이에 공적분 관계가 존재할 경우, VECM(Vector Error Correction Model)를 이용하여 충격반응분석을 실시할 수 있다.

종속변수(반응변수)로는 중국의 포트폴리오투자 규모를 2000년 1월부터 2011년 12월까지 월별 데이터를 수집하여 분석에 이용하였다. 위의 OLS 분석에서 사용한 변수들을 일부 조정하여 국내변수(Push factors), 해외변수(Pull factors), 정책변수(Policy factors) 중에서 필요한 변수들을 선택하였다. 변수들은 모두 로그값을 사용한다. 국내 변수로는 중국 산업 생산 증가율(lnIP, 출처: IMF), 상해 증권 시장 종합지수(lnSHZQ, 상하이 증권거래소), 중국 금리(lnZGL, 출처: IMF)이며, 해외변수로는 미국 국채 금리(lnMGL, 출처: IMF), 정책변수로는 명목환율(lnE, 출처: 중국인민은행), 외환보유액(lnWH, 출처: 중국 인민은행)이다. 해외 포트폴리오 투자 총액(lnTZ)은 종속변수이다.

시계열자료의 특성상 불안정할 경우, 가성회귀가 발생할 수 있으므로 각 변수의 안정성을 확인하였다. 단위근 검정 결과, 1%에서 단위근을 가

진다는 귀무가설이 기각되었다. 그리고 본 분석에서는 AIC를 통하여 시차 2를 적정시차로 선정하였다. 또한 변수들의 공적분 관계 여부를 판단하기 위해 요한슨 공적분 검정을 실시하였다. 그 결과는 95% 신뢰수준에서 공적분 관계를 나타내지 않았다. 따라서 VAR 충격반응분석을 그대로 사용하였다(<표>, <그림>의 내용을 참고)

<그림 4> 변수의 추이 (2000.01-2011.12)



<표 5> 변수들의 기초통계량

변수	평균	중간값	최대값	최소값	표준편차	왜도	첨도
LNE	2.034	2.092	2.116	1.841	0.096	-0.612	1.670
LNIP	2.608	2.688	3.144	0.833	0.332	-2.268	11.205
LNMG	0.935	1.109	1.913	-1.050	0.678	-0.890	3.319
LNSHZQ	7.608	7.551	8.692	5.980	0.413	0.103	3.943
LNTZ	2.789	4.084	5.981	-5.848	3.068	-1.616	4.230
LNWH	8.932	9.026	10.396	7.353	1.012	-0.147	1.622
LNZGL	1.134	1.176	1.421	0.993	0.118	0.552	3.058

<표 6> 단위근 검정

변수	T값	P값	1%임계치	5%임계치	10%임계치
LNE	-1.806	0.697	-4.028	-3.444	-3.147
D(LNE)	-4.723*	0.001	-4.025	-3.442	-3.146
LNIP	0.540	0.831	-2.583	-1.943	-1.615
D(LNIP)	-5.033*	0.000	-2.583	-1.943	-1.615
LNMG	-1.161	0.223	-2.583	-1.943	-1.615
D(LNMG)	-1.931**	0.051	-2.583	-1.943	-1.615
LNSHZQ	0.087	0.709	-2.583	-1.943	-1.615
D(LNSHZQ)	-12.732*	0.000	-2.583	-1.943	-1.615
LNTZ	-1.189	0.214	-2.583	-1.943	-1.615
D(LNTZ)	-6.140*	0.000	-2.583	-1.943	-1.615
LNWH	0.225	0.998	-4.028	-3.444	-3.147
D(LNWH)	-8.160*	0.000	-4.028	-3.444	-3.147
LNZGL	-2.464	0.346	-4.028	-3.444	-3.147
D(LNZGL)	-10.535*	0.000	-4.028	-3.444	-3.147

주: 표에서 기각한 단위근 귀무가설 기준은 MacKinnon 임계치를 사용; *, **는 유의 수준 1%, 10%에서 단위근을 가진다는 귀무가설을 기각함.

<표 7> 공적분 검정

가설	Trace 검정 통계치	5% 임계치	Max-Eigen 검정 통계치	5% 임계치
0	188.400*	125.615	60.276*	46.231
≤1	128.124*	95.754	46.795*	40.077
≤2	81.329*	69.819	37.165*	33.877
≤3	44.163	47.856	20.026	27.584

주: *는 5% 유의수준에서 유의함을 의미.

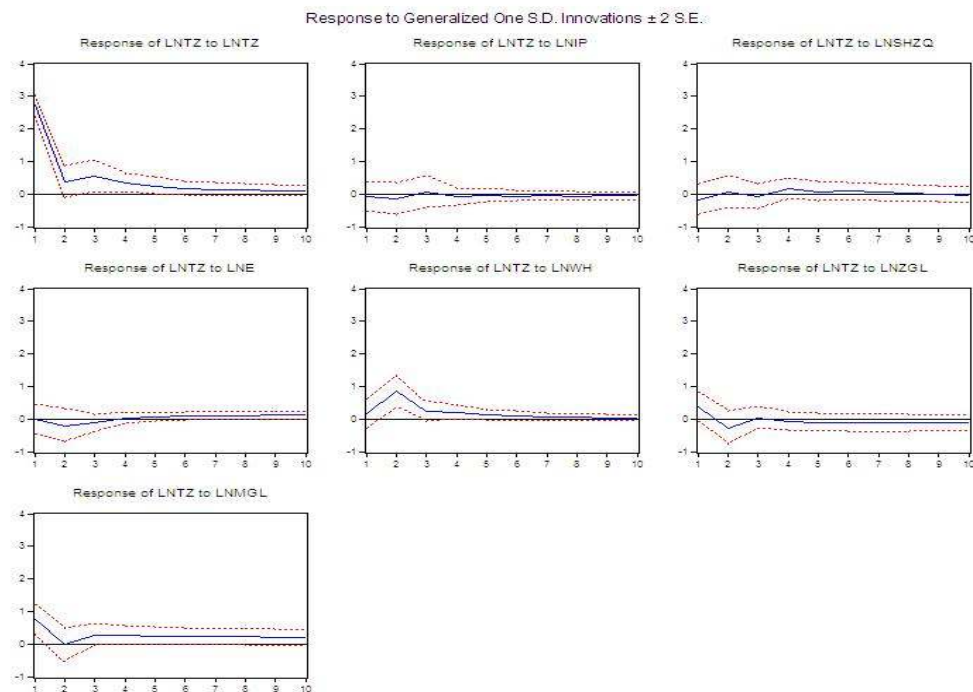
<표 8> VAR모형 시차의 선택 근거

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-269.808	-	0.000	4.071	4.221	4.132
1	939.658	2276.641	0.000	-12.995	-11.796	-12.508
2	996.925	101.902	4.78e-15	-13.117	-10.867	-12.203
3	1033.669	61.599	0.000	-12.936	-9.638	-11.596
4	1063.978	47.692	0.000	-12.661	-8.314	-10.895

<그림 5>는 VAR 충격반응분석 결과를 나타낸다. 중국의 금리와 미국 금리의 영향이 비교적 컸던 것을 알 수 있었다. 일반적인 포트폴리오투자의 특성을 반영한 결과라고 해석될 수 있다. 이런 결과는 차익 실현을 위한 재정거래의 영향인 것으로 파악된다.

단기 자본거래 등의 자본 자유화가 진행될 경우, 중국 역시 신흥국 금융시장의 특성이 반영되어 자금 유출 등의 충격이 적지 않을 것으로 예상된다.

<그림 5> VAR모형의 충격 반응



V. 전망 및 결론

2009년 이후 위안화 국제화가 진전되면서 경상계정을 통한 위안화 자금이 중국 국내로 '재투자(recycling mechanism)'되고 있어 자본계정의 규제에 대한 실효성은 크지 않다는 것으로 추정된다. 중국 국내의 전문가들 사이에서도 자본항목 자유태환을 실시에 긍정적인 시각이 많다. 따라서 완전한 자본 자유화 실현은 조만간 가시화될 것으로 보인다.

문제는 신흥국의 경험을 참고할 경우, 자본 자유화 이후 급격한 자본 유출 가능성을 배제할 수 없다. 또한 금리 자유화와 환율제도의 유연성이 담보되지 않은

자본항목 자유화는 금융위기를 초래할 수도 있다. 무역결제의 위안화 허용 등 위안화 국제화로 인해 실효성이 높지 않아 자본항목 자유태환을 빠른 시기에 실시하더라도 보다 신중한 접근이 필요할 것으로 보인다.

본고의 실증분석 결과를 고려할 경우, 자본 자유화 이후 미국 국채 금리 등 인상에 대응하여 상당한 자본이 유출될 가능성이 큰 것으로 추정된다. 따라서 차익 실현을 위한 자본 유출이 초래할 리스크 관리에 유리한 금융시장의 발전이 우선되어야 할 것이다. 이를 위해서는 금리 결정의 시장 기능 강화, 환율제도의 유연화 등 금리와 환율의 자유화가 필요하다. 차익 실현뿐 아니라 리스크 관리를 위해서도 건전한 금융시장 육성이 필수적이기 때문이다. 금융시장 발전은 결국 금리 자유화, 환율제도 유연성 등 중국정부의 의지와 노력에 의해 결정될 것이 분명하다.

중국의 금융시장 혼동은 한국 등 주변국에도 상당한 영향을 미치게 될 것이다. 경제의 지속적이고 안정적인 성장이 중국에도 필요하지만 주변국의 안정을 위해서도 필요할 것이다. 한국에서도 중국의 자본항목 자유화 실시에 따른 영향을 분석하여 적절한 대응책을 마련해야 할 것이다.

<참고문헌>

- 남수중, 오대원, 2011, “위안화 절상과 국제화의 중국경제에 대한 영향과 시사점”, 『중국 금융시스템의 발전과 도전: 한국경제에 대한 정책적 함의』, KDI.
- Brewer, David. 2012. The Rising Role of the Renminbi: A Corporate Prospective. Presentation for the China- Britain Business Council and HSBC. 24 May.
- Chao, Qingming. 2013. The Progress of Capital Account Liberalization Depends on the Progress of Institutional Capacity Building. Unpublished Manuscript. July.
- Chen, Manjiang. 2013. Renminbi Internationalization and China's Capital Account Liberalization. An internal report by the Bank of China. 23 August. Beijing.
- China Daily. 2013. HK Banks' RMB Trade Settlement up 37% in 2012. Last updated 27 February.
- Eichengreen, Barry. 2013. ADB Distinguished Lecture - Renminbi Internationalization: Tempest in a Teapot? Asian Development Review 30(1): 148- 164.
- Friberg, Richard, and Fredrik Wilander. 2007. Price Setting Transactions and the Role of Denominating Currency in FX Markets. Working Paper Series 201. Sveriges Riksbank (Central Bank of Sweden).
- Galbis, Vicente. 1994. Sequencing of Financial Sector Reforms: A Review. IMF Working Paper, September.
- Goldberg, Linda S., and Cédric Tille. 2008. Vehicle Currency Use in International Trade. Journal of International Economics 76(2): 177- 192.
- Grassman, Sven. 1973. A Fundamental Symmetry in International Payment Patterns. Journal of International Economics 3(2):105- 116.
- Hong Kong Monetary Authority. 2013. Development of Offshore Renminbi Business in Hong Kong: Review and Outlook. 21 February.
- HSBC Bank. 2013. RMB Cross-Border Service.
<http://www.hsbc.com.cn/1/2/commercial->

- banking/international-banking/rmb-trade-settlement/rmb-promotion
- International Bank for Reconstruction and Development (IBRD)/World Bank and International Monetary Fund (IMF). 2005. Sequencing Financial Sector Reforms. In *Financial Sector Assessment: A Handbook*. Washington, DC: World Bank. pp. 317– 324.
- Ishii, Shogo, and Karl Habermeier. 2002. Capital Account Liberalization and Financial Sector Stability. IMF Occasional Paper 211. Washington, DC: IMF Office
- Ito, Takatoshi, Satoshi Koibuchi, Kiyotaka Sato, and Junko Shimizu. 2010. Why Has the Yen Failed to Become a Dominant Invoicing Currency in Asia? The National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper 16231. New York: NBER.
- Johnston, R. Barry. 1998. Sequencing Capital Account Liberalization. *Finance and Development* 25(4): 20– 23.
- Kawai, Masahiro. 1996. The Japanese Yen as an International Currency: Performance and Prospects. In *Organization, Performance and Equity: Perspectives on the Japanese Economy*, edited by Ryuzo Sato, Rama V. Ramachandran, and Hajime Hori. Boston, London, Dordrecht: Kluwer Academic Publishers. pp. 305– 355.
- Kawai, Masahiro, and Shinji Takagi. 2010. A Survey of the Literature on Managing Capital Flows. In *Managing Capital Flows*, edited by Masahiro Kawai and Mario B. Lamberte. Cheltenham, UK and Northampton, MA: Edward Elgar. pp. 46– 72.
- Krugman, Paul. 2009. China's Dollar Trap. *New York Times*. 4 April.
- Ma, Jun. 2012. Roadmap for RMB Internationalization. *Asia Economics Special*. 25 June. Hong Kong, China: Deutsche Bank AG.
- Ocampo, Jose Antonio, Shari Spiegel, and Joseph E. Stiglitz. 2008. Capital Market Liberalization and Development. In *Capital Market Liberalization and Development*, edited by Jose A. Ocampo and Joseph E. Stiglitz. New York: Oxford University Press. pp. 1– 47.
- Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, Marcos Chamon, and Mahvash S. Qureshi. 2012. Tools for Managing Financial-Stability Risks from Capital Inflows. *Journal of International Economics* 88(2): 407– 421.
- Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Marcos Chamon,

- Mahvash S. Qureshi, and Dennis B.S. Reinhardt. 2010. Capital Inflows: The Role of Controls. IMF Staff Position Note. Washington, DC: IMF.
- Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Luc Laeven, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi, and Annamaria Kokenyne. 2011. IMF Staff Discussion Notes No. 11/06. Washington, DC: IMF.
- Sheng, Soncheng. 2012a. China Stands in the Period of Strategic Opportunity for Capital Account Liberalization. China Daily. 24 February.
- . 2012b. Conditions for China's Capital Account Liberalization Have Matured. A report published by the People's Bank of China. 23 February. Beijing: PBOC.
- Takagi, Shinji. 2009. Internationalising the Yen, 1984- 2003: Unfinished Agenda or Mission Impossible? Paper prepared for the BIS/BoK seminar on Currency Internationalisation: Lessons from the Global Financial Crisis and Prospects for the Future in Asia and the Pacific. Seoul, Republic of Korea. 19- 20 March.
- The Wall Street Journal. 2011. Foreign Exchange (A Special Report) - Were China's Leaders Conned? 2 June.
- Xinhua. 2009. Premier Worries about Safety of Chinese Assets in US. 13 March.
- . 2012. Revisiting the Internationalization of the Yuan. ADBI Working Paper Series 366. July. Tokyo: Asian Development Bank Institute.
- 博源基金会编. 2011.《人民币国际化：缘起与发展》. 社会科学文献出版社.
- 高海红、余永定. 2010.《人民币国际化的含义与条件》. *国际经济评论*, 第1期.
- 何东、马俊. 2011.《评价人民币国际化的几个误解》. *中国经济观察*, 第7期.
- 何东、麦考利. 2011.《本国货币的离岸市场：货币和金融稳定问题》. 社会科学文献出版社.
- 黄海洲. 2009.《人民币国际化：新的改革开放推进器》. *国际经济评论*, 第4期.
- 李稻葵、刘霖林. 2008.《双轨制催生人民币国际化》. *中国金融*, 第10期.
- 王庆. 2011.《人民币国际化具体进程是池子论具体体现》. *财经*, 第6期.
- 王信. 2011.《如何看人民币国际化过程中的问题与收益》. 中国金融40人论坛.
- 吴晓灵. 2011.《顶层设计和金融体制改革》. *21世纪经济报道*, 8月27日.
- 殷剑锋. 2011.《人民币国际化：“贸易结算+离岸市场”，还是“资本输出+跨国企业”？

- 以日元国际化的教训为例》. *国际经济评论*, 第4期.
- 余永定. 2008. 《美国债券和熊猫债券》. *财经*, 第25期.
- 余永定. 2011. 《应暂停出台人民币国际化新政策》. *第一财经日报*.
- 余永定. 2012. 《从当前的人民币汇率波动看人民币国际化》. *国际经济评论*, 第1期.
- 张斌. 2011. 《香港离岸人民币市场发展的困惑》. *财经 (年刊)*, 2012: 预测与战略.
- 张斌. 2011. 《中国对外金融的政策排序-基于国家对外资产负债表的分析》. *国际经济评论*, 第2期.
- 张斌、徐奇渊. 2012. 《汇率与资本项目管制下的人民币国际化》. *国际经济评论*, 第4期.
- 张明、徐以升. 2008. 《全口径测算中国当前的热钱规模》. *当代亚太*, 第4期.
- 张明. 2011. 《人民币国际化：基于在岸与离岸的两种视角》. 中国社会科学院国际金融研究中心.
- 周小川. 2009. 《关于改革国际货币体系的思考》. *中国金融*, 第7期.