



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, 통용범위면에서는 주변(홍콩) 및 지역(아시아)에 중점을 두고 추진중이며 위안화 무역결제의 확대, 역외 위안화 시장의 발달 등 상당한 성과를 거두고 있음

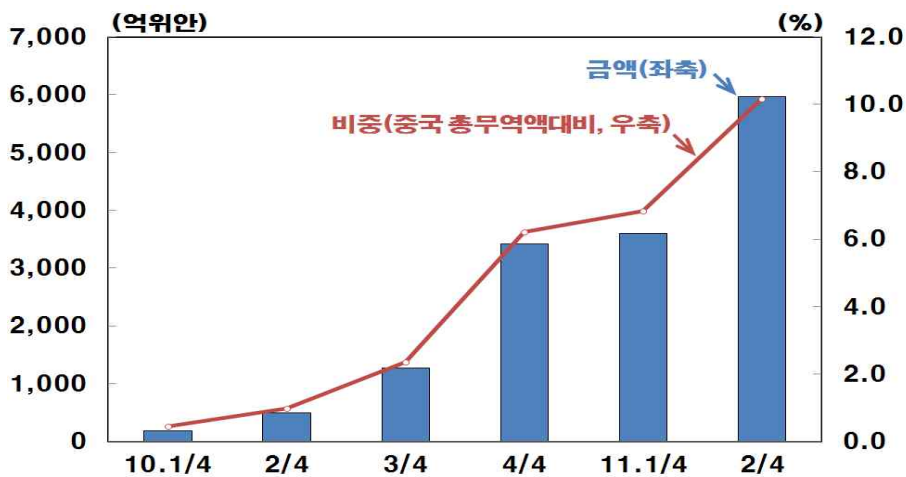
**위안화 국제화의 단계 구분**

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**

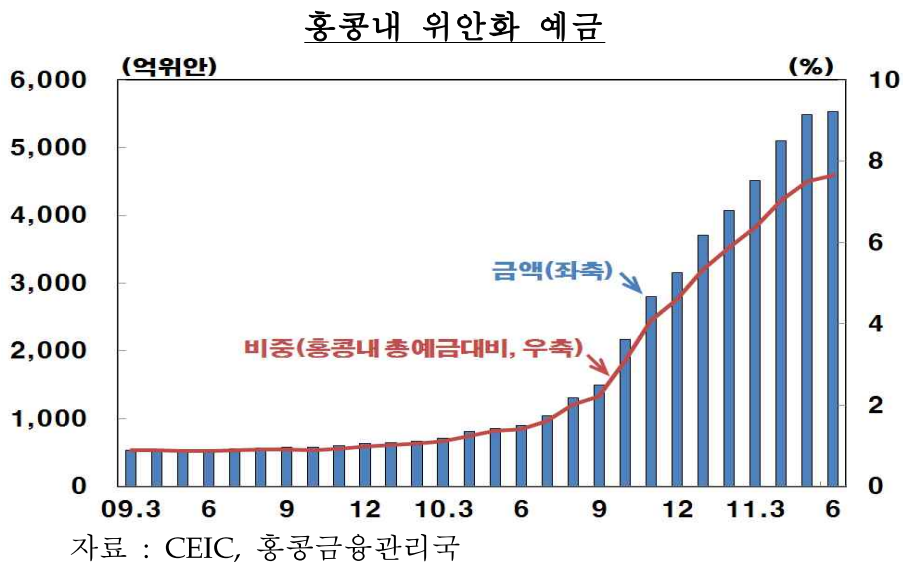


자료 : CEIC, 중국인민은행, 해관총서

□ 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

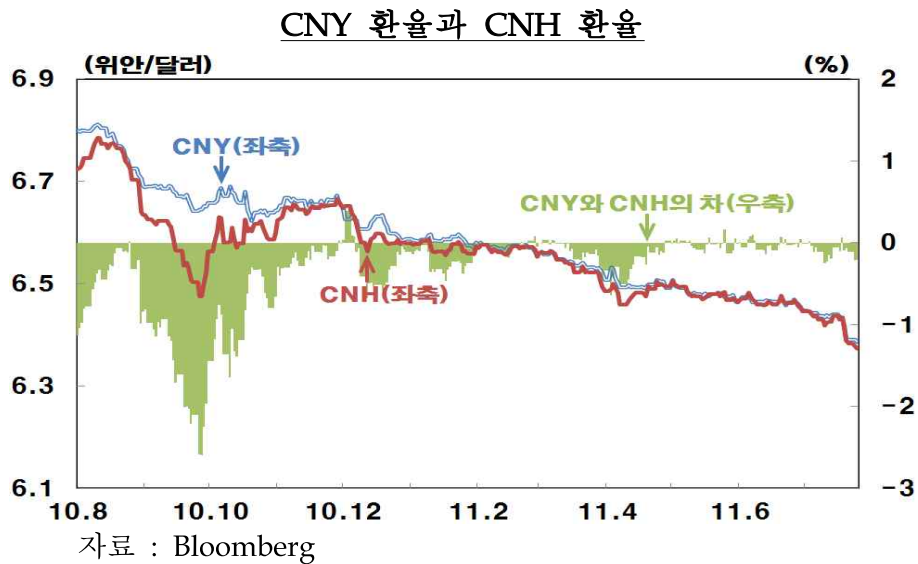
○ 2010년초 홍콩내 위안화 금융서비스에 대한 규제가 대폭 완화\*되면서 무역결제를 통해 역외로 유출된 위안화가 중국 본토 이외의 지역에서 처음으로 거래되기 시작

\* 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 불가능하므로 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

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

— 최근 중국정부는 딤섬 국채 발행규모를 대폭 확대\*하고 만기를 다양화(2년, 3년, 5년, 7년, 10년 등 5종류)함으로써 역외 위안화표시 자산 공급을 늘리고 딤섬본드 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

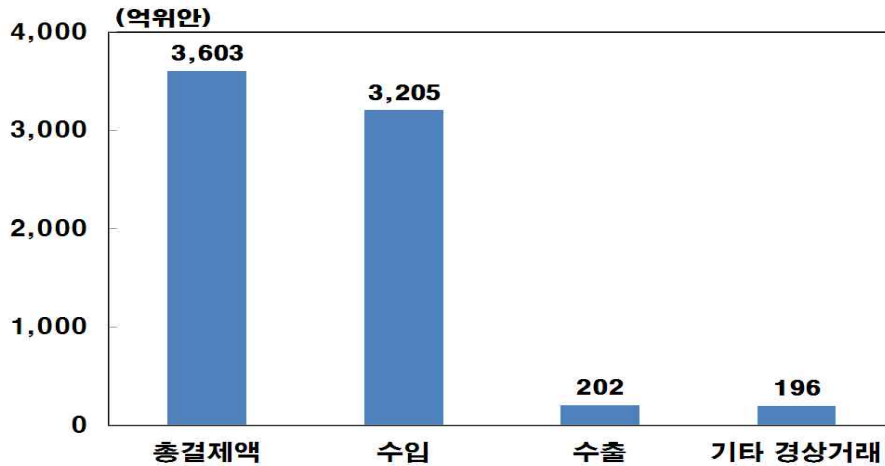
- 위안화 국제화 추진의 성과와 함께 다음과 같은 한계도 나타나고 있음

#### 1 위안화 무역결제에의 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

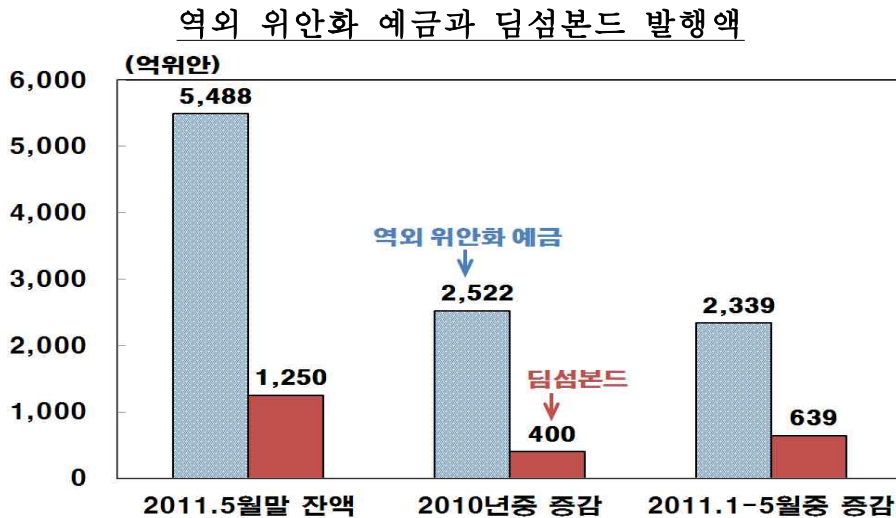
\* 2011.1/4분기 위안화 수입결제와 수출결제간 차액을 기간중 평균환율로 환산

## 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