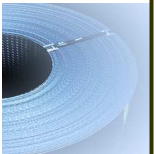


2005-5호 (2005. 8. 24)

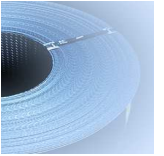
POSRI CEO REPORT

위안화 환율의 향방 및 파급 영향



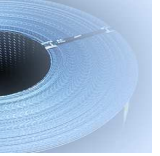
경영연구 1센터 외
조용두, 최동용, 사동철, 김창도

Executive Summary



〈위안화 환율의 향방 및 파급 영향〉

- ❖ 달러 페그제 폐지, 기준 환율 2.1% 절상 이후 1개월 간, 위안화 환율은 안정적으로 움직이고 있으나 기대보다 절상폭이 낮아 추가 절상 가능성이 상존하고 있음
- ❖ 이자율 평가설 및 구매력 평가설에 근거해 추정해 본 결과, 위안화 환율은 1년 이내에 5%, 장기적으로 약 15-20% 절상될 것으로 전망 (기준 시나리오) 되며, 원화 가치도 동반 절상이 불가피할 것으로 판단됨
- ❖ 한편 단기간 내에 위안화가 급속하게 절상 (20%)되고 원화 가치 또한 동반 절상 (15%) 될 (비관 시나리오) 가능성도 배제하기는 곤란함
- ❖ 기본 시나리오시 파급 영향
 - 중국: 경제 성장률 소폭 둔화, 물가 안정, 해외 투자 증가, 철강재 소비 소폭 둔화 및 철강산업의 완만한 구조조정 진전이 예상됨
 - 한국: 경상수지 개선에 따른 성장률 상승, 제조업과 철강산업의 생산 증가 반면 중국 철강산업 구조조정 과정에서 투자여건 악화 가능성이 있음
- ❖ 비관 시나리오시 파급 영향
 - 중국: 경제 성장률 7%대로 위축, 자본시장 불안, 철강재 소비 둔화에 대응한 밀어 내기 수출 및 철강산업의 구조조정 가속화가 예상됨
 - 한국: 경제 성장률 위축, 수요산업 생산 감소, 철강재 내수 둔화 및 수출 감소에 따른 철강업계의 경영여건 악화가 불가피할 전망이다



목 차

I. 검토배경	1
II. 중국의 新 환율제도 운영 방향.....	3
III. 향후 위안화 환율 전망	5
IV. 위안화 추가 절상시 예상 파급 영향.....	9

I. 검토 배경

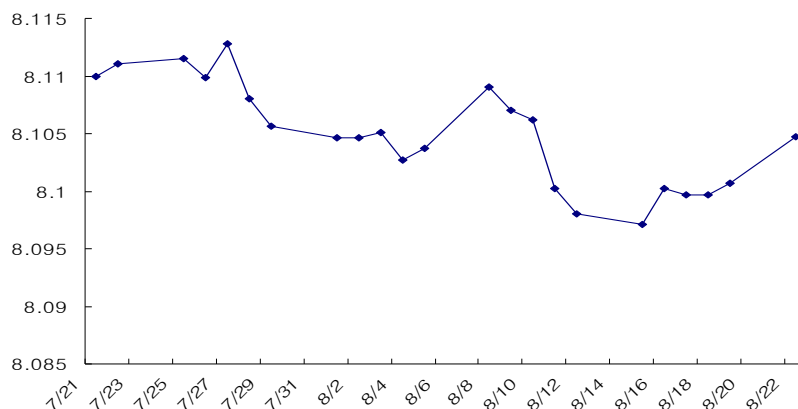
- 7월 21일 절상조치 이후 1개월 동안 위안화 환율은 안정적인 추세에 있지만 향후 추가절상 가능성이 커지고 있음

<변경된 위안화 환율제도의 주요 내용>

- 달러 페그제에서 복수통화 바스켓제로 환율제도를 변경하며, 시장 수급에 기초한 관리변동환율제로 환율제도 개혁 방침
- 위안화를 달러당 8.28위안에서 8.11위안으로 2.1% 절상
- 인민은행은 은행간 외환시장에서 거래된 달러/위안 환율 증가를 매일 고시하며, 익일 달러/위안 거래환율의 기준값 활용
- 고시환율을 중심으로 하루 변동범위는 상하 0.3%
- 달러화 이외의 기타 통화 가격은 인민은행이 별도 발표하는 범위 안에서 변동(상하 1.5%)이 허용되며, 필요시 환율 밴드를 조정

- 위안화 환율은 7월 21일 2.1% 절상하여 8.11 위안/달러에서 새로 시작한 지난 1개월 동안 소폭 절상된 상태에서 안정적인 움직임을 보이고 있음

<달러 페그제 폐지이후 달러당 위안화 환율 추이>

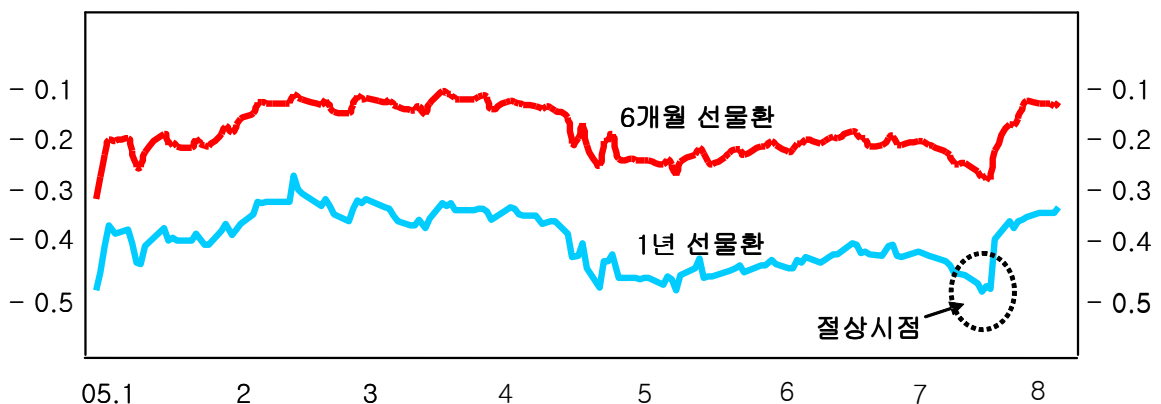


자료: CEIC

※ 이후 보고서에서 별도의 언급이 없는 경우 절상폭은 7월 20일 환율인 8.28 위안을 기준 환율로 함

- 미국은 중국의 달러 페그제 폐지를 환영하면서도 낮은 절상폭에 대해서는 우려를 표명하고 있으며, 시장에서도 추가절상에 대한 기대감이 높아지고 있음
 - 미국 하원 Shumer 의원, 중국의 2.1% 절상을 ‘a baby step towards a long way ahead’로 표현
- 8월 4일 중국 인민은행도 ‘2분기 통화정책 집행보고서’에서 위안화 추가 절상 가능성을 공식적으로 인정하였음
 - “위안화 환율을 합리적이고 균형잡힌 수준에서 안정적으로 유지할 것이나, 앞으로 위안화 환율 형성 시스템을 더욱 개선하고 지속적으로 환율개혁에 대한 추가 조치를 내놓겠음”
- 현재 위안화 선물환율 1년물에 따르면 시장은 1년 후 위안화가 약 2.9% 추가 절상될 것으로 예고하고 있음. 이는 절상이전의 8.28 위안 대비 약 5%의 절상을 의미함
 - 선물환율 6개월물은 6개월 이후 위안화가 약 1.4% 추가 절상될 것을 나타내고 있음

<위안화 선물환율의 최근 추이>



자료: CEIC

II. 중국의 新 환율제도 운영 방향

□ 중국의 환율제도는 단기적으로 싱가포르식 관리변동환율제도, 장기적으로는 자유변동 환율제도로 이행할 것으로 전망됨

○ 중국의 환율제도는 현재와 같이 단순한 복수통화 바스켓제도에
서 싱가포르의 바스켓식 관리변동 환율제도로 이행할 전망이다

- 중국의 금융시장 개혁이 상당부분 완료되는 2007년에는 싱가포르식 관리변동환율제도로 변화가 예상됨

※ 싱가포르의 바스켓식 관리변동환율제도와 의 근본적인 차이점은 1) 싱가포르는 변동폭이 중국에 비해 넓고 2) 인플레이션 상황에 대응하여 기준환율의 변동률 (rate of crawl)을 지정하는 등 체계적인 변동관리를 한다는 점임

○ 중국의 외환거래제도가 대부분 정비되는 2010년 후에는 자유변동환율제로 이행할 것으로 전망됨

- 중국 정부는 환율제도의 변경에 있어 선진국의 요구보다 자국의 필요를 우선시할 것으로 전망되며, 향후 자본 자유화에 앞서 외환거래제도를 정비하고 부실금융을 해소하는데 노력할 것으로 전망됨

※ 싱가포르의 바스켓식 관리변동환율제도

- John Williamson이 70년대 개발한 환율제도로서 Basket-Band-Crawl (BBC)로도 불리며 싱가포르가 가장 모범사례임
- 바스켓 내의 통화 종류 및 가중치, 변동폭은 정부가 비밀로 관리하며, 6개월마다 수정함
- 싱가포르는 중국의 0.3% 상하 변동폭보다 넓은 변동폭을 허용하는 것으로 알려지고 있음

□ 복수통화 바스켓 제도의 특성상 중국의 시장개입 의지가 향후 위안화 가치 형성에 큰 영향을 미칠 전망이다

○ 달러대비 위안화 환율이 중국경제의 펀더멘탈에 따라 결정되는 것이 아니라 바스켓에 포함되어 있는 통화의 종류 및 무역 비중치에 따라 결정될 것임을 의미함

- 바스켓에 포함된 통화의 종류와 비중치는 중국 정부의 결정사항이므로 정부가 위안화 환율 결정에 개입할 여지가 많음
- 중국 정부는 통화의 종류와 비중치를 바꾸거나, 특정 통화의 가치가 변하는 경우 달러 혹은 해당 통화를 시장에서 매입/매도함으로써 위안/달러환율 조정이 가능함
- 중국 인민은행은 8월 10일 현재 바스켓에 포함된 주요 통화가 미 달러화, 엔화 그리고 한국의 원화라고 발표하였으나, 비중은 미공개

※ 바스켓제도 실시에 따라 외환보유액에서 달러 비중이 줄어들어 중국의 미 국채투자가 감소할 가능성도 있음 → 이러한 우려를 반영, 절상 발표 후 미 국채 10년물은 11bp 상승

<기관별 바스켓내 통화 비중치 구성 전망>

기관	통화의 구성 및 비중
JP Morgan	엔화(27%), 달러화(20%), 유로화(18%), 대만달러(11%), 원화(10%), 홍콩달러(3%), 기타(파운드화, 링깃화, 싱가포르달러, 캐나다달러, 11)
Goldman Sachs	달러화(20.5%), 엔화(20.8%), 유로화(16.5%), 대만달러(11.3%), 홍콩달러(10.5%), 원화(9.5%), 기타(11.2)
Morgan Stanley	달러화(27%), 엔화(31%), 홍콩달러(24%), 유로화(15%), 파운드화(4)
UBS	달러화(70%), 유로화(20%), 엔화(10)
BNP	달러화(42.5%), 유로화(27.5%), 엔화(17.5)
북경대	달러화, 유로화, 엔화, 파운드, 호주달러, 스위스프랑

자료: 각 연구기관 홈페이지

Ⅲ. 향후 위안화 환율 전망

□ 위안화 2.1% 절상은 당초 기대치보다 현저히 낮기 때문에 추가절상은 불가피하며, 그 폭과 시기만이 문제임

- 미국은 당초 對중 무역 적자 감축 및 고용 증대를 위해 최소한 10%이상의 절상을 요구하였으나, 중국은 대폭 절상시 중국 경제에 대한 충격을 의식하여 소폭 절상에 그친 것임
 - 위안화 저평가 정도에 대한 전문가 의견은 10-50%로 다양했음

<위안화 저평가 정도에 대내외 의견>

분석 기관	저평가 정도
중국사회과학원(CASS)	10%
Lardy and Goldstein (IIE)	15~25%
大和總研	22~24%
CSFB	50%

자료: POSRI 자료종합

- 중국이 추가 절상을 할 경우 소폭씩 예상 가능한 범위 내에서 시행할 것으로 보이며, 주요 기관들은 대체로 05년내 5% 내외, 2006년 말까지 10%대의 절상 가능성을 전망하고 있음.

<기관별 향후 위안화 절상 전망>

	'05년 말	'06년 말
JP Morgan	7%	15%
Deutsche Bank	5%	10%
Merril Lynch	7.5%	-
Goldman Sachs	8-9% (1년후)	

자료: POSRI 자료종합

- 일부에선 2.1% 절상 조치가 미국의 압력을 의식한 일회용 정치적 제스처에 불과하며, 추가조치는 없거나 상당기간 지연될 것이라는 견해도 표명함
 - “위안화 대폭 절상시 실업증가(10% 절상시 270만명 실직)와 농업부문 피해에 따른 농민저항은 정권안보에 치명적일 것임”

□ POSRI의 위안화 평가 모형(이자율 평가 및 구매력 평가)에 의하면, 위안화 환율은 단기 5% 절상, 장기 15~20% 절상될 것으로 예상됨

○ 이자율 평가설에 근거해 볼 때 1년 이내 단기적인 위안화 균형 환율은 7.84 위안/달러로 추정됨 (8.28위안 대비 5% 절상)

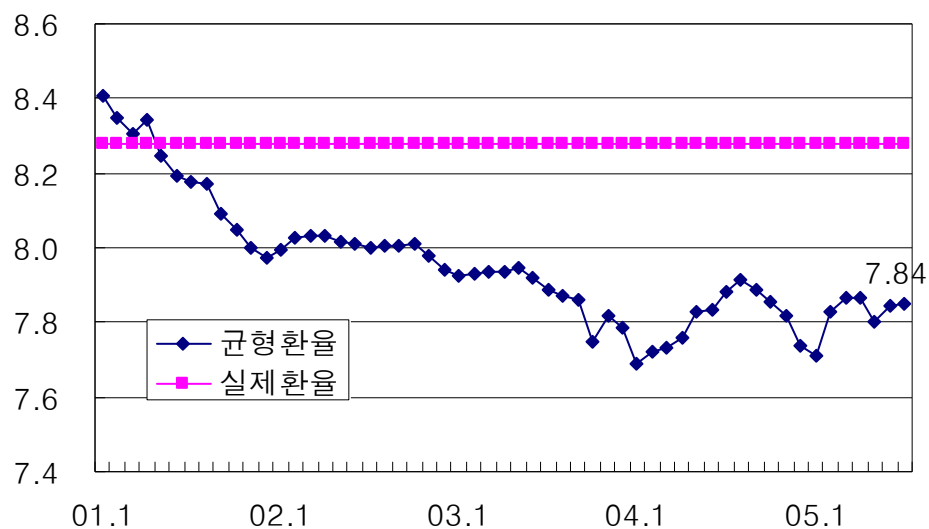
- 이자율평가설(Interest Rate Parity)은 주로 단기 환율수준의 고평가 정도를 판단하는데 활용됨
 - 자본이동이 자유롭고 금융자산이 완전대체 가능할 때 이자차익거래에 의해 국내투자 수익률과 해외자산 수익률이 항상 일치한다는 것을 이용하여 균형 환율을 예측할 수 있음

※ 평가식:

위안화 균형환율 =

위안화/달러 선물환율 $\times$ $[(1+\text{미국금리}) / (1+\text{중국금리})]$

<이자율평가로 추정한 위안화의 균형환율>



주 : POSRI 예측치(2005.8)

○ 구매력평가설에 근거해 볼 때 장기적인 위안화 균형환율은 7.01로 추정됨(8.28위안 대비 15% 절상)

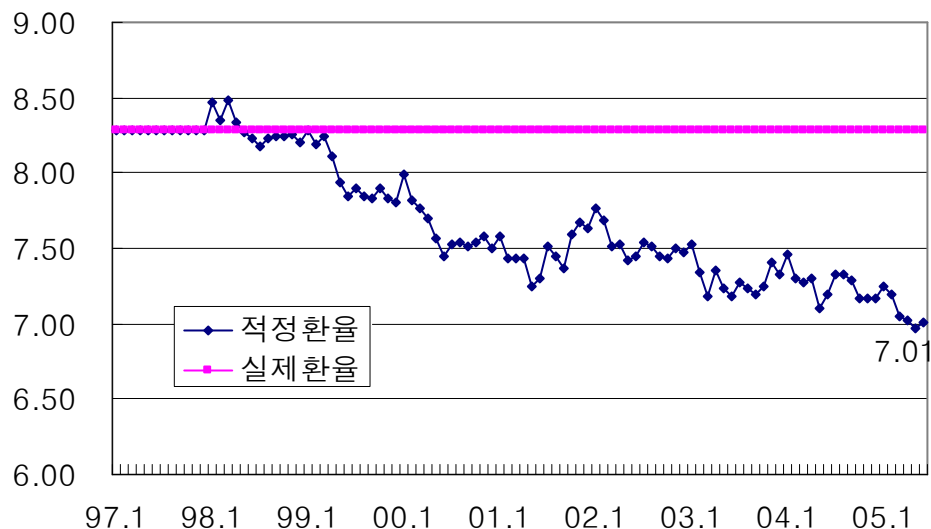
- 구매력평가설(Purchasing Power Parity)에 의하면 균형환율수준은 양국의 물가수준 또는 물가변동률을 반영하여 결정되며, 주로 장기 환율수준의 고평가 정도 및 예측에 활용할 수 있음

※ 평가식:

위안화 장기 균형환율 변화율 =

중국 소비자물가변화율 - 미국 소비자물가변화율

<구매력평가로 추정한 위안화의 균형환율 추이>



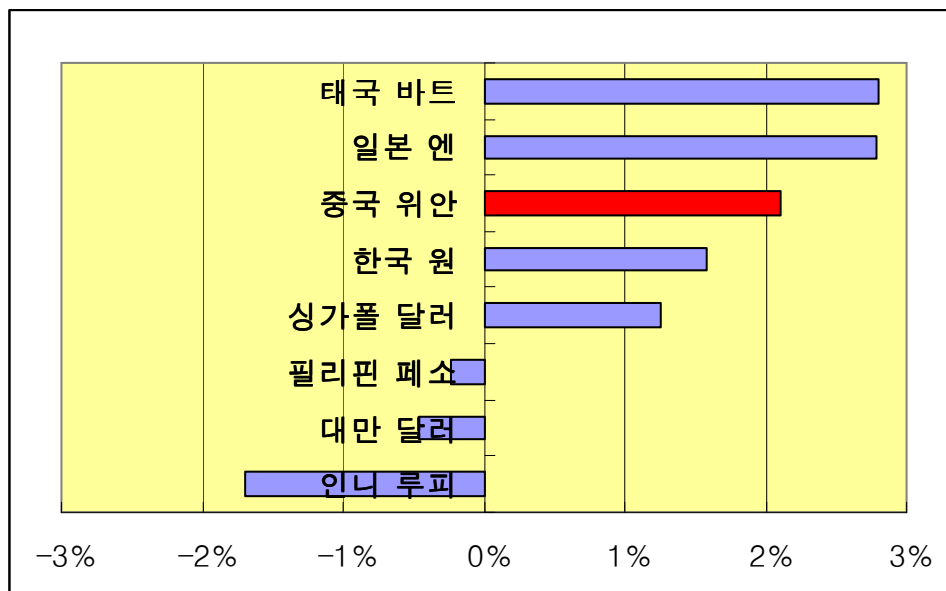
주 : POSRI 예측치(2005.8)

○ 미국 의회는 그 동안 위안화의 저평가 정도가 최대 27.5%정도에 이를 수 있다고 결론을 내리고, 중국에 대해 상당폭의 위안화 절상을 요구해 왔는바(Shumer 법안의 근거) 최악의 경우 중기적으로 27.5%의 위안화 절상 가능성도 배제할 수 없음

□ 위안화 추가 절상시 원화도 동반 절상될 것으로 예상됨

- 위안화의 달러 페그제가 폐지되고, 위안화의 절상이 이루어짐에 따라 원화를 포함한 주요 아시아 통화의 절상이 예상됨
 - 최근 연구에 따르면 위안화가 1% 절상되는 경우 원화의 동반 절상률은 0.2 ~ 0.6%에 이를 것으로 전망됨
 - 한국은행: 0.2%, ABN AMRO: 0.25%, Merrill Lynch: 0.6%
 - 대부분 연구의 경우 아시아 국가 통화중 원화가 위안화 절상에 가장 취약한 통화라고 전망하고 있음
- 원화의 경우 위안화 절상이전 절상률이 亞 통화 중 가장 높아 위안화 절상이 상당폭 先 반영되었다는 주장도 있지만, 위안화 절상 이후에도 원화는 태국 바트화, 일본 엔화와 함께 절상 폭이 큰 통화로 분류됨

<위안화 절상 이후 아시아 통화 절상률 비교>



주: 위안화 절상전인 7월 20일과 8월 23일 사이의 절상폭

IV. 위안화 추가 절상시 파급 영향

1. 시나리오 설정

□ 위안화 환율이 단기적(1년)으로 5% 절상되고 장기적으로 20% 까지 절상되는 기본 시나리오와 1년 이내에 20% 정도 급격히 절상되는 비관 시나리오를 설정함

○ 기본 시나리오: 위안화 및 원화 소폭 절상

- 향후 1년 간 위안화는 점진적으로 소폭(5%) 절상되고, 원화의 동반절상 폭도 크지 않는 경우임
- 이는 중국 정부의 과열 억제정책이 성공을 거두면서 핫머니 유입이 점차 감소하고 한국의 외환수급 상황도 안정적인 상황임

○ 비관 시나리오: 위안화 및 원화 대폭 절상

- 위안화 및 원화가 향후 1년 간 각각 20%, 15% 매우 급격한 절상을 보이는 경우임
- 이는 중국의 과열 억제 정책 실패로 핫머니 유입이 급격히 증대되고, 미국의 위안화 추가 절상요구가 심화되는 상황임

<위안화 및 원화 동반 절상 시나리오>

	위안화	원화
기본시나리오	5% 절상 (7.85위안/달러)	2% 절상 (1000원/달러)
비관시나리오	20% 대폭 절상 (6.62위안/달러)	15% 대폭 절상 (850원/달러)

주: 기준 환율은 위안화는 8.28위안, 원화는 1020원으로 함

※ 실현 가능성 : 중국 정부의 바스켓 제도 특성을 이용한 안정적인 환율 운용이 예상되므로 위안화 환율은 기본 시나리오 대로 점진적인 절상 가능성이 큼

2. 경제 및 수요산업에 미치는 영향

□ 기본 시나리오 (위안화 5% 절상, 원화 2% 절상)

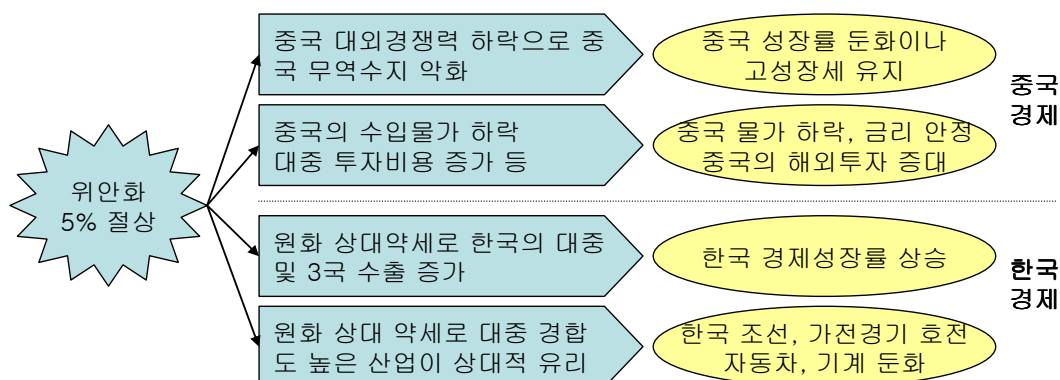
- 중국: 경제성장률은 소폭 하락하고 자본유입이 둔화되는 반면, 해외 투자는 소폭 증가할 것으로 전망됨
 - 수출가격 상승 및 수입가격 하락으로 무역수지가 악화되어 중국의 경제성장률은 소폭 둔화가 전망됨(GDP 0.2%p 감소, IMF)
 - 수입가격 하락에 따른 물가 안정으로 금리가 안정되며, 자본 유입 둔화 및 중국의 해외투자 증가가 예상됨
- 한국: 경상수지 개선으로 경제 성장률이 소폭 상승하고, 조선, 가전 생산이 증가하는 반면 자동차 생산은 감소가 예상됨
 - 원화의 상대적 약세로 한국의 수출 증가가 예상되며, 원화 절상으로 소비가 증가됨에 따라 성장률의 소폭 상승이 기대됨
 - 대중 경합도가 높은 조선, 가전생산은 증가하는 반면, 환율 절상에 민감한 자동차생산은 감소가 예상됨

<위안화 5% 절상시 한국경제 및 수요산업 영향>

경제부문	GDP	민간소비	설비투자	수출	수입
성장률	0.5%p	0.5%p	-2.3%p	0.8%p	-0.4%p
수요산업	자동차	가전	조선	기계	조립금속
생산증가율	-1.3%p	0.8%p	6.9%p	-1.5%p	-0.8%p

자료: POSRI(05.8월)

<위안화 5% 절상시 중국 및 한국 경제 파급 영향>



□ 비관 시나리오 (위안화 20% 절상, 원화 15% 절상)

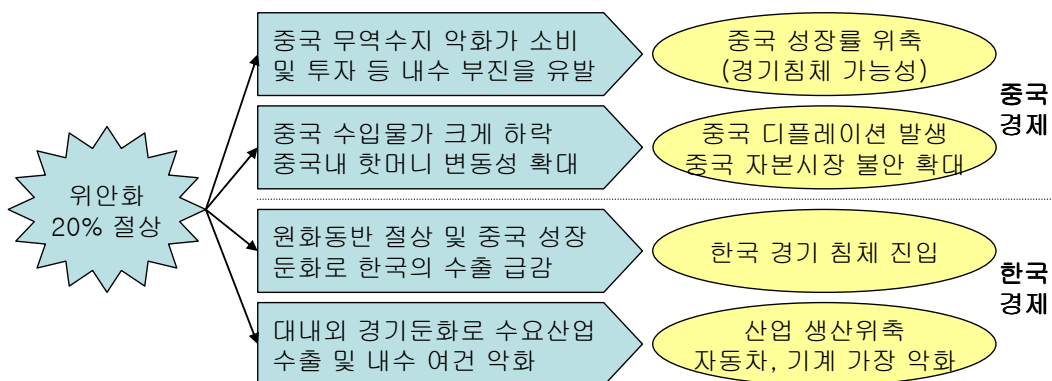
- 중국: 내수부진에 따른 경기 침체와 자본시장 불안이 예상됨
 - 중국경제의 높은 대외의존도로 인한 무역수지 악화 및 내수 부진으로 GDP성장률이 7% 이하로 급락할 가능성이 높음
 - 내수 부진 및 수입물가 하락으로 디플레이션이 진행되고, 핫머니의 변동성 확대로 자본시장이 불안해질 것으로 전망됨
- 한국: 중국경기 위축과 원화의 동반 대폭 절상으로 GDP성장률이 하락하고 수요산업의 생산 감소가 예상됨
 - 위안화의 대폭 절상에 따른 한국의 수출증대 효과는 일시적인 현상에 그치고, 원화 동반절상 및 중국경기 위축에 따른 수출 감소, 내수 감소 영향으로 성장률은 약 2%p 하락이 전망됨
 - 수요산업은 전체적으로 약 3%p 내외의 생산 감소가 예상되며, 특히 기계, 자동차 부문의 침체가 심화될 것으로 예상됨

<위안화 20% 절상시 한국경제 및 수요산업 영향>

경제부문	GDP	민간소비	설비투자	수출	수입
성장률	-2%p	-1.4%p	-5.5%p	-3.2%p	-3.8%p
수요산업	자동차	가전	조선	기계	조립금속
생산증가율	-4.6%p	-3.1%p	-2.8%	-4.7%p	-2.8%p

자료: POSRI(05.8월)

<위안화 20% 절상시 중국 및 한국 경제 파급 영향>

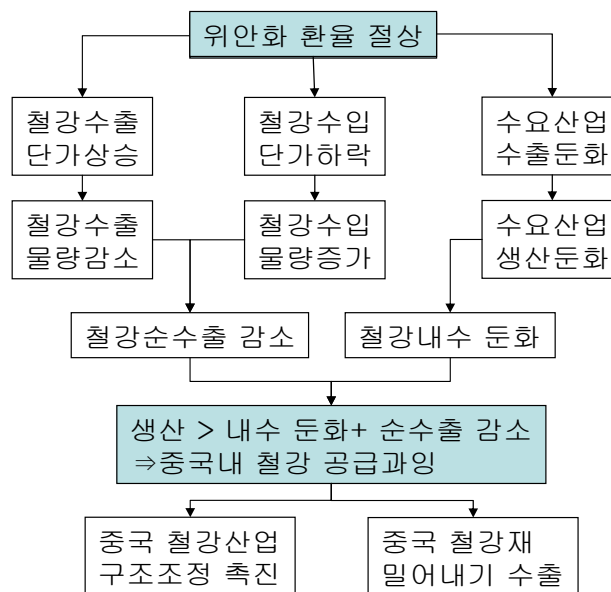


3. 철강산업에 미치는 영향

□ 위안화 절상에 따른 영향 파급 경로

- 중국 철강재의 순수출 감소 압력 및 내수 둔화에 따른 공급과잉 유발로 구조조정 촉진과 밀어내기 수출 증가가 예상됨

<위안화 절상이 중국 철강산업에 미치는 영향 경로>



자료 : POSRI

□ 기본 시나리오 (위안화 5% 절상, 원화 2% 절상)

- 중국: 철강수요 둔화 폭이 크지 않을 것이기 때문에 철강 공급과잉 정도는 제한적이고 구조조정 속도도 완만할 전망이다
 - 철광석 등 수입단가 하락이 중국 철강재가격 상승요인을 상쇄하여 중국의 철강 순수출 감소 정도는 미약할 것으로 예상됨
 - 또한 중국의 철강 수요둔화 폭도 제한적이어서 철강재 overflow 및 철강산업 구조조정의 폭은 크지 않을 전망이다
- 한국: 철강생산의 소폭 증가 및 對중 투자 여건 변화가 예상됨

- 조선, 가전 등 수요산업의 생산 호조로 전체적인 철강생산은 증가할 것으로 예상됨
- 對중국 투자비용이 상승하고 중국 철강산업의 구조조정 진행으로 한국의 단기적인 對중 투자여건은 다소 악화되지만, 구조조정 진전시 외자 기업에 대한 철강투자 제한조치가 약화되는 등 투자 여건의 개선 가능성이 있음

<위안화 5% 절상시 한국 철강산업 영향>

	내수	수출	총수요	수입	생산
증감율	0.7%p	-0.4%p	0.4%p	1.1%p	0.3%p

자료: POSRI(05.8월)

□ 비관 시나리오 (위안화 20% 절상, 원화 15% 절상)

- 중국: 철강수요가 크게 둔화되면서 중국의 밀어내기 수출 확대 및 철강산업의 구조조정 가속화가 예상됨
 - 밀어내기 수출과정에서 세계적인 통상마찰 발생이 예상됨
 - 중국 정부의 적자기업 퇴출 및 국유기업 민영화 적극 추진으로 외자 기업의 투자참여 기회 증대가 예상됨
- 한국: 철강 내수 둔화 및 수출 부진으로 철강업계 경영여건 악화가 예상됨
 - 수요산업의 생산침체로 철강내수가 감소하고 중국산 저가 철강재 유입이 확대될 전망이다
 - 세계 철강공급 과잉에 따른 가격 하락 및 중국 제품과의 수출 경쟁 심화가 예상됨

<위안화 20% 절상시 한국경제 및 수요산업 영향>

	내수	수출	총수요	수입	생산
증감율	-2.9%p	-2.2%p	-2.7%p	-3.3%p	-3.4%p

자료: POSRI(05.8월)

4. 중장기적 파급 영향

- 중국기업 경쟁력 제고로 한-중 제품 경합도가 높아질 전망이다
 - '80년대 일본기업이 엔고에 대응, 경쟁력 제고를 추진한 것처럼 중국기업도 위안화 절상에 대응한 경쟁력 강화 및 고부가가치 추구로 한-중간 제품경합도가 높아질 전망이다
- 중국 소비자의 구매력 증가로 소비시장 확대가 예상됨
 - 중국경제는 향후 내수시장 중심으로 재편되는 가운데 자본재보다는 소비재부문의 호조세가 예상됨
- 위안화가 세계 기축통화로 부상하는 등 위상이 높아질 전망이다
- 중국내 투자 코스트가 증대되어 외국기업들은 생산기지를 베트남, 인도 등으로 이전하는 계기가 될 것임
- 중국 원자재 수입수요 증가로 국제 원자재가격 상승이 예상됨
- 중국 철강재 순수출 가속화로 통상마찰이 증대될 가능성이 있음
 - 중국 철강수요 둔화로 중국 철강공급 과잉시점이 앞당겨지는 가운데 구조조정 추진으로 보다 효율화된 중국산 철강제품이 저가로 수출됨에 따라 통상마찰이 심화될 가능성이 있음

<위안화 절상에 따른 중장기적 파급 영향>



자료 : POSRI