

위안화 국제화의 가능성 분석과 전망

2015. 10. 23

연구위원 현 석



I 통화 국제화와 위안화

II 위안화 국제화의 선결조건 분석

III 실증분석

IV 결론

I. 통화 국제화와 위안화

Q1: 최근 중국 정부가 위안화 국제화를 서두르는 이유는?

Q2: 위안화 국제화는 어디 까지, 어느 정도의 속도로 진행될 것인지?

Q3: 위안화가 미국 달러화나 유로화와 같은 국제통화의 지위를 얻을 수 있는지?

Q4: 위안화 국제화의 향후 과제는?

통화 국제화의 정의

❖ 통화 국제화의 정의

- 일국통화가 거주자와 비거주자간의 거래뿐만 아니라 비거주자간 거래에서도 자유롭게 사용되어 통화의 사용 범위가 확대되는 것 (Kenen 2012)

기 능	민간 부문	공공 부문
계 산 단 위	무역거래·국제금융거래의 표시단위통화	환율표시통화 환율페그시 기준통화
지 급 수 단	무역대금결제·대외채무상환 수단이 되는 통화	외환시장 개입 통화
가치저장수단	예금, 대출, 채권발행 등에 사용되는 통화	대외지급수단 보유통화

Keren, P.B.(1983), "The Role of the Dollar as an International Reserve Currency"

완전 국제화와 부분 국제화의 비교

선행연구	완전 국제화	부분 국제화
Ishii et al. (2001)	<ul style="list-style-type: none"> • 제3자 간의 거래가 허용 • 국제통화의 3가지 기능(거래, 투자, 보유)을 모두 보유 	<ul style="list-style-type: none"> • 제3자 간의 거래가 허용 • 국제통화의 3가지 기능 중 거래와 투자기능만을 보유
Genberg (2012)	<ul style="list-style-type: none"> • 제3자 간의 거래가 허용 • 국제통화의 3가지 기능을 모두 보유 	<ul style="list-style-type: none"> • 제3자 간의 거래가 제한 • 국제통화의 3가지 기능을 모두 보유
현석·이상헌 (2011)	<ul style="list-style-type: none"> • 위 기준을 만족하면서 외환보유고로도 많이 이용되는 5개국 통화(G5) 	<ul style="list-style-type: none"> • 통화의 국경간 거래가 국내 거래보다 활발함(G5 제외)

통화 국제화의 결정요인 [1]

선행연구	통화 국제화의 결정요인
오용협 외(2008) 백승관·오용협(2010)	<ul style="list-style-type: none"> • 경제규모: GDP, 무역(수출) • 통화가치의 신뢰성: 인플레이션, 환율 • 금융·자본시장의 개방과 발전: 외환거래, 자본통제, 금융·자본시장의 규모, 자본시장과 금융기관의 국제화, 금융개혁 • 무역의 형태: 공산품 수출 비중 • 국가위험도: 정치적 위험도 • 경상수지
Chin and Frankel(2007, 2008)	<ul style="list-style-type: none"> • 경제규모: GDP, 무역 • 통화가치의 신뢰성: 인플레이션, 환율 • 네트워크 외부성: 외환거래 • 금융·자본시장의 규모: 주식시장가치/GDP
Gao and Yu(2012)	<ul style="list-style-type: none"> • 경제규모: GDP • 화폐의 교환성: 자본통제 • 금융·자본시장의 개방과 발전
Mazial et al.(2012)	<ul style="list-style-type: none"> • 결제통화로써의 사용 • 외환시장 거래 • 외환보유고 사용 • 경제적 규모: GDP, 무역 • 국가 신용도 • 금융시장 개방도: 외환시장 • 금융·자본시장의 규모

통화 국제화의 결정요인 [2]

❖ 거시경제적 조건

- 경제규모가 크면 생산량과 무역량이 커서 교역 상대국은 해당국가의 통화를 사용할 가능성이 큼
- 경제규모가 클수록 교역 상대국에 비해 우월한 협상력을 가짐
- 화폐의 가치저장 역할은 인플레이션이 높은 화폐의 신뢰도를 떨어뜨려 해당통화의 보유를 꺼리게 됨

❖ 자본시장 조건

- 유동성이 풍부하고 금융개방도가 높은 국제채권시장의 발달되어야 해당 통화의 운용이 가능

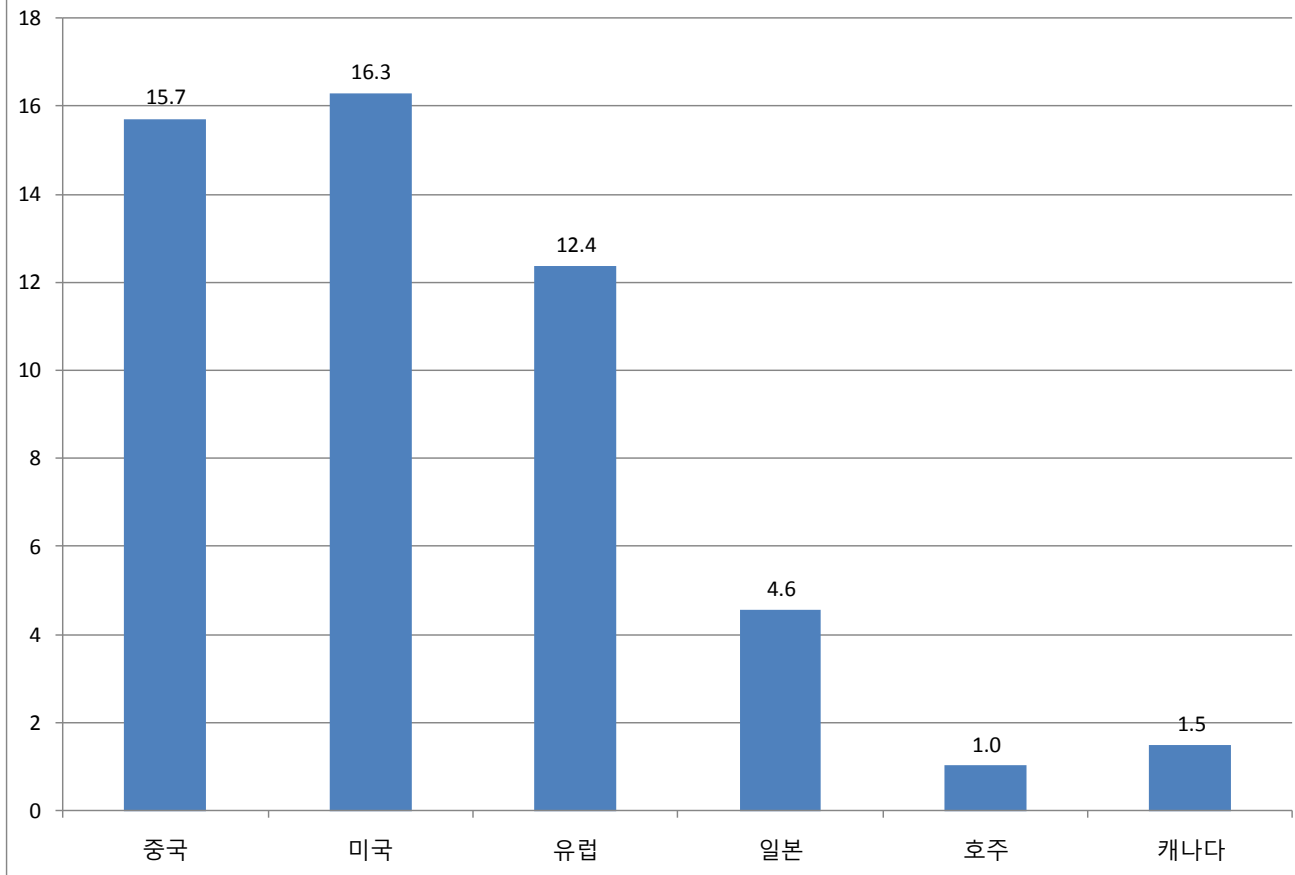
❖ 제도적 조건

- 자유로운 국경간 자본거래
- 외환거래 규제완화

Ⅱ. 위안화 국제화의 선결조건 분석

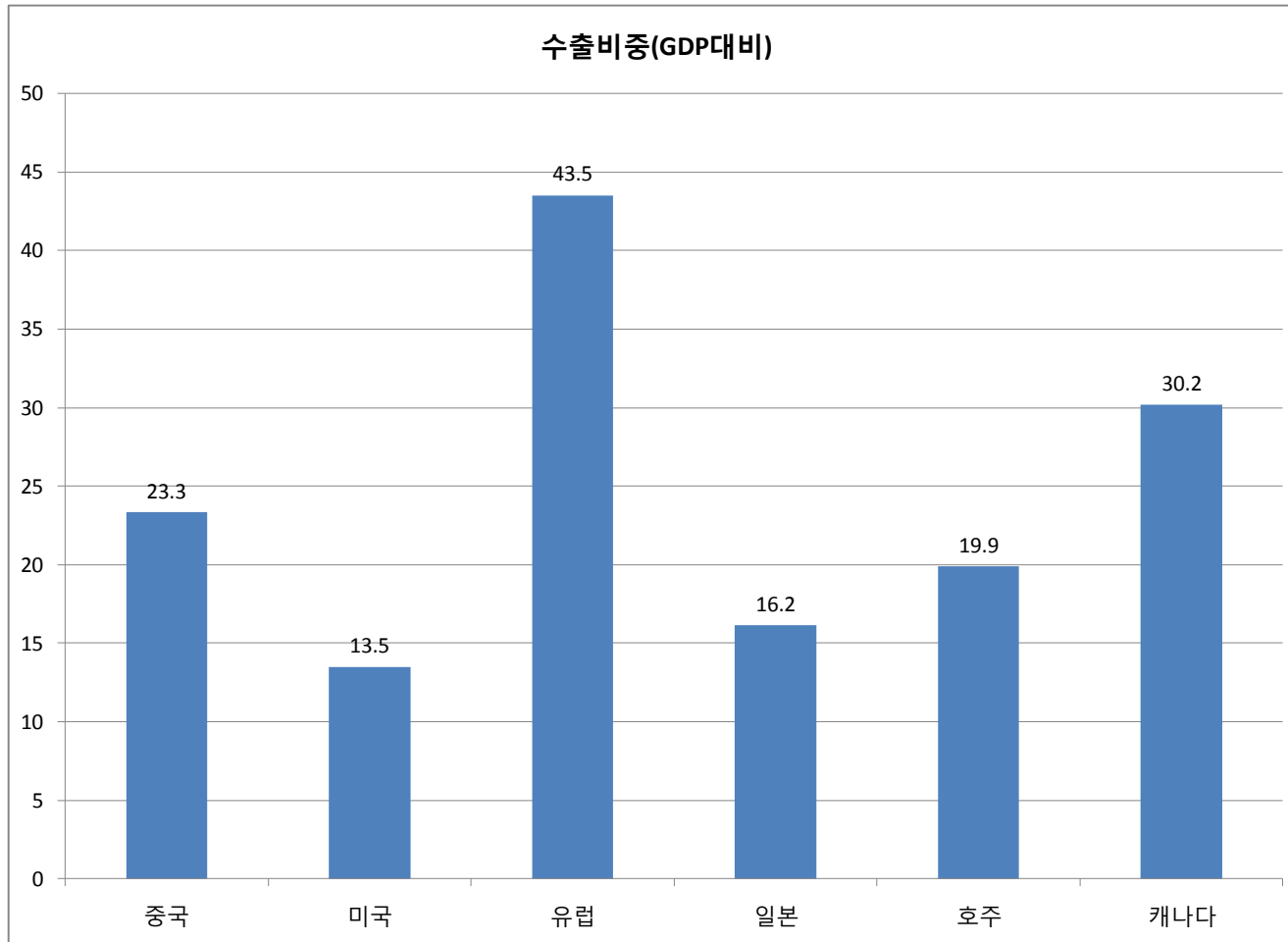
중국의 거시경제 조건 (1)

GDP비중(PPP기준)



❖ 2013년 기준 전세계 GDP에서 차지하는 중국의 GDP비중은 15.7%로서 미국 (16.3%)보다 낮은 편이나, 유럽 (12.4%)이나 일본(4.6%)보다 높은 수준

중국의 거시경제 조건 [2]

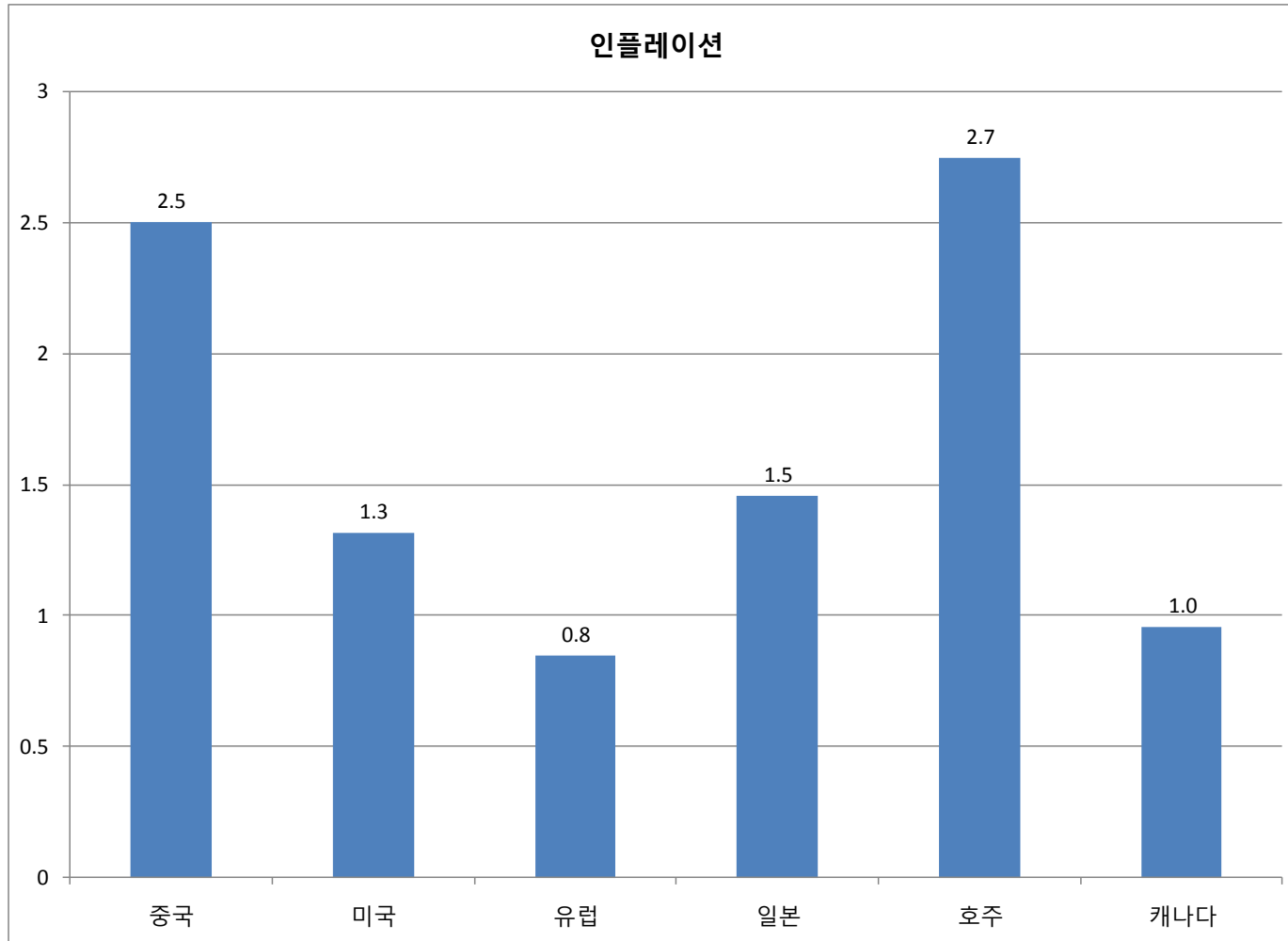


❖ 수출 의존도 (GDP 대비 수출규모)는 23.3%로 미국 (13.5%), 일본 (16.2%)보다 높은 편이나 유럽 (43.5%)보다는 낮은 수준

❖ 무역규모가 크더라도 수출 의존도가 높으면 위안화가 국제적으로 통용되기 어려움

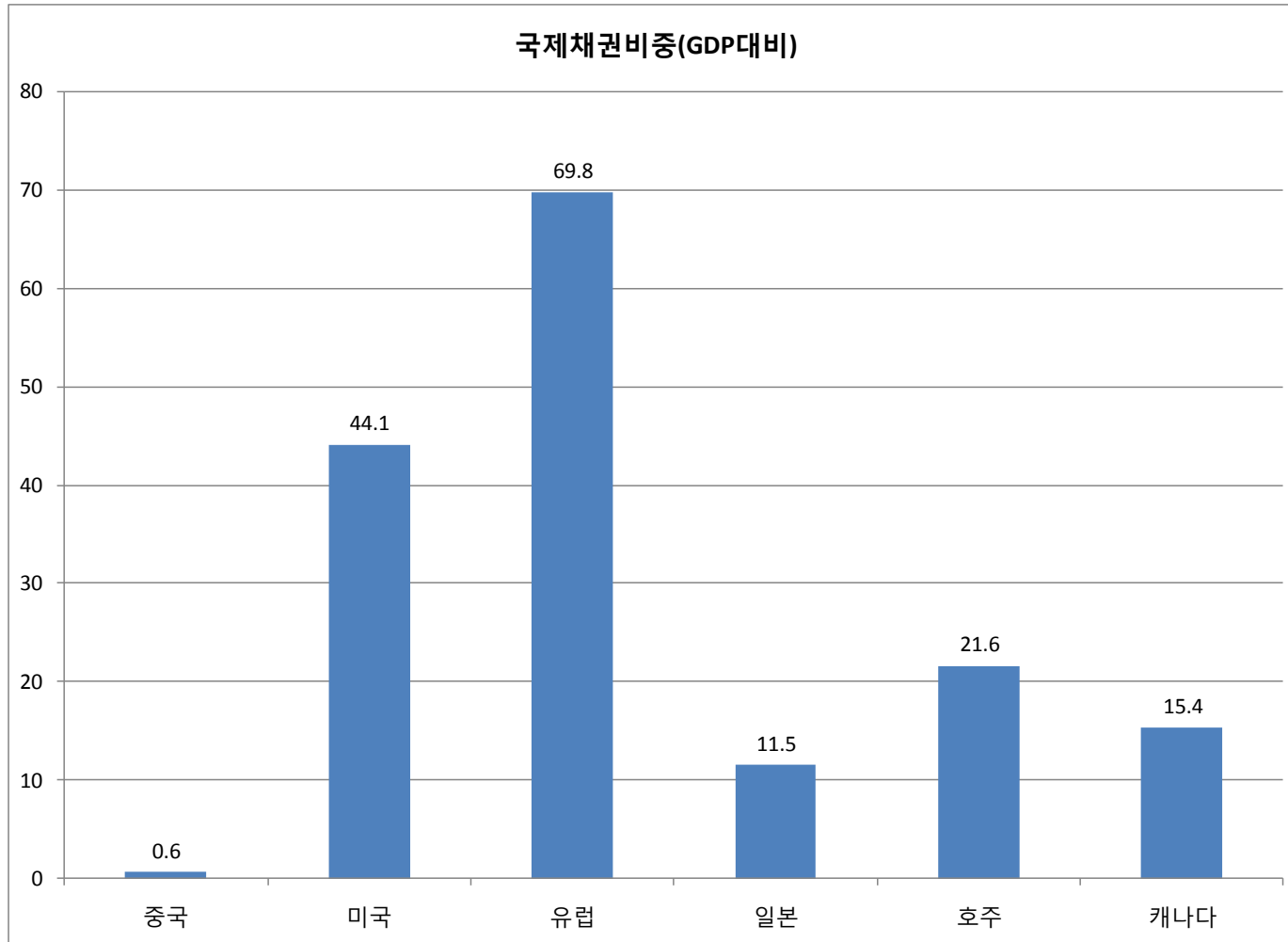
— 중국 경제에서 수출이 차지하는 비중이 높을수록 대외경제의 변화 등의 외부 충격에 민감하게 반응

중국의 거시경제 조건 (3)



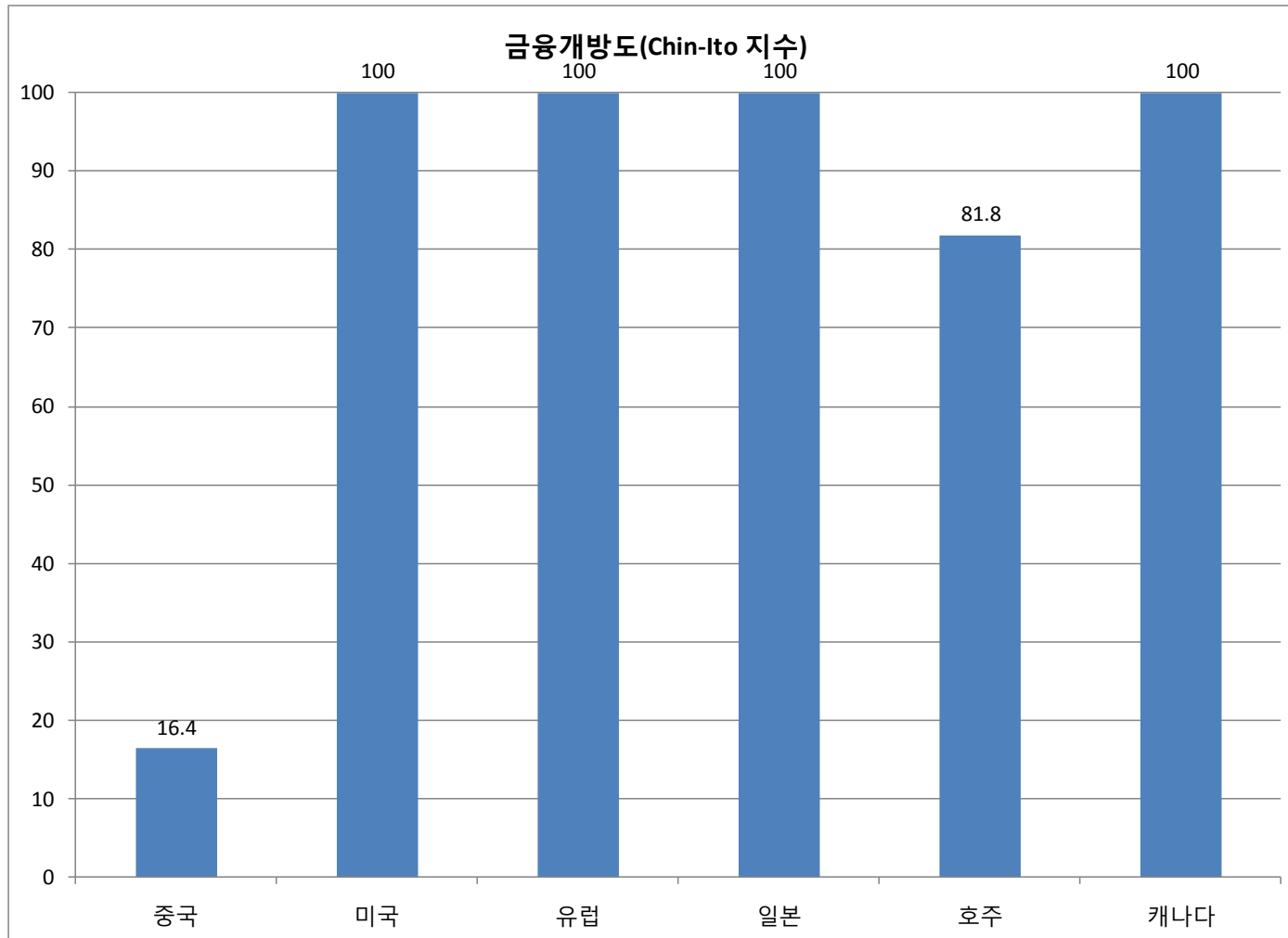
- ❖ 통화가 국제적으로 이용되기 위해서는 통화가치의 신뢰가 우선
- ❖ 위안화 국제화를 위해서는 중국인민은행이 물가안정을 중시하는 통화정책 실시 필요

중국의 자본시장 조건



- ❖ 자본시장 발전은 통화 국제화에 중요한 역할
- ❖ 자본시장 발전은 투자통화로서 국제통화의 지위 향상
- ❖ Dailami and Masson (2011)과 현석·이상헌 (2012)은 이러한 자본시장의 조건으로 무엇보다도 국제채권시장의 중요성 지적

중국의 제도적 조건



- ❖ SDR 편입을 위해서 자본거래의 자유화를 추진하고 있으나 여전히 까다로운 자본통제가 존재
- ❖ 제한적이지만 적격 외국투자기관자(QFII)제도를 통해 외국 투자자들이 중국시장에 접근 허용

Ⅲ. 실증분석

통화 국제화의 가능성 추정 모형: Ordered Logit Model

❖ 통화 국제화의 가능성 추정 모형

$$\Pr(y_{i,t} = j) = \Pr(\kappa_{j-1} < ME_{i,t}\psi + CM_{i,t}\lambda + \delta IS_{i,t} + u_{i,t} \leq \kappa_j)$$

단, $j \in \{1, 2, 3\}$ (1= 비국제화, 2=부분국제화, 3=완전국제화)

$$\Pr(y_{i,t} = 3) = 1 - \frac{1}{1 + \exp(-\kappa_2 + X_{i,t}\hat{\beta})}$$

$$\Pr(y_{i,t} = 2) = \frac{1}{1 + \exp(-\kappa_2 + X_{i,t}\hat{\beta})} - \frac{1}{1 + \exp(-\kappa_1 + X_{i,t}\hat{\beta})}$$

- $ME_{i,t}$ = 거시경제적 조건 (GDP비중, 무역비중, 인플레이션 등)
- $CM_{i,t}$ = 자본시장 조건 (자국통화표시 해외채권발행비중 등)
- $IS_{i,t}$ = 금융개방도
- κ_j = 각 통화 국제화 확률의 절삭점
- $u_{i,t}$ = 오차항

통화국제화의 결정요인 분석결과

변수명	모형	
	I	II
▶ 거시경제적 조건		
GDP 비중	0.93 *** (4.79)	0.39 *** (3.6)
무역의존도 (수출/GDP)	-0.02 *** (-2.95)	-0.02 *** (-3.68)
인플레이션	-0.01 (-0.06)	-0.1 (-0.71)
▶ 자본시장 조건		
자국통화표시 해외채권/GDP	0.34 *** (3.38)	0.22 *** (4.02)
▶ 제도적 조건		
금융개방도	0.03 *** (3.61)	0.04 ** (3.82)
Pseudo R2	0.63	0.55
관측치	131	131

완전국제화와 부분국제화 예측 확률

통화	완전국제화	부분국제화	GDP 비중	자국통화표시 해외채권/GDP	금융개방도
중국 위안화	7.3%	92%	15.7%	0.6%	16.4
미국 달러화	100%	0%	16.3%	44.1%	100
유로화	100%	0%	12.4%	69.8%	100
엔화	23.7%	76.1%	4.6%	11.5%	100
호주 달러화	22.9%	75.9%	1.0%	21.6%	81.8
캐나다 달러화	14.7%	84.9%	1.5%	15.4%	100

위안화 국제화의 정태적 시뮬레이션 결과

- ❖ 시나리오 #1: 현재의 금융개방도와 국제채권시장 발전 정도를 유지하는 경우 2020년 위안화가 완전 국제화된 통화로 이용될 확률
- ❖ 시나리오 #2: 현재의 금융개방도를 유지하면서 국제채권시장(미국 수준)을 발전 시킨 경우 2020년 위안화가 완전 국제화된 통화로 이용될 확률
- ❖ 시나리오 #3: 금융개방도를 완전히 개방(100)하고, 국제채권시장이 발전(미국 수준)시킨 경우 2020년 위안화가 완전 국제화된 통화로 이용될 확률

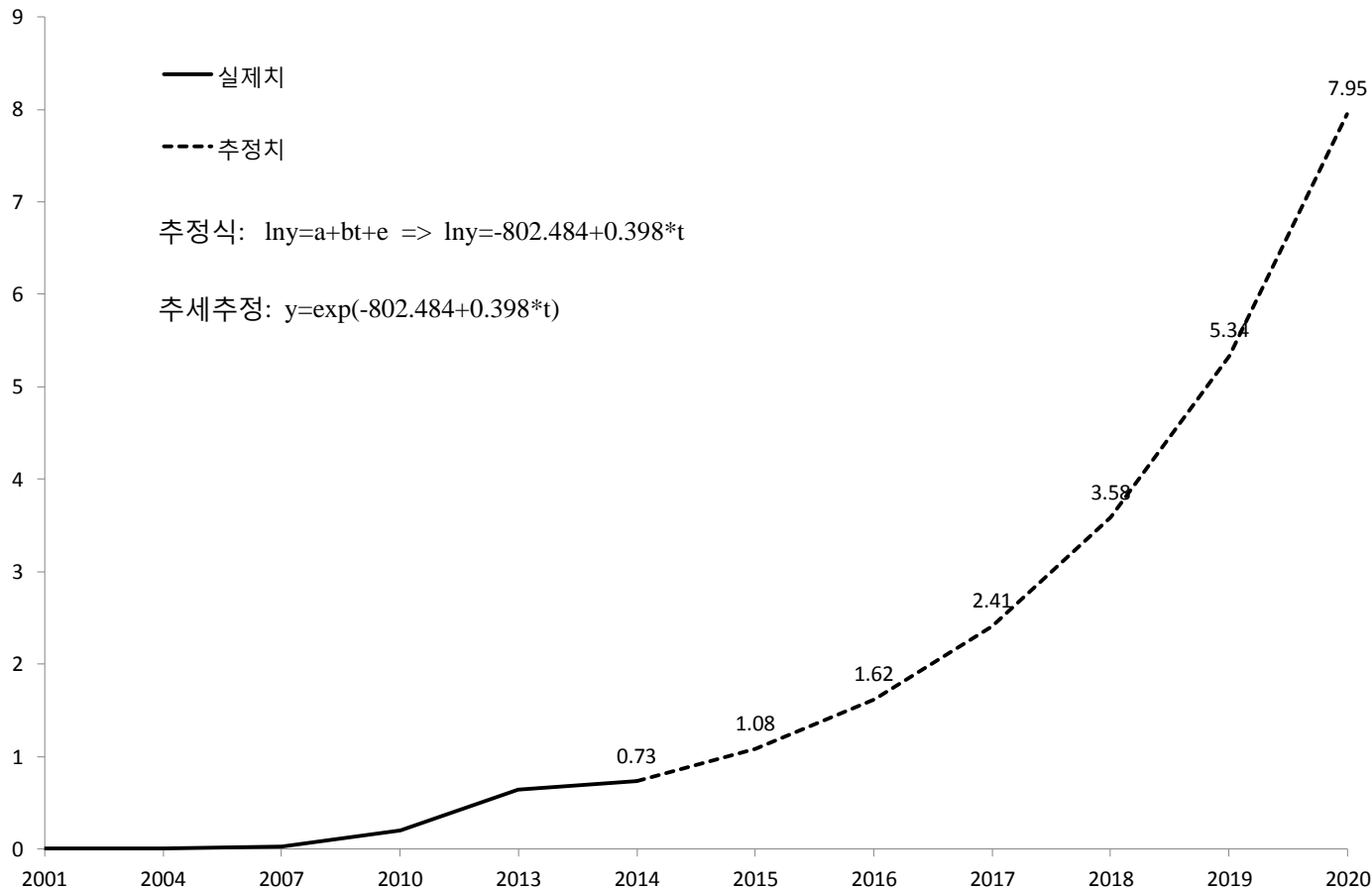
시나리오	GDP 비중 (%)	금융개방도	위안화표시 해외채권/GDP (%)	2020년 완전국제화 확률(%)
현재 (2013년 기준)	15.7	16.4	0.6	7.3
#1	15.7 □ 18.9	16.4	0.6	21
#2	18.9	16.4	0.6 □ 44.1	100
#3	18.9	16.4 □ 100	0.6 □ 44.1	100

동태적 시뮬레이션 시나리오

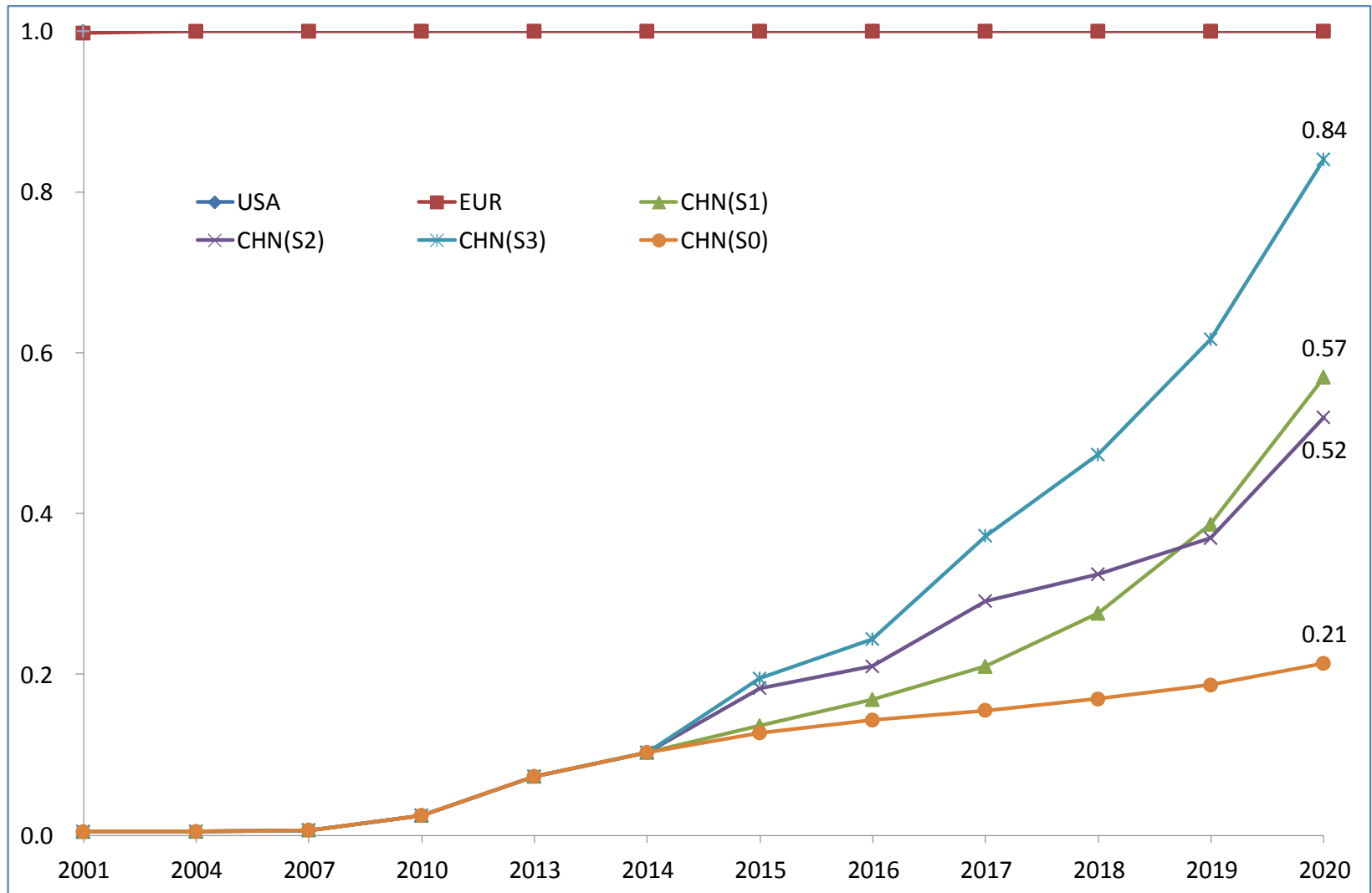
	경제규모	금융개방도	국제채권시장
시나리오0(s0)	GDP와 인플레이션 전망 치(IMF)	16.4	0.73
시나리오1(s1)	상동	16.4	채권시장의 급성장을 반영하 기 위해 지수함수형태로 가정
시나리오2(s2)	상동	단계적 개방 2020년 한국 수준 개방	0.73
시나리오3(s3)	상동	단계적 개방 2020년 한국 수준 개방	채권시장의 급성장을 반영하 기 위해 지수함수형태로 가정

위안화 국제채권시장 발전 가정

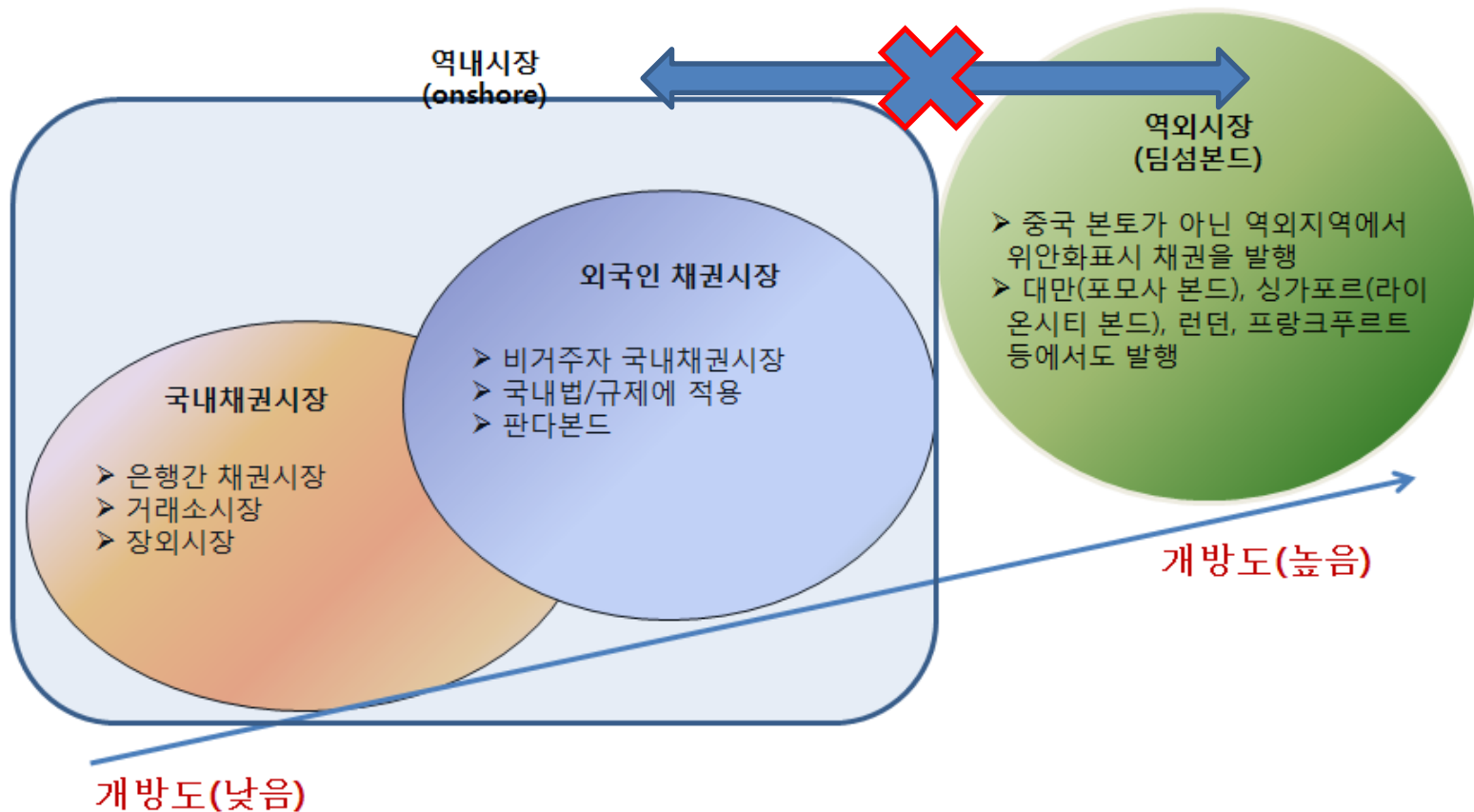
❖ 채권시장의 급성장을 반영하기 위해 지수함수형태로 가정



위안화 국제화의 동태적 시뮬레이션 결과



채권시장 발전과 국내 (onshore) 시장과 역외 (offshore) 시장 간의 연결



IV. 결론

- ❖ 첫째, 중장기적인 관점에서 시장 수요를 정확하게 파악하여 위안화의 국제화 추진이 필요
 - 위안화 국제화의 기회는 세계 금융·경제위기를 계기로 주요 국제통화의 가치 하락 및 변동성 확대, 그리고 위안화 절상기대에 따른 위안화 수요 증가로 비롯된 단기적인 현상
- ❖ 둘째, 위안화가 부분 국제화의 수준을 뛰어넘어 미국 달러화와 유로화와 같이 완전 국제화된 통화가 되기 위해서는 이미 충족한 경제규모를 뒷받침할 수 있는 (국제)채권시장의 발전과 금융개방도를 높이는 정책적 노력이 필수
 - 실증분석 결과에 따르면, 위안화가 호주 달러나, 캐나다 달러와 같이 부분 국제화될 확률은 92%로 매우 높지만 미국 달러와 같이 완전 국제화된 통화로 이용될 확률은 현재로서 7.3% 수준
 - 위안화가 경제규모 측면에서 보면 완전 국제화의 기준을 충족하고 있지만 금융개방도나 국제채권시장의 발전 정도는 매우 낮은 수준

- ❖ 셋째, 제한적인 자본거래의 개방 정도와 투자의 국내 환류에 대한 제도의 정비가 필요
 - 위안화의 자본거래 자유화 진전에도 불구하고 아직 금융기관의 참가 자격, 심사·인가 프로세스, 투융자규모, 자금 흐름의 방향 등에 대해 엄격한 규제가 위안화의 국제통화 역할을 제한
 - 중국 금융시장 발전 및 개혁 그리고 국내 (onshore) 시장과 역외 (offshore) 시장 간의 자유로운 자본 이동은 궁극적으로 위안화 국제화를 촉진

**THANK
YOU**