



한국은행
THE BANK OF KOREA

국제경제정보

국제경제실 신흥경제1팀
배기환 조사역(5290)

최근 위안화 국제화 추진의 성과와 한계 및 향후 전망

- ◆ 중국은 글로벌 금융위기 이후 홍콩의 역외 위안화 시장을 중심으로 위안화 국제화를 추진중
- ◆ 최근 위안화 무역결제 확대, 역외 위안화 시장 발달 등 성과가 나타나고 있으나 위안화 무역결제의 수입 편중, 역외 위안화표시 자산 공급 부족, 중국 통화정책 효과에 대한 제약 등 한계도 드러남
- ◆ 중국정부가 자본시장 개방에 소극적인 점을 고려할 때 향후 위안화 국제화는 위안화 무역결제와 홍콩 역외시장 육성을 중심으로 점진적으로 진전될 전망
- ◆ 앞으로 중국정부는 역내 자본시장의 단계적 개방, 역외 위안화표시 자산 공급 확대 등을 통해 역외 위안화 자금의 역내유입 통로를 확대하고 장기적으로 위안화가 완전태환성을 갖춘 국제통화로 통용될 수 있도록 자본시장 개혁을 병행 추진할 것으로 예상

I

배 경

- 중국은 글로벌 금융위기 이후 홍콩의 역외 위안화 시장을 중심으로 위안화 국제화를 적극 추진
 - 위안화 무역결제 제도 도입(2009.7월)을 통해 역외 유동성을 증대시킨 다음 홍콩내 위안화 비즈니스 규제를 대폭 완화(2010.2월 및 7월)함으로써 역외시장 발달을 촉진

- 다만 역외시장으로부터 투기성자금이 역내로 유입되는 것을 차단하기 위해 무역결제목적 이외의 위안화 유출입은 계속 엄격하게 규제
 - 최근 들어 위안화 무역결제가 크게 증가하였을 뿐 아니라 덤섬본드(역외 위안화표시 채권) 발행이 활기를 보이는 등 위안화 국제화가 예상보다 빠르게 진전되고 있음
 - 덤섬본드 발행으로 역외시장에 대한 위안화표시 금융자산 공급이 가능해지면서 역외시장의 자생적 발전 기대가 고조
 - 그러나 역내외 시장간 위안화 자본거래가 엄격히 통제된 상황에서 위안화의 국제적 통용을 확대하는 데는 한계가 있음
 - 국제거래중 자본거래의 비중이 90% 이상인 상황에서 중국정부가 자본거래를 자유화하지 않는다면 위안화가 국제적으로 통용되기 어려움
- ⇒ 최근 2년간(2009.7월 위안화 무역결제 도입 이후) 위안화 국제화 추진의 성과와 한계를 점검하고 향후 전망을 살펴봄

II

최근 위안화 국제화 추진의 성과

- 현재 위안화 국제화는 통화의 활용목적면에서는 무역결제에, 통용범 위면에서는 주변(홍콩) 및 지역(아시아)에 중점을 두고 추진중이며 위안화 무역결제의 확대, 역외 위안화 시장의 발달 등 상당한 성과를 거두고 있음

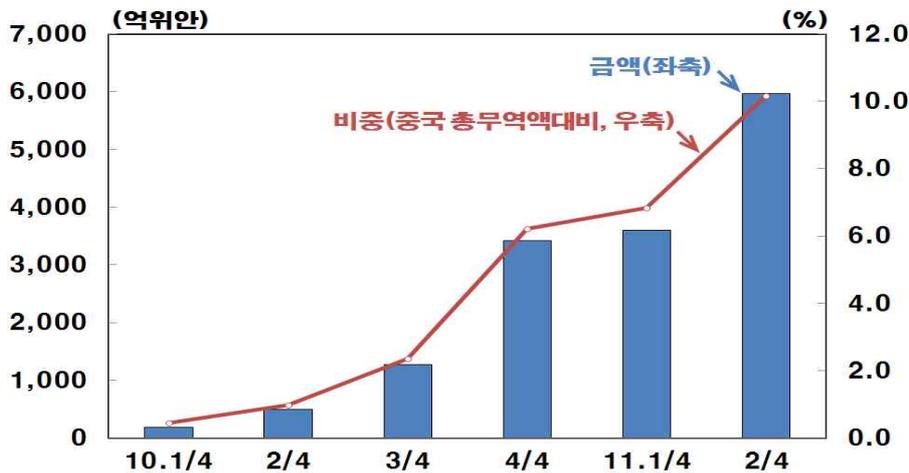
위안화 국제화의 단계 구분

활용목적	무역결제 → 투자통화 → 준비통화
통용범위	주변 → 지역 → 세계

1 위안화 무역결제 확대

- 위안화 무역결제제도 시범 도입(2009.7월) 후 중국기업의 위안화 무역결제는 빠르게 확대
 - 2010.1/4분기 184억위안(중국 총무역액의 0.4%)에 불과하던 위안화 무역결제액이 2011.2/4분기에는 5,973억위안(10.2%)으로 대폭 증가

중국의 위안화 무역결제 규모

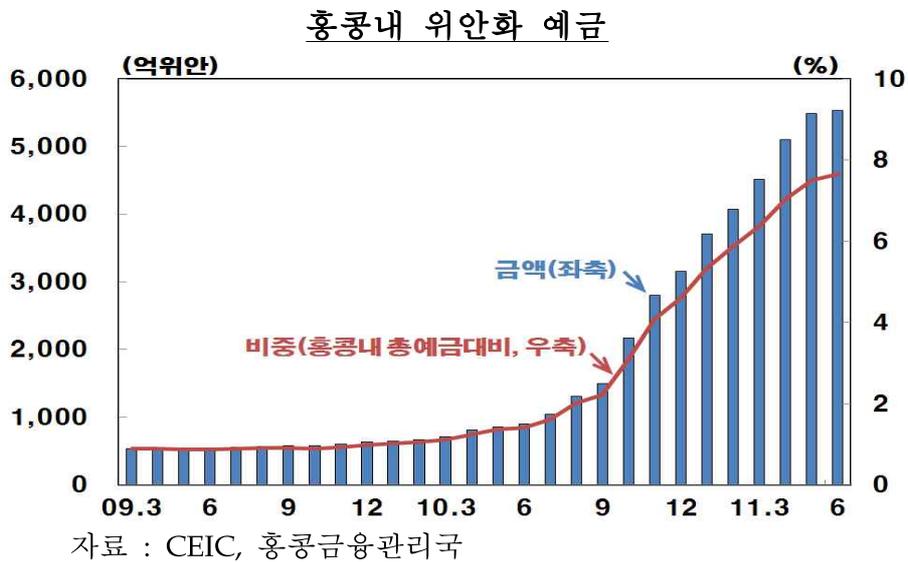


자료 : CEIC, 중국인민은행, 해관총서

□ 위안화 무역결제 확대에 따라 역외 위안화 유동성이 증가하여 역외 시장 형성의 기반이 마련

○ 위안화 무역결제를 통해 역내 위안화가 역외로 유출되면서 홍콩내 위안화예금이 2009년말 600억위안(홍콩내 총예금의 1.0%)에서 2011.6월말 5,536억위안(7.7%)로 크게 증가*

* 전체 위안화 무역결제중 對홍콩 비중이 68.5%(2011.1~4월중 기준)



② 역외 위안화 시장 발달

□ 중국정부는 역내외 시장간 자본거래를 엄격히 통제하는 가운데 중국 본토 위안화(CNY) 시장과는 별도로 홍콩 역외 위안화(CNH) 시장을 육성

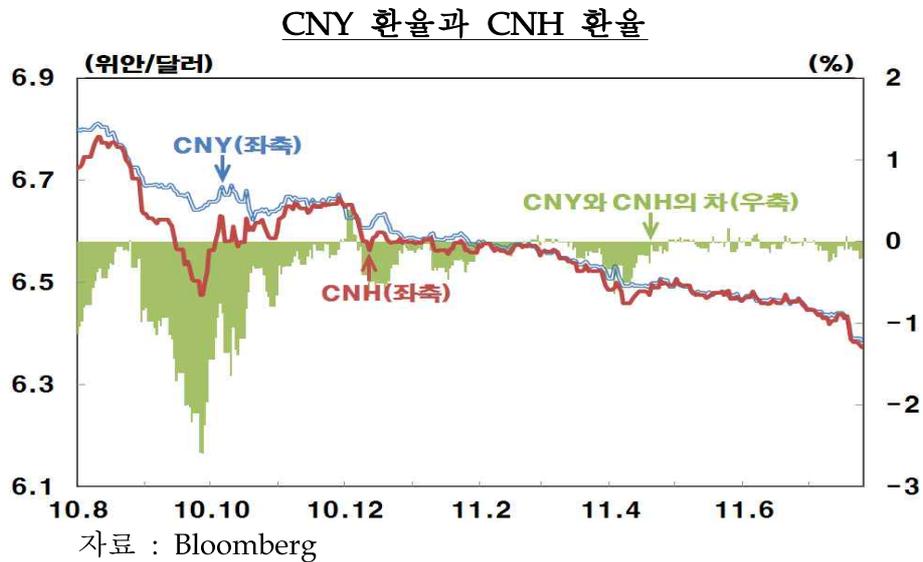
○ 2010년초 홍콩내 위안화 금융서비스에 대한 규제가 대폭 완화*되면서 무역결제를 통해 역외로 유출된 위안화가 중국 본토 이외의 지역에서 처음으로 거래되기 시작

* 2010.2월 및 7월 홍콩내 위안화 금융서비스에 대한 규제가 대폭 완화됨에 따라 홍콩 금융기관들은 역외 위안화의 역내유입 금지를 조건으로 위안화 금융상품 개발 및 판매에 있어 상당한 정도의 자율성을 확보

□ 최근에는 CNY 환율과 CNH 환율간 차이*가 거의 없어질 정도로 역외시장의 수급이 안정되고 있으며 거래의 표준화도 진전

* 역내외 시장간 자본거래가 엄격히 통제되고 있어 완전한 차익거래가 불가능 하므로 각 시장별 수급여건 변동에 따라 두 환율간 차이가 발생

○ 시장 형성 초기에는 CNH 환율이 CNY 환율과 괴리되는 경우가 많았으나 최근 들어서는 양자간 차이가 거의 해소



○ 홍콩 자본시장연합회(TMA)가 CNH 기준 환율(Spot USD-CN H Fix)을 고시(2011.6월)하는 등 역외 위안화 거래의 표준화도 진전

□ 홍콩내 주요 금융기관을 중심으로 다양한 종류의 역외 위안화표시 금융상품이 거래되기 시작

○ 덤섬본드, CNH IPO(주식공개) 등 역외 위안화표시 상품의 등장으로 투자자들이 은행예금 이외의 투자처를 확보

— 최근 중국정부는 덤섬 국채 발행규모를 대폭 확대*하고 만기를 다양화(2년, 3년, 5년, 7년, 10년 등 5종류)함으로써 역외 위안화표시 자산 공급을 늘리고 덤섬본드 시장 만기구조(term structure) 형성의 기초를 마련

* 중국 재정부는 2009.9월 60억위안, 2010.11월 80억위안 등 두 차례 담신편드를 발행한 바 있으며 2011.8월에는 발행규모를 200억위안으로 확대

- o HSBC, Standard Chartered 등 주요 은행을 중심으로 CNH 외환 거래(현물, 선도), 스왑거래(통화스왑, 금리스왑), 채권거래(담신편드) 등 다양한 금융상품의 거래가 이루어지기 시작

역외 위안화표시 금융상품

구분	특징
현물(Spot)	- 일평균 거래규모 5~6억美달러
선도(Forward)	- CNY NDF, CNH DF 등 두 종류의 상품이 공존
통화스왑(CCS)	- 일평균 거래규모(2010.8월까지 4억위안), 만기(5년이내)
이자율스왑(IRS)	- 거래상품(3개월물 SHIBOR 기준), 만기(10년이내), 일평균 거래규모는 2억위안에 불과
단기금융시장 (Money market)	- 참여기관의 수가 적고 거래규모도 작음
양도성예금증서(CDs)	- 중국은행, 중국건설은행, 초상은행 등 발행
채권(Bonds)	- 담신편드 발행 증가, 일평균 유동성 2~5천만위안

자료 : Standard Chartered(2011a)

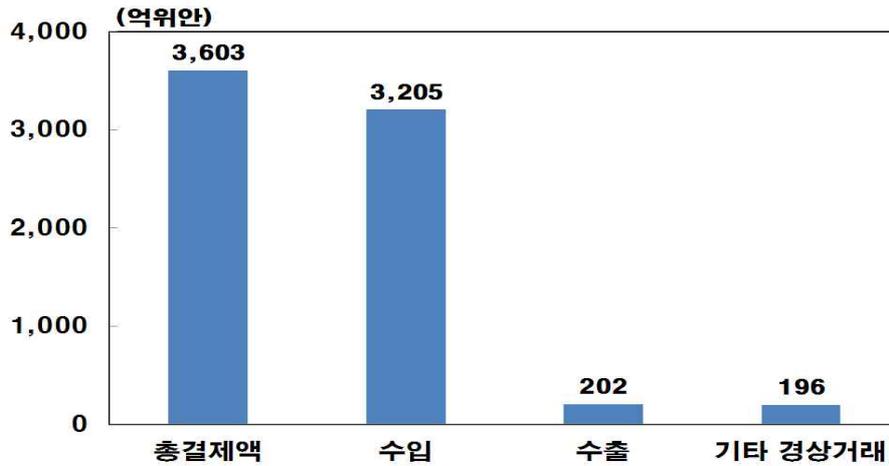
III 위안화 국제화 추진의 한계

- 위안화 국제화 추진의 성과와 함께 다음과 같은 한계도 나타나고 있음

1 위안화 무역결제의 수입 편중

- 위안화 무역결제가 빠르게 증가하고 있으나 수입결제에 편중
 - o 2011.1/4분기 위안화 총결제액(3,603억위안)중 수입결제액 비중이 88.9%(3,205억위안)이며 수출결제액은 5.6%(202억위안)에 불과

거래유형별 위안화 결제(2011.1/4분기)



자료 : CEIC, 국가통계국

□ 위안화 결제의 수입 편중은 중국 무역구조의 특수성, 위안화 무역결제 대상 기업범위의 제약 등에 기인

○ 중국의 주요 수출국(미국, EU)은 주로 자국통화(달러화, 유로화)를 결제통화로 사용하고 있는 반면 주요 수입국(동아시아 국가)은 주로 제3국 통화(주로 달러화)를 결제통화로 사용하고 있어 상대적으로 수입 결제통화의 변경이 용이

○ 수입결제시 모든 기업이 위안화를 사용할 수 있는 반면 수출결제시에는 일부 기업*만 위안화를 사용할 수 있다는 점도 수입결제 편중을 심화시키는 요인으로 작용

* Mainland Designated Enterprise(MDE) : 중국정부가 지정한 67,359개 기업 (2010.12.6일 이전까지는 365개 기업)

□ 이러한 위안화 무역결제의 수입 편중은 당초 중국정부의 의도*와 달리 외환보유액을 증가시키는 부작용을 야기

* 위안화 국제화를 통해 막대한 외환보유액 유지에 따른 비용을 축소

○ 위안화 무역결제를 도입하지 않았다면 2011.1/4분기 외환보유액 증가액 1,973억달러중 456억달러*가 해외로 유출되었을 것으로 분석

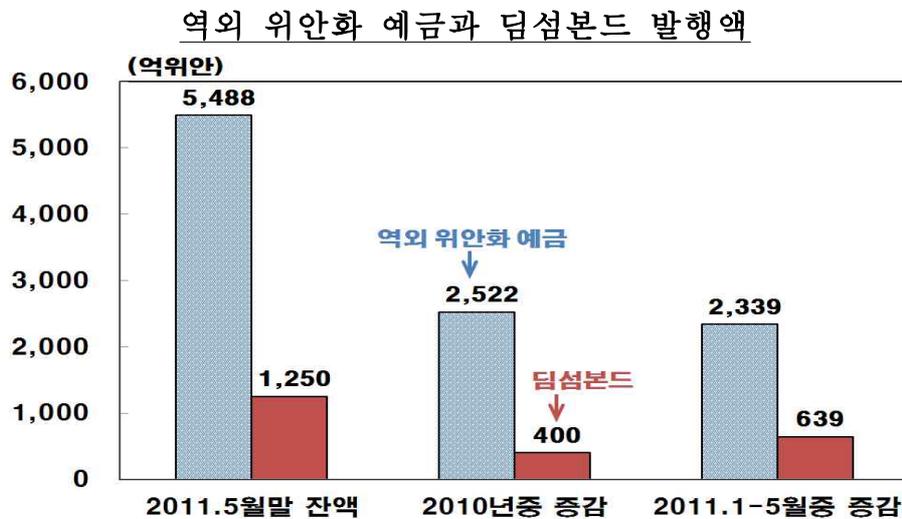
* 2011.1/4분기 위안화 수입결제와 수출결제간 차액을 기간중 평균환율로 환산

② 역외 위안화표시 자산의 공급부족

- 역외 위안화 예금이 덤섬본드 등 역외 위안화표시 자산에 비해 더 큰 폭으로 증가하면서 역외 위안화표시 자산의 공급부족이 발생
- 최근 덤섬본드 발행이 증가하고 최초의 CNH IPO*도 이루어졌으나 역외 위안화 예금을 흡수하기에는 불충분

* 후이셴(匯賢) 부동산투자신탁이 위안화표시 주식공개(104.8억위안 규모)를 통해 홍콩거래소에 상장(2011.4.29일)

- 2011.1~5월중 덤섬본드 발행액(639억위안)이 2010년 연간 발행액을 넘어설 정도로 빠르게 증가하고 있지만 동 기간중 역외 위안화 예금 증가액(2,339억달러)을 크게 하회



자료 : 홍콩금융관리국, Bloomberg

- 이같은 역외 위안화표시 자산의 공급부족은 근본적으로 중국정부가 역외 위안화 자금의 역내유입 통로를 제한하고 있는 데 기인
- 역외 위안화 자금의 역내 위안화표시 자산에 대한 투자가 거의 불가능*하므로 역외 위안화 예금 증가에 따라 역외 위안화표시 자산에 대한 수요도 빠르게 증가

* 예외적으로 역외 위안화 무역결제 참가은행, 역외 위안화 청산은행, 외국 중앙은행 등 일부 기관에 한하여 일정 한도(quota)내에서 중국 본토 은행간 채권시장에 대한 투자를 허용(2010.8월)

이에 근거하여 중국은행 홍콩법인(역외 위안화 청산은행)이 역내은행간 채권시장에 투자하고 있다는 사실이 알려짐(2011.7월)

○ 그러나 덤섬본드 발행 등을 통해 모집된 역외자금의 역내송금* 가능성이 불확실하고 그 절차도 복잡하여 역외 위안화표시 자산의 공급이 제약

* 덤섬본드 발행자금이 중국 본토로 유입되어 위안화 수익을 창출하는 투자로 이어지려면 동 자금의 본국 송금이 필수적이지만 중국정부는 덤섬본드 발행자금의 본국 송금 가능여부를 사안별(case-by-case)로 판단

□ 역외 위안화표시 자산의 공급부족은 투자자들의 위안화 보유 유인을 떨어뜨리고 역외 금융기관의 자산-부채간 포지션 불일치에 따른 리스크를 확대함으로써 역외시장의 성장을 제약

○ 최근 위안화 절상 기대에 힘입어 역외시장이 빠르게 성장하고 있지만 위안화 가치가 충분히 절상된 후에는 CNH 보유 인센티브가 약화되어 위안화 무역결제 및 역외거래가 위축될 수 있음

— CNH 예금(금융기관 보유예금)의 대부분이 투자처를 찾지 못하고 중국인민은행에 낮은 이율로 예치*됨에 따라 홍콩내 위안화 예금금리는 그보다 더 낮은 수준(1년만기 예금금리 0.58%)에서 정체

* 당초 중국은행 홍콩법인(역외 위안화 청산은행)에 예치하는 방식에서 2011.4월부터는 중국인민은행에 예치하는 방식으로 변경(연이율 : 변경 전 0.865% → 변경 후 0.629%)

○ 한편 금융기관은 위안화 부채(예금) 규모가 위안화 자산(대출, 채권 등) 규모를 대폭 초과하는 상태에 놓이게 되고 대부분의 위안화 예금을 외부기관에 예치하게 됨에 따라 거래상대방 리스크(counterparty risk)도 부담

③ 중국 통화정책에 대한 제약

□ 역외시장 발달과 함께 중국기업의 덤섬본드 발행 등을 통한 역외 자금의 역내유입이 증가

- 덤섬본드 발행주체가 중국정부 및 국유상업은행에서 중국기업으로 확대되고 위안화표시 합성채권*(synthetic bond) 발행이 증가하면서 역외채권 발행자금의 역내유입도 확대

* 채권 액면금액은 위안화표시이나 발행, 이자지급, 만기상환시 美달러화로 결제가 이루어지는 채권(2011.1~5월중 덤섬본드 발행액의 30%정도)

역외 위안화의 역내송금시 사안별로 승인을 받아야 하는 것과 달리 합성채권 발행으로 취득한 달러화의 송금 절차는 이미 정비되어 있어 합성채권 발행시 발행자금의 역내유입이 보다 용이

위안화표시 합성채권 발행 현황

발행일	발행주체	발행금액 (억위안)	액면이자율 (%)	업종
2010.12.23일	SHUI ON DEVELOP	30	6.875	부동산
2011. 1.14일	CHINA SCE PROPERTIES	40	10.5	"
1.19일	EVERGRANDE REAL	37	9.25	"
	EVERGRANDE REAL	55.5	7.5	"
1.26일	SHUI ON DEVELOP	35	7.625	"
2.28일	LDK SOLAR CO LTD	17	10	에너지
3.15일	KAISA GROUP	20	8.5	부동산
3.17일	POWERLONG RE HLD	7.5	11.5	"

자료 : Bloomberg, Merrill Lynch(2011b)

□ 역외자금의 역내유입 증가는 중국정부의 통화긴축, 부동산 과열 억제 대책 등 정책의 효과를 제약할 뿐 아니라 투기성자금 유출입에 따른 리스크를 확대

- 최근 중국정부가 물가안정을 위해 은행대출을 통제하고 있음에도 불구하고 중국기업들이 역외자금 조달을 늘리면서 통화긴축 정책의 유효성이 저하*되고 투기성자금 유출입 가능성도 증대

* 2011년 상반기 위안화 신규대출은 4.17조위안으로 전년동기대비 4,497억위안 감소했으나 동기간중 역외자금 유입 규모가 약 5,000억위안으로 추정되어 통화긴축의 효과가 상당부분 제약되었을 것으로 분석(第一財經日報, 2011)

- 중국 부동산개발회사들이 합성채권 발행을 통해 모집한 달러화 자금을 역내로 들여오면서 부동산 과열 억제 대책의 효과가 저하되고 외환보유액 증가 압력이 확대

IV

향후 전망

- 향후 위안화 국제화는 위안화 무역결제 확대와 홍콩 역외시장 육성*을 중심으로 점진적으로 진전될 전망

* 최근 리커창 국무원 부총리, 저우샤오촨 중국인민은행총재 등이 홍콩을 방문하여 국제금융센터 및 역외 위안화 금융센터로서 홍콩에 대한 지원 계획 (initiative)을 발표(2011.8.17일)

- 중국정부는 글로벌 금융위기 이후 위안화 국제화를 적극적으로 추진하고 있지만 아시아금융위기 당시 신흥경제국의 경험을 교훈 삼아 자본시장 개방에는 소극적

- 따라서 위안화 국제화 정책은 당분간 역외 위안화 자금의 역내유입 통로를 점차 확대함으로써 위안화 무역결제 확대와 역외시장의 지속적 발전에 초점을 둘 것으로 보임

- 역외 위안화 자금의 수익성이 개선되지 않는다면 위안화가 충분히 절상된 후에는 역외 위안화 보유의 인센티브가 약화되고 위안화 무역결제 확대 및 역외시장 발전이 정체될 우려(張明, 2011)

— 역외 위안화 자금의 수익성 개선 및 역외시장 발전은 외국기업의 위안화 지급시 거래비용*을 줄임으로써 위안화 무역결제 수입 편중을 완화하고 외환보유액 증가 압력을 완화

* 외국기업의 위안화 지급시 환전, 보유 등에 따른 거래비용이 발생

□ 역외 위안화의 역내유입 통로 확대는 역내 자본시장의 개방 및 역외 위안화표시 자산 공급 확대 등 두 방향으로 점진적으로 추진될 것으로 예상

○ 역내 자본시장 개방은 우선 직접투자부터 시작하고 증권투자와 같은 단기적 성격이 강한 투자는 투자한도를 설정 후 이를 점차 확대하는 단계적 방식으로 이루어질 전망

— 최근 중국 지도부는 홍콩 방문시 위안화 외국인직접투자(RMB Foreign Direct Investment; RFDI) 및 위안화 적격외국인투자자방식*(RMB Qualified Foreign Institutional Investors; RQFII) 도입 계획을 발표(8.17일)

* 중국정부는 최초 홍콩의 적격외국인투자자들에게 200억위안을 할당하여 역내 주식시장에 투자할 수 있도록 할 계획이라고 발표

— 이에 따라 중국 상무부는 유가증권, 파생상품 등에 대한 투자와 대출금 상환을 제외한 역외 위안화의 역내투자를 허용(8.22일, “商務部關於跨境人民幣直接投資有關問題的通知”)

. 다만 투자금액 3억위안 이상인 투자, 담보대출·리스·소액대출 등 금융업 투자, 시멘트·철강·조선 등 과잉설비 산업 투자는 별도의 심사가 필요함을 규정

○ 역외에서는 덤섬본드 발행을 확대*하고 발행자금의 역내유입 절차를 정비하는 한편 역내 자본시장에 대한 교란을 줄이기 위한 노력**도 계속 강화할 것으로 예상

* 중국정부는 현재 250억위안 수준으로 알려진 중국 비금융법인의 덤섬본드 발행한도를 금년중 500억위안 수준으로 상향조정할 방침(2011.8.17일)

** 2011.7월말 국가외환관리국은 국내은행의 역외차입에 대한 담보 제공액을 줄이고 국내 부동산개발기업의 역외 채권발행을 위한 담보 신청을 접수하지 않을 것이라고 밝힘

- 장기적으로 중국정부는 위안화가 완전한 태환성(perfect convertibility)을 갖춘 국제통화로 통용될 수 있도록 자본시장 개혁을 병행 추진할 전망
 - 위안화 국제화가 진전됨에 따라 역내 자본시장 개방도는 높아질 수 밖에 없으므로 자본자유화에 따른 부작용을 축소하기 위한 자본시장 개혁이 필수적인 과제가 될 수밖에 없음
 - 자본자유화에 따른 잠재적 리스크를 완화하기 위해 위안화 절상, 유동성 관리 강화, 규제와 감독체계 개선, 금융중개시스템의 발전, 금리 자유화, 자본시장 개방 등의 조치를 장기적인 계획 하에 체계적으로 추진할 필요가 있음(IMF, 2011)

<참고>

역외 위안화 시장의 변화

- 2003.12월 홍콩금융관리국, 홍콩내 기초적인 위안화 금융서비스(예금, 환전 등)를 허용
- 2007년 중국정부, 본토 금융기관들의 홍콩내 위안화 채권 발행을 허용
- 2009.1월 중국인민은행과 홍콩금융관리국, 통화스왑 체결
- 2009.7월 중국인민은행, 위안화 무역결제제도 시범 실시
 - o 상하이 및 광둥성 4개 도시와 홍콩, 마카오, ASEAN 지역간 무역결제
- 2009.9월 중국 재정부, 최초의 역외 위안화 국채를 발행
- 2010.2월 홍콩금융관리국, 무역결제 참여은행의 위안화 금융상품 개발을 허용
 - o 단 홍콩내 금융규제 준수 및 중국 본토로의 위안화 유입 금지를 규정
- 2010.6월 중국인민은행, 위안화 무역결제제도 시범 실시 범위 확대
 - o 중국 본토의 20개 성·시와 세계 전지역간 무역결제로 범위 확대
- 2010.7월 중국인민은행과 홍콩금융관리국, 홍콩내 위안화 금융서비스 확대를 위해 위안화 청산 협정을 개정
 - o 모든 법인의 위안화 계좌 개설 허용, 무역 관련성 여부를 기준으로 위안화 환전 요건 및 한도 설정 등
- 2010.8월 중국인민은행, 외국 중앙은행, 역외 위안화 청산은행, 위안화 무역결제 참가은행 등의 중국 본토 은행간 채권시장 투자를 허용
 - o 단 중국인민은행이 투자한도 설정
- 2010.8월 맥도날드, 해외 비금융기관으로서는 최초로 역외 위안화 채권을 발행
- 2010.12월 중국인민은행, 수출대금 위안화 결제 가능 기업의 수를 확대
- 2011.1월 중국인민은행, 위안화 해외직접투자(ODI) 시범 사업을 개시
- 2011.1월 루이안(瑞安), 홍콩내 최초의 위안화 합성채권(synthetic bond) 발행
- 2011.3월 홍콩거래소, 위안화 주식거래 지원 금융(RMB Equity Trading Support Facility)에 대한 설명회 개최 계획을 발표

- 2011.3월 중국인민은행, 역외 위안화예금 신탁계좌(Fiduciary Account) 제도 발표(4월 시행)
- 2011.4월 후이셴(匯賢), 홍콩내 최초의 위안화 주식공개(IPO) 개시
- 2011.6월 홍콩 자본시장연합회, CNH 기준환율(Spot USD-CNH Fix) 고시
- 2011.7월 홍콩금융관리국, 역외 무역결제 참가은행의 위안화 포지션 및 청산 관련 규제 완화
 - 동일 은행그룹 내 적법한 무역결제관련 역외 위안화 포지션 상계를 허용

<참고문헌>

- 박동준, 배기환, 2010, "위안화 국제화의 추진 현황과 과제", *해외경제정보* 제2010-43호, 한국은행
- BNP Paribus, 2011, "RMB Internationalization: The Rise of the Redback", 2011. 5
- IMF, 2011, "China: 2011 Article IV Report", IMF Country Report No.11/192, 2011. 7
- Merrill Lynch, 2011a, "Faster, safer, cheaper - China themes in HK", 2011. 7. 28
- , 2011b, "Offshore funding under watch", 2011. 8. 4
- Standard Chartered, 2010a, "Special Report: The new CNH market", 2010. 8. 27
- , 2010b, "Special Report: The CNH FX, rates and Dim Sum bond markets", 2010. 10. 5
- , 2011a, "Special Report: CNH supports CNY reserve-ification", 2011. 1. 10
- , 2011b, "Renminbi Insider: Game on", 2011. 6. 15
- Wall Street Journal, 2011, "China Stumbles in Yuan Grand Plan", 2011. 7. 15
- 穆怀朋, 2011, "一幣兩制：關於香港人民幣離岸市場的幾點分析", 《中國改革》2011年第6期, 2011. 6. 1
- 北京洲通投資技術研究所供稿, 2011, "香港的人民幣離岸中心前景", 《中國改革》2011年第6期, 2011. 6. 1
- 張明, 2011, "貨幣國際化欲速則不達", 《財經》2011年第14期, 2011. 6. 20
- 張仁良, 王文明, 2011, "人民幣如何離岸至香港", 《財經》2011年第14期, 2011. 6. 20
- 第一財經日報, 2011, "上半年內企赴港融資逾5000億或抵消緊縮政策", 2011. 8. 16