

中國 換率政策의 課題와 展望

金 奉 漢 · 南 守 重

경기과열과 대규모 경상수지 흑자의 대내외 불균형을 시정하고자 중국 당국은 금리인상 등 긴축적인 통화정책을 실시하고 있으나 그 효과가 제약적으로 나타나고 있다. 본 연구의 실증분석결과 이자율 인상은 중국의 경기안정화에 큰 효과가 없는 것으로 나타났고 위안화 실질가치의 상승은 대내외 불균형의 개선에 효과가 상대적으로 큰 것으로 나타났다. 또한 위안화 가치는 사실상 미국 달러화 가치에 페그되어 결정되고 있는 것으로 분석되었다. 하지만 금융부문이 취약하고 통화정책의 효과가 제한되어 중국은 점진적으로 환율제도의 유연성을 제고할 것으로 보인다. 즉 중국은 상당기간 현재의 환율제도를 유지할 가능성이 높다. 당분간 위안화 가치의 점진적 상승을 용인하면서 대내외불균형을 해소하려는 노력을 병행할 것으로 판단된다. 장기적으로는 통화정책의 독립성 확보와 자본자유화의 확대를 위해서 뿐만 아니라 경제 구조적 문제를 개선하기 위해서도 중국은 換率制度 柔軟化를 추진할 것으로 보인다.

1. 序 論

중국은 2005년 7월 복수통화바스켓 제도 도입 등 환율제도의 유연성을 점진적으로 높이고 있다. 또한 일일 변동폭 확대를 실시하여 위안화의 달러화에 대한 가치 상승 속도가 빨라지고 있다. 기본적으로 중국은 경상수지 흑자의 누적 등 대외적 불균형과 과잉유동성 증대 등의 대내적 불균형의 심화로 인해 단기적으로는 위안화 가치의 대폭적인 상승과 장기적으로는 환율제도의 유연성 제고의 필요성이 대두되고 있다.

중국경제는 2005년 7월의 환율제도 개혁 및 이후의 위안화 가치 상승에도 불구하고 대외불균형 심화, 물가상승 압력 증대, 과잉유동성 및 과잉투자 지속 등 리스크 요인들이 해소되지 않은 상황이다. 중국 통화당국은 2007년 5차례의 금리인상을 비롯하여 지급준비율 및 재할인을 변경 등 긴축적 통화정책을 실시하였으나 과잉유동성 문제가 쉽게 해소되지 않고 있다. 특히 중국의 취약한 금융시스템, 금리자유화 미흡 등이 금리인상 등 통화정책의 실효성을 제약한다는 평가가 지배적이다.

향후 중국정부는 단기적인 환율 일일 변동폭의 확대 등을 포함하는 換率制度 改革을 추진할 가능성이 점차 높아지고 있다. 따라서 중국의 환율제도 변경과 이에 따른 환율 추이를 분석하고 경제적 영향을 추정하여 환율제도 개선 가능성과 영향을 전망할 필요가

커지고 있다. 중국정부는 지금까지 수출기업의 재산성 악화와 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 大幅的인 위안화의 절상이 필요한 것도 사실이다. 중국당국은 수출 억제 및 수입 확대, 해외투자 촉진 등을 통해 무역 및 자본수지 흑자 축소를 도모하고 있으나 효과가 나타나지 않고 있다. 또한 중국정부는 외국인 직접투자에 대한 우대제도 축소, 중국 기업의 해외투자 장려와 더불어 외환시장 개혁을 통해 위안화 절상 압력에 대응하고 있다.

본 연구는 우선 대내외 불균형 확대와 경제정책의 여건 등을 중심으로 중국경제의 현황을 살펴보겠다. 다음으로 중국환율제도와 관련된 실증분석을 통하여 위안화 가치 상승의 거시경제적 효과를 살펴보고, 중국의 현재 환율제도가 사실상 달러 페그제도인가를 판단해 보겠다. 그리고 중국 환율제도와 관련된 논점을 이행기 환율제도, 통화정책의 명목 기준지표 및 금융부문의 개혁을 중심으로 살펴보겠다. 마지막으로 중국환율제도 변화를 전망해 보겠다.

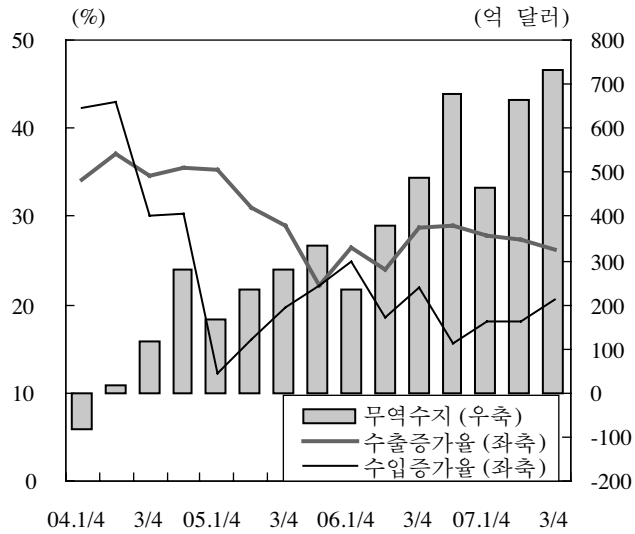
2. 中國 經濟의 現況

2.1. 對外 不均衡의 深化와 影響

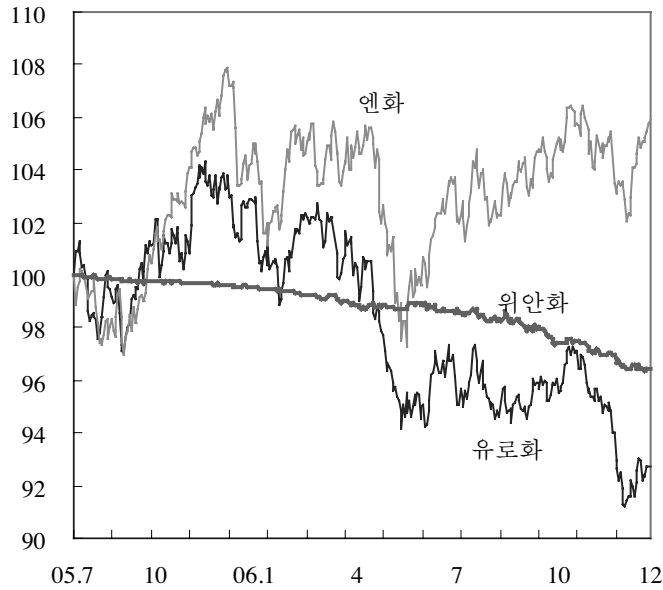
중국경제는 무역수지의 대규모 흑자를 기록하는 등 대외 불균형이 심화되어 미국 등 교역국으로부터 위안화 절상 등 대외불균형의 시정을 위한 정책을 요구받고 있다. 무역수지 흑자규모는 2004년 이후 크게 확대되어 2006년에는 사상 최대 크기를 기록하였다. 2004년까지 300억 달러 수준에서 2005년 1,019억 달러, 2006년 1,775억 달러로 증가하였다. 또한 외국인투자의 증가 및 핫머니 유입 등이 지속되면서 자본수지도 흑자가 누적되고 있다. 외국인투자도 2004년까지 연평균 530억 달러 수준에서 2005년 724억 달러, 2006년 695억 달러로 확대되었다. 중국이 금리를 인상함에 따라 내외금리차가 축소되고 위안화 절상 가능성이 높기 때문에 차익 실현을 위한 핫머니 유입도 증가하고 있는 것으로 추정된다. 이에 따라 외환보유액도 빠르게 늘어나 2006년에는 1조 달러를 초과하였으나 공식통계에서 누락된 자금 유입이 상당 규모일 것으로 추정되고 있다.

대규모 무역흑자 지속에 따라 주요 교역국인 구미 선진국과의 무역마찰이 빈번히 발생하고 있으며,⁽¹⁾ 貿易 및 資本收支의 쌍둥이 赤字 지속으로 해외부문의 통화가 계속 증발

(1) 미국의 의회는 불공정 보조금 지급을 문제 삼아 對中관세법안(대중 수입품에 대해 27.5%의



〈그림 1〉 中國의 輸出入 增加率 및 貿易收支



資料: Bloomberg.

〈그림 2〉 通貨別 對美달러 換率 變動 推移

보복관세 부과)을 준비하고 있으며, EU도 섬유, 철강, 가죽신발 등의 품목에 대해 계속 반덤핑 관세를 부과한 바 있다.

됨으로써 過剩流動性이 초래되고 있다. 미국 등 교역상대국은 위안화의 저평가를 글로벌 불균형의 원인으로 지목하고 이의 해소를 위해 위안화의 유연성 확대를 지속적으로 요구하고 있다. 위안화 가치의 점진적인 상승 및 수출 억제 노력에도 불구하고 수출증가세가 오히려 확대되어 2005~2006년 중 대외 불균형은 크게 확대되었다. 또한 수입확대를 위한 국내수요 증가도 매우 서서히 진행되어 무역수지 흑자가 단기간에 대폭적으로 축소될 가능성은 매우 낮은 것으로 평가되고 있다.

2.2. 景氣過熱 憂慮와 硬着陸 可能性

중국경제는 수출의 확대와 과잉 투자 등으로 10% 이상의 고성장을 지속하면서 경기과열의 위험에 처해 있는 것으로 평가되고 있다. 중국경제는 투자 확대 → 수출 → 증가 → 투자 확대의 성장패턴으로 2003년 이후 4년 연속 10%가 넘는 高成長을 지속하였다. 지방정부 간 성장경쟁으로 GDP 대비 투자비중이 40% 내외를 기록하는 등 성장의 투자의존도가 높고 투자 과열도 반복되고 있다.

현재 중국의 투자구조는 기형적인 불균형 상태에 있다는 평가가 설득력을 얻고 있는데, 중국의 총투자 중 지방정부의 프로젝트가 90% 이상, 국유기업의 투자가 70%를 차지하고 있다. 중북·과잉 투자로 많은 업종에서 생산능력 과잉 현상이 나타나고 있음에도 불구하고 중국의 투자는 계속 빠르게 증가하고 있다. 중국정부는 철강, 철합금, 알루미늄, 자동차, 코크스, 카바이트 등 7개 업종을 생산능력 과잉업종으로 지정하고 투자를 규제하고 있으나, 투자가 다시 확대될 가능성이 남아 있다. 특히 중국 중앙정부는 내륙개발을 위한 대형 프로젝트, 지역불균형 해소를 위한 인프라투자 등을 추진하고 있어 고정투자가 계속 확대할 수밖에 없다. 각 지방정부 역시 중국 공산당지도부 개편을 앞두고 가시적인 경제 성과를 거두기 위해 투자 확대에 나설 가능성이 높다.

과잉유동성으로 중앙정부의 관리·감독이 약화된다면 固定投資 및 不動產 市場의 過熱이 발생할 가능성이 높다. 상업은행 등 금융기관은 풍부한 대출여력을 바탕으로 대출 확대에 적극적으로 나설 것으로 예상된다. 중국인민은행의 규제에도 불구하고 대출 증가율은 빠르게 증가하는 추세이다. 이러한 풍부한 유동성으로 부동산 시장으로 자금이 유입되어 부동산 투자도 과열될 가능성이 높다.⁽²⁾ 투자과열의 재연 및 부동산 버블 발생이 예상될 경우 중국 당국은 이전에 비해 강력한 긴축조치를 취할 가능성이 높게 되고, 이

(2) 국가개발개혁위원회(NDRC)는 부동산 개발업체의 이익률은 30%로 높은 수준이어서 부동산 개발 프로젝트에 대한 투자의 증가와 더불어 부동산가격이 계속 상승할 가능성을 지적하였다. 국가발전개혁위원회(NDRC) 산하 거시경제연구원은 중국경제가 현재의 “다소 빠르” 성장에서 “전면적인 과열” 상태로 전환될 위험에 처해있다고 경고하였다.

〈表 1〉 都市地域 固定資産投資 増加率 推移

	2006년				2007년		
	3월	6월	9월	12월	3월	6월	9월
도시고정자산투자 증가율(누계기준, %)	29.8	31.3	28.2	24.5	25.3	26.7	26.4
부동산개발투자	20.2	24.2	24.3	21.8	26.9	28.5	30.3

資料: 중국 국가통계국.

경우 경기가 지나치게 위축되는 경착륙이 발생할 위험이 발생할 수 있다. 따라서 유동성 과잉 및 지방정부 간 성장경쟁 등에 따라 당국의 경기조절이 실패하거나 수출이 급감할 경우 경기 硬着陸 危險을 배제할 수 없다.

2.3. 通貨政策 效果의 制約

중국인민은행은 인플레이션 압력에 직면하여 2007년 중에 다섯 번 금리인상을 실시하였다. 중국인민은행은 1년 만기 예금 금리는 3.87%, 대출기준금리는 7.29%로 인상하였다. 2007년 8월 인플레이션이 6.5%에 달하며, 지난 10년간 가장 빠른 증가율을 기록한 것으로 알려졌다. 2007년 9월 15일부터 금융기관의 1년 만기 예금 기준금리는 0.27%p 상향조정되어 3.60%에서 3.87%로 조정되었으며, 대출기준금리 역시 0.27%p 상향조정되어 현행의 7.02%에서 7.29%로 조정되었다.

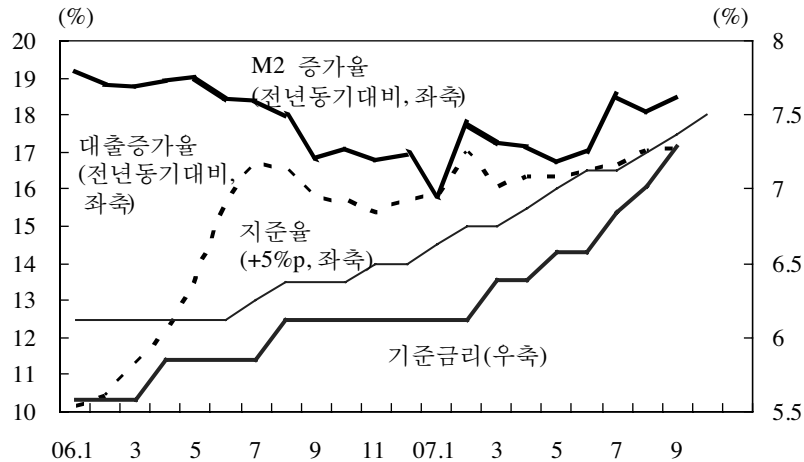
중국은 유동성과잉을 억제하기 위해 앞으로 당분간은 지속적으로 金利 引上 및 支準率 引上을 실시할 것으로 예상되고 있다.

하지만 금융시스템의 취약성 등으로 인해 통화정책의 효과가 제한적일 수밖에 없다. 금융기관 및 금융시장 기능 미흡, 상업은행의 대규모 초과지준 보유 등이 정책효과를 제약한다. 국유상업은행에 대한 정부의 영향력이 지속되면서 국유기업에 대한 정책성 대출 비중(2005년 64.5%)이 높다. 반면, 중소기업과 농촌지역의 개인들은 私金融에 크게 의존하는 실정이다. 또한 금융기관의 여신심사 기능이 미흡하여 금융의 효율적 자원배분 기능의 작동을 기대하기 어렵다. 직접금융시장의 미발달로 기업 등의 자금조달이 주로 은

〈表 2〉 2007년도 金利 및 支準率 引上 推移

	2006년	2007년 상반기	하반기
지준율	· 3회: 1.5%p	· 5회: 2.5%p	· 3회: 1.5%p
기준금리 (1년 만기 대출금리)	· 2회: 0.54%p	· 2회: 0.45%p	· 3회: 0.72%p

資料: 중국인민은행.



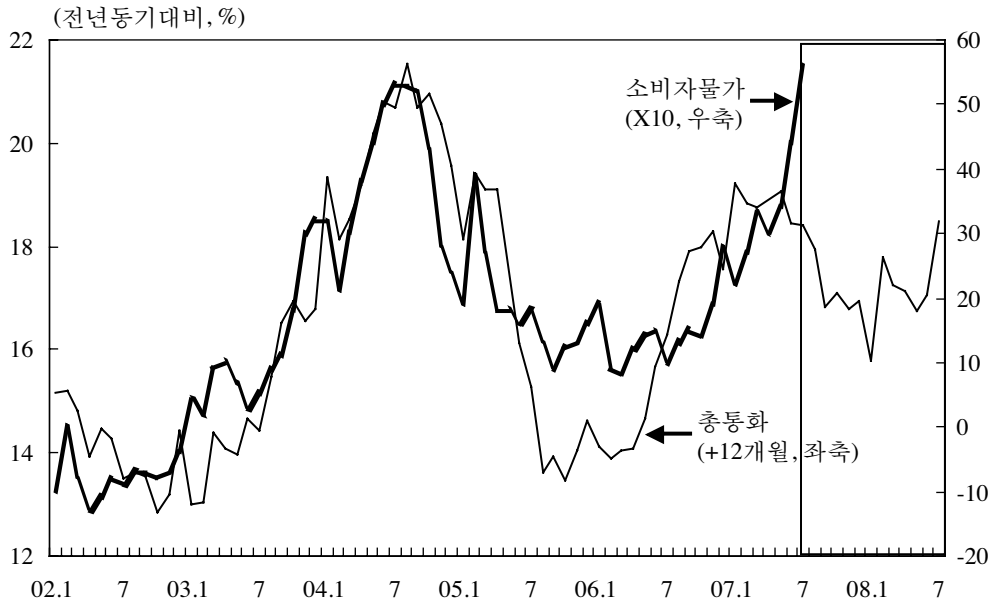
資料: CEIC.

〈그림 3〉 通貨 및 貸出 增加率 推移

행대출 등 間接金融을 통하여 이루어지고 있다. 은행들은 초과지준을 보유하는 등 유동성이 풍부함에 따라 대출욕구가 큰 것으로 알려지고 있는데, 이는 인민은행의 지급준비율 및 재할인을 변경 등 통화정책의 유효성을 제한하고 있다. 주요 상업은행들은 지준에 대한 이자율이 비교적 높고 자기자본 비율을 위한 대출 조절 등에 따라 초과지준 보유율이 약 4%에 달한다. 중국 은행들은 2007년까지 자기자본비율 8% 준수를 위해 대출을 조절하고 있으며 필요 및 초과지준에 대해 각각 1.89%, 0.99%의 지준부리를 지급받고 있다.

또한 금리 규제가 여전하고 통화정책 수단의 부족 등으로 통화정책의 파급경로가 원활히 작동하기 어려운 상황이다. 중국인민은행이 은행의 수익성 확보가 가능하도록 여전히 금리 규제를 하고 있어 금리정책의 효과가 낮다. 또한 중국인민은행은 높은 수준의 예대금리차를 유지함으로써 금융기관의 수익성 확보 및 부실채권 감축노력을 지원하고 있다. 반면, 중국은 채권시장의 개혁을 추진하고 있으나 규모가 크지 않고 채권의 종류 및 만기도 다양하지 못해 공개시장조작 여건이 성숙하지 못한 상황이다.

해외로부터 유입된 유동성을 흡수하기 위한 공개시장조작이 주로 중앙은행증권에 한정되고 있다. 중앙은행증권 발행에 의존함으로써 발행규모가 2003년 말 3,032억 위안에서 2006년 9월 말 3조 위안으로 10배로 급증하였다. 2006년 전체 채권발행 규모의 63%를 차지하고 있다. 중앙은행증권 발행금리도 지속적으로 상승하면서 이자지급액 증가는 유동성과잉 억제에는 역작용을 하고 있다. 중국은 시장경제가 제대로 작동하지 않고 계획경제의 관행 등으로 인해 경제주체들의 금리탄력성도 낮아 금리 인상의 효과가 크지 않



〈그림 4〉 總通貨(+12個月)와 物價上昇率의 關係

다. 기업은 자본에 대한 비용 지불의 개념이 여전히 미약하고 가계도 은행 차입이 어렵고, 저축 이외의 투자수단이 부족해 금리탄력성이 낮다.

따라서 금리인상 등 긴축조치에도 불구하고 중국의 소비자물가 상승속도가 가속화되고 있다. 중국의 인플레이션은 주로 과잉유동성, 기업의 가격 전가, 소비수요의 확대 등에 의해 상승하는 것으로 판단된다. 또한 주식 및 부동산가격 등 자산가격 급등에 따른 자산효과로 소비가 증가하는 것으로 보인다.

2.4. 金融시스템의 脆弱性

중국의 취약한 금융시스템은 점진적인 환율 절상을 용인하기 위한 중간단계 환율제도 운용의 직접적인 배경이 되고 있다. 특히 금융기관의 부실채권이 감소 추세이나 매우 완만하며 부실채권 비율 하락도 분모인 대출 증가 때문인 것으로 파악되고 있다. 4대 국유 상업은행의 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 설비투자관련 장기대출 등 대출총액의 증가에 기인한다. 따라서 성장 감속 또는 부동산 가격 하락시 이런 대출 증가가 부실채권 발생의 근원이 될 가능성을 배제할 수 없다.

〈表 3〉 主要 商業銀行의 不實債權 規模 및 比率

(억 위안, %)

	부실채권 규모				부실채권 비율			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
4대 국유은행	19,250	15,751	10,723	10,535	20.4	15.6	10.5	9.2
주식제 은행	1,872	1,425	1,473	1,167	7.6	4.9	4.2	2.8
합 계	21,122	17,176	12,196	11,701	17.8	13.2	8.9	7.5

註: 기말기준.

資料: 중국은행업감독관리위원회(CBRC).

그리고 국유상업은행의 부실채권을 인수한 자산관리공사의 부실채권 처리도 미흡한 수준이다. 자산관리공사의 부실채권 처리비율은 2006년 3월 말까지 인수 부실채권의 68.6%(8,663억 위안)이나 이에 따른 현금 회수액은 매각액의 20.8%(1,800억 위안)로 저조하다. 그동안 기처분된 현금 회수 부분은 인수자산 중 비교적 양호한 것인바, 남아있는 부실채권은 앞으로 처리가 더욱 어려워질 가능성이 있다.

중국은 금융부문의 개혁에도 불구하고 금융기관의 수익창출 능력 및 경쟁력 등 외부 충격에 대한 금융기관의 대응능력이 취약하다. 금융기관의 수익성 개선은 간접금융 중심의 금융구조 및 정부의 정책적 지원 등에 기인한 것으로 자체 수익창출 능력은 미흡한 것으로 평가된다. 직접금융시장의 미발달로 기업의 대출의존도가 높은 데다 당국이 예대 금리차를 큰 폭으로 유지하여 은행의 수익 증가를 지원하였다. 중국인민은행은 금리 자유화 과정에서 예대 금리차를 1년 기준 최소 3.6%의 큰 폭으로 유지하였다. 總資產收益率(ROA) 등 수익성 지표는 세계 우량은행 등에 비해 매우 낮은 수준이다.

중국은 2007년부터 은행시장이 완전 개방되었는데, 중국 국내은행들은 경쟁이 심화될 경우 수익성 및 재무구조가 악화될 가능성이 높다. 또한 예금과 대출의 만기구조 불일치로 인한 유동성 위험 및 도덕적 해이도 만연하고 있다. 중국의 은행예금이 주로 단기 저축성예금인데 비해 대출은 인프라관련 장기대출로서 만기구조 불일치로 인한 유동성위험의 가능성도 높다. 국유상업은행에 대한 정부의 영향력 지속으로 정책성 대출이 여전히 계속되는 등 신규 부실채권 발생 가능성이 남아 있다.⁽³⁾ 특히 경영의 자율성이 완전히 확보되지 못한 실정이며 자금횡령 등 부정행위도 근절되지 않고 있다.

(3) 중국의 비정상적 또는 정책성 대출이 연간 3,210억 달러(GDP의 14%)의 잠재 GDP를 감소시키는 것으로 추정된다. 정부의 손실보전에 대한 암묵적 기대로 인한 도덕적 해이 가능성도 존재하며 국유기업 및 지방정부의 대출상환 의지가 약한 실정이다.

〈表 4〉世界 100대 銀行과 中國 國有商業銀行의 指標 比較

(2004년 말 기준, %)

	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

資料: 일본 통상백서(2006), 한국은행(2007) 자료 재인용.

또한 중국은 잠재 부실이 적지 않은 상황에서 긴축조치 등에 따른 성장 위축 또는 자산 가격 급락 등 외부 충격이 발생할 경우 금융산업의 안정성이 크게 저하될 가능성이 높다. 잠재 부실채권이 실제로 부실화하고 금융기관이 이를 감당하기 어려운 상황이 초래될 가능성이 있다. 은행의 대출금리 인상은 주택대출 원리금 상환 부담을 가중시켜 부동산 가격 하락과 연쇄반응으로 개인파산이 증가할 것으로 예상하는 시각도 있다.⁽⁴⁾ 금융기관이 부실채권 증가분을 감당하지 못할 경우 이는 國家債務의 負擔으로 귀속되는 것이 기정사실처럼 알려지고 있다. 중국의 국가채무는 2005년 공식적으로 약 18%로 낮은 수준이나 국유상업은행의 부실채권 등을 포함하면 45%(2006년)의 높은 수준으로 추정된다.

3. 中國換率制度와 관련된 實證分析

3.1. 위안화 價值切上의 效果

중국정부는 기본적으로 위안화 실질가치가 상승을 하는 것을 원하지 않는 것으로 보인다. 위안화의 실질가치가 상승되면 외국재에 비해 국내재의 상대가격이 상승하여 수출이 감소하고 수입이 증가되는 支出轉換政策效果(expenditure-switching effect)가 발생된다는 것이다. 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 불균형문제를 해결하고자 하고 있다.

(4) 주택구입자의 92%가 주택대출을 받았으며 이 중 32%는 대출 상환비율(원리금 지급액/소득 100)이 50% 이상으로 국제적으로 통용되는 월소득 1/3의 대출경계선을 상회하였음.

그러나 기존의 연구에 따르면 개도국 통화의 실질가치의 상승이 해당국 경제의 침체로 연결될 것인가는 분명하지 않다. 표준적인 이론에 의하면 통화의 실질가치 상승은 경기 침체를 유발할 가능성이 높다. 하지만 일련의 연구자들이 통화가치 하락이 경기침체를 유발(contractionary devaluation)한다는 사례를 발견하였다[Kamin and Rogers(2000), Frankel(2005)]. 이들에 따르면 개도국 통화의 실질가치가 상승하면 해당국 경제를 침체시키기 보다는 오히려 부양시킨다는 것이다. 예를 들어 실질잔고효과나 실질부효과 및 소득재분재효과 그리고 중간재 수입가격의 하락 등으로 실질통화가치의 상승이 경제활동을 활발하게 한다는 것이다. 즉 통화실질가치가 상승하면 물가가 하락하여 실질잔고와 실질부가증대되어 지출이 증가되고 그로 인해 경기가 활성화된다는 것이다. 소득이 저축성향이 높은 경제주체에서 낮은 주체로 재분배되어 지출이 증가되고 그로 인해 경기가 활성화된다는 것이다.⁽⁵⁾ 중국의 경우에도 연구결과가 상충되고 있다. VAR모형을 사용한 Shi(2006)와 Hsing and Hsieh(2005)는 위안화의 실질가치 상승시 중국 경제성장률이 낮아진다는 결과를 얻었다. 하지만 SVAR모형을 사용한 Mehrotra(2007)은 위안화 실질가치의 상승시 중국경제 성장률이 상승한다는 결과를 얻었다. 이들 연구들은 거시경제변수들 간의 장기관계인 공적분관계를 고려하지 않은 문제점이 있다.

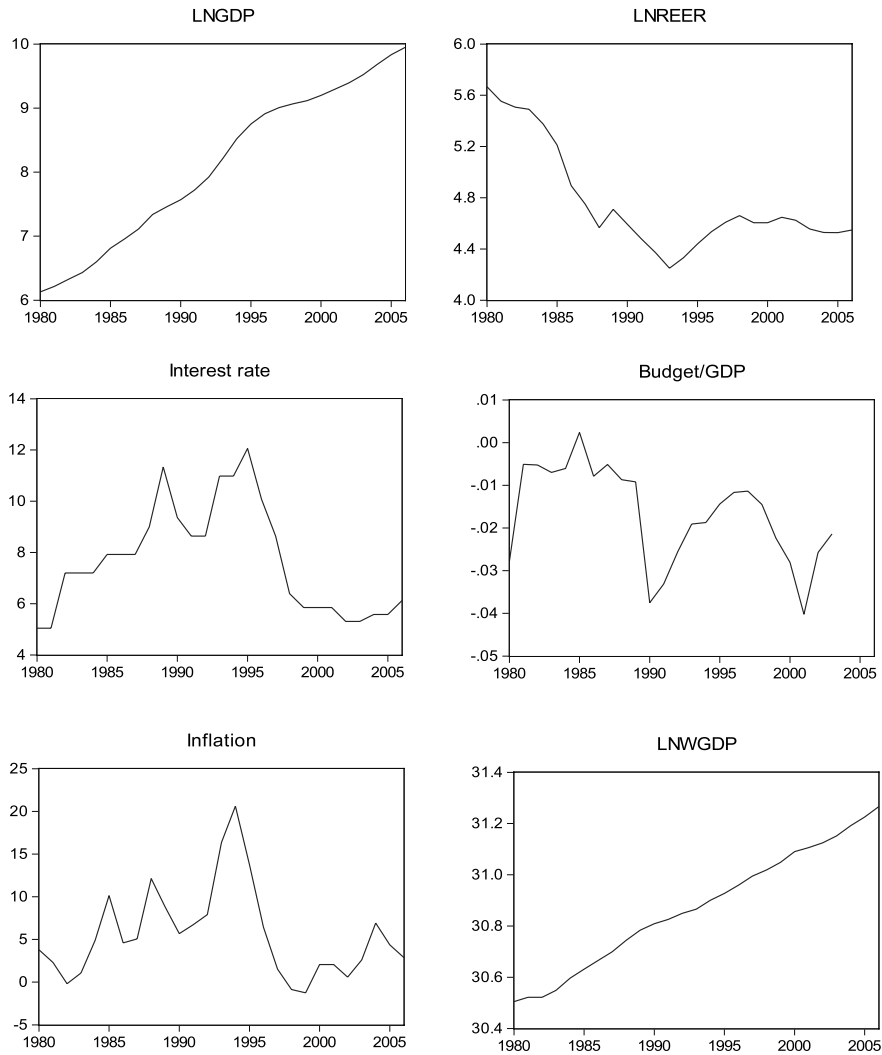
본 연구에서는 공적분검정을 하고 이를 바탕으로 다음의 VECM모형을 사용해서 위안화 실질가치의 상승의 중국거시경제에 미치는 효과를 분석하였다. VECM모형에서 사용되는 내생변수는 실질 GDP, 대출이자율, 실질실효환율, 인플레이션율, 예산/GDP 및 세계 GDP이다.

$$(3.1) \quad \Delta Y_t = \delta_0 + \delta_1 t + \alpha \beta' Y_{t-1} + \sum_{i=1}^{p-1} \Gamma_i \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t$$

추정기간은 1990~2006년이고 연간자료를 사용하였다. GDP대비 정부예산데이터는 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 공적분검정법으로 공적분검정을 한 결과가 <表 5>에 요약되어 있다. 5%의 유의수준에서 공적분 수가 최대 4개라는 귀무가설은 기각할 수 없고, 공적분의

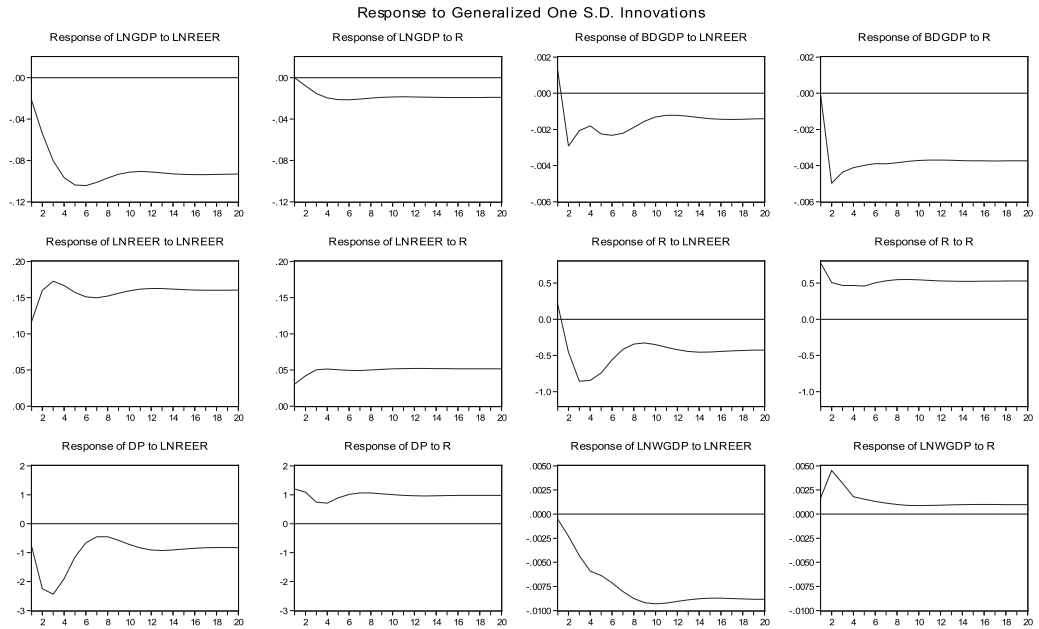
(5) Moreno(1999)는 외환위기사 동아시아 6개국의 경우를, Berument and Pasaogullari(2003)는 터키의 경우를 실증분석하여 통화가치의 하락이 경기침체를 유발했다는 결과를 얻었다.



〈그림 5〉 中國 巨視經濟 變數의 推移

〈表 5〉 共積分 檢定 結果

가설	Trace 검정통계치	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



수가 최대 5개라는 귀무가설은 기각되었다. 따라서 공적분이 존재하는 것으로 보고 오차 수정모형을 추정하였다. 이를 사용해서 충격반응함수를 추정하였는데 실질환율과 이자율의 변화가 내생변수에 미치는 효과가 〈그림 6〉에 요약되어 있다.⁽⁶⁾ 위안화 實質實效換率이 上昇(one S.D. innovation)하면 중국의 GDP는 -0.1까지 하락하는 반면 貸出利子率이 上昇(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 중국경제를 沈滯시킨다는 것(contractionary appreciation)을 확실하게 입증하는 것으로 보인다. 둘째, 이자율 인상으로 인한 경기안정 효과는 매우 낮은 것으로 나타났다. 셋째, 최근 중국 정부가 이자율 인상으로 경장수지 흑자와 경기과열을 해소하려고 노력하고 있는데 그 성과가 제한적이라는 것이다.

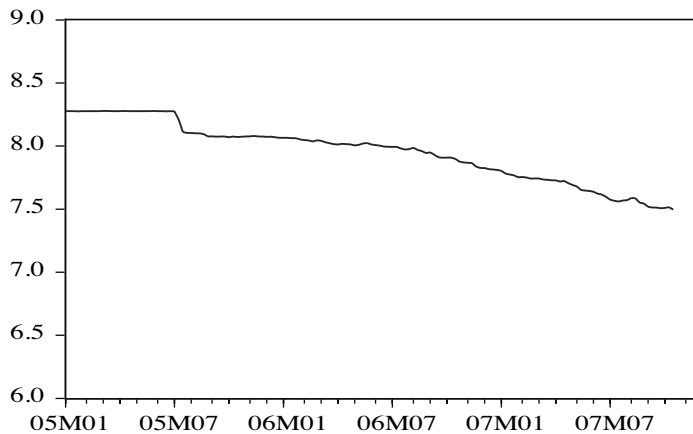
(6) 충격반응함수는 변수 배열순서와 관계없는 방법인 Pesaran and Shin(1998)의 generalized impulse 법을 사용하였다.

3.2. 위안화 換率制度의 評價

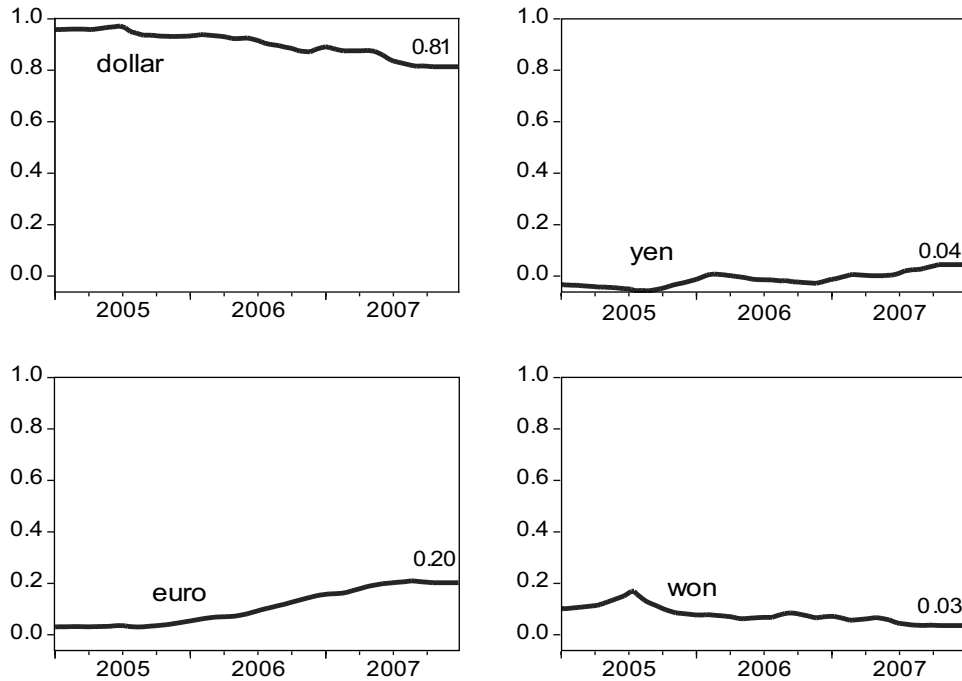
위안화 결정에서 각 통화의 비중을 추정하여 위안화가 실질적으로 달러 페그제도인가를 평가할 수 있다. 이를 위해 Frankel and Wei(1994)의 방법을 사용할 수 있는데 다음의 회귀식을 이용하는 것이다. 종속변수로 위안화의 대 스위스 프랑 환율의 변동률을 사용하고 설명변수로는 미국 달러, 일본 엔, 유로 및 한국 원화의 대 스위스 프랑 환율의 변동률을 사용한다. 여기서 각 회귀계수의 추정치가 위안화에 대한 영향력을 나타내는 것으로 볼 수 있다. 데이터는 주별데이터를 사용하였고, 추정기간은 2004년 첫째 주에서 2007년 9월 마지막 주이다. 각 통화가 위안화에 미치는 효과가 시간에 따라 변동하기 때문에 kalman filter를 사용해서 회귀계수가 시간에 따라 변동하도록 추정하였다.

$$(3.2) \quad \Delta \log(S_t^{CNY/SF}) = \beta_0 + \beta_1 \Delta \log(S_t^{USD/SF}) + \beta_2 \Delta \log(S_t^{JY/SF}) + \beta_3 \Delta \log(S_t^{EU/SF}) \\ + \beta_4 \Delta \log(S_t^{KRW/SF}) + \varepsilon_t$$

여기서 $\beta_{it} = \beta_{i,t-1} + \eta_t$ 라고 가정하였다. 추정결과가 <그림 8>에 나타나 있는데 달러화의 계수가 위안화 환율제도가 변경되기 전인 2005년 7월 첫째 주까지는 1의 값을 보여주어서 이 기간 중에는 위안화가 달러화에 완전 페그되어 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



<그림 7> 위안화/달러 換率推移



〈그림 8〉 Frankel-Wei 回歸式의 推定結果

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.

4. 中國換率制度和 관련된 論點

중국이 유연한 환율제도로 이행하고 인민은행이 통화정책의 목표(인플레이션 조절목표)를 달성하는 데 있어 보다 큰 독립성을 부여하면 중국경제의 선진화가 진전될 것이다. 管理變動換率制度는 보다 유연한 환율제도로의 이행기에 가장 적절한 환율제도이다. 왜냐하면 기업은 새로운 시스템에 적응할 필요가 있고 취약한 은행부문은 확고한 토대를 확보할 필요가 있기 때문이다. 자본통제는 점진적으로 완화되어야 한다. 중국의 정책당국은 은행부문의 개혁을 추진하고 시장에 기초를 둔 통화정책의 기초를 다져 왔는데 이를 더욱 가속화할 것이고, 국영은행의 점진적인 민영화가 중요한 전제조건이 될 것

이다.⁽⁷⁾

중국이 보다 유연한 환율정책으로 이행하는 과정에서 주요한 쟁점은 첫째, 변동환율제도로의 이행기에 실시될 환율제도의 특성 둘째, 달러 페그가 포기될 때 중앙은행이 채택해야 할 명목기준지표 셋째, 금융부문의 취약성을 개선하기 위해서 도입되어야 할 조치 등으로 볼 수 있다. Lafrance(2008)는 이러한 쟁점을 다음과 같이 정리하였다.

4.1. 移行期の 換率制度

Eichengreen(2005)은 현재 자본이 유입되고 위안화의 가치가 상승되는 추세를 보이고 있지만, 중국이 달러화에 사실상 페그된 환율제도를 변경할 수 있는 최적의 시점이라고 주장하였다. 중국의 최적전략은 통화정책의 목표를 인플레이션율과 성장률이 목표치로부터의 이탈을 제한하는 것으로 설정하여 통화정책을 수행하는 것이라고 주장하였다. 하지만 이러한 전략은 중국외환당국이 외환시장에 개입하는 것을 배제하는 것은 아니라고 하였다. 그는 중국이 유연한 환율제도로의 급속한 이행이 자본계정의 급속한 자유화를 의미하는 것은 아니라고 하였다. 그는 수출이 중국의 경제성장에 대한 유일한 동인이 아니라 중국 생산에 대한 수요의 원천이 다양화되고 있다고 보았다. 따라서 물가안정이 통화정책의 名目基準指標(nominal anchor)로 사용되어야 하고 환율의 페그는 통화정책의 주된 목표가 더 이상 아니라고 하였다. 핵심적인 사항은 중국이 경제적 충격에 최적으로 대응할 수 있는 추가적인 유연성을 확보하는 것이라고 주장하였다.

이에 비해 Goldstein(2004, 2007)과 Obstfeld(2006)은 2단계 접근법을 주장하였다. 즉 첫 단계에서는 위안화를 절상하고, 다음 단계에서는 위안화 변동폭을 확대하는 것이다. Eichengreen(2005)은 25%의 위안화 가치를 절상하고 이후 달러 페그제도를 유지해야 한다는 Goldstein의 주장에 대해서 비판적이다. Eichengreen(2005)은 管理變動換率制度(managed floating)로 환율제도를 변환하기 위해서는 환율결정의 유연성을 확대해야 한다고 주장하였다.

Prasad *et al.*(2005)은 환율의 유연성확대는 중국의 경제적 이익에도 부합된다고 주장하였다. 보다 안정적이고 견고한 금융체제와 함께 환율제도의 유연성 확대는 중국의 자본

(7) 하지만 유연한 환율제도로의 이행은 다음과 같은 이유 때문에 정치적 요인에 의해 결정될 가능성이 높다. 첫째, 위안화 가치의 달러화에의 페그는 중국의 수출주도 경제성장전략의 중심축이었다. 수출주도 경제성장전략은 정책적 안정성을 유지하는 데 도움이 되었을 뿐만 아니라 지속적 생산 증가, 빈곤의 현저한 감소, 특정한 지역에서의 급속한 산업화에 크게 기여하였다. 둘째, 인민은행은 독립성이 매우 낮았다. 유연한 환율정책이 가능하게 하고, 동시에 유연한 환율정책의 성공적 운영을 위해 필수적인 효율적 통화정책은 인민은행이 이 정책을 수행하기 위해 필요한 자율성을 부여하는 정치적 결정이 내려질 때까지는 가능하지 않다.

계정 자유화를 추진하는데 있어 전제조건으로 고려되어야 한다는 것이다. 환율의 유연성 확대는 중국의 은행으로부터 예금 인출을 유발하지 않을 것이라고 하였다. 오히려 환율의 유연성 확대는 증가된 자본유출입의 충격에 대처하도록 경제주체들을 준비시킴으로써 환위험에 대한 헤징수단의 사용을 자극하고 자본자유화를 촉진시킬 것이라고 하였다. 하지만 중국의 은행제도의 취약성을 고려할 때, 국내금융자유화를 강화하고 추가적인 위험을 관리할 수 있는 제도적 여력을 확보할 수 있는 순서대로 자본자유화가 추진되어야 할 것이다.

취약한 금융제도를 지닌 국가에서는 자본통제가 은행부문뿐만 아니라 기업부문에 대해서 해외로부터의 과도한 차입을 막고 고정환율제도 하에서 통화정책의 독자성을 증대시킬 수 있다. 그러나 자본통제의 유효성이 시간이 지남에 따라 감소하는 경향이 존재하다는 실증적 증거가 상당히 존재하고 있다. 예를 들면 1970년대에 브레튼 우즈체제의 붕괴 시에 일본의 경험과 1980년대 외채위기의 남미국가의 경험은 환율하락(상승)에 대한 강한 압력이 존재할 때 자본유입(유출)을 제약하는 데 있어 자본통제가 효과적이지 못했던 것을 보여준다.

중국정부는 자본이 유출될 수 있는 많은 통로를 제공하기 위해서 경상거래뿐만 아니라 자본거래에 대한 통제를 완화함으로써 위안화 가치 상승 압력을 둔화시키고자 하였다. 하지만 이러한 조치는 自由化 順序를 잘못 실행하는 危險(risk of getting the sequence wrong)을 감수해야 한다. 환율정책의 유연성 확대없이 자본계정을 개방하는 것은 많은 개발도상국이 겪은 금융위기의 근본원인으로 작용하였다. 자본유출에 대한 규제를 완화하는 것이 자본회수를 용이하게 하기 때문에 오히려 자본유입을 조장할 수 있다. 원칙적으로 외환시장이 비교적 평온한 시기에 고정환율제도에서 보다 유연한 환율제도로의 이행이 잘 이루어진다는 것이다.

4.2. 새로운 名目基準指標(nominal anchor)

Goodfriend and Prasad(2006)은 유연한 환율제도로의 이행은 통화정책의 새로운 명목기준지표의 채택을 요구한다는 점을 지적하였다. 인플레이션의 목표치 설정은 생산성 증가의 변동과 통화량과 인플레이션의 관계 변화를 잘 수용한다. 이러한 정책 변화에서 요점은 통화정책 전달과정의 효율성을 증대시키기 위해 銀行部門을 개혁하는 필요성이다. 중국의 경우 이러한 정책은 국영기업을 지원하기 위해 재정정책의 수단으로 사용되는 은행 부문을 개혁하여 은행부문이 가장 가치 있는 용도에 신용을 배분할 수 있도록 하는 것이다. 이러한 개혁은 중국인민은행이 자신의 자산과 부채를 완전히 통제하여 지급준비금을 통화정책의 용도에만 사용하는 것이다. 또한 가격안정성을 유지하기 위해 필요한 이

자율의 변동에서 야기되는 금융상의 압박을 은행들이 견딜 수 있도록 개혁하는 것이다. 효율적인 통화정책의 채택은 금융제도의 현대화, 통계체제의 개선 및 통화정책의 투명성 제고와 같은 고유의 편익을 지닌 다양한 개혁정책을 용이하게 하는 것이다.

인플레이션을 안정화하기 위해서 은행의 지불준비금을 조정하는 것 이외의 목적으로 자산을 매매해야만 할 때, 중앙은행의 지불준비금 관리는 타협을 해야 하기 때문에 통화정책의 독립성이 저해될 수 있다. 일국이 자국의 통화가치를 좁은 범위내에서 관리하고자 할 때, 중앙은행은 은행지불준비금을 확장하거나 흡수함으로써 외환에 대한 시장의 초과수요나 공급을 수용해야 한다. 불태화정책은 환율변동을 초래시키는 유인책을 완화시키지 않는다. 심지어 자본통제와 함께 수행되어도 외화유입에 대한 불태화정책은 準財政費用(quasi-fiscal costs)이나 금융억압과 연관된 여타의 암묵적인 비용을 초래한다. 중앙은행이 대외준비금을 확충하면 중앙은행이 환율과 이자율변동과 관련된 자본손실의 위험에 노출된다.

Mishkin(2000)은 인플레이션 타게팅(IT)의 일부 장점은 신흥개도국 국가에 특히 적절하다고 주장하였다. 예를 들면 통화와 인플레이션의 안정적인 관계는 IT의 성공에 중요하지 않다. IT는 대중이 쉽게 이해할 수 있고 장기에 통화정책이 할 수 있는 것에 대한 정치적 논쟁에 초점을 맞춘다. 반면 취약한 금융부문 때문에 인플레이션은 통제하기가 용이하지 않다. 또한 IT는 재정정책의 지원이 필요하다. IT정책에 필요한 환율정책의 유연성은 정책당국자가 허용하기가 용이하지 않다. IT정책을 수행하기 위해서 인플레이션율과 성장률에 대한 효율적인 조건부예측치를 작성하기 위해서 중앙은행은 신뢰성있는 인플레이션 압력지수를 개발해야만 한다. 현상황에서 인민은행이 이자율을 주된 정책수단으로 사용할 수 없기 때문에 신용증가는 훨씬 비효율적인 정책수단으로 통제되고 있다. Prasad and Rajan(2005)은 이것이 은행개혁과정을 어렵게 만들고 있고, 비효율적인 국영기업에 대한 보조금 성격의 대출을 통해서 대규모 비용을 영구화하고 있다고 주장하였다. 이들은 은행 간 시장의 유동성이 상대적으로 낮고 주요 시장참가자들이 시장지배력을 과도하게 행사하고 있으며, 비은행참가자들이 시장을 불안하게 하는 잠재력을 지니고 있다는 것이다. 이들은 인민은행이 지불준비금 정책을 재량적으로 조정하는 것을 제약해야만 하는데 이는 상업은행들이 초과지준을 미리 확충함으로써 인민은행의 지불정책의 재량적 조정에 대해 예측하고 준비함으로써 초과지분수요의 변동성을 확대하기 때문이다. 더욱이 인민은행은 초과지준에 대한 이자지급을 중지해야 한다는 것이다.

Lardy(2007)는 중국에서 소비에 의해 주도되는 경제성장경로의 이행을 위해서는 환율정책의 뚜렷한 변화가 요구된다고 하였다. 중국은 개인세율이 낮기 때문에 재정정책은

의료, 연금 및 사회안전망의 확대에 초점을 맞추어야 한다. 중국의 현재 경제정책은 통화정책의 독립성을 심각하게 제약하고 있기 때문에 환율제도가 중요하다는 것이다. Lardy(2007)는 인민은행이 금리인상을 주저하였는데 이는 금리인상이 위안화의 가치절상의 기대를 촉진하여 중국으로의 외국자본의 유입비용을 低下시키기 때문이다. 이로 인한 낮은 자본비용은 과잉투자를 초래하고 가계의 가처분소득을 제약해 왔다는 것이다.

Prasad(2007)은 가까운 미래에 발생이 예상되는 부정적 충격에 대응하기 위한 보다 유연한 거시경제 체제를 마련하기 위해서 여러 방면에서 경제인프라를 동시에 조성하는 것의 중요성을 지적하였다. 그는 금융부문이 취약하여 국내수요를 투자중심으로 왜곡시키고 있다는 것이다. 즉 투자재원조달의 유형이 장래에 부실채권의 발생을 초래할 수 있다는 것이다. 단기적으로는 자산시장의 과열과 같은 여타방면에서 압력으로 작용할 것이다. 중국의 현재 경제상황에서는 개혁과제들을 개별적으로 수행하는 것이 비효율적이게 되었다. 예를 들면 거시안정화 정책과 효율적인 금융부문의 존재는 균형적이고 지속가능한 성장을 위해 필수적이라는 것이다. 이러한 두 가지 목표의 달성은 효율적인 통화정책과 자본자유화에 의해 도움을 받게 된다. 그리고 유연한 환율정책은 이러한 목표들에 전제조건이라는 것이다.

4.3. 취약한 金融部門의 機能 強化

중국금융시스템 특히 은행시스템이 환율의 변동에 적응할 수 있을 정도로 충분히 건설하지 못하다는 사실이 유연한 환율제도로의 이행에 장애요인으로 작용할 수 있다. 중국의 은행감독당국은 중국은행산업을 주도하고 있는 4대 국영은행을 개혁하기 위한 3단계 전략을 설정하였다. 첫째, 不實債權을 국제적으로 용인될 수 있는 수준으로 減縮시키고 둘째, 이들 은행을 기업공개를 통해 중국과 외국의 증권거래소에 上場시키는 것이다. 셋째, 국제적으로 競爭力을 갖추도록 하는 것이다. 중국이 2001년 WTO에 가입함으로써 외국은행이 중국에 진출이 허용된 것이 3단계 목표를 달성하는 것을 촉진하고 있다.

Eichengreen *et al.*(1998)의 서베이 논문은 자본자유화와 순차적 경제개혁에 대해서 다음과 같은 점들을 지적하고 있다. 자본자유화는 세계경제시스템으로부터 이득을 얻고자 하는 국가들에게는 필수적인 조치라는 것이다. 그러나 이것은 위험이 동반되는 것이다. 총체적인 금융불균형을 억제할 수 있는 건전한 거시경제정책과 위험관리에 대한 적절한 유인책을 확보하기 위한 건전한 감독정책을 결합함으로써 자본자유화를 지원해야 한다. 그는 금융 및 자본자유화를 효율적으로 수행하기 위한 최적의 순서에 대한 용이한 처방책은 없다고 주장하였다. 그리고 이 과정이 얼마 동안 지속될 것인가에 대한 지침도 존재하지 않는 것이라고 하였다.

건전한 금융시스템은 자본의 효율적 배분과 통화정책의 전달을 위해서 필수적이고 資本計定の 兌換性(capital account convertibility) 목표와 밀접하게 관련되어 있다. Anderson (2006)은 부실채권이 자산관리회사 등으로 이전되는 등 중국의 은행부문의 금융위험이 감소해 왔다고 주장하였다. 그러나 Dobson and Kashyap(2006)은 덜 낙관적이다. 중국의 은행시스템은 세분화되어 복경의 본점과 경영목표가 상이한 지역지점에 의해 은행의 의사결정이 이루어지곤 한다. 과거의 부실채권은 정부가 국영기업의 손실을 보전하는 가운데 발생되었다. 그러나 국영기업이 고용의 주된 원천이고 사회안전망을 공급하는 데 중요한 기능을 담당하였다. 정부는 銀行을 통해 국영기업의 손실을 보전하였다. 이것은 두 가지의 중요한 왜곡을 발생시켰다. 즉 도덕적 해이문제와 국영기업이 효율성을 개선하고자 하는 압력의 감소이다. Dobson and Kashyap(2006)은 이러한 문제의 최적 해결책은 정책금융의 부담을 이러한 문제를 전담하는 정책은행으로 이전하여 금융시스템이 건전한 위험관리와 수익성의 목표를 추진하도록 하는 것이라고 하였다.

5. 中國換率制度의 展望

중국은 상당기간 현재의 환율제도를 유지할 가능성이 높다. 단기적으로 국내의 절상압력에 대해 현 환율제도 내에서 대응할 것으로 예상되는데, 현재의 일일 변동폭 상하 0.5%에서 점차 확대하는 방안이 우선 고려될 수 있을 것이다. 2007년 5월 변동폭 확대 이후 절상속도가 가속화되어 2006년의 절상률이 3%에서 2007년 6.5%로 상승하였다. 그리고 2005년 7월 환율제도 개혁이후 2007년 12월까지 누계 절상률이 11.4%를 초과하였다. 중국정부는 소폭의 절상을 용인하면서 수출, 금융시스템에 미치는 영향을 점검하고 있다. 또한 현재의 환율제도라도 소폭이나마 절상 압력을 완화할 수 있다는 점이 작용한 것으로 파악된다.⁽⁸⁾

따라서 중국은 당분간 위안화 환율의 漸進的 切上을 容認하면서 대내외불균형을 해소하려는 노력을 병행할 것으로 보인다. 당분간 통화 및 금융정책의 긴축기조를 유지할 가능성이 높은 것으로 전망된다. 주요 정책 수단으로는 지급준비율 인상, 특별국채 발행 등 공개시장조작, 은행의 대출 억제를 위한 ‘窗口指導’ 등이 선호될 것으로 보인다. 중국정부는 물가 상승과 일부 산업의 과열을 억제하기 위해서는 선별적으로 대응한다는 방침을

(8) 2008년 1월 초의 bloomberg 자료에 의하면 1년 선물환 환율이 6.5위안 수준까지 하락한 것으로 분석되었으며, 주요 국제투자은행들의 분석에 따르면 2008년 말 위안화 환율은 6.5~6.9위안까지 하락할 것으로 예상되었다.

밝힌 바 있다. 과열 산업의 신규투자 억제, 토지 공급 제한 및 대출 규제 등의 投資抑制 방침이 제시되었으며, 행정적인 조치를 통한 물가 억제 대책을 마련한 것으로 알려졌다.⁽⁹⁾

또한 대외불균형을 해소하기 위해 중국정부가 외환관리 규제를 더욱 완화하고 국부펀드의 해외투자 확대, 국내기업의 해외투자 유도, 수출입 관리 등을 강화할 것으로 보인다. 중국정부는 대규모 무역수지 흑자의 증가세를 억제하기 위해서 수출관세 인상 및 부과 등 수출 억제정책, 수입 증치세 환급을 인하 등의 수입 확대 정책을 추진하고 있다. 또한 내수 활성화를 통한 수입 확대를 위해 개인 소득세 과세 표준 인상, 농촌지역 보조금 지급 등 消費支出 支援 擴大 등의 정책을 발표하였다.⁽¹⁰⁾

그러나 개방경제의 경우 자본자유화, 통화정책의 독립성 및 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 저축율과 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.⁽¹¹⁾

(9) 國家信息中心經濟預測部宏觀政策動向課題組(朱敏)(2007)은 먼저 2008년 중국 통화정책이 직면해 있는 도전에 대해 분석하고, 통화정책 전달메커니즘 미비, 자본의 자유유동에 의한 통화정책의 독립성 저하, 통화정책의 취약한 비용 상승형 인플레이션 억제력, 통화정책의 중간 목표 문제점 등을 정리하였다. 그리고 2008년 통화정책은 긴축 기조를 유지하면서 잠재적인 리스크 해소에 중점을 둘 것을 강조하였다. 마지막으로 통화정책의 유효성 증대에 관한 정책을 제안했다.

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

(11) 중국 국가발전개혁위원회(발개위) 거시경제연구원의 左傳長은 현재의 유동성 과잉을 해결하기 위한 방안으로 첫째, 외환보유고의 통화 구성을 조정하여 리스크 완화, 둘째, 외환보유액

장기적으로 통화정책 등의 독립성 확보와 자본자유화의 확대를 위해서 뿐만 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, 좀 더 유연화된 조치를 단행할 가능성이 높다. 그러나 여전히 중국 내부적으로 환율제도의 급격한 변경이나 급격한 평가절상에 대한 회의적인 시각이 많은 편이다. 최근들어 안정적인 경제성장을 위해서는 환율제도를 개선하고 위안화 환율 결정의 유연성을 확대해야 한다는 의견이 확산되는 추세이다. 일부에서는 환율 절상을 통해 물가 상승 요인을 제거해야 한다는 주장도 제기되고 있다. 그러나 중국내 대체적인 시각은 환율제도의 변화와 위안화 절상은 漸進的인 방식으로 진행되는 것을 선호하고 있다.⁽¹²⁾

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

6. 結 論

경기과열과 대규모 경상수지 흑자의 대내외 불균형을 시정하고자 중국정부는 금리인상 등 긴축적인 통화정책을 실시하고 있으나 그 효과가 제약적인 것으로 평가되고 있다. 본 연구의 실증분석결과 이자율 인상은 경기안정화에 큰 효과가 없는 것으로 나타났고, 위안화 실질가치의 상승은 대내외 불균형의 개선에 효과가 상대적으로 큰 것으로 나타났다. 또한 중국의 위안화는 사실상 미국 달러화 가치에 페그되어 결정되고 있는 것으로 분석되었다.

중 일부를 전략물자 매입에 사용, 셋째, 국부펀드 등을 활용하여 투자를 다양화, 넷째, 외환 시장 및 결제시스템 개혁을 통해 시장 왜곡 해소, 다섯째, 기업의 해외 투자를 확대, 여섯째, 자본시장 육성, 일곱째, 위안화의 완전 태환화 실현 등을 제시하였다.

- (12) 胡磊(2007)와 같은 학자들은 자유변동환율제도 도입과 자본항목 자유화를 동시에 실시하여 위안화 절상 압력이 초래하는 유동성 과잉과 이를 해소하기 위한 정책적 손실을 축소하는 방안을 제시하였다. 그러나 정책 추진 방식은 점진주의적인 기존의 개혁 방식을 선호하였다.

하지만 금융부문이 취약하고 효율적 통화정책의 효과가 제한되어 중국은 점진적으로 換率制度의 柔軟性을 제고할 것으로 보인다. 즉 중국은 상당기간 현재의 환율제도를 유지할 가능성이 높다. 당분간 위안화 가치의 점진적 상승을 용인하면서 대내외불균형을 해소하려는 다양한 정책적 노력을 병행할 것으로 판단된다. 특히 미국의 대선과 북경 올림픽 직후에는 자본유출입의 관리를 강화하고 국유기업 및 금융기관의 해외투자 지원, 국부펀드 운용 등 외환보유액 활용 등을 통해 급격한 위안화 가치 상승의 압력에 대응할 것으로 보인다.

장기적으로는 통화정책 등의 독립성 확보와 자본자유화의 확대를 위해서 뿐만 아니라 경제 구조적 문제를 개선하기 위해서도 중국은 환율제도 유연화를 추진할 것으로 예상된다.

公州대학교 經濟通商學部 教授

314-701 충청남도 공주시 신관동 182

전화: (041)850-8391

팩스: (041)850-8390

E-mail: bongkim@kongju.ac.kr

公州대학교 經濟通商學部 教授

314-701 충청남도 공주시 신관동 182

전화: (041)850-8395

팩스: (041)850-8390

E-mail: sjnam@kongju.ac.kr

參 考 文 獻

한국은행(2007): “중국경제의 리스크와 정책과제,” 한은조사연구.

Anderson, J.(2006): “How Real is China’s Bank Cleanup?,” UBS Investment Research Asian Focus, 18, January.

Berument, H., and M. Pasaogullari(2003): “Effects of the Real Exchange Rate on Output and Inflation: Evidence from Turkey,” *The Developing Economies*, **41**, **4**, 401-435.

Dobson, W., and A. K. Kashyap(2006): “The Contradiction in China’s Gradualist Banking Reforms,”

- Rotman School of Management, University of Toronto.
- Eichengreen, B.(2005): “Is a Change in the Renminbi Exchange Rate in China’s Interest?,” *Asian Economic Papers*, **4**, **1**, 40-75.
- Eichengreen, B., P. Masson, H. Bredenkamp, B. Johnston, J. Hamann, E. Jadresic, and I. Tker(1998): “Exit Strategies: Policy Options for Countries Seeking Greater Exchange Rate Flexibility,” *IMF Occasional Paper*, **168**.
- Frankel, J. A.(2005): “Mundell-Fleming Lecture: Contractionary Currency Crashes in Developing Countries,” *IMF Staff Paper*, **52**, 149-192.
- Frankel, J. A., and S. J. Wei(1994): “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.
- Goldstein, M.(2004): “Adjusting China’s Exchange Rate Policies,” Peterson Institute for International Economics Working Paper, No. **04-1**.
- Goldstein, M.(2007): “A (Lack of) Progress Report on China’s Exchange Rate Policies,” Peterson Institute for International Economics Working Paper, No. **07-5**.
- Goodfriend, M., and E. Prasad(2006): “A Framework for Independent Monetary Policy in China,” IMF Working Paper, No. **06/111**.
- Hsing, Y., and W. J. Hsieh(2005): “Impacts of Monetary, Fiscal and Exchange Rate Policies on Output in China: A VAR Approach,” *Economics of Planning*, **37**, 125-139.
- Kamin, S. B., and H. R. Rogers(2000): “Output and the Real Exchange in the Developing Countries: An Application to Mexico,” *Journal of Development Economics*, **61**, 85-109.
- Lafrance, R.(2008): “China’s Exchange Rate Policy: A Survey of the Literature,” Bank of Canada Discussion Paper, **2008-5**.
- Lardy, N. R.(2007): “China: Rebalancing Economic Growth,” In *The China Balance Sheet in 2007 and Beyond*, Chapter 1. A Compendium of Papers for a Conference held by the Peterson Institute for International Economics, 2 May. Washington, D. C., Peterson Institute for International Economics.
- Mehrotra, A. N.(2007): “Exchange and Interest Rate Channels during a Deflationary Era: Evidence from Japan, Hong Kong and China,” *Journal of Comparative Economics*, **35**, 188-210.
- Mishkin, F. S.(2000): “Inflation Targeting in Emerging-Market Countries,” *American Economic Review*, **90**, **2**, 105-9.

- Moreno, R.(1999): “Depreciations and Recessions in East Asia,” *Federal Reserve Bank of San Francisco Review*, **3**, 27-40.
- Obstfeld, M.(2006): “The Renminbi’s Dollar Peg at the Crossroads,” University of California, Berkeley, Center for International and Development Economics Research Paper, No. **C06-148**.
- Pesaran, M. H., and Y. C. Shin(1989): “Generalised Impulse Response Analysis in Linear Multivariate Models,” *Economics Letters*, **58**, 17-29.
- Prasad, E. S.(2007): “Monetary Policy Independence, the Currency Regime, and the Capital Account in China,” Paper presented at the conference on “China’s Exchange Rate Policy” held by the Peterson Institute for International Economics, Washington, D. C.
- Prasad, E. S., and R. G. Rajan(2005): “Controlled Capital Account Liberalization: A Proposal,” *IMF Policy Discussion Paper*, **05/7**.
- Prasad, E., T. Rumbaugh, and Q. Wang(2005): “Putting the Cart before the Horse?: Capital Account Liberalization and Exchange Rate Flexibility in China.” *IMF Policy Discussion Paper*, **05/1**.
- Shi, J.(2006): “Are Currency Appreciation Contractionary in China,” NBER Working Paper, **12551**.
- 國家信息中心經濟預測部宏觀政策動向課題組(朱敏)(2007): 『2008年: 價格型貨幣政策將唱主角 — 2007年貨幣政策回顧及 2008年預測』, 國家信息中心.
- 胡磊(2007): “人民幣匯率制度與資本項目管制的‘雙退出戰略’研究,” 『新金融』, **3**.
- 林毅夫(2007): “關於人民幣匯率問題的思考與政策建議,” 大學中國經濟研究中心討論稿系列, **C2007001**.