

한국금융연구원, 아시아금융학회

# 위안화 평가절하 가능성과 한국경제에 미치는 영향

2015.9.21.

지만수

[jmansoo@kif.re.kr](mailto:jmansoo@kif.re.kr)



## 목 차

1. 중국의 환율제도 변화 : 제도/절하
2. 기존 환율제도의 문제점
3. 향후 환율변화의 기준과 방향
4. 우리 경제에 미치는 영향

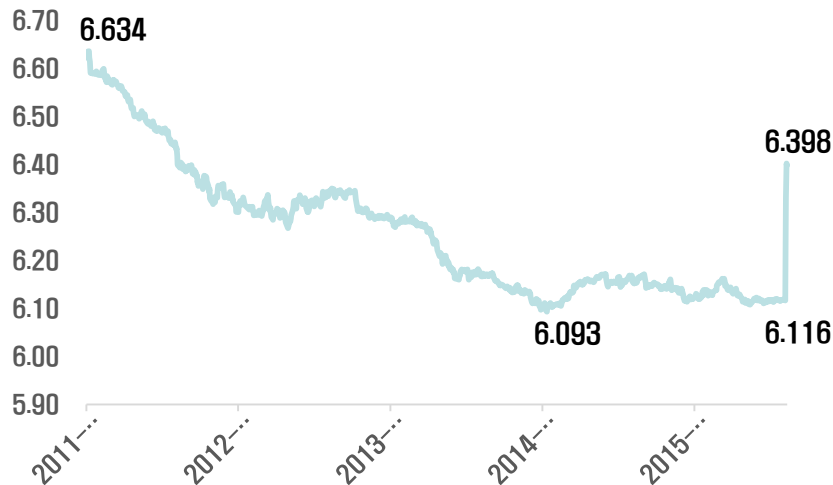
# 1. 중국의 환율제도 변화 : 제도/절하



## ◆ 8월 11일 인민은행 “위안-달러 매매기준을 고시 개선에 관한 성명”

- 중국은 매매기준을 산정방식 변화 발표와 함께 1.86% 절상된 매매기준을 고시
- 위안-달러 환율은 이후 8월 11~14일까지 4.60% 절하(6.116→6.398)가 이루어진 후 안정

### 위안화 매매기준을 변화: 평가절하



시장/언론 :  
평가절하, 환율전쟁 우려

### 인민은행의 발표: 제도변화

무역수지, 주요 통화 바스켓 참고한  
관리변동환율제도  
-실제로는 인민은행이 전일 시장 상황과 관계없이 매매기준을 고시

2015.8.11

제도자체가 아니라,  
“매매기준을 결정방식” 을 변경  
- 전일 종가(시장) + 종합적 고려(개입)

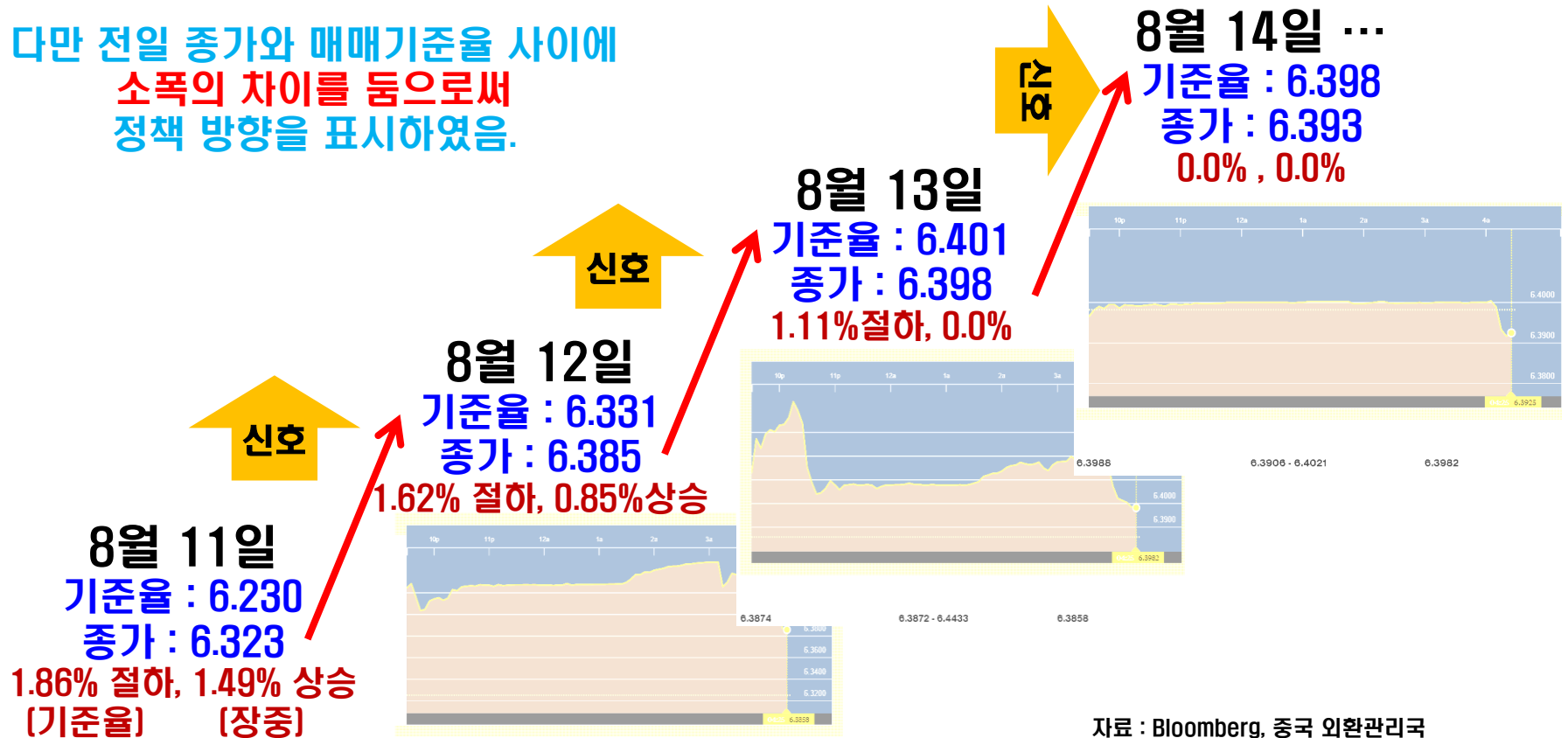
IMF, 미 재무부, EU 집행위:  
환율 시장화 진전, 환영

# 1. 중국의 환율제도 변화: 제도/절하

## ◆ 매매기준을 3회 절하는 당초 발표대로 전일 시장의 증가를 반영한 결과

- 8월 11일 이후 중국은 전일 증가에 나타난 시장의 변화를 당일 매매기준율에 반영하고 있음.
- 향후 위안화 환율은 당일의 매매기준율이 아니라, 전일의 증가가 중요함.

다만 전일 증가와 매매기준율 사이에  
소폭의 차이를 둬으로써  
정책 방향을 표시하였음.



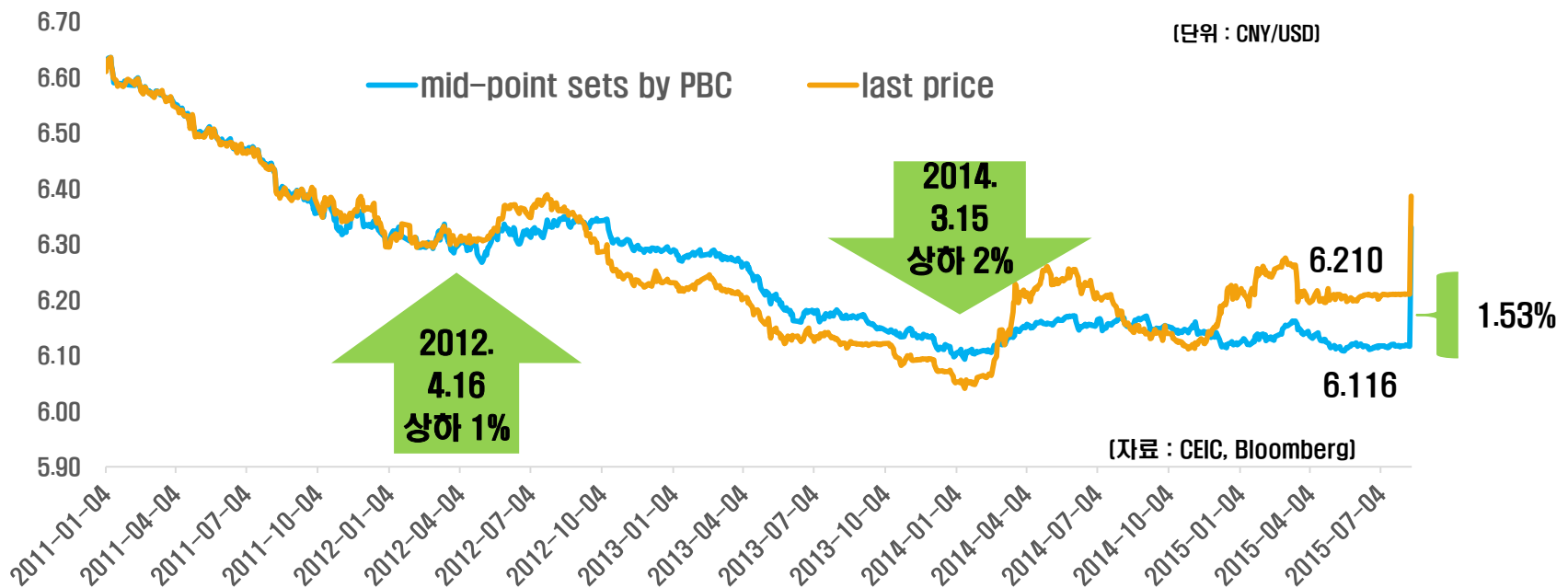
자료 : Bloomberg, 중국 외환관리국

# 1. 중국의 환율제도 변화: 제도/절하

## ◆ 이미 2012년부터 시장의 증가와 매매기준을 사이에 격차가 발생

- 이것이 인민은행 성명 중 “과거 일정 시기 매매기준율과 시장환율 사이에 지속적으로 편차가 나타나는 문제를 해결” 하겠다는 표현의 의미임.
- 8월 10일 매매기준율은 6.116, 당일 증가는 6.210, 1.53% 편차가 존재 → 익일 1.86% 기준을 인상
- 즉 3차례의 매매기준율 절하(6.21 → 6.4)는 모두 제도변화의 결과이지 목적이라고 할 수 없음.

매매기준율과 시장 증가



# <참고> 매매기준율과 시장 종가



## ◆ 동 격차의 양상에서 다양한 의미를 찾아 볼 수 있음.

▪ **인민은행의 정책개입의 형태, 방향, 능력에 대한 다양한 시사점을 제공함.**

- IMF SDR 관련 의미 : 8월 11일 이후 시장종가와 매매기준율을 일치시켜 환율 단일화 + 매매 기준율이 아닌 장중 개입을 통해 환율 조절 → IMF, 미국, EU의 긍정적 평가 (향후 환율 조절 비용 발생)

### A. 기준율=종가

일일 변동폭 0.5% + 장중 개입을 통해 종가와 정책의도를 일치시킴.

혹은 (기준율이 시장을 즉각 반영)

### B. 기준율 > 종가

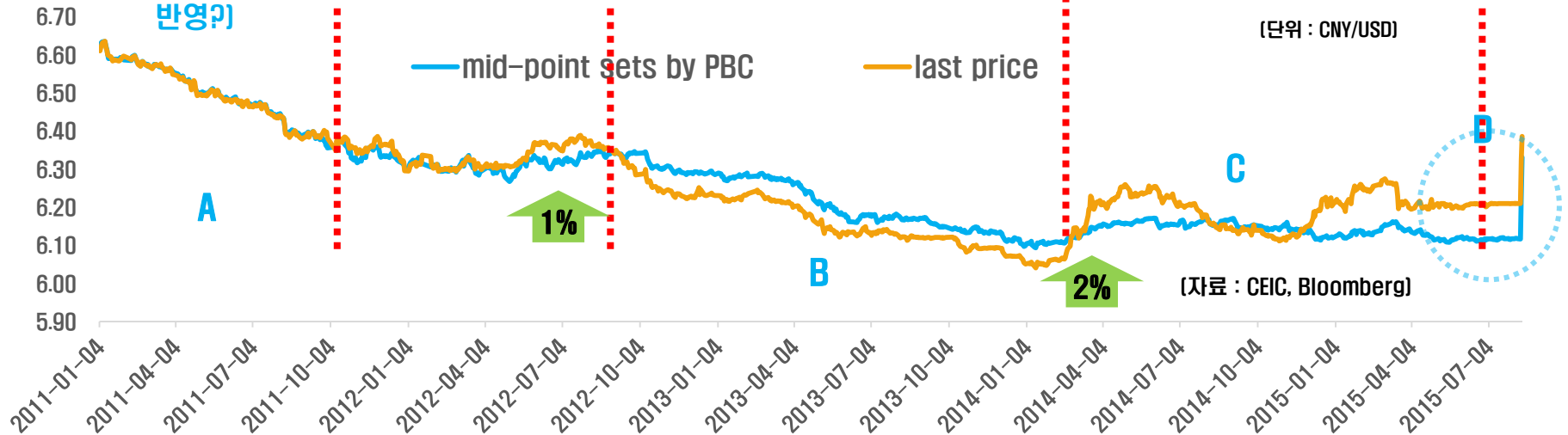
시장은 위안화 절상 압력 개입을 통해 절상 억제  
장중 하락 방치 혹은 장중 개입능력 약화

### C. 기준율 < 종가

시장은 위안화 절하 압력 개입을 통해 절하 억제  
장중 상승 방치 혹은 장중 개입능력 약화

### D. 극단적 안정

2015년 7월 이후 환율운영 변경 준비 기간 ?



(단위 : CNY/USD)

(자료 : CEIC, Bloomberg)

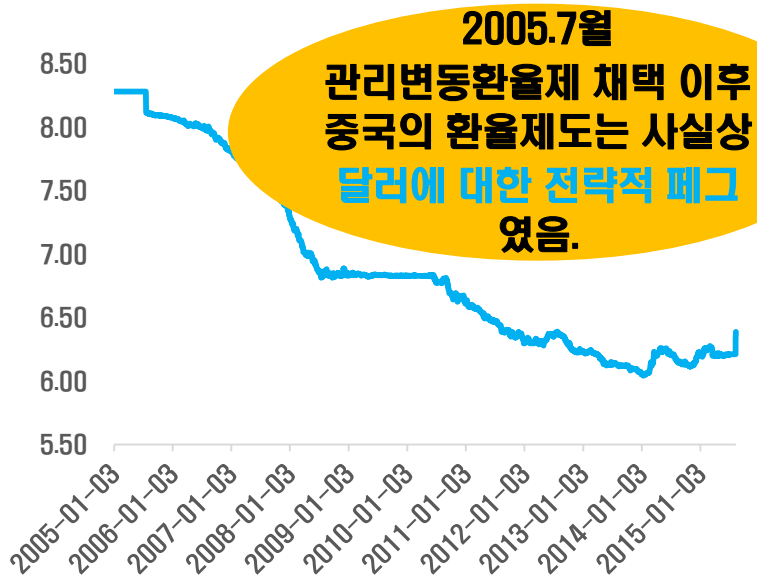
## 2. 기존 환율제도의 문제점



### ◆ 과거 환율제도는 달러화에 대한 전략적 페그 아래 기본적으로 절상

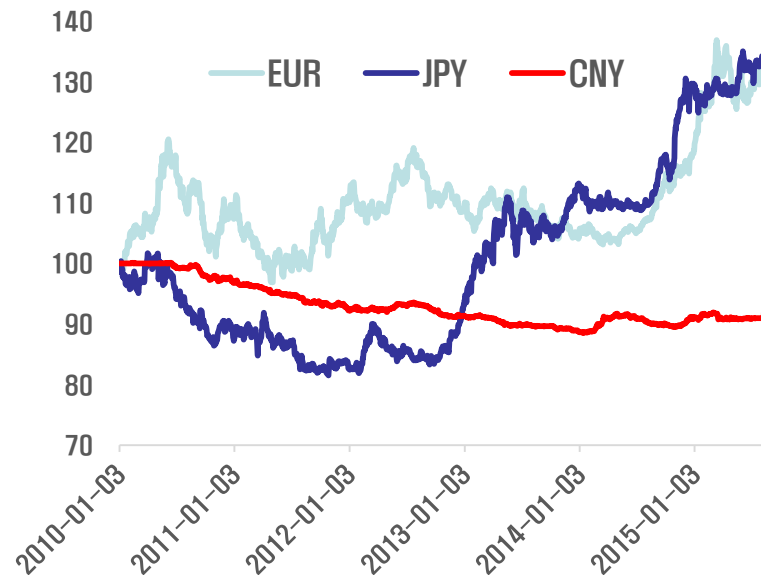
- 중국은 달러화에 대한 명목환율의 안정과 위안화 절상압력에 대한 점진적인 대응을 추구
  - 명목환율 안정 : 환 불확실성 최소화
  - 점진적인 절상 : 연간 절상목표를 정하고 연중 안정적으로 절상하는 방식

위안 달러 환율의 변화(2005~)



자료: 국가 외환관리국

주요 통화의 달러 환율 변화(2010=100)



자료: Bloomberg

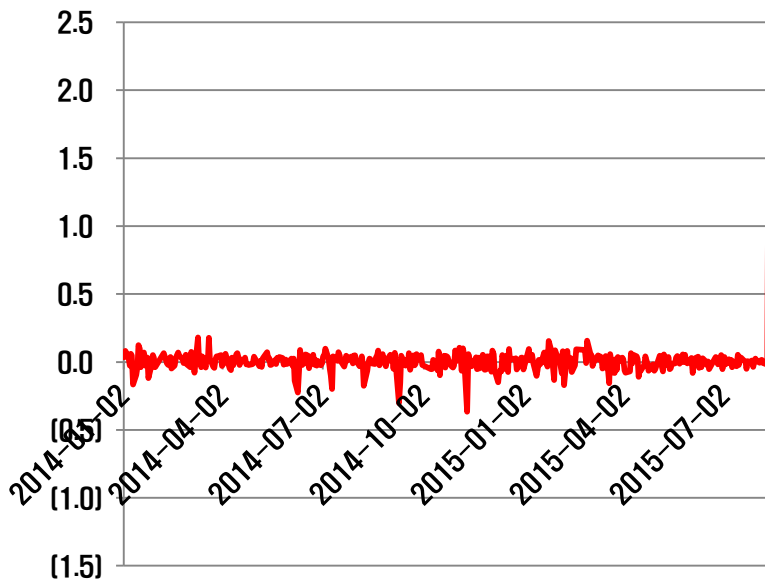
## 2. 기존 환율제도의 문제점



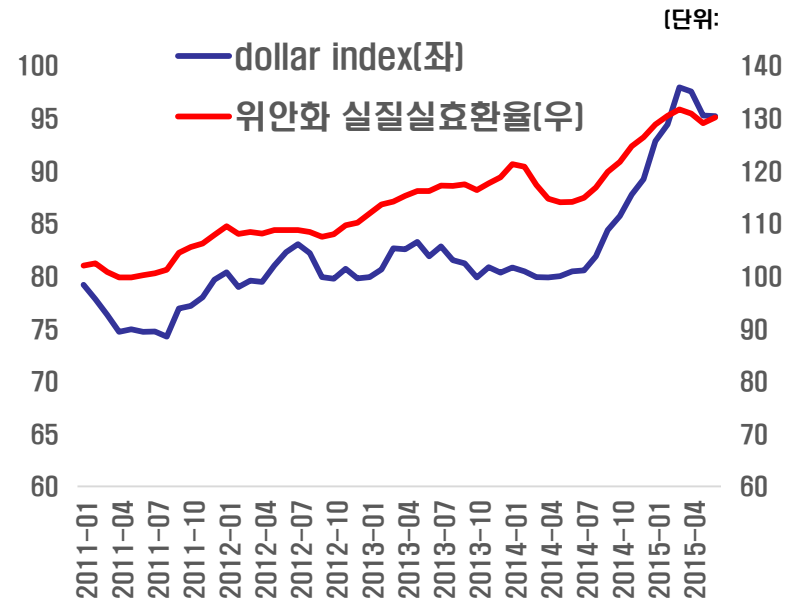
### ◆ 달러에 대한 명목환율의 안정을 추구하는 과정에서 위안화 강세

- 기존의 환율제도 및 운영방식은 달러의 변동, 특히 경제위기 이후의 달러 강세를 위안화가 추종하는 결과를 낳았으며, 그 결과 위안화 실질실효환율 지수가 2014년 이후 급등하였음.
- 2015년 1월~8월 10일까지 전일비 매매기준율 변동폭이 0.1%를 넘은 경우는 5거래일에 불과
- 2005년 이후 명목기준 27% 절상, 실질실효환율 기준 55.7% 절상

매매기준율 일일 변동폭(%)



달러 인덱스와 위안화 실질실효환율



자료 : 국가 외환관리국 매매기준율에서 계산

자료: Bloomberg

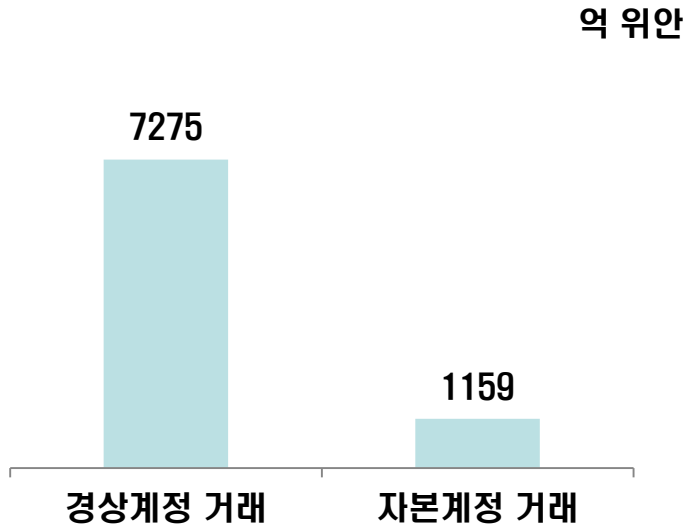


### 3. 향후 환율변화의 기준과 방향

#### ◆ 기본적으로 여전히 인민은행의 “전략적 판단” 및 기준이 중요

- 매매기준을 고시를 통해 환율을 결정하느냐, 장중 개입을 통해 환율을 결정하느냐의 차이
  - 자본시장 개방, 자본계정 자유화가 제한적인 상황에서 인민은행은 상하이 외환시장에서 강력한 영향력
  - 새로운 환율제도 하에서 8월 중국 외환보유고 939억 달러 감소 (위안화 약세 억제를 위한 달러 매각)

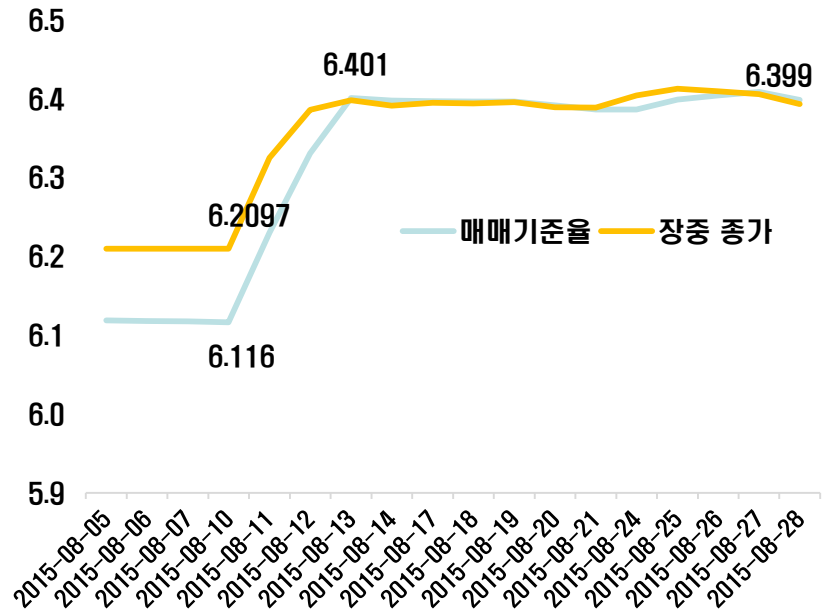
중국 은행권 매입 외화 구성(2015년 7월)



자료: 외환관리국

\* 상하이 외환시장 7월 외환거래 규모 1조 6,777억 달러

최근의 위안화 환율 변화



자료: Bloomberg

### 3. 향후 환율변화의 기준과 방향



#### ◆ 8월 13일 인민은행 기자회견 내용 등

##### ▪ 향후의 달러 강세를 추종하지 않을 가능성

- “인민폐의 기타통화에 대한 강세는 미국 FOMC의 긴축정책 예상과 관련이 있다. .. 금년 중 금리를 인상하면 달러 강세와 유로, 엔, 신흥국 통화, 원자재 가격의 약세가 예상된다. 중국은 무역수지 대량 흑자 때문에 2014년 이후 위안화 실질실효환율이 강세이다...따라서 실효환율의 상대적 안정을 유지한다는 견지에서 보면 절하의 요구가 있다(장사오휘, 인민은행장보).”
- “환율이 달러에만 묶여 변경시키기 어려워진다면, (통화정책의) 자주성과 독립성 및 조절공간을 잃게 된다. ... 환율을 시장화하고 탄력성을 늘린다면... 공간이 확대되고 자유도가 커진다 (이강, 부행장).”

##### ▪ 향후 환율 결정시 고려사항

- “국제수지와 경제성장 등 외에, 여타 바스켓 통화, 실질 및 명목 실효환율을 보아야 (이강, 부행장).”

##### ▪ 미-중 경제전략대화(2015.6.25)

- “중국은 ... 시장 환율 시스템으로의 전환을 위한 추가적인 조치를 적극적으로 고려한다... 미국은 위안화의 실질실효환율 절상에 유의(note)한다.”
- “FOMC의 금리인상...은 투명하고, 가능한 한에서, 예상가능한 방식으로 실시한다...Fed의 핵심 목표는 국내적 그리고 국제적으로 금융안정을 유지하는 것이다.”

- 리커창 “현재의 위안화 환율에는 지속 절하의 기초가 존재하지 않는다(8.29, 국무원 회의)”

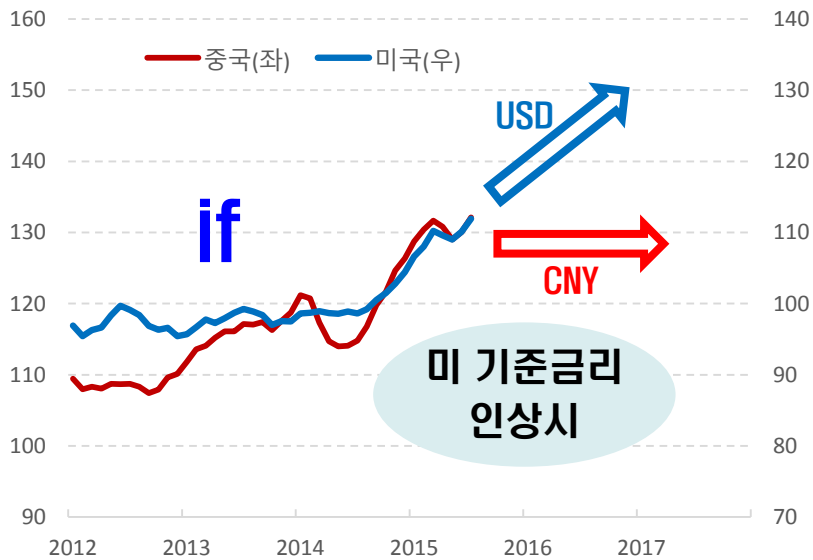
### 3. 향후 환율변화의 기준과 방향



◆ 달러-위안 명목환율보다 실질실효환율 안정을 추구할 가능성이 큼.

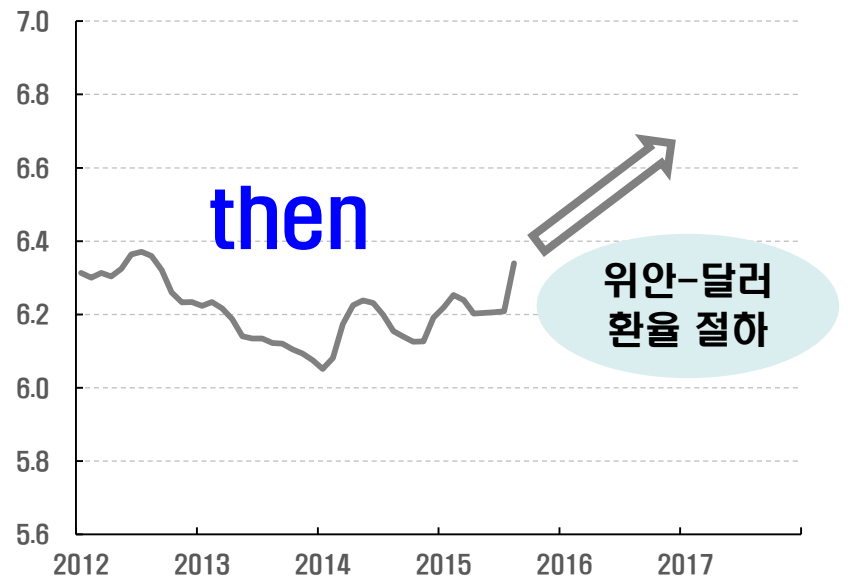
- 이 경우, 미국의 기준금리 인상이 달러화의 추가 강세를 초래할 경우에는 위안화가 달러 환율의 흐름에서 이탈(명목환율의 상승) 할 것임.
- 수십년간 지속된 달러-위안 환율의 안정적인 관계가 깨지는 것이며, 처음으로 위안화의 평가절상이 아닌 평가절하가 나타날 것이라는 의미임.

달러화 및 위안화 실질실효환율 가상경로 (2010=100)



주: Real, Broad 기준, 자료 : BIS

달러-위안 명목환율 가상경로 (달러당 위안)



자료: Bloomberg

# 3. 향후 환율변화의 기준과 방향



## ◆ 수출경쟁력 회복을 위한 인위적 절하와 환율전쟁 가능성은 낮음.

### ▪ 인민은행 8월 13일 긴급 기자회견

- 환율이 “조만간 안정될 것이며, 평가절하 기조가 계속될 여지는 없다”
- 이러한 정책의지가 이미 시장거래에 반영 (6.4 수준, 0.0%~)

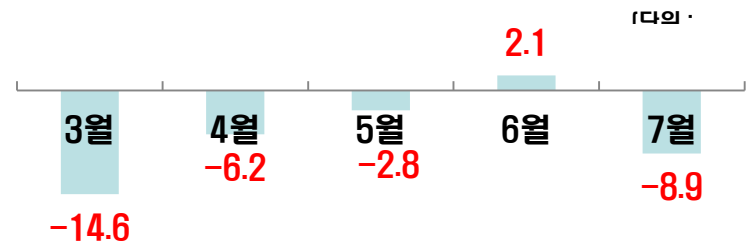
### ▪ 세계경제 상황 및 중국의 성장전략 전환

- 중국 수출둔화의 주 원인은 글로벌 무역둔화임.
- 중국은 내수중심의 성장을 표방해 왔음.

(2010=100)

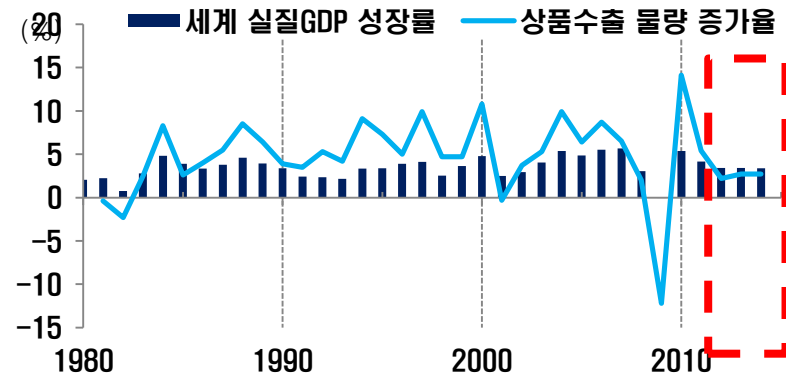


### 중국 수출증가율



[자료 : CEIC, Bloomberg]

### 세계경제성장률과 상품수출 증가율



자료 : IMF, WTO, KIF 2015,6. 재인용

# 4. 우리 경제에 미치는 영향

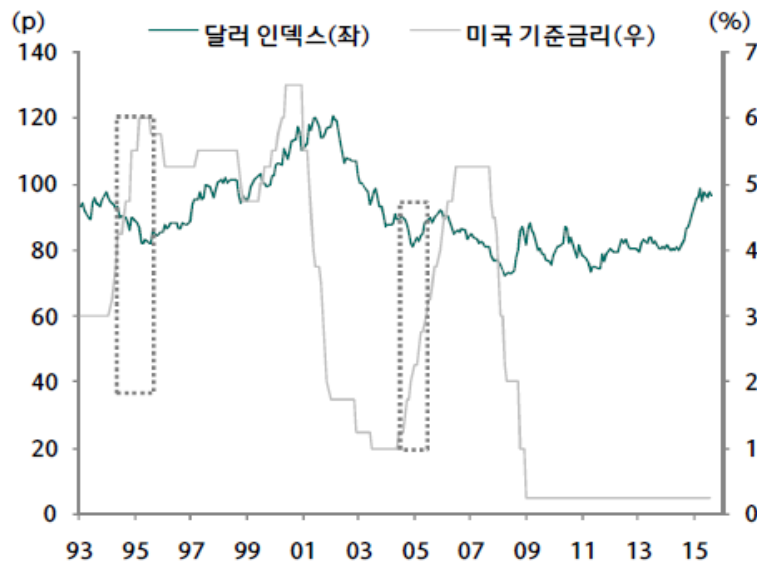


## ◆ 미국 기준금리 인상이 위안화 절하로 즉각 연결되는 것은 아님.

▪ 미국 기준금리와 달러 강세, 위안화 실질실효환율의 변동폭, 원화의 동반 약세, 글로벌 환율 구조 변화 등의 복잡한 관계

-미국 금리 인상 이는 원, 유로, 엔 등 주요 통화 환율의 연쇄적인 변화를 동반할 것임.

미국 기준금리와 달러 환율



자료: Bloomberg, 하나금융투자(2015)에서 재인용

1. 미국 기준금리와 달러화  
[금리인상 → 달러강세?]

2. 달러와 위안화 실질실효환율  
[달러 가중치, 여타 통화]

3. 원화의 동반 약세  
[원화 약세 > 위안화 약세]

4. 글로벌 환율 구조 연쇄 변화  
[유로, 엔화에 대한 영향]

# 4. 우리 경제에 미치는 영향



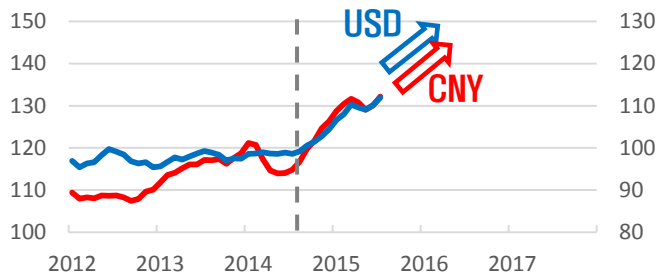
## ◆ 원-위안 환율은 안정적인 전망

- 기준금리 인상에 따른 달러의 강세이기 때문에 원화도 동반 절하되며, 따라서 위안의 원화에 대한 환율이 반드시 절하되는 것은 아님.
- 단, 기존의 운영방식 하에서는 달러 강세 시 위안화의 동반강세를 기대하였으나, 향후 더 이상 이를 기대할 수 없음.

달러화 및 위안화 실효환율 가상경로

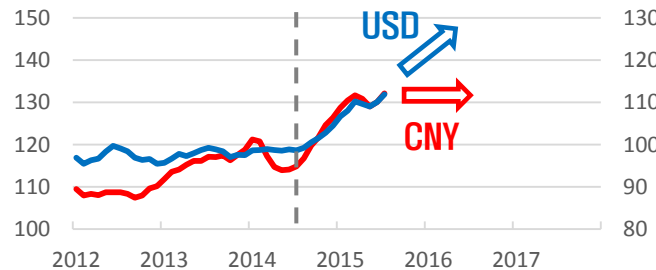
<방식변경 전>

달러화  
위안화  
동반강세



<방식변경 후>

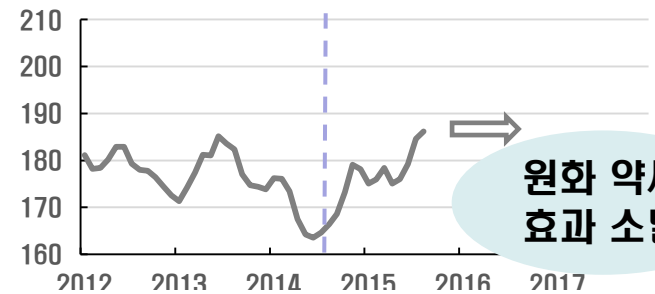
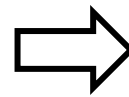
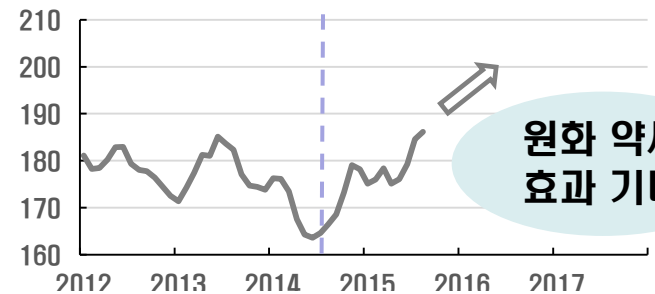
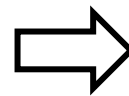
달러화 강세  
위안화 안정



주: Real, Broad 기준  
자료: BIS

원/위안 명목환율 가상경로

[위안당 원]



자료: Bloomberg