

중국의 환율제도 개혁과 결정요인 분석¹⁾

남 수 중

공주대학교

< 목 차 >

- | | |
|-------------------------|-------------|
| I. 서론 | V. 전망 및 시사점 |
| II. 기존 연구의 검토와 환율제도의 구분 | 참고문헌 |
| III. 중국의 환율제도 개혁과 환율 추이 | Abstract |
| IV. 중국 환율제도의 결정요인 분석 | |

Key words(중심용어): 중국 위안화(**Chinese RMB(Yuan)**), 환율제도(**Exchange Rate Regime**), 거시경제 정책(**Macro-economic policy**)

국 문 요 약

중국은 2005년 7월 복수통화 바스켓제도로 개혁을 실시한 이후 위안화 환율 하락 추세가 지속되고 있다. 개혁개방이후 중국은 이중환율제도의 평가절하시기(1978-1993), 관리변동 환율제도의 평가절상시기(1994-1997), 사실상의 고정환율제도 시기(1997-2005)를 거치면서 명목환율이 변화하였다. 실증분석 결과에 따르면, 환율제도 개혁에 따른 명목환율 움직임은 국내 변수보다 대외 변수가 상대적으로 더 큰 영향을 미친 것으로 추정되었다. 따라서 중국의 환율제도 개혁에 의한 위안화의 명목환율 변화는 대외적 불균형의 영향에 따라 움직일 가능성이 높다. 중국정부는 대내외 거시경제의 안정을 위해서 점진적인 방식의 평가절하를 용인하는 동시에 시장 개혁 가속화를 통해 환율제도 유연화를 위한 기반을 조성할 것으로 전망되었다.

I. 서론

중국은 2005년 7월 복수통화바스켓 제도 도입 등 환율제도 개혁을 단행하였으며, 특히 일일 변동폭 확대 실시 이후 위안화 대미 환율의 절상 속도가 빨라지고 있다. 그러나 중국은 경상수

1) 이 논문은 공주대학교 사회과학 연구지원비에 의해 연구되었다. 익명의 세분 논평자들에게 감사드리며, 이후의 오류는 모두 필자의 책임임을 밝힌다.

지 흑자의 누적 등 대외적 불균형과 과잉 유동성 증대 등의 대내적 불균형의 심화로 인해 대폭적인 환율 절상 필요성이 대두되고 있다.

따라서 본 연구의 목적은 중국의 환율제도 개혁 배경 및 과정을 설명하고 명목환율을 대용변수로 활용하여 중국의 환율제도 결정에 영향을 미치는 거시경제적 변수가 무엇인가를 실증적으로 분석하는 것이다. 또한 실증분석 결과를 바탕으로 중국의 중장기적인 환율제도 개혁 가능성과 정책적 시사점도 검토할 것이다.

중국경제는 지난 2005년 7월의 환율제도 개혁 및 이후의 환율 절상에도 불구하고 대외불균형 심화, 물가상승 압력 증대, 과잉유동성 및 과잉투자 지속 등 리스크 요인들이 해소되지 않은 상황이다. 중국 통화당국은 최근 수차례의 금리인상을 비롯하여 지급준비율 및 재할인율 변경 등 통화 긴축정책을 실시하였으나 과잉 유동성 문제가 쉽게 해소되지 않고 있다. 특히 중국의 취약한 금융시스템, 금리자유화 미흡 등이 금리인상 등 통화정책의 실효성에는 한계가 있다는 평가가 지배적이다.

향후 중국정부는 단기적인 환율 일일 변동폭의 확대 등을 포함하는 환율제도 개혁을 추진할 가능성이 점차 높아지고 있는바, 중국의 환율제도 변경과 이에 따른 환율 추이를 분석하고 환율제도 개선 가능성과 영향을 전망할 필요가 커지고 있다.

중국정부는 지금까지 수출기업의 채산성 악화와 사회적 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 대폭적인 위안화의 절상이 필요한 것도 사실이다. 그러나 중국당국은 효과가 제한적이지만 수출 억제 및 수입 확대, 해외투자 촉진 등을 통해 무역 및 자본수지 흑자 축소를 도모하고 있다. 중국정부는 외국인 직접투자에 대한 특혜제도 축소, 중국 기업의 해외투자 장려와 더불어 외환시장 개혁을 통해 위안화 절상 압력에 대응하고 있다²⁾.

본 연구는 우선 II장에서 중국의 환율제도 개혁과 관련된 과거의 연구결과를 정리하고 환율제도의 분류와 의미를 서술한다. III장에서는 중국 환율제도의 역사적 변화 과정과 환율 절상 추이를 살펴볼 것이다. IV장에서는 명목환율 추이와 거시경제 변수를 이용하여 환율제도에 영향을 미치는 요인들을 분석할 것이다. 마지막 V장에서 환율제도 개혁 전망 및 시사점을 제시할 것이다.

2) 중국정부는 수출증치세 환급 대상 품목의 축소 및 환급을 인하, 수출관세 부과, 일부 품목에 대한 가공 무역 금지 등을 통하여 수출 증가세를 억제하는 노력을 병행하고 있다.

II. 기존 연구의 검토와 환율제도의 구분

1. 환율제도의 기존 연구와 이론적 논의

그동안 중국의 환율제도 개혁과 환율 변화에 대한 다양한 연구들이 발표되었다. 새로운 환율제도 도입 이전에는 정치하지는 않으나 완만한 소폭 절상, 중장기에 걸친 급격한 절상, 자유변동 환율제도로의 이행 등 다양한 가능성을 제시하는 연구가 다수였다. 예를 들어 Goldstein and Lardy(2003)의 연구결과는 미국의 경상수지 500억 달러 이상의 개선 효과를 위해서 위안화가 50% 절상되어야 한다고 밝히고 있다³⁾.

그러나 대부분의 경제학자들은 급격한 환율변동에 부정적인 견해를 주장하면서 점진적인 방식의 환율제도 개혁을 강조하였다. Mundell은 위안화 평가절상이 중국의 디플레이션 문제를 심화시킬 것이라는 의견을 제시한다. 또한 Eichengreen 교수는 ‘자본통제를 유지하면서 점진적인 방식의 변동환율제도로의 이행’을 강조하였다⁴⁾. McKinnon and Schnable(2003)은 급격한 위안화 절상의 폐해를 강조하는 한편, 변동폭 허용이 적절하나 지속적인 중심환율의 유지를 제안하였다.

Fred Hu(2003)도 환율 변동폭 확대 후 점진적인 방식의 변동환율제도 도입을 권고하였으며, Guo(2002)는 적절한 변동폭을 설정하여 환율의 신축성을 제고시키고 자본거래 자유화는 환율제도의 개선과 일치하여야 한다고 주장하였다. 또한 Gao(2006)는 장기적인 관점에서 위안화 환율을 분석하였는데, Balassa-Samuelson Hypothesis 모델 등을 기초로 1975-2002년간 중국의 급속한 경제성장률이 실질환율의 절상을 초래했는지를 실증적으로 분석하였다. Prasad, Rumbaugh and Wang(2005)는 보다 더 유연한 환율제도가 독립적인 통화정책과 외부 충격을 완화하는 역할을 할 것이라고 주장하면서 자본항목 자유화 이전에 금융시스템의 건전성 개선이 우선되어야 한다고 강조하였다.

Goldstein(2004)은 중국이 결정할 환율정책의 중요성을 강조하면서 two step stage 정책(①소폭절상과 중간환율제도 도입, ②금융시장 취약성 개선이후 관리변동환율제도 개혁 등)을 통해 우선 대내외 불균형 문제를 해결하고 장기적인 관점에서 통화정책 독립성과 자본항목 자유화를 추진해야 할 것임을 주장하였다. Williamson(2004)은 중국이 물가상승 압력에 직면하고 있는데, 이

3) Goldstein 등은 1단계로 위안화를 15-25% 절상후, 밴드폭 확대와 복수 통화바스켓 도입을 주장하였으며, 다음 2단계로 국내 금융부분의 개혁과 건전화를 달성한 후 관리변동 환율제도를 채택하는 방안을 제시하였다.

4) Sachs(1996)는 동유럽, 소련 등 체제 전환기 국가의 환율제도에 대한 탁월한 식견을 제시하였다. 시장 경제로 전환하는 과정에서 자유화와 거시경제의 안정이 필수적인 체제 전환 국가는 인플레이션 억제를 위한 고정환율제도 시행이 필요할 수 있으나, 중장기적으로 환율제도의 유연화를 실시하는 것이 통화정책의 유용성을 제고하고 금융위기 등을 피할 수 있는 전략이라고 주장한다. 또한 Chang and Velasco(2000)는 상당수 이머징 국가들이 시행하고 있는 변동환율제도의 장점을 강조하면서 물가 안정 등 통화정책과 연계된 환율정책의 필요성을 주장하였다. Calvo and Mishkin(2003)은 이머징마켓 국가들에게 환율제도 선택보다 더욱 중요한 것은 건전한 재정, 금융 및 통화제도의 발전이며, 이를 위해서는 은행 및 금융부분의 개혁, 예측 가능한 통화정책 수립, 시장 개방 확대 등 제도 개선이 필요하다고 강조하였다.

를 조정하기 위한 위안화 평가절상이 필요하다고 주장하였다. 또한 글로벌 조정에도 불구하고 물가 불안을 억제하지 못하는 위험한 상황에 빠져들 수도 있고, 이때 위안화 과대평가(아시아 주요국의 외환위기의 경우처럼)라는 최악의 사태를 맞이할 수도 있다고 경고하였다. 따라서 현재의 외환보유액을 미국 국채 매입보다 더 효율적인 분야(중국의 소비 확대 등)에 쓰는 것이 유리하며 자유화 조치에 앞서 위안화 평가절상이 최선의 정책임을 강조하였다.

Bergsten(2007)는 미국 의회 증언에서 2007년 5월 미·중 전략회의까지 중국 위안화의 추가적인 절상(10%), 그리고 보다 더 유연한 제도 도입을 강력히 요구해야 할 것이라고 강조하였다. Frenkel(2006)은 중국의 위안화가 약 35% 이상 저평가(2000년 기준) 되었으며 환율제도의 유연화가 필요하다는 견해를 강조하였으며, 최근의 제도 개혁도 미흡한 수준이라고 주장하였다.

중국내에서도 위안화 관련하여 다양한 연구들이 제기되었는데, 대표적인 내용들만 소개하면 다음과 같다.

余永定(2005)은 추가적인 일일 변동폭 확대 필요성을 강조하였다. 또한 余永定(2007)은 과잉 유동성의 근본적인 원인이 환율의 소폭 절상 때문이라고 주장하였다.

張斌·何帆(2006)는 추가적인 위안화 대폭 절상을 주장하면서 단기적인 부작용을 최소화하기 위한 재정정책 등 경제정책 조항을 제시하였다. 위안화 절상이 단기적인 부작용에도 불구하고 중장기적으로는 경제구조의 고도화, 자원배분의 효율성 제고 등 긍정적인 영향을 미칠 것임을 강조하였다. 따라서 현재 환율제도 하에서의 점진적 절상 등 환율 조정은 단기적인 부작용만 초래하고 중장기적으로 나타날 긍정적인 측면이 약화될 것이라고 주장하였다.

胡磊(2007)는 최근 중국경제는 약 2년간의 위안화 절상에도 불구하고 부동산 가격 거품, 외환보유액 급증, 물가상승 압력 및 금리 인상 압력 등 국내의 각종 문제가 나타났다고 소개하면서 이런 '위안화 평가절상 합병증'은 잠재적인 금융위기 가능성을 증대시킬 수 있다고 경고한다. 이런 '합병증'의 해결을 위한 중국인민은행의 대책 마련을 요구하는 한편, '불가능성 정리'와 'Exit Strategies'에 기초하여 고정환율제도와 자본통제를 동시에 포기하는 것이 유일한 해결책일 수 있다고 주장하였다.

또한 중국내에서도 환율제도 개혁과 경제적 영향에 대한 연구가 활발하게 발표되고 있다. 余波(2001)는 위안화 환율 변동이 경제적 추세를 반영하지 못한다고 주장하였으며, 현행 관리변동 환율제도가 안정적인 균형에 도달하지 못하고 환율문제를 초래하기 때문에 제도 개혁을 필요로 한다고 강조하였다. 陳平等(2002)은 안정적인 위안화 환율의 미시적인 원인을 분석하고 중국의 외환 수요와 공급 함수를 분석하였다. 중국의 현행 환율제도가 환율정책 추진의 중대한 제약 요인임을 밝히고 국제수지 조절을 위해 직접적인 통제 수단에 의존할 수밖에 없음을 분석하였다. 唐建華(2003)는 환율제도 선택의 이론적 논의를 검토하고 환율제도 및 환율이 인플레이션, 실물 경제, 은행위기 등에 미치는 영향을 비롯한 환율제도와 경제 성과와의 관계를 분석하였다. 李靜萍(2005)은 각각의 환율제도가 경제에 미치는 영향이 다르다는 것을 증명하였다. 張志超(2005)는 위안화 환율제도의 변천 과정과 실증분석을 통한 효과를 분석하였다. 李成等(2007)은 중국의 환율제도 변화가 경제에 미치는 영향을 분석하였다. 鄭建明·張海森(2007)은 수정된 ECM모형을 기초로 위안화 환율과 거시경제의 변수의 내생성 및 외생성에 대한 실증분석을 시도하였다. 분

석 결과에 따르면, 위안화의 실질실효환율 평가절하가 전체적으로 GDP 성장에 유리하나, 외생성의 영향으로 인해 경제발전엔 불리한 영향을 미칠 수 있다. 따라서 환율 결정 매커니즘의 시장 기능 강화를 가속화해야 한다고 강조하였다.

국내에서는 한국은행 등이 위안화 환율에 대한 동향을 발표하고 있으며, 이연호·허찬국(2004)은 2005년 단행된 환율 바스켓제도로의 이행을 예측하고 구매력평가이론과 이자율평가이론을 기초로 위안화의 적정 환율을 추정하고 한국의 수출에 미치는 영향을 분석한 바 있다. 김봉한·남수중·허찬국(2008)은 중국의 환율제도 개혁과 위안화 절상이 중국경제와 한국경제에 미치는 영향을 실증적으로 분석하였다.

2. 환율제도의 구분과 의미

환율제도는 환율변동의 신축성 정도와 형태에 따라 크게 고정환율제도, 변동환율제도 및 제한적 변동환율제도의 세 가지 유형으로 크게 나눌 수 있다. 고정환율제도(fixed 또는 pegged exchange rate system)는 특정 외국통화에 자국통화를 일정 수준으로 고정시키는 제도이며, 변동환율제도(flexible exchange rate system)는 시장의 수급에 의한 자유로운 환율변동을 허용하는 제도이다. 제한적 변동환율제도는 고정과 변동의 중간단계 환율제도로 특정 통화에 대한 환율 변동폭을 일정 범위내로 제한하는 제도를 의미한다. 1976년 자메이카 킹스턴에서 개최된 IMF 회의에서 새로운 국제통화제도로 변동환율제도가 공인된 이후 각국은 경제여건을 고려하여 적절한 환율제도를 자유로이 선택하여 운용하고 있다⁵⁾.

IMF는 1999년부터 환율의 신축성 정도와 회원국의 실제 환율 운용형태에 따라 환율제도를 크게 8개 그룹으로 분류하였다(IMF, 2007). 고정환율제도는 통화동맹, 통화위원회제 및 전통적 페그제로, 중간단계 환율제도는 밴드내 페그제, 크롤링 페그제 및 크롤링밴드제로, 변동환율제도는 관리변동 및 자유변동 환율제로 구분할 수 있다.

5) 환율제도의 장단점을 살펴보면 고정환율제도는 환율변동에 따른 충격을 완화하고 다소간 거시경제정책의 안정성을 확보할 수 있는 장점이 있으나, 이를 위해서는 자본이동의 제약이 불가피하여 국제 유동성이 제한적이다. 따라서 대외불균형이 지속되거나 기초 경제여건이 악화되면 환위기 공격의 빌미를 제공할 가능성도 있다. 변동환율제도는 자본이동이 자유로워 국제 유동성 확보가 쉽고 외부충격이 환율변동에 의해 흡수되어 거시경제정책의 수행이 용이하다. 그러나 외환시장의 규모가 작고 외부충격의 흡수능력이 미흡한 개발도상국의 경우 환율변동성의 증대에 따른 경제의 교란요인으로 작용할 가능성이 크다.

<표 1> 주요국의 환율제도 구분과 의미

환율제도	의미 및 특징	국가 수	대표 국가
통화동맹 등 고유의 법정통화가 없는 경우 (exchange arrangement with no separate legal tender)	- 유럽연합 12개국이 유럽통화동맹(EMU)을 결성하여 역내 단일통화를 사용 - 파나마, 에콰도르 등 극심한 인플레이션을 겪었던 일부 남미국가들도 미달러화 등을 자국통화로 사용하는 달러화통용제도(dollarization)를 시행	41	유럽연합 12개국, 파나마 등, 아프리카 프랑 동맹국가 등
통화위원회제도 (currency board arrangement)	자국통화의 환율을 기축통화에 고정시킨 후 외화준비자산 범위 내에서만 화폐발행을 허용하도록 법제화한 제도	7	불가리아, 홍콩 등
전통적페그제도 (conventional fixed peg arrangement)	자국통화를 기축통화(미달러화나 유로화 등)인 단일통화나, SDR 등 복수의 통화바스켓에 연동시켜 고정된 기준환율을 유지	52	이집트 등 대 부분의 개발도 상국가들
수평밴드페그제도 (pegged exchange rate within horizontal band)	전통적 페그제와 유사하나 보다 신축적인 환율변동이 가능하도록 실제환율의 기준환율로부터의 괴리폭을 상하 $\pm 1\%$ 이상으로 넓게 정하여 운영하는 제도	6	덴마크, 헝가리 등
크롤링페그제도 (crawling peg)	자국통화를 외국의 단일통화 또는 복수통화바스켓에 연동시켜 단기적으로는 고정된 기준환율을 유지하되 장기적으로 사전에 정해진 환율수준에 수렴하도록 기준환율을 주기적으로 미세 조정하는 제도	5	싱가포르 등
크롤링밴드제도 (exchange rate within crawling band)	자국통화 환율이 단기적으로는 기준환율로부터 일정한 변동범위(band) 내에서 움직이도록 허용하되 주기적으로 기준환율을 미리 공표된 수준으로 미세 조정함으로써 장기적으로는 보다 신축적인 환율변동을 허용	0	
관리변동환율제도 (managed floating)	원칙적으로 환율의 신축적인 변동을 허용하되 정책당국이 외환시장에 적극 개입(intervention)함으로써 환율이 적절한 수준에서 움직이도록 관리하는 제도	51	체코, 콜롬비아 등
자유변동환율제도 (free or independently floating)	- 환율이 외환시장에서의 수요공급 원리에 따라 자유롭게 결정되도록 하는 가장 신축적인 환율제도 - 정책당국은 환율의 단기적인 급변동을 완화하기 위해 제한적, 비주기적으로 시장개입(smoothing operation)	25	영국, 미국, 일 본, 한국 등

주 : 2006년 12월 기준

자료 : IMF, 2007, "Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions"; 한국은행
자료 참고

Krugman(1998)은 환율제도 선택과 관련하여 정책당국이 삼각의 딜레마(trilemma)에 빠지게 된다고 주장한다. 즉 환율제도 선택은 a)거시경제정책의 자율적 운용(adjustment); b)자본이동 촉진을 통한 국제 유동성의 확보(liquidity); c)환율안정을 통한 통화가치의 신뢰성 확보(confidence) 등 세 가지를 추구하게 되나, 이를 동시에 만족시킬 수 있는 환율제도는 없다. 특히 신흥시장국가들은 자본이동이 완전하게 이루어지는 상황에서 고정환율을 유지하려면 통화정책의 자율성을 포기하여야 하며, 통화정책의 자율성을 유지하려면 환율의 안정성을 포기하여야 한다는 주장이 설득력을 얻고 있다. Frankel(1999)은 신흥시장국가들이 자본자유화를 추진하면서 환율의 안정성과 통화정책의 독립성을 모두 만족시킬 수 없다는 점을 인정하면서 다양한 환율제도 중 중간영역의 효용성을 강조하였다⁶⁾.

중국은 2005년 7월 복수통화바스켓제도를 도입한 이후 경제와 정책적 딜레마에 직면하고 있다. 중국이 직면한 도전은 통화정책의 제한적인 효과, 경제의 고성장 지속, 은행 등 금융시스템 개혁, 대외불균형의 심화와 영향 등인 것으로 지적되었다⁷⁾.

중국은 환율이 안정되는 통화가치의 신뢰성을 확보하였으나, 급격한 자본유입과 막대한 경상수지 흑자로 인한 과잉 유동성에 직면하였으며, 이를 완화하기 위한 불태화정책 시행과 금리 및 기준율 인상을 실시해야 하는 정책적인 도전에 직면하고 있다. 또한 과잉 유동성의 영향에 따른 물가 상승과 투자 과열은 중국경제의 거품 형성으로 이어져 경착륙 우려를 야기하고 있으며, 환율 변동성 확대에 대비한 금융시스템의 개혁 추진에도 영향을 미치고 있다.

Ⅲ. 중국의 환율제도 개혁과 환율 추이

1. 중국의 환율제도 개혁 배경 및 내용

중국은 1978년 개혁 개방이전에는 외환관리를 정부의 계획과 분배에 의존하였다. 중국정부는 외환의 국내 유통을 금지하였고, 획득한 외환을 반드시 매각하도록 하는 강제매각제도를 운영하였다. 또한 외환 거래는 국가가 지정한 국유은행으로 제한하였다.

1958년 외환유보제도를 도입하여 일시적으로 외환관리에 대한 지방정부의 권한이 존재한 적이

6) 일반적으로 중간영역에 속하는 환율제도로는 조정가능페그(adjustable peg), crawling peg, 바스켓 페그, target zone 등이 있다. 다소간 논란이 있으나 관리변동환율제를 중간영역에 포함시킨다면 중간제도는 유효하다고 할 수 있다.

7) Goldstein 등은 중국이 직면한 정책적 딜레마를 분석하고 전략적 선택 방안을 제시하고 있다. 우선 "stay the course"에 대한 비판적 논의 이후, "three stage approach"의 우월성을 강조하였다. 우선 위안화를 약 15% 절상한 이후, 두 번째로 외환시장의 정부 개입(불태화 정책 등)을 점차 축소하여 몇 년간 연간 6-8%정도의 절상을 용인하다. 세 번째로는 4-6년 후 정부 개입 축소와 변동 제한폭 완화를 통해 위안화의 실질적인 변동성을 확보하는 것이다. 이를 통해 중국은 장기적인 4가지 목표, 즉 환율의 시장기능 강화, 자율적인 통화정책의 효율적 체계 구축, 자본항목 자유화, 주요국과의 조화로운 무역관계 형성 등을 달성할 수 있다는 주장이다(Goldstein and Lardy, 2007).

있으나 기본적으로 고도의 중앙집권적 외환관리를 시행하였다. 1972년 중·미간 경제교류가 재개되기 이전까지는 대미달러에 대한 환율은 고정되었으며, 기본통화(basic currency) 역시 미국 달러가 아닌 영국 파운드화를 사용하였다. 중국정부는 1972년 중·미간 경제교류를 재개하면서 달러화에 의한 국제결제에 대한 국외결제를 다시 허용하였다. 이후 위안화 환율은 점진적으로 평가절상 되었다. 특히 1970년대 말에는 외국으로부터의 원자재, 자본재를 수입하여 중화학공업화를 추진하였다. 따라서 수입에 유리하도록 환율을 의도적으로 낮게 유지하기도 하였다(趙輝·肖德均, 2004).

1978년 개혁·개방을 추진하면서 교역과 외국인투자가 확대되었으며, 수출확대와 수입억제를 위한 정책수단으로서 환율과 외환관리정책이 중요한 의미를 갖기 시작하였다. 개혁·개방 이후 중국의 외환관리제도는 크게 3단계에 걸쳐 변화해 왔다(중국인민은행 www.pbc.gov.cn 참고).

제1단계는 1978년부터 1993년 말까지의 기간으로 이중환율제도의 평가절하시기이며, 제2단계는 1994년 1월부터 2005년 6월까지이다. 이를 다시 두 시기로 구분할 수 있다. 1994년부터 1997년 10월까지로 관리변동환율제하에서의 점진적인 절상시기와 1997년 10월부터 2005년 7월 21일 이전까지 사실상의 고정환율제도 실시 시기이다. 제3단계는 통화바스켓제도 도입이 이루어진 2005년 7월 21일 이후부터 현재까지의 기간이다.

1) 이중환율제도 시기(1978~1993년)

개혁·개방이후부터 1993년 말까지의 시기로 중국은 이중환율제도⁸⁾를 운용하면서 단계적으로 평가절하를 단행하였으며, 다음과 같은 특징이 나타났다(趙輝, 肖德均, 앞의 글; 양평섭, 1993).

개방정책의 추진으로 수출입이 확대되고 외국인투자가 유입되면서 중앙집중적 외환관리제도에 대한 개혁이 필요하였다. 이때부터 점진적인 외환관리 규제 완화가 추진되었다. 중국정부는 1979년 8월 외화유보제도를 도입함으로써 외환관리를 중앙정부가 직접 관리하는 외화할당제도와 외화유보제도로 이원화 하였다. 이는 외화유보제도의 도입에 따른 개별기업의 외환수지 불균형을 시정하기 위한 조치로서 1980년 10월 중국은행(Bank of China)을 통해 시범적으로 외환사용한도를 완화하여 외환을 매매할 수 있도록 허용하였다. 1981년에는 <外換額度調節業務暫定辦法>을 발표하여 중국은행을 통한 외환사용한도의 매매를 제도화하였다.

중국정부는 이중환율제도를 운영함으로써 수출을 간접적으로 지원하는 조치를 취하였다. 1981년부터 1984년까지 중국정부는 외국인의 중국내 여행, 해외학교의 송금 등 비무역거래에 대해서는 공식환율을 적용하고 무역거래에 대해서는 내부결제환율(internal settlement rate)을 적용하는 이중환율제도를 통해 수출을 장려하고 수입을 억제하였다. 1981년 중국의 달러당 수출단가는 2.8 위안이었으나 공식환율이 1.53위안에 고정됨으로써 수출기업의 손실이 불가피하였으며, 이러한 손실을 재정보전으로 지원하기 위하여 내부결제환율을 도입하였다. 수출과 수입 모두 내부결제 환율을 적용함으로써 간접적으로 수출은 지원하고, 반대로 수입에 필요한 달러 매입시 비용을

8) 이중환율제도는 다시 두 단계로 나누어 볼 수 있다. 첫 번째 단계는 1978년부터 1984년 말까지의 기간으로 내부결제환율에 의한 이중환율제도 시기이며, 두 번째 단계는 1985년부터 1994년 까지 공식적인 환율제도가 단일환율제도이었으나 공식 환율과 외환조절센터의 시장 환율로 이원화된 이중환율제도 기간으로 구분된다(중국인민은행 www.pbc.gov.cn : 首頁▶貨幣政策▶貨幣政策工具▶匯率政策).

높임으로써 수입을 억제하는 효과가 나타났다.

이 시기에 중국은 또한 외환조절센터(外匯調劑中心)를 설치하였다. 계획내 외환거래에 대해서는 공정한율(official rate)을 적용하고 계획외 기업간 외환거래에 대해서는 외환시장의 수급에 따라 결정되는 시장환율로 거래가 이루어지는 이중환율제도를 운영하였다. 외환조절센터는 1985년 深圳과 上海에 설치되어 시험적으로 운영된 후 1988년에는 전국의 주요 도시에서 확대 설치되었으며, 1994년 환율 단일화와 함께 폐지되었다. 1991년 외환조절센터에 대한 규제완화가 이루어지면서 거래액이 1990년 대비 72.8% 증가하는 등 거래규모가 크게 증가하였다. 특히 외환조절센터는 기업이 획득하여 얻은 외환보유액을 공정한율 보다 높은 조절센터의 시장환율로 매각할 수 있도록 허용함으로써 수출을 확대시키는 중요한 역할을 수행하기도 하였다.

공정한율의 점진적인 평가절하도 단행하였다. 1980년 달러당 1.5위안 선을 유지하던 중국 위안화 환율은 이후 점진적인 절하가 이루어지면서 1984년에는 2.3위안까지 상승하였다. 특히 중국정부는 1985년 1월 내부결제환율의 폐지와 동시에 공정한율을 2.8097위안으로 12.5% 절하한데 이어, 동년 10월에는 다시 3.2015위안으로 13.9% 절하하였으며, 1986년 7월에는 3.7036위안으로 15.8% 절하하였다. 1989년 12월에는 4.7221위안으로, 1990년 11월에는 5.2221위안으로 각각 21.2%와 9.57% 절하를 단행하였다.

2) 관리변동환율제도 시기(1994년 1월~2005년 7월)

제2단계의 1기는 1994년 환율 단일화 이후부터 '사실상'의 고정환율제로 전환한 1997년 하반기까지이다. 이시기에는 위안화 환율이 점진적으로 절상되었다. 특히 이 기간 중 중국은 IMF 8조국⁹⁾에 가입하는 등 경상거래에 대한 외환거래 자유화를 시행하기도 하였다.

중국은 1994년 1월 1일 시장환율과 공정한율을 통일하는 조치를 취함으로써 환율을 단일화 하였다. 단일화 과정에서 시장의 외환수급을 반영하고 있는 시장환율에 맞추어 공정한율을 5.7위안에서 8.7위안으로 평가절하하고 시장환율을 결정하던 외환조절센터를 폐지하였다. 또한 1994년 4월 4일 상해에 '中國外換交易中心'을 설치하여 허가된 중국의 은행과 비은행 금융기구가 외환의 매매에 참여할 수 있도록 하였다.

1994년부터 아시아 외환위기가 발생한 1997년 10월까지 중국 위안화 가치는 점진적으로 절상하였다. 중국 위안화의 대비 달러 환율은 8.7위안에서 1997년 9월까지 8.2873위안으로 4.7% 절상되었다.

제2단계의 2기는 아시아 금융위기가 발생하면서 중국 위안화에 대한 평가절하 압력이 가중되기 시작한 1997년 후반부터 통화바스켓제도가 도입된 2005년 7월 21일 이전의 기간이다. 동 시기의 위안화 환율은 1달러 당 8.28위안 수준에서 고정되었다. 따라서 IMF는 중국의 환율제도를

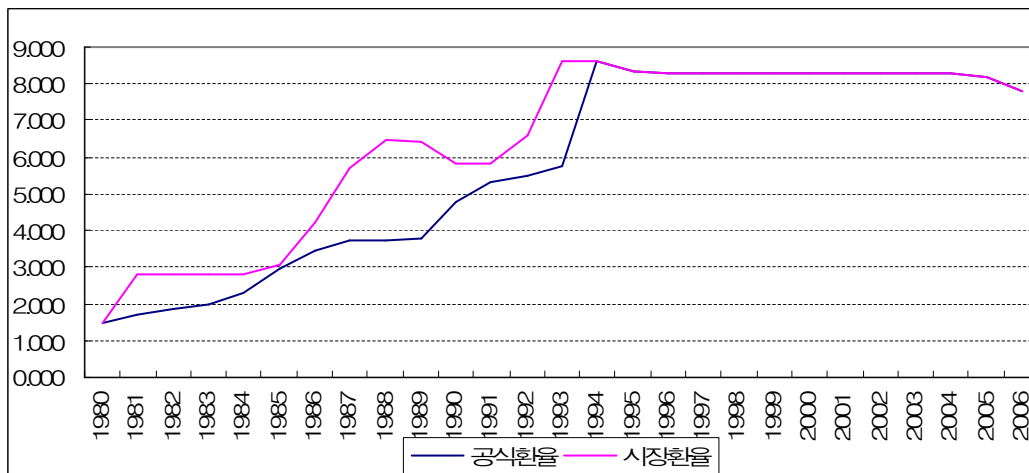
9) IMF 8조국에 가입하는 경우 ① 상품이나 서비스 등 국제적인 경상거래를 위한 지급이나 이전을 금지하거나 제한 또는 방해하는 법적·행정적 조치를 취할 수 없으며, ② 거래 상대국이나 외국환 종류에 따른 차별적 조치와 이중환율제도를 취할 수 없으며, ③ 가맹국의 통화당국은 다른 가맹국 통화당국이 경상거래의 결과로 취득한 자국통화를 특별인출권(SDR) 또는 교환성 있는 통화로 교환해 줄 것을 요청할 때는 무조건 응해야 한다.

고정환율제도로 공식 분류하였다.

이 시기 중국정부의 외환관리정책의 중점은 위안화의 안정에 두고 있었다. 중국정부는 여러 가지 경로를 통해 외환시장에 개입함으로써 환율의 안정을 유지해 왔다. 특히, 중국인민은행이 1일 평균 6억 달러 내외의 외화매입을 통해 위안화 환율 안정을 도모하였으며, 중앙은행의 외환보유고는 급속하게 증가하였다. 2004년 개최된 공산당 제16기 3중전회에서 중국정부는 “인민폐 환율결정 메카니즘의 완비, 인민폐 환율의 합리적 수준에서 안정유지”를 기본방침으로 설정하고 외환제도의 개혁에 착수하였다.

초기에는 해외투자를 엄격히 제한하는 등 외환관리를 대폭 강화하는 조치를 취하였으나, 2001년 11월 WTO 가입 이후 경상수지와 자본수지의 흑자로 외환유입이 확대되면서 해외투자 규제를 완화하는 등 부분적인 외환관리 자유화를 추진하였다. 특히 2002년 초 달러화가 약세로 반전된 이후에도 중국 위안화 환율은 고정 환율을 유지함으로써 상대적으로 저평가되었다. 또한 미국의 대중국 무역수지 적자가 급격히 확대되면서 위안화의 평가절상 압력이 가중되었다. 중국정부는 위안화의 평가절상을 선택하지 않고 압력을 완화하기 위한 조치로서 외환관리에 대한 규제를 완화하였다.

<그림 1> 중국 위안화의 고정 환율과 시장환율 추이



자료 : 국가외환관리국 통계를 이용 작성

3) 복수통화 바스켓제도의 도입(2005.7~)

중국은 경상수지 흑자 및 외국인투자 유입 확대에 따른 외환보유고의 급증과 미국 등으로부터의 절상 압력이 높아짐에 따라 2005년 7월 21일 중진의 (사실상의)고정환율제도를 포기하고 복수통화바스켓(multi-currency basket system)을 참고한 관리변동환율제도를 도입하였다. 이후 중국은 외환관리에 있어 부분적인 자유화, 위안화의 변동성 확대, 점진적인 절상 등 외환관리제도의 개혁을 추진하고 있다(중국인민은행 www.pbc.gov.cn : 首頁>貨幣政策>貨幣政策工具>匯率政策).

먼저 중국은 환율결정 메카니즘에 대한 시장 기능 강화를 추진하고 있다. 복수통화바스켓 제도¹⁰⁾를 도입하여 위안화 환율의 변동성을 부여하는 조치를 취하였다. 달러를 제외한 기타 통화(홍콩 달러, 엔, 유로화 등)에 대한 위안화의 일일 변동 폭(band)을 2005년 7월 21일에는 종전의 1%에서 1.5%확대하고, 같은 해 9월 24일에는 3%로 확대함으로써 달러화와 기타 통화와의 변동 폭을 차별화하였다. 또한 시장조정자 제도(market maker)¹¹⁾ 도입함으로써 위안화 환율결정이 시장에서 이루어질 수 있는 환경을 조성하였다. 2005년 5월 중국 정부는 외국 통화간 거래에 있어 시장조정자 제도를 도입한 데 이어, 2006년 1월 2일에는 위안화와 외국 통화간 거래에 있어서도 매수와 매도 호가를 제시하도록 하는 시장조정자제도를 도입하였다. 중국은 2005년 8월 선물환 시장에서 장외거래(OTC) 방식을 도입한 데 이어 2006년 1월 4일에는 은행간 현물환 시장에도 장외거래 방식을 도입하였다.

이 시기에 위안화 가치는 점진적으로 절상되고 왔다. 2005년 7월 21일 복수통화 바스켓제도 도입과 함께 달러에 대한 환율이 종전의 8.2765위안에서 8.11위안으로 2.1% 절상된 이후, 위안화의 달러화에 대한 환율은 점진적인 절상이 이루어져 2005년 말까지 0.4%의 절상이 이루어졌으며, 2007년 12월말까지 누계 절상률이 11.4%에 달하고 있다. 특히 2006년 1월 은행간 현물환 거래에 있어 기존의 경쟁매매방식 이외에 상대매매방식을 추가로 허용하면서 위안화의 절상 속도가 빨라지고 있다.

중국 외환당국은 외환의 수급을 조절하기 위해 외환관리에 대한 규제를 완화하였다. 먼저 2005년 8월에는 기업의 외환보유 한도를 확대하고, 보유 초과분 처분기간도 종전의 10영업일 이내에서 90영업일 이내로 연장하였다. 2005년 10월에는 중국내 은행에 역외계좌를 개설하고 일정 요건을 갖춘 외국인투자기업에 대해 위안화 수익금을 외화로 환전하여 해외 계열사에 빌려줄 수 있도록 허용하였다. 2005년 6월에는 보험사들에 대해 외화자본의 최대 10% 까지를 이용하여 해외에 상장된 중국기업의 주식 및 신규 상장 주식에 해외 투자할 수 있도록 허용한 데 이어, 2005년 9월에는 외환 펀드와 모기지 담보부 증권 매입을 허용하였다. 이외에도 중국기업의 해외 투자에 대한 외환 쿼터 한도 폐지를 추진함으로써 외화사용 확대를 통한 수급 안정을 도모하고 있다. 특히 2007년 5월에는 위안화의 대미 일일 환율 변동폭을 기존 상하 0.3%에서 상하 0.5%로 확대하는 조치를 발표하였다.

10) 2005년 8월 10일 중국 정부는 통화 바스켓에 미달러, 유로화, 엔화, 원화, 싱가포르 달러, 영국 파운드, 러시아 루블, 호주 달러, 말레이시아 링기트, 태국 바트, 캐나다 달러 등이 포함된다고 발표하였다.

11) 시장조정자는 은행간 외환시장에서 매입 및 매도 호가를 지속적으로 제시하고, 그에 따라 직접 거래하는 금융기관으로서 2005년 12월말까지 4대 국유상업은행(중국은행, 중국건설은행, 중국공상은행, 중국농업은행)외에 중신은행, 초상은행, 교통은행, 중국산업은행 등의 8개 중국계 금융기관과 5개 외국계은행(Bank of Montreal, Citigroup Inc., HSBC, Standard Chartered Bank, ABN AMRO Holdings) 등 13개 금융기관을 지정하였다. 시장조정자 제도의 도입은 그동안 환율 결정이 중앙은행에 의해 독점적으로 행사되었으나, 환율 결정권한이 여러 금융기관으로 부분적이나마 이양되는 것을 의미한다.

2. 위안화 환율 추이와 특징

중국의 위안화 환율은 2005년 7월 복수 통화바스켓제도를 도입하고 8.11위안으로 절상된 이후 완만한 하락세를 시현하고 있다. 특히 2007년 5월 일일 변동폭 확대 조치($\pm 0.3\% \rightarrow \pm 0.5\%$)를 실시한 후 절상 추세가 가속화되고 있다.

환율제도 개혁이후 2005년 7월부터 2007년 12월까지 미 달러 대비 위안화 환율의 누적 절상률은 이미 11.4%에 달하였다. 2006년 말까지 미 달러 대비 위안화 절상률은 3.24%에 불과하였으나, 2007년 초부터 12월 말까지 절상률이 약 7.3%로 더욱 높아졌다. 모건스탠리의 분석에 따르면, 2005년부터 2007년 11월까지 위안화 명목환율은 9.9%, 실질환율은 17.0% 하락한 것으로 나타났다. 모건스탠리는 미달러당 위안화 환율을 7위안 이하로 절상시키라는 시장의 압력도 무시할 수 없다고 주장하였다(國際金融報, 2007년 11월 21일)¹²⁾.

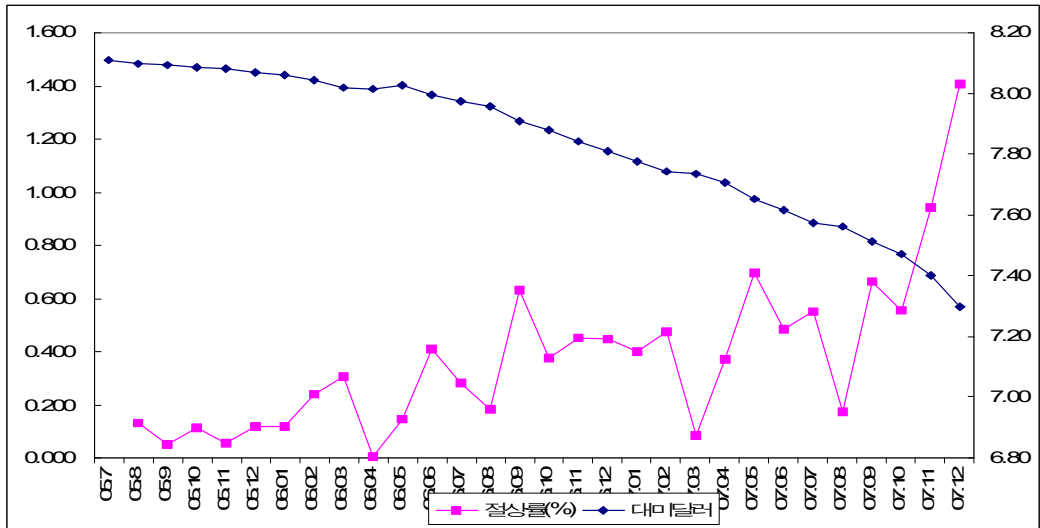
중국정부가 위안화 절상의 가속화를 용인하는 배경에는 첫째, 인플레이션 해결 필요성; 둘째, 환율 억제 비용 상승 등이 지적되었다(The Economist, 2008년 1월 8일). 중국의 물가 상승은 심각한 수준으로 6차에 걸친 금리인상에도 불구하고 인플레이션 억제 효과가 나타나지 않고 있다. 중국정부 당국은 위안화 절상이 수입품의 물가를 하락시켜 물가 안정에 기여할 것으로 예상하고 있다. 또한 중국정부는 유입되는 달러를 매입하고 불태화정책을 통해 과잉 유동성 문제를 해결하여 왔다. 그러나 미국 금리 인하와 중국 금리 상승에 따른 이자율 차이 확대는 외국자본의 중국내 유입을 촉진시켜서 불태화 정책 효과를 제한하고, 이에 따른 비용 상승을 초래하였다.

특히 중국정부가 위안화 절상 가속화를 용인하는 배경에는 점차 증대되고 있는 인플레이션 압력이 작용한 것으로 파악된다. 중국내에서는 위안화의 저평가가 과잉 유동성의 근본 원인이라는 주장이 설득력을 얻고 있다. 2007년 중앙경제공작회의는 구조적인 물가 상승 억제를 경제 목표로 제시하였으며, 중국인민은행 2007년 3/4분기 보고서는 위안화 평가절상이 물가 안정에 기여할 것이라고 강조하였다. 위안화 평가절상은 국제시장의 에너지, 원자재 가격 상승에 따른 물가 불안 완화를 위해 수출 관련 외국인투자를 조정하는 등의 경제목표 달성에 유리한 환경을 제공할 것으로 보인다. 그러나 환율 변화가 실물경제에 영향을 미치기 위해서는 일정 시간의 time lag가 작용하여 즉각적인 효과를 기대하기 어렵다¹³⁾.

12) 國際金融報는 2007년 12월 중-미 제3차 경제협력대화 기간 중국정부가 위안화 일일 변동폭을 0.5%에서 0.8-1%로 확대할 가능성을 시사하였다. 이런 분석을 고려한다면, 2008년 6월까지 위안화 환율은 미 달러당 7위안 이하로 하락할 가능성이 높다. 또한 중국 국제금융공사 哈繼銘 수석 이코노미스트는 “2008년 위안화는 달러에 대해 10% 절상될 것”이라고 전망하였으며, 자산가격 상승도 적어도 10년 동안 이어질 것”이라고 예측하였다(중국경제개혁연구기금, 상하이발전연구기금, ‘2007 중국경제포럼, 회고와 전망’, 2007년 11월 28일).

13) 스탠다드채터드은행 보고서에 따르면, 위안화 절상이 물가 억제에 영향을 미치기까지는 일정한 시일이 필요하며, 투자 억제를 위해서는 통화정책 등의 다른 거시경제 통제수단을 결합하여 운용해야 한다고 주장한다. 또한 중국의 물가 상승은 주로 식료품 가격 인상이 주도하고 있어 위안화 절상 효과가 제한적일 수 있다고 밝혔다(新華社, 2008.01.08).

<그림 2> 위안화 대미 환율(월말) 및 절상률 추이



자료 : 외환관리국 자료 참고

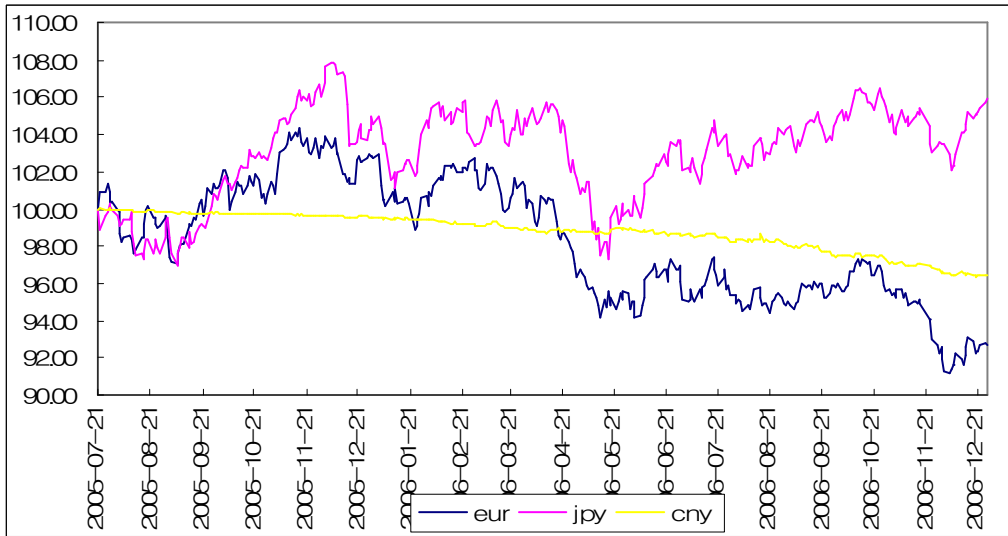
반면, 유로의 위안화에 대한 환율 추세와 달러의 위안화에 대한 환율 추세는 대조적인 모습을 보이고 있다. 모건 스탠리의 보고서에 의하면 환율개혁 이래 유로의 위안화 환율은 8.72% 평가절하된 상태이다. 유럽연합의 각국 재무부 장관들은 위안화 평가절상이 가장 시급한 과제라고 지적하면서 위안화 평가절상과 중국의 무역흑자가 중-EU 회담의 중요한 의제임을 명백히 하였다¹⁴⁾.

위안화의 점진적인 평가절상에도 불구하고 헨리 폴슨 미 재무장관은 더 유연한 환율제도를 채택하기 위해 중국이 경제 개혁에 속도를 내고 있으나, 무역 상대국의 우려를 불식시키기에는 역부족이라고 주장하였다.(京華時報, 2007년 12월 7일). 골드만삭스 등은 현재 위안화가 15~30% 저평가 되었다고 주장한다¹⁵⁾. 최근 몇 년간 계속해서 G7(서방 선진 7개국)회의, G8(서방선진 7개국+러시아)회의, 국제통화기금(IMF) 연례 회의 등 여러 회의는 위안화 환율 문제를 ‘핫이슈’로 다루고 있다. 비교적 위안화 문제에 너그러운 태도를 보여 왔던 유럽 국가들도 위안화 절상 압력에 가세하고 있다(國際金融報, 2007년 10월 10일)

14) 중국인민은행장은 장차 위안화의 탄력성을 높일 것이나 변동환율제 범위만큼은 아니라고 언급하였다. 중국의 무역흑자는 환율이 중요한 원인이지만 중국 내부의 불균형-고저축, 고투자, 저소비 등으로 인해서 발생한 것이라는 주장이다(經濟觀察報, 2007년 11월 26일)

15) 특히 일부에서는 중국의 GDP에서 무역흑자가 차지하는 비율이 10% 이상이라는 것이 비정상적이며 인플레이션 압력에 직면해 있고 주식과 부동산에 벌써 거품이 생겼기 때문에 환율결정메커니즘의 유연성을 키워야 한다고 주장하였다(Fred Hu, 2007).

<그림 3> 통화별 대미달러 환율 변동 추이



자료 : Bloomberg 참고하여 계산, 한국은행 자료 참고

결국 중국의 위안화 절상 속도가 가속화되는 것은 국내 경기과열 및 물가 상승 압력을 완화하기 위한 중국 정부당국의 의도와 더불어 선진국 등 외부의 압력도 작용한 것으로 해석될 수 있다(한국은행, 2008). 중국정부는 2007년 11월말에 예정되어 있는 EU, 미국, 일본 등과의 경제협상을 고려하여 전략적으로 절상속도를 조절했을 것으로 추측된다. 서방 선진국들은 중국의 위안화 환율제도 개혁이후의 점진적인 환율 절상에도 불구하고 대중국 무역수지 적자 규모 확대를 우려하여 대폭적인 절상을 요구하고 있다. 과거의 사례를 보면, 중국의 위안화 환율 절상 속도는 미국 등과의 경제협상 시기에 빨라지는 경향이 있어 왔다.

<표 2> 중-미 경제전략회의 전후의 위안화 절상 속도

	1차 대화 (2006.12.14-15)	2차 대화 (2007.5.22-23)	3차 대화 (2007.12.12-13)
이전 3개월 평균	0.55	0.09	1.12
직전 1개월	0.67	0.97	1.00
이후 1개월	0.32	0.41	1.08

주 : 3차 대화는 2008년 1월 3일까지로 한정하였음

자료 : 한국은행(2008) 참조

중국은 위안화가 급격하게 절상된 이후 수출기업에 미칠 심각한 타격을 우려하는 입장이나, 중국의 국내 경제학자들은 이미 위안화 절상률이 2005년 7월 21일 환율 개혁을 단행한 이후 이

미 11%를 초과하였음에도 불구하고 무역흑자가 감소하지 않았다는 사실을 지적한다. 구조적으로도 중국 수출의 60%는 다국적 기업이 주도하고 있으며 중국이 글로벌 생산 네트워크 안에서 생산기지로서 기능하고 있어 위안화 환율 절상의 효과는 크지 않다는 것이다. 또한 수입 측면을 볼 때 중국 수입제품은 가격 탄력성이 작은 품목들이기 때문에 위안화 절상의 효과를 크게 받지 않는다는 주장이다(Financial Times, 2007년 12월 02일). 중국의 대규모 무역흑자는 생산성 증가에 기인하는 것으로 기업 이익이 증가되면 투자가 더욱 증대되는 선순환이 계속되고 있다고 주장하였다. 중국의 노동생산성은 1995년에서 2003년까지 무려 연평균 20.4% 증가하였다.

중국정부는 급격한 위안화 평가절상 대신에 금리 및 지급준비율 인상, '창구지도' 등 행정조치를 통한 대출 억제 정책을 추진하였다. 이에 대해 중국의 일부 학자들은 향후 발생 가능성이 있는 금융위기에 대비하여 외환보유고를 외국에 투자할 것이 아니라 기금 조성을 통해 일반 개인들이 직면한 금융 리스크를 해소해 주는 방안을 검토해야 한다고 주장하였다¹⁶⁾. 일부 전문가들은 더욱 강력한 조치를 제안한다. 단기간 내에 위안화 환율을 신속하게 조정해 소폭의 안정적인 절상 예측이 가능하도록 하고, 위안화 환율 결정 메커니즘 측면에서 시장 요인이 강조될 수 있도록 해야 한다는 주장이다. 이 밖에도 자본시장 개방을 가속화하고 경상수지 흑자 완화를 위해 무역구조를 바꿔야 하며 이를 위해서는 산업정책 조정이 수반되어야 한다고 강조하였다. 중국 국내 산업은 하이테크, 서비스산업 위주로 발전시켜야 하며 과거 무역우대 정책 폐지를 제안하였다(丁志杰, 2008).

국제결제은행(BIS)은 2007년 위안화 실질실효환율(REER)이 6.19% 절상되었다고 주장하였다. 전통적인 이론에 따르면 국내 물가가 오르면 수출상품의 해외시장 경쟁력을 떨어뜨려 무역흑자가 줄어들고 통화 절하 압력을 받게 된다. 그런데 현재 중국에는 위안화 평가절상, 인플레이션, 자산가격 상승이 병존하고 있다. 위안화 절상과 인플레이션 병존 현상은 위안화에 대한 대외 평가절상과 대내 평가절하가 공존하기 때문인 것으로 해석될 수 있다. 경상수지 흑자 누적과 외국인투자 급증은 중국의 외환보유고 증대를 초래하였고, 이는 위안화 절상 압박과 시장 유동성 과잉으로 이어졌다. 또한 과잉 유동성은 물가 상승과 자산 가격 팽창을 가져왔다. 다른 한편으로 위안화 대외 절상에 대한 기대는 자산 가격 급등을 야기하였다¹⁷⁾.

16) 유명 경제학자 樊綱은 중국의 경제운용 주기가 외부경제 변동이 아닌 국내 투자변동의 영향을 받기 때문에 상대적으로 독립적으로 운용된다고 밝히고, 달러당 위안화가 단기간 내에 대폭 절상된다면 과도한 투기를 초래해 시장 파동이 심화될 것이며, 중국 국내 경제시스템은 이러한 큰 파동을 감당할 수 없을 것이라고 지적하며 금융위기에 대비해야 한다고 주장하였다(Fan Gang, 2007).

17) 따라서 통화정책의 독립성을 유지하는 것이 매우 중요하며, 통화정책이 절상 압력을 제대로 막아내지 못한다면 국내 인플레이션, 특히 자산가격 인플레이션 리스크를 키울 수가 있다. 자본의 자유로운 이동 속에서 통화정책의 독립성을 유지하려면 통화당국은 자국 환율의 자유 변동을 허용해야 한다. 그렇지 않으면 통화정책의 독립성을 잃게 될 것이다. 이에 대한 중국내 논의는 新華每日財經分析(2007년 10월 19일)을 참고할 수 있다.

IV. 중국 환율제도의 결정요인 분석

1. 실증분석의 예시

실제로 어떤 경제변수들이 환율제도 선택에서 중요한 요인으로 작용하였는지를 분석하려면 이론을 검증한 실증분석을 비교하여 정리할 필요가 있다(유재원, 김태준 2002, p.193-195). 먼저 Holden et al.(1979)는 최적통화이론을 1970년대 브레튼우드체제 붕괴 직후의 환율제도 선택을 설명하기 위하여 적용하였다. 경제규모는 통계적으로 유의하지 않으나, 개방도, 수출산업의 다각화 정도, 경제발전단계, 인플레이션 격차 등의 주요 변수들이 유의한 것으로 나타났다. Rizzo(1998)는 1977-95년 기간을 4년씩 구분하여 신흥시장국의 환율제도 선택을 분석하였다. 경제규모, 경제발전단계, 교역지역의 집중도 등은 전기간 중 환율제도 선택에 영향을 주고 통계적으로 유의한 것으로 나타났다.

또한 Melvin(1985)은 정책당국이 거시경제 안정을 목표로 한다고 가정하였다. 환율제도선택과 관련하여 해당경제의 국내화폐충격(해외물가충격)이 클수록 고정(변동)환율제도를 택할 확률이 큰 것으로 나타났다. 특이한 점은 경제규모를 제외한 개방도, 교역지역 집중도, 인플레이션차이 등이 통계적으로 유의하지 못하다는 것이다.

Edwards(1996)는 정책당국이 실업률과 인플레이션 변동의 가중평균을 최소화할 것이라는 가정과 더불어 고정환율제도의 포기가 정치적 부담이 된다는 가정을 추가하였다. 개도국의 정책결정과정에서 정치경제적 접근법이 유용하다고 주장한다.

Hausmann et al.(2001)은 개발도상국가들이 자국 통화 차입이 불가능하기 때문에 변동환율제도 선택을 기피한다는 가설을 검증하였다. Poirson(2001)는 정치경제적 모형과 최적통화지역모형을 통합한 실증모형을 적용하였다. 정치적 불안(혁명의 정도), 인플레이션을 및 수출 다각화 정도, 외환보유액의 정도가 중요한 변수임을 강조하고 있다.

<표 3> 환율제도선택에 관한 실증분석 비교

	Edwards(1996)	Rizzo(1998)	Hausmann et al.(2001)	Poirson(2001)
정책목표	거시경제안정 (정치경제학적 접근)	공동통화사용 순이득극대화	환율안정 (환율변동우려)	혼합형 (최적통화지역모 델+정치경제모형)
표본	63개국 1980-92	123개국 1992-95	38개국 1990-1999	93개국 1990-98
추정방법	probit	probit	OLS	probit
종속변수	환율제도 0 고정 1 변동	환율제도 0 고정 1 변동	환율변동 (외환보유액 혹은 금리변동에 대한 상대치)	환율제도 1 고정 2 중간 3 자유변동
설명변수	정치적 불안- 외부충격- 경제성장률- (70-80년 평균) 인플레이션- 외환보유액+ 국내여신증가- 일인당소득+	경제규모- 경제발전도+ 교역지역집중- 개방도- 인플레이션-	전가율- 원죄 : 자국통화차 입곤란- 일인당소득+/- 변동환율채택기간 -	인플레이션+ 외환보유액- 수출다각화+ 개방도- 교역조건변동+ 정치적불안+ 경제규모+

자료 : 유재원 등(2002, p.195) 1

2. 결정요인 분석과 추정

상기의 환율제도선택에 관한 실증분석 내용을 참고하여 중국의 어떤 경제변수들이 환율제도선택에 중요한 요인으로 작용하였는지를 명목환율과 대내외 경제 변수를 활용한 실증분석을 통해 밝히고자 한다.

먼저 중국의 환율제도 변천과정을 고려할 때, 1994년 환율단일화를 실시하면서 도입한 관리변동환율제도의 선택은 1993년 공산당대회에서 공포된 '사회주의시장경제론' 등을 실천하려는 정치적인 배경이 작용하였던 것으로 파악할 수 있다.

또한 아시아 금융위기가 발생한 1997년 10월이후 사실상의 고정환율제도를 운용한 것도 대외적인 경제변수뿐만 아니라 거시경제의 안정을 추구하는 중국 지도부의 정치적 결단도 작용한 것으로 해석될 수 있다.

따라서 '거시경제적 안정'을 강조하는 정치경제적 접근방식이 중국의 환율제도 선택을 설명하는 유용한 중요 경제변수를 제시해주고 있다. 획득 가능한 시계열 자료인 1981-2006년 사이의 연 평균 명목환율을 종속변수(Y)로 하고, 설명변수로는 '정치적 불안' 대신 고정자산투자 증가율(X1), '외부충격' 대신 수출(X2), 개방도 외부충격 대신 수입(X3), 경제성장률(X4), 인플레이션-CPI(X5), 외환보유액(X6), 국내여신증가 대신 M2 증가율(X7), 1인당소득(X8) 등을 선정하여 다

중회귀분석을 시도한다.

<표 4> 위안화 명목 환율과 주요 경제변수 추이

	Y : 명목 환율 (위안/US\$1)	X1 : 고정 자산투자 증가율 (%)	X2 : 수출 (백만 달러)	X3 : 수입 (백만 달러)	X4 : G DP 성장률(%)	X5 : C PI (%)	X6 : 외환보유 액 (억 달러)	X7 : M2 증가율 (%)	X8 : 1인당 GDP(위안)
1981	1.705	5.5	22,007	22,015	5.2	2.4	27.08	18.3	492
1982	1.893	21.9	22,321	19,285	9.1	1.9	69.86	14.6	528
1983	1.976	14	22,226	21,390	10.9	1.5	89.01	19.7	583
1984	2.320	28.2	26,139	27,410	15.2	2.8	82.20	32.6	695
1985	2.937	38.7	27,350	42,252	13.5	9.3	26.44	35.5	858
1986	3.453	22.7	30,942	42,904	8.8	6.5	20.72	30.2	963
1987	3.722	21.5	39,437	43,216	11.6	7.3	29.23	25.3	1112
1988	3.722	25.4	47,516	55,268	11.3	18.8	33.72	20.7	1366
1989	3.765	-7.2	52,538	59,140	4.1	18.0	55.50	18.7	1519
1990	4.783	2.4	62,091	53,345	3.8	3.1	110.93	34.2	1644
1991	5.323	23.8	71,910	63,791	9.2	3.4	217.12	26.5	1893
1992	5.515	44.4	84,940	80,585	14.2	6.4	194.43	31.3	2311
1993	5.762	61.8	91,744	103,959	14	14.7	211.99	37.3	2998
1994	8.619	30.4	121,006	115,614	13.1	24.1	516.20	34.5	4044
1995	8.351	17.5	148,780	132,084	10.9	17.1	735.97	29.5	5046
1996	8.314	14.5	151,048	138,833	10.0	8.3	1050.29	25.3	5846
1997	8.290	10.1	182,792	142,370	9.3	2.8	1398.90	19.6	6420
1998	8.279	13.9	183,712	140,237	7.8	-0.8	1449.59	14.8	6796
1999	8.278	5.1	194,931	165,699	7.6	-1.4	1546.75	14.7	7159
2000	8.279	10.3	249,203	225,094	8.4	0.4	1655.74	12.3	7858
2001	8.277	13.0	266,098	243,553	8.3	0.7	2121.65	17.6	8622
2002	8.277	16.9	325,596	295,170	9.1	-0.8	2864.07	16.8	9398
2003	8.277	28.4	438,228	412,760	10.0	1.2	4032.51	19.6	10542
2004	8.277	26.6	593,326	561,229	10.1	3.9	6099.32	14.7	12336
2005	8.192	25.7	761,953	659,953	10.4	1.8	8188.72	17.6	14103
2006	7.81	24.0	969,380	791,605	11.1	1.5	10663.40	17.0	16084

주 : M2 증가율의 1993년 이전 통계는 易網(1996) 참조

자료 : 중국통계연감 각년판

$$Y_i = \alpha_0 + \alpha_1 X_{1i} + \alpha_2 X_{2i} + \alpha_3 X_{3i} + \alpha_4 X_{4i} + \alpha_5 X_{5i} + \alpha_6 X_{6i} + \alpha_7 X_{7i} + \alpha_8 X_{8i} + \varepsilon$$

상기 회귀식에서 <표 4>의 통계량을 대입하고 일부 값에 로그를 취하여 회귀 방정식의 회귀 계수를 구하면 다음 <표 5>와 같다.

<표 5> 위안화 명목 환율 결정요인에 대한 실증분석 결과

	X1	log(X2)	log(X3)	X4	X5	log(X6)	X7	log(X8)
회귀계수 추정치	-0.0004	0.02814	-0.40036	-0.1546	0.0156	-0.16993	0.0080	1.08379
	(X1-1)	log(X2(-1))	log(X3(-1))	(X4-1)	(X5-1)	log(X6(-1))	(X7-1)	log(X8(-1))
회귀계수 추정치	0.00376	-0.55616	0.438201	-0.0555	-0.0057	0.24946	0.00578	-0.34016
$\frac{R^2}{R^2}$	0.99923(0.99736)		F값	536.2710		D.W	3.216078	

주 : α_0 추정치는 0.756340

위의 결과는 어떤 경제변수들이 위안화 명목환율 변화에 대해 중요한 요인으로 작용하였는지를 추정한 것이다. 다중 회귀 방정식을 통해서 명목환율변동에 영향을 미친 주요 경제변수들을 파악할 수 있었다. 우선 고정자산투자 증가율과 총통화 증가율은 명목환율 변화에 대한 영향이 크지 않다고 할 수 있다. 반면, 1인당 GDP, 수입 규모, 외환보유액, 수출 규모 등이 상대적으로 중국의 명목환율변동에 대한 중요 경제변수인 것으로 추정된다.

결국 이상의 실증분석 결과는 중국 위안화의 외국통화 대비 명목 가치가 국가경제 내부변수의 영향보다 대외거래변수의 영향을 더욱 크게 받는 것을 보여주고 있다.

V. 전망 및 시사점

이상의 본문에서 중국의 환율제도 개혁 배경과 특징을 소개하였으며, 2005년 7월이후 위안화 환율 절상이 가속화되고 있음을 강조하였다. 대응 변수인 위안화 명목 환율 추이와 거시경제 변수 추이를 활용하여 환율제도 결정에 미치는 요인을 추정하였다. 결국 중국 위안화의 명목 환율, 즉 환율제도 결정은 국내 경제변수보다는 대외거래 변수의 영향을 더욱 크게 받는 것으로 나타났다.

따라서 중국정부는 미국 등 외국의 압력을 포함한 대외거래 변수의 충격을 흡수할 수 있는 선에서 내부적인 경제변수를 대출 억제, 금리 인상 등의 정책 수단을 통해 조절하는 선택을 할 가

능성이 높다. 중국은 환율제도를 전면 개편하기보다 변동폭 확대 등을 통해 현재의 비교적 완만한 환율 절상 추세를 당분간 유지하려는 정책을 선호할 것으로 보인다. 환율제도를 보다 유연화하여 환율 변동 압력에 대응하는 것은 시장 기능 활성화 이후의 중장기적인 정책 과제가 될 것이다.

그러나 개방형 경제 국가의 경우 자본 자유유동과 통화정책의 독립성, 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 과잉 유동성을 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 없다¹⁸⁾.

그러나 대내외적인 압력에도 불구하고 중국은 위안화의 점진적인 절상을 유지하기 위하여 상당기간 현재 환율제도를 개혁하지 않을 가능성이 높다. 중국의 溫家寶 총리는 2005년 6월 ASEM 회의에서 위안화 개혁과 관련, 3개의 원칙(주체성, 통제 가능성, 점진적)을 천명한 바 있다. 또한 2006년 3월 전국인민대표자대회 직후 기자회견에서 위안화 환율제도와 관련하여 '시장의 변화에 따른 상하 변동 가능성'을 언급하기도 하였다. 현재 중국 지도부는 조화로운 사회(和諧社會)를 위한 경제, 사회적 안정을 중시하기 때문에 위안화 환율정책도 수출, 실업, 농업 등에 미치는 영향을 고려하지 않을 수 없다(Mizuho Research Institute 2007, p.13)¹⁹⁾.

따라서 긴축적인 금융정책 역시 사회적 안정을 우선시할 것으로 예상되며 지속적인 고성장을 필요로 할 것으로 보인다. 환율정책과 관련하여 단기적으로 국내의 절상압력에 대해 현 환율제도 내에서 대응할 것으로 예상되는데, 현재의 일일 변동폭을 상하 0.5%에서 점차 확대하는 방안이 우선 고려될 수 있을 것이다. 중국정부는 소폭의 절상을 용인하면서 수출, 금융시스템에 미치는 영향을 점검하고 있다. 또한 현재의 환율제도라도 소폭이나마 절상 압력을 완화할 수 있다는 점이 작용한 것으로 파악된다²⁰⁾.

18) 중국 국가발전개혁위원회(발개위) 거시경제연구원의 左傳長은 현재의 유동성 과잉을 해결하기 위한 방안으로 첫째, 외환보유고의 통화 구성을 조정하여 리스크 완화, 둘째, 외환보유액 중 일부를 전략물자 매입에 사용, 셋째, 국부펀드 등을 활용하여 투자를 다양화, 넷째, 외환시장 및 결제시스템 개혁을 통해 시장 왜곡 해소, 다섯째, 기업의 해외 투자를 확대, 여섯째, 자본시장 육성, 일곱째, 위안화의 완전 대환화 실현 등을 제시하였다(新華每日財經分析, 2007.08.06).

19) 중국 정책결정자들과의 인터뷰를 분석한 보고서에 따르면, 중국인민은행은 다소 급격한 환율 절상을 주장하는 반면, 핵심 당국자들은 점진적인 방식을 선호하고 급진적인 변화를 좋아하지 않는다. 대신 그들은 내수 진작, 대출 억제 및 통화량 조절 등을 강조하기까지 하였다(Rabobank International 2007).

20) 2007년 5월 변동폭 확대이후 절상속도가 가속화되어 2006년의 절상률이 3%에서 2007년 6.5%로 상승하였다. 그리고 2005년 7월 환율제도 개혁이후 2007년 12월까지 누계 절상률이 11.4%를 초과하였다. 2008년 1월 초의 bloomberg 자료에 의하면 1년 선물환 환율이 6.5위안 대까지 하락할 가능성이 있으며, 주요 국제투자은행들의 분석에 따르면 2008년말 위안화 환율은 6.5-6.9위안까지 하락할 것이라는 예상도

중국은 당분간 위안화 환율의 점진적 절상을 용인하면서 대내외불균형을 해소하려는 노력을 병행하지 않을 수 없을 것이다. 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. 중국은 고성장세가 지속될 것으로 예상됨에 따라 통화 및 금융정책의 긴축기조를 유지할 가능성이 높은 것으로 전망된다. 주요 정책 수단으로는 금리 및 지급준비율 인상, 특별국채 발행 등 공개시장조작, 은행의 대출 억제를 위한 ‘창구지도’ 등이 선호될 것으로 보인다²¹⁾.

결론적으로 중장기적인 중국의 환율제도 유연화는 필요하나 점진적인 방식으로 추진될 가능성이 높다. 그러나 환율제도 유연화보다 앞서 필요한 것은 금리 결정의 시장 기능 강화, 중앙은행의 독립성 확보, 취약한 금융기관의 구조조정, 단기금융시장 등 자본시장 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.

참 고 문 헌

- 김봉한·남수중·허찬국(2008), 『중국 위안화 절상 전망과 파급효과 및 대응방안』, 한국경제연구원
- 양평섭(2007), 『중국의 대한민국 공산품 수입결정요인에 관한 연구』, 한국외국어대학교 국제지역대학원 박사학위논문.
- (1993), 『중국의 외환관리제도』, 대외경제정책연구원.
- 유재원·김태준(2002), 「신흥시장국의 환율제도 선택 : 쟁점 및 과제」, 『국제통상연구』 제7권 제1호.
- 이연호·허찬국(2004), 『위안화 평가절상 가능성과 정책적 시사점 : 정치경제학적 접근』, 한국경제연구원.

있다. 반면, HSBC는 2008년 위안화 환율은 약 7%정도 절상될 것으로 예상하였다(HSBC 2008).

21) 유명 경제학자 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 환경오염 유발 산업의 수출 증치세 환급 축소 혹은 폐지, 선별적인 외국인투자 유치 정책 추진 등을 제안하였다. 두 번째로 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.

- 한국은행(2008), 「최근 중국의 위안화 절상 가속화 배경 및 전망」, 『해외경제정보』 제 2008-1호.
- 巴曙松(2006), 《貨幣運行面臨過剩流動性沖擊》, 《中國金融網》05月22日。
- 陳平·王曦(2002), 《人民幣匯率非均衡分析與匯率制度的宏觀效率》, 《經濟研究》第6期。
- 丁志杰(2008), 《從緊貨幣政策中的人民幣匯率展望》, 《上海證券報》2008年01月22日。
- 樊綱(2007), 《亞洲金融危機十年後的再反思——樊綱教授在北京大學的講演》, 《金融與保險》2007年9期。
- 范建軍(2007), 《警惕通脹和重估匯率政策對近十年貨幣政策的歷史回顧》, 《國研報告》第 178號, 國家發展研究中心金融研究所。
- 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》2007年第3期。
- 李成·姜柳(2007), 《當前匯率制度對貨幣政策影響的效應分析》, 《上海金融》第3期。
- 李靜萍(2005), 《匯率制度選擇及其經濟績效：實證文獻回顧》, 《生產力研究》第12期
- 林毅夫(2007), 《關於人民幣匯率問題的思考與政策建議》, 《北京大學中國經濟研究中心討論稿系列》No.C2007001.
- 唐建華(2003), 《匯率制度選擇：理論爭論, 發展趨勢及其經濟績效比較》, 《金融研究》第 3期。
- 謝百三·王黎明, 盧高文(2007), 《對當前經濟運作中若干熱點問題的思考》, 《價格理論與實踐》第5期。
- 易綱(1996), 《中國的貨幣, 銀行和金融市場：1984-1993》, 上海人民出版社。
- 余波(2001), 《開放條件下人民幣安排：效率分析與制度取向》, 《財經論叢》第7期
- 余永定(2005), 《現行匯率制度相對不透明, 應加大每日波幅》, 《中國經濟網》12月12日。
- 余永定(2007), 《流動性過剩根源人民幣小步緩升》, 《經濟觀察報》4月5日。
- 張斌·何帆(2006), 《貨幣升值的後果-基於中國經濟特征事實的理論框架》, 《金融與保險》2006年第9期。學》第3期。
- 張志超(2005), 《人民幣匯率政策的制度遷躍：歷史的視角》, 《經濟發展論壇工作論文》, FED Working Papers Series No. FC20050051.
- 趙輝·肖德均, 《中國匯率制度回顧, 發展與政策選擇》, 《深圳金融》2004年第1期。
- 鄭建明·張海森(2007), 《匯率制度外生性檢驗：基於人民幣實際有效匯率的分析》, 《經濟發展論壇工作論文》, FED Working Papers Series No. FC20070142.
- Mizuho Research Institute(2007), 『緩やかな引き締め下で続く中國經濟の高成長と人民元 の行方』, 總合研究所, 9月 25日。
- 國際通貨研究所(2007), 『過熱する中國經濟と「3つの過剩」の原因』, Newsletter, 9. 28.
- Bergsten, C. Fred(2007), "The Chinese Exchange Rate and the US Economy",

- Testimony before the Hearing on the Treasury Department's Report to Congress, IIE.
- Calvo, A. Guillermo and Frederic S. Mishikin(2003), "The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Market Countries", *Journal of Economic Perspectives* Volume 17, Number 4.
- Chang, Robert and Andres Velasco(2000), "Exchange-Rate Policy for Developing Countries", *The American Economic Review*, Vol. 90, No.2 pp71-75.
- Edwards, Sebastian(1996), "The Determinant of Choices between Fixed and Flexible Exchange Rate Regimes", NBER Working Paper No. 5756.
- Fan Gang(2007), "Commentary", *Debating China's Exchange Rate Policy*, Peterson Institute of International Economic.
- Frankel, Jeffry(2006), "On the Yuan : The Choice between Adjustment under a Fixed Exchange Rate and Adjustment Under a Flexible Rate", *CESifo Economic Studies*, 52, 2/2006.
- Gao, haihong(2006), "Real Exchange Rate in China : A Long-run Perspective", *China & World Economy*, Volume.14 No.4 July-Aug 2006.
- Goldstein, Morris(2004), "Adusting China's Exchange Rate Policies", IMF Seminar in China, May 26-27.
- Goldstein, Morris and N. Lardy(2007), "China Exchange Rate Policy : An Overview of Some Key Issues", Prepared for Conference on China Exchange Rate Policy Peterson Institute for International Economics, Oct. 19.
- Guo, Jinrong(2002), "China's Exchange Rate System Reform and the Trend of Renminbi Exchange Rate", Oct. 24.
- Hausman, R., U. Panizza and E. Stein(2001), "Why Do Countries Float the Way They Float", *Journal of Development Economics* 66
- Holden, Paul, Merle Holden and Esther C. Suss(1979), "The Determinants of Exchange Rate Flexibility : Empirical Investigation", *Review of Economics and Statistics* 61
- HSBC(2008), "China Economic Insight : Top macro and policy trends in 2008", Global Research.
- Hu, Fred(2003), "A Floating Currency Would Be Good for China", *Financial Times*, May 28.
- IMF, 2007, "Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions".
- Krugman, Paul(1998), "The External Triangle", mimeo, MIT.
- McKinnon, Ronald and Gunther Schnable(2003), "China : A Stabilizing or Deflationary Influence in East Asia? : The Problem of Conflicted Virtue", 6th Annual

Conference on International Economics, UCSC, Oct.

Poirson, Helene(2001), "How Do Countries Choose Their Exchange Rate Regime?"
Working Paper 01/46, IMF.

Prasad, Eswar, Thomase Rumbaugh and Qing Wang(2005), "Putting the Cart Before
the Horse? Capital Account Liberalization and Exchange Rate Flexibility in
China", *IMF Policy Discussion Paper*, Jan.

Robobank International(2007), "Only slight pick-up in pace of CNY appreciation",
Financial Market Research, 05. Feb.

Sachs, Jeffery, 1996, "Economic Transition and the Exchange-Rate Regime", *The
American Economic Review*, Vol.86, No.2 pp147-152.

Williamson, John(2005), "A Currency Basket for East Asia, Not Just China", *Policy
Briefs in IIE*, No. PB05-1.

----- (2004), "The Choice of Exchange Rate Regime : The Relevance of International
Experience to China's Decision", Outline of a lecture

각종 언론보도

국내외 기관 홈페이지 통계자료

Abstract

A Study on the Reform and Determinants of China's Exchange Rate Regime

Nam, Soo-Joong²²⁾

This study is focused on the reforms of Chinese RMB(yuan) exchange rate regime and discussing the accelerating revaluation of yuan currency exchange rate after specific changes in July 2005. According to an empirical result, Chinese RMB(yuan) nominal exchange rate policies are affected by macro-economic variables(external balance and internal balance), especially the reforms of exchange rate regime is much more influenced by external balance than internal balance. Although exchange rate management poses some challenges(internal and external), Chinese government appears prefer gradual currency revaluations to drastic reform of exchange rate regime, so as to stabilize her macroeconomic.

■ 논문접수일 : 2008년 4월 18일, 논문심사일 : 2008년 5월 7일, 게재확정일 : 2008년 5월 21일

22) Professor, Department of International Trade and Commerce, Kongju National University