

# 中國 資本市場 開放政策의 現況分析과 未來展望

李光宰\*

## <목 차>

1. 序 論
2. 上海 自由貿易試驗區
3. 滬港通: 中國 株式市場의 開放
4. 深港通: 中國株式 外國人投資時代
5. 中國 A證市 國際板 開設
6. 先進國 證券去來所의 交叉上場 現況
7. 中國 資本市場 開放政策의 未來展望
8. 結 論

## 1. 序 論

중국 자본시장의 개방 이후 30여 년(1980~2012) 동안 중국경제는 연평균 9.91%라는 놀라운 성장을 거듭해 왔다. 중국 자본시장 개방정책의 역사는 1979년 深圳 등 5개 지역에 經濟特區를 설립하면서 시작된다. 이후 1992년 초(1.18~2.22) 鄧小平의 '南巡講話'로 본격적인 시장경제 도입과 자본시장 개방이 추진되었고, 2001년 12월 11일, 세계무역기구(WTO: World Trade Organization)에 가입하면서, 중국은 비로소 수출중심의 개방경제체제와 서구자본주의국가 형태의 자본시장을 갖추게 되었다.

그러나 2008년 美國 發 世界金融危機(Global Financial Crisis)로 인해 중

\* 淑明女子大學校 經營學部 教授.

국 자본시장도 심각한 위협에 직면하게 되어, 중국의 경제성장률은 2007년 14.2%에서 2013년 7.2%로 감소하는 등 지속적인 성장둔화를 겪고 있다. 이런 경제위기를 타개하기 위해 중국정부는 증복투자 산업에 대한 고강도 구조조정과 함께, 新經濟成長模型을 수립하기 위한 노력의 일환으로, 자본시장 개방정책을 가속화하고 있다. 2013년 10월 1일, 上海 自由貿易試驗區(FTZ: Free Trade Zone) 설치, 2014년 11월 17일, 上海와 홍콩 주식시장의 교차거래를 허용한 滬港通(Shanghai-Hong Kong Stock Connect) 개설, 2016년 12월 5일부터 전면 실시된 深港通(Shenzhen-Hong Kong Stock Connect: 深圳과 홍콩 주식시장의 교차거래), 2011년부터 중국증권감독관리위원회(CSRC: China Securities Regulatory Commission)가 8개 핵심업무에 포함시켜 추진하고 있는 國際板 주식시장의 개설 등은, 중국정부가 신경제성장모형으로 추진하고 있는 자본시장 개방정책의 대표적인 사례이다.

滬港通과 深港通은 외국인들에게 중국 주식을 직접 매수할 수 있는 새로운 창구(滬股通/深股通 Northbound Connect)를 제공하고, 중국인들이 홍콩 주식에 투자할 수 있는 기회(港股通 Southbound Connect)를 주고 있다. 특히 최근 추진 중인 國際板은 해외 증권시장에 등록된 외국기업이 중국 내에서 증권을 발행하고 상장할 수 있도록 허용하는 제도적 장치로서, 현재 런던, 뉴욕, 홍콩 등 선진국 증권시장에서만 실시하고 있는, 국제적 우량기업들의 交叉上場制度를 중국 자본시장에 도입하려는 것이다. 2013년에 설립되어 운영 중인 上海 自由貿易試驗區 역시, 중국정부가 과거 30여 년간 추진해 온 자본시장 개방정책의 완성단계에 해당하는, 실험적이고 획기적인 조치이다. 해당 지역 내의 모든 수출입화물에 대한 관세와 세금을 비과세하는 上海 自由貿易試驗區와 중국 A주식에 대한 國際板의 성공적 운영은, 중국 경제와 자본시장이 서구선진국 형태의 완전개방형 국제시장으로 성장하는데, 결정적 역할을 할 것이다.

이 논문에서는 현재 시행 중인 上海 自由貿易試驗區, 滬港通, 深港通의 현황을 분석하고, 先進國 證市의 交叉上場 現況分析과 함께 중국정부가 시행시기를 고민 중인 國際板 개설의 파급효과를 예측하고, 중국 자본시장 개방정책의 과

거성과와 추진계획을 평가하여, 미래의 정책방향을 제시하고자 한다.

## 2. 上海 自由貿易試驗區

광의의 自由貿易地帶는 두 개 이상의 국가나 지역이 자유무역협정(FTA: Free Trade Agreement) 체결을 통해 수출입화물에 대한 관세와 비관세 장벽을 철폐하는 것이다. 上海 自由貿易試驗區는 협의의 개념으로, 해당 지역 내의 모든 수출입 화물에 대해 관세와 세금을 비과세하는, 소위 '國境內非關稅地域'을 설치한 것이다. 중국정부가 上海 自由貿易試驗區를 설립한 이유는 급증하고 있는 중국내 자유무역수요에 부응하고, 현재 중국, 인도, 베트남 등 신흥시장으로 집중되고 있는 국제자본을 유치하여, 중국 경제와 자본시장 개방을 위한 교두보를 확보하기 위한 것이다. 특히 上海 自由貿易試驗區는 4~5년의 실험기간을 거쳐 중국 전역으로 확대 실시할 계획임을 고려할 때, 上海 自由貿易試驗區의 성공은 중국 자본시장 국제화에 미칠 파급효과가 막대하다. 실제로 중국 국무원은 2015년에 天津, 廣東, 福建을 2차 자유무역시험구로 지정했고, 2016년에도 四川, 浙江 등 7개 지역을 추가로 지정했다.

2013년 10월 1일부터 시작된 중국정부의 上海 自由貿易試驗區 실험은 이미 진행된 2단계(negative list제도 도입, 국경 내 비관세지역 설립)와 향후 추진될 3단계(서비스업 개방, 금리 자유화, 위안화 자유태환)로 구분된다. 이 중에서 가장 중요한 두 가지는 negative list제도와 금융자유화정책이다. negative list제도는 수입품에 대해 허가제 대신 신고제를 도입한 것으로, 중국의 수입품 관리체계의 획기적 변혁이며, 무역거래의 시장자유를 중시하는 국제사회의 요구에도 부합한다. 금융 자유화는 금리 자유화와 위안화 자유태환과 관련된 자본시장 개방정책으로, 중국정부의 금리와 환율에 대한 인위적 조정을 비난하며 중국은 자본시장 개방의 의지가 없다고 비판해 왔던, 국제금융시장의 요

구에 부응할 수 있는 획기적인 개방정책이다.<sup>1)</sup> 금융 자유화는 향후 국제사회에서 위안화의 위상제고, 역외 금융시장의 건설, 上海 국제금융센터의 설립 등에 큰 공헌을 할 것이다.

중국정부는 上海 自由貿易試驗區가 성공적으로 활성화되면, 우선, 역외 채권시장, 주식시장, 장외등록시장(OTC: Over The Counter Market) 등 역외 금융시장을 건설하여, 上海를 중국본토 자본시장 전체를 지원하는 국제적 금융지원 platform으로 발전시킬 계획이다. 2016년 말 현재, 중국 자본시장은 상장주식의 시가총액기준으로 세계 4위에 달하는 규모로 커졌지만, 자본시장의 국제화 수준은 상대적으로 낮아서, 중국 내에 상장된 외국기업이 아직 하나도 없는 실정이다. 이것이 바로 중국정부가 자본시장 개방정책의 마지막 단계로 上海 自由貿易試驗區와 國際板의 건설을 동시에 추진하는 현실적 이유이다. 둘째, 중국정부는 먼저 自由貿易地帶 내에서 자본계정 개방과 금리 자유화 정책을 시범 실시하여, 중국 자본시장 개방의 대표적인 제도적 걸림돌들을 제거할 계획이다. 이렇게 되면, 중국 자본시장은 개방형 금융시스템을 갖춘 명실상부한 국제시장으로 변모하게 될 것이다. 마지막으로, 중국정부는 自由貿易地帶에서 중국기업의 해외진출과 외국 다국적기업의 중국진출을 위한 선결조건 중 가장 중요한, 위안화의 자유태환정책을 실험할 것이다.

자유태환정책을 통해 위안화가 국제화되면, 上海 주식시장도 국제적 자본시장으로 도약하는 기회를 맞게 된다. 자본계정을 개방하고 위안화를 자유 태환하는 과정에서, 국제적 결제수단으로서 위안화의 역할이 지속적으로 확대되고 上海 自由貿易試驗區가 위안화 거래의 세계적 중심지로 부각되면, 위안화가 달러화와 함께 국제 금융시장의 양대 기축통화(key currency)로 등극하는 元貨國際化와, 上海 금융시장을 주축으로 한 資本市場 全面開放이라는 중국정부의

1) 2016년 11월 9일, 미국 35대 대통령으로 당선된 Donald Trump는 자신이 취임 후 100일 내에 수행할 최우선과제 중 하나로, 중국을 換率操作國으로 지정할 것이라고 공언하고 있다. 이것은 세계 양대 Super Power인 미국과 중국이 중국정부의 위안화정책을 빌미로 환율전쟁, 나아가 무역전쟁을 벌인다는 의미로서, 經濟的大災殃의 暗雲이 짙어지고 있다. 이런 大災殃을 막기 위해서라도, 중국정부는 위안화 자유태환 등 전면적 금융자유화정책의 실시를 심각하게 고민해야 한다.

꿈이 현실화될 것이다.

上海 自由貿易試驗區를 중심으로 수행되고 있는 금융개혁의 또 다른 중요한 의미는, 이들이 향후 중국 자본시장 전체의 개혁과 국제화를 촉진시킬 수 있는 '示範事業'의 성격을 띠고 있다는 점이다. 특히 오랜 기간 중국 금융업의 성장을 방해해 왔던 positive list제도를 negative list제도로 바꾼 것은, 중국 금융시장 종사자들에게 자유롭게 새로운 금융상품을 개발할 권한을 부여하고, 외국에서 개발된 신종 금융상품의 유입을 촉진하여, 중국 금융업의 발전에 크게 기여할 것이다.<sup>2)</sup> 2016년 말 현재, 上海 自由貿易試驗區에는 中國銀行, 中國農業銀行, 中國工商銀行, 中國建設銀行, 中國交通銀行, 上海浦東發展銀行, 招商銀行, 上海銀行 등 중국의 주요 국책은행들은 물론, 미국의 Citi Bank, DBS, HSBC 등 외국은행들이 이미 분점을 설치했다. 앞으로 금리와 환율이 자유화 되면, 資產證券化商品, 不動產投資信託商品(REITs: Real Estate Investment Trusts), 預託證書, 債券先物옵션, 個別株式옵션, 株價指數옵션 등 위안화로 거래되는 첨단 금융상품들이 대거 출시되어, 중국과 해외 투자자의 수요를 동시에 충족시켜 줄 것으로 기대된다.

### 3. 滬港通: 中國 株式市場의 開放

2014년 11월 17일에 전격 시작된 滬港通은 上海와 홍콩 증권거래소에 상장된 주식의 교차거래를 지원하는 시스템이다. 滬港通의 滬는 上海, 港은 홍콩을 가리키고, 通은 두 지역의 거래소를 서로 연결하여 한 거래소를 통해 다른 거래소에 상장된 주식을 매매할 수 있는 교차거래를 뜻한다. 구체적으로 滬股通을 통해 홍콩 또는 해외 투자자가 上海증권거래소에 상장된 중국 A주식을 거

2) positive list제도는 "허가 받지 않은 것은 모두 금지된 것"이라는 원칙하에 중국정부가 허가한 금융상품만 자본시장에서 거래하도록 규제하는 것이다.

래하고, 滬港通을 통해서는 중국본토의 투자가가 홍콩증권거래소에 상장된 주식을 거래할 수 있다. A주식은 중국 소재 증권거래소에 상장된 중국회사의 주식으로, 중국 국적의 개인 또는 중국법에 따라 설립된 법인만이 투자할 수 있는 주식을 말한다. 반면에 B주식은 중국 소재 증권거래소에 상장된 주식 중 액면가는 위안화로 표시되어 있으나, 외환으로 거래되는 주식으로, 외국인들만 투자할 수 있는 주식이다. 2001년부터는 중국인도 B주식에 투자할 수 있도록 제도가 변경되었다. 과거 중국 2대 증권거래소인 上海와 深圳 증권거래소에 상장된 A주식은 적격외국기관투자자(QFII: Qualified Foreign Institutional Investor) 등 일부 자격요건을 갖춘 투자자들만 거래할 수 있고, 去來限度도 매우 제한적이었다. 그러나 현재는 滬港通의 滬股通을 통해 모든 외국투자자가, 緩和된 去來限度 내에서, 上海증권거래소에 상장된 적격 A주식을 직접 거래할 수 있게 되었다. 중국 입장에서 滬股通은 자본시장의 추가적 개방이다.

滬港通의 본질은 交叉去來이며, 交叉上場은 아니다. 외국투자자가 본국 소재 증권사를 경유하여, 홍콩 증권사에 滬股通 적격 A주식에 대한 매매주문을 하면, 홍콩증권거래소는 滬股通 목적으로 중국 上海에 설립한 자회사를 통해, 실시간으로 上海증권거래소에 매매주문을 전달한다. 이렇게 滬港通을 통해 두 거래소 주식을 매매하는 시스템의 핵심은 주문의 실시간 상호전달기능이다. 滬港通은 교차상장이 아닌 매매주문의 相互傳達制度(mutual order routing system)이므로, 滬股通 거래의 원칙은 모두 上海증권거래소의 거래방식에 따라야 한다. 거래와 결제통화, 거래시간, 거래단위, 가격제한폭, 결제일, 주문정정과 day trading 금지 등은 모두 上海증권거래소의 기존 규칙에 따른다. 또한 滬股通에서는 일괄취소주문(bulk cancel order), 24시간 spread rule, 거래지원시설 등 선진 거래방식들을 인정하지 않는다. 上海증권거래소는 원래 중국인과 QFII 전용인 A주식을 모든 외국인에게 개방하는 滬股通의 특성을 감안하여, 매매원칙 중 일부를 수정 또는 제한했다. 매매대상인 적격 A주식을 上海증권거래소 180지수와 380지수 구성종목, 홍콩과 上海에 교차상장된 종목으로 한정하고, 총투자한도와 일일투자한도를 설정했으며, 지정가주문만 가

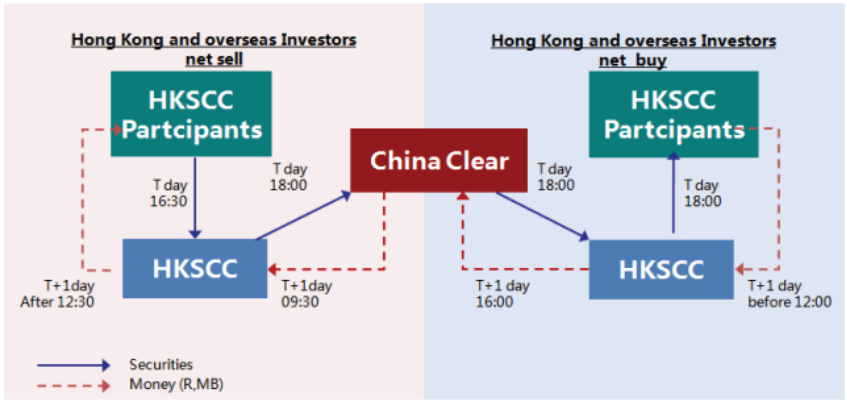
능하도록 했다. 대량매매나 무차입공매도의 금지, 신용거래와 주식대차거래의 제한, 거래가능일 축소 등도 滬股通에만 적용되는 규제사항들이다.

중국 증권법은 한국의 주식대량보유 보고제도와 유사한 5% rule을 규정하고 있어서, 내외국인을 불문하고 상장주식의 5%이상을 보유 또는 지배하는 투자자는, 3영업일 이내에 서면으로, 그 사실을 CSRC에 보고해야 한다. 5%에 도달한 날부터 2영업일까지는 해당 종목을 매수 또는 매도할 수 없으며, 추후 지분율이 5% 미만으로 감소된 경우에도, 그 사실을 3영업일 이내에 공시해야 한다. 滬股通의 거래비용은 취급수수료(거래액의 0.00696% 上海증권거래소), 증권관리수수료(거래액의 0.002% CSRC), 계좌대체수수료(액면금액의 0.06% 증권예탁결제원), 인지세(거래액의 0.1% 중국정부) 등으로 구성되는데, 이는 선진국 주식시장보다 현저히 크다.<sup>3)</sup>

<圖 1>에서 보듯, 滬股通 거래는 上海증권거래소에 상장된 A주식의 현지 거래이므로, 대금결제는 위안화로 T+1일에 성립된다. 주식결제도 上海 현지의 주식결제제한과 동일하게 T일 18시에 성립된다. 홍콩 증권사와 거래소를 경유하여 매매주문을 하는데도, 上海 현지의 결제가 가능한 것은 중국과 홍콩의 증권예탁결제기관 간 업무제휴(CSD linkage)때문이다. CSD linkage에 따라 홍콩증권예탁결제원(HKSCC: Hong Kong Securities Clearing Company)이 중국증권예탁결제원(ChinaClear, CSDC: China Securities Depository and Clearing Corporation)에 HKSCC 명의의 통합계좌(omnibus account)를 개설하고, 滬股通 거래에서 취득한 모든 증권을 이 통합계좌에 예탁하는 구조이다.

3) 특히 한국인이 滬股通 매매를 하는 경우, 홍콩의 증권사와 증권거래소에 내는 각종 수수료도 적지 않고, 한국 세법에 따라 외화증권의 양도차익에 대해 양도소득세도 내야하며, 중국정부가 부과하는 10%의 배당소득세와 2017년 말까지만 면제되는 양도소득세도 고려해야 한다.

<圖 1> 滬股通的 株式買賣 및 代金決濟 方式



資料出處: 上海證券去來所 internet homepage, Clearing and Settlement for Shanghai Stock Connect Trade.

滬股通 거래에서는 반대로 ChinaClear가 HKSCC에 ChinaClear 명의의 통합계좌를 개설하여, 증권의 예탁과 대금결제를 처리한다. ChinaClear와 HKSCC는 각각 滬股通과 滬股通 거래에서 결제채무를 인수하는 집중거래상대방(central counterparty) 역할도 수행한다. HKSCC는 통합계좌에 보관된 증권에 대한 권리행사 지원업무도 수행한다. 법적 측면에서 HKSCC는 통합계좌 내 증권에 대해 단지 명의를 갖고 있을 뿐, 어떤 物權的 權利도 갖지 못한다. 통합계좌 내 증권에 대한 물권적 권리는 모두 최종 투자자에게 귀속된다. 그러나 투자자가 실제 권리를 행사하기 위해서는, 통합계좌의 특성상, 홍콩 증권사와 HKSCC를 거치는 간접적 경로를 통할 수밖에 없다. 따라서 HKSCC는 투자자 보유주식에 대한 배당, 유무상증자, 공개매수, 합병 등에 개입하여, 투자자에게 관련 정보, 자금, 주식 등을 배분, 전달하는 역할을 수행하며, 주주총회의결권 행사 등 주주로서의 권리행사 역시 HKSCC를 통해 간접적으로 이루어진다.



&lt;表 1&gt; 2016年 滬港通 株式去來現況

單位: 億元, 萬株

	日平均	月平均	年間累積
總去來額	71.10	890.20	6203.61
總去來量	9.52	176.42	1169.03
株式買受額	54.72	529.95	3609.91
買受株式數	5.82	113.36	685.03
株式賣渡額	16.38	360.25	2593.70
賣渡株式數	3.70	63.06	484.00

資料出處: 上海證券去來所 internet homepage.

이제 시행 후 2년이 경과한 滬港通의 2016년 주식거래현황은 <表 1>과 같다. <表 1>에서 2016년 滬港通의 일평균 거래액과 거래량은 각각 71.1億元과 9.52萬株로서 上海 A주 主板市場의 2016년 일평균 거래액(952.3億元)과 거래량(183.6萬株)의 각각 7.47%와 5.19%에 불과하다. 이것이 금융시장의 국제화를 위해서, 중국정부가 深港通, 國際板 등 새로운 외국인 투자창구를 개설해야 하는 이유이다. 특히 급속한 양적 확장에도 불구하고, 주식시장의 운영 및 정보 효율성(operational and informational efficiency) 측면에서 많은 개선이 필요한 중국 자본시장을 선진화, 국제화하기 위해서는, 滬港通, 深港通과 같은 부분적인 교차거래 차원이 아니라, 교차상장을 전면 허용하는 國際板을 개설하여, 선진 금융제도와 투자기법으로 무장한 해외자본을 적극적으로 유치하는 것이 중요하다.

#### 4. 深港通: 中國株式 外國人投資時代

중국본토의 증권거래소는 上海와 深圳 두 곳에 있다. 2014년 11월에 上海와 香港 증권거래소의 주식을 교차 거래하는 滬港通이 시작되어, 외국인 개인투자자도 홍콩에 계좌만 만들면, 上海증권거래소에 상장된 주식을 살 수 있게 되

었다. 주로 전통산업과 국유기업이 상장된 上海증권거래소에서는 滬港通 개장 후 7개월 동안, 상해종합지수가 2474(2014.11.17. 終價)에서 5166(2015.6.12. 終價)까지 급격히 상승하였다. 그러나 저유가로 상징되는 글로벌 경기침체, 중국경제의 성장둔화와 함께, 장외신용규제와 circuit breaker 도입의 정책실패 등 기술적 요인까지 겹쳐, 주가가 두 번이나 폭락하여 2016년 말 현재, 상해종합지수는 3103 수준이다. 중국은 21세기 未來產業으로 거론되는 電氣車, smart phone, drone, robot의 세계최대 생산국이고, 시장이다. 그러나 이런 첨단산업의 기업 대부분은 深圳증권거래소에 상장되어 있어서, 上海증권거래소만 투자 가능한 외국인 滬港通 투자자들에게는 畫中之餅이었다.

이런 상황에서, 2016년 8월 16일, 李克強 중국총리가 深圳과 홍콩 증권거래소 상장주식의 교차거래를 허용하는 深港通을 연내 실시하겠다고 발표했으나, 중국 주식시장의 반응은 미미했고, 증권주의 하루 폭등이 전부였다. 市場不信의 가장 큰 원인은 정확한 시행시기가 없다는 점이었다.<sup>4)</sup> 중국정부가 深港通의 정확한 실시시기를 발표하지 않은 것은, 2015년 하반기부터 시작된 중국 주식시장의 침체와 주가하락에 관한, 중국정부의 깊은 고민 때문이다. 李克強 총리가 深港通의 연내 실시를 선언한 이상, 해외투자자들의 신뢰 유지를 위해 2016년 중에 시행해야 하는데, 경기침체로 주가가 저평가된 상황에서 주식시장을 빨리 개방하면, 중국 주식을 외국인에게 廉價賣却하게 된다. 이를 막기 위해, 미리 深港通 실시를 발표하여 중국 주식시장에 대한 기대감을 높이고, 외국인 기관투자자들의 선취매를 유도해서, 주가를 올린 후에 주식시장을 개

4) 중국이 2016년 8월 중순에 深港通 실시를 발표한 이유는 2016년 9월 초에 열린 G20 정상회담 때문이었다. 유럽은 BREXIT(Britain Exit) 이후 경제에 대한 불안감이 급격히 고조된 상황이었고, 미국은 아시아에서 중국에 밀린 戰力을 반전시킬 기회를 찾고 있었다. 특히 南沙群島, 釣魚島(尖閣列島), THAAD(Terminal High Altitude Area Defense) 등 國際紛爭에 관한 비난을 피하고 싶었던 중국정부는 G20 정상회담의 의제를 경제문제에 국한하자고 제안했다. 그러나 중국 발 세계경제의 침체로 피해가 큰 서방국가들은 동조하지 않았고, 회담주최국인 중국정부는 서방국가들을 달랠 妙策이 절실한 상황에서, 유럽과 미국이 중국에 비해 확실한 경쟁우위를 가진 금융시장의 개방이라는 宥和策을 제시한 것이다. 이외에도, 미국에는 中美戰略會談을 통해 2500억 위안 규모의 위안화적격외국기관투자자(RQFII)를 허용하여, 홍콩에 이어 가장 큰 규모로 중국본토 주식시장을 개방해 주었고, 영국에는 滬倫通(上海와 런던 주식시장의 교차거래)을 제안했다.

방하려 했던 것이다.

이렇게 복잡한 정치, 경제 환경 속에서 2016년 12월 5일, 중국정부는 전격적으로 深港通을 실시했다. 이는 중국정부가 '自國株式의 高價販賣'라는 경제적 이득 대신에, 미국과 경쟁하는 세계 양대 강국으로서 '중국의 政治的 位相과 해외투자자의 信賴'라는 장기적 목표를 선택한 것으로 해석된다. 2016년 12월 부터 본격 시행된 深港通은 滬港通과 네 가지 뚜렷한 차이가 있다.

첫째, 投資總額限度의 廢止이다. <表 2>에서 보듯, 滬港通은 滬股通(上海) 3000억 위안, 港股通(홍콩) 2500억 위안의 투자한도가 있었으나, 深港通에는 투자한도가 없다. 이는 외국인 개인투자자에게 시장을 완전히 개방한다는 의미이다. 그러나 滬港通의 경우에도 투자한도소진율이 50% 수준이어서, 深港通 한도폐지의 실질적 효과는 크지 않을 것이다. 다만 이 조치는 2017년 중국의 MSCI지수(Morgan Stanley Capital International Index) 편입에 유리한 조건을 제공할 것이다.

<表 2> 滬港通과 深港通의 投資限度와 投資對象

	滬港通			深港通		
	市場	總限度	日別限度	市場	總限度	日別限度
投資限度	上海	3000億元	130億元	深圳	無制限	130億元
	香港	2500億元	105億元	香港	無制限	105億元
投資對象	上海A株180/380指數種目 A-H 交叉上場種目			深圳綜合指數/中小板創業板指數種目 A-H 交叉上場種目		
準備期間	三個月			四個月		

資料出處: 上海/深圳/香港 證券去來所 internet homepage, Laws and Regulations.

<表 3> 滬股通, 深股通, 港股通의 投資對象種目數와 去來比重

	種目數	種目比重	去來額比重	市價總額比重
滬股通	589	50.1%	68.2%	81.3%
深股通	938	50.3%	70.4%	76.2%
港股通	454	23.2%	42.2%	51.7%
上海A株	1176			
深圳A株	1864			
香港	1957			

資料出處: 上海/深圳/香港 證券去來所 internet homepage, 2016年 末 基準.

둘째, 投資對象種目的 擴大이다. 滬港通은 매매가능주식을 上海 A주식 중 180지수와 380지수 구성종목, 上海와 홍콩 교차상장종목만으로 제한했기 때문에, 2016년 말 현재, 589개 대형주만이 투자대상이다. 그러나 새로 시작하는 深港通은 시가총액 60억 위안 이상의 深圳 主板, 中小板, 創業板 지수 구성종목이 모두 매매대상으로, 2016년 말 현재, 종목수가 938개에 이른다. 이것은, <表 3>에서 보듯, 深圳거래소 상장종목수(1864개)의 50.3%에 달하며, 거래액비중과 시가총액비중도 각각 70.4%와 76.2% 수준이다. 현재 심천거래소에는 시가총액 50억 위안 수준의 기업들이 많아서, 향후 주가가 회복되면 추가 편입종목도 많을 것이다.

셋째, 投資對象企業의 成長性和 危險性的 차이이다. 滬港通의 투자대상이 대부분 低成長-低危險 특성을 가진 전통산업 위주의 대형 국유기업인 반면, 深港通의 투자대상인 深圳거래소의 創業板에는 중국의 첨단기술을 대표하는 高成長-高危險 기업들이 대거 상장되어 있다. 따라서 深港通은 高危險-高收益의 투자전략을 추구하는 공격적(risk seeking) 해외투자자들에게, 滬港通과 차별화된 새로운 투자기회를 제공할 것이다. 다만, 한시적으로 深港通 시행 초기에는 創業板 주식을 홍콩증권거래소에 등록된 기관투자자들만 매매할 수 있고, 개인투자자는 매매할 수 없도록 제한했다.

넷째, 滬港通과 달리, 深港通에서는 개방형펀드와 ETF(Exchange Traded Fund)도 외국인 개인투자자의 매매대상으로 개방된다. 특히 홍콩증권거래소는 장기적으로 양 시장 간의 채권, 파생, 상품선물의 투자 허용, 펀드의 발행과 판매 허용, IPO(Initial Public Offering)시장 개방 등도 추진할 계획이다.

## 5. 中國 A證市 國際板 開設

www.kci.go.kr

2011년 CSRC는 國際板 설립에 관한 법률과 제도를 준비하고, 國際板 개설

을 추진하는 것을 8개 핵심업무에 포함시켰다. 國際板은 해외 증시에 상장된 기업이 중국 증권거래소에 교차 상장하여, 위안화로 거래하는 시장을 말한다. 즉 역외기업이 중국 A증시에 상장하는 시장이 곧 國際板이다. 중국정부가 國際板을 설립하려는 것은, 해외 우량기업들이 중국본토에서 주식을 발행하고 증권거래소에 상장하도록 허용하여, 외국자본에 중국 자본시장을 개방하고, 국제화하려는 것이다.

구체적으로 國際板 개설은, 첫째, 해외 우량기업의 상장을 유치하여 중국 자본시장의 국제적 영향력과 경쟁력을 높이고, 둘째, 선진적 금융기법과 금융상품으로 무장한 해외기업들과 업무교류와 경쟁을 통해, 중국본토 금융기관의 업무능력과 경쟁력을 높여, 궁극적으로 위안화의 국제화를 위해 필수적인 국제금융센터 건설을 위한 토대를 마련하기 위한 것이다. 2010년에 중국은 경제 규모에서 일본을 추월하여, 세계 2위 경제대국으로 부상하였고, 2009년 上海 증권거래소의 주식거래액은 도쿄증권거래소를 추월하여, 뉴욕증권거래소와 NASDAQ에 이어 세계 3위로 성장했다. 또한 빠르게 진행 중인 중국정부의 자본시장 개방정책에 힘입어, 2016년 말 현재, 355개 중국 본토기업이 홍콩 증권거래소에 교차 상장되었고, 176개 외국금융기관이 QFII 자격을 획득하여 중국본토의 주식시장에 참여하고 있으며, CSRC는 해외 43개 국가와 51개의 국제규제협력 양해각서를 체결하여, 國際板 설립을 위한 법률적, 제도적 환경을 조성하고 있다.

이런 상황에서 기술적으로 國際板의 설립은, 중국정부의 의지에 따라, 당장이라도 가능한 일이다. 그러나 중국 자본시장의 전면개방을 의미하는 國際板은 중국 경제에 몇 가지 중대한 악영향을 미칠 수 있다.

첫째, 중국 본토기업에 대한 '驅逐效果'가 우려된다. 일반적으로 國際板에 상장될 해외기업은 經營能力과 利益成果가 중국기업보다 높기 때문에, 중국의 자본이 대거 본토기업에서 해외기업으로 이전되어, 중국 본토기업, 특히 중소기업들은 자금조달이 어려워져, 상장이 지연될 것이다.

둘째, 중국 자본시장이 '國際的 現金引出機'가 될 우려가 있다. 중국 자본시

장은 아직 성숙하지 않아, 2016년 말 深圳증권거래소 主板市場(478기업)의 평균 PER(price-earnings ratio)은 25.77배, 中小板(818기업)은 50.23배, 創業板(568기업)은 73.06배나 되어, 미국, 유럽, 일본 등 선진국 증시의 20~30배보다 높다. 國際板을 통해 상대적으로 저평가된 해외기업들이 대거 진출하게 되면, 중국 자본은 대부분 현저히 고평가된 본토 주식에서 이탈하여 해외 기업으로 몰리게 되고, 이로 인해 대규모 株價上乘利得을 얻는 해외기업은 중국 내 주식을 매도하고 자금을 본국으로 송금하여, 상대적으로 저평가된 본국 주식에 재투자하는 현상이 초래될 가능성이 크다.

셋째, 미성숙한 중국 자본시장의 특성 상 투자자의 심리수준이 낮아서, 기업가치에 대한 정확한 분석 없이, 소문과 군중심리에 따라 특정 해외기업주식에 대해 과도한 쏠림현상(herding and plate effects)이 나타날 수 있고, 이를 막기 위한 중국 금융당국의 해외기업 情報公示 規制 역시 효과적으로 수행되지 못할 가능성이 크다. 이것이 중국정부가 國際板 개설계획을 발표한 2009년 이후 현재까지, 기술적 준비가 완료되었음에도, 國際板을 본격 시행하지 못하는 이유이다.

## 6. 先進國 證券去來所의 交叉上場 現況

본 장에서는 중국정부가 國際板 개설과 관련하여 달성목표로 삼고 있는 런던, 뉴욕, 홍콩 증권거래소의 해외기업 교차상장 유치현황을 분석한다.

첫째, 현존하는 증권거래소 중 역사가 가장 긴 런던증권거래소에는 2016년 말 기준, 2925개 회사가 상장되어 시가총액 2.65조 달러를 기록하고 있다. 런던거래소는 2007년에 이탈리아 증권거래소(Borsa Italiana)를 합병하여 유럽 최대 증권거래소로 부상했으며, 영국과 이탈리아 기업 모두 양국 거래소에 교차상장이 가능한 상태이다. 런던거래소는 2004년과 2008년에 각각 홍콩과

北京에 대표부를 설립하여 중국 증권거래소들과 교차거래나 교차상장을 협의하고 있다. 런던거래소의 성장은 좋은 지리적 위치와도 관련이 있는데, 런던(0시 기준)은 시간적으로 뉴욕(전일 19시), 홍콩(익일 08시), 도쿄(익일 09시) 증권거래소와 앞뒤로 연결되어 있어서 세계 주요 주식시장의 시황을 반영할 수 있다. 이러한 지리적, 시간적 장점과 더불어 역사적, 문화적으로도 세계 1위 경제대국 미국의 중주국이라는 이점을 활용하여, 미국, 캐나다, 호주 등 선진국은 물론, 러시아, 인도 등 신흥국과도 다양한 주식의 교차상장을 성공적으로 유치해 왔다.

런던거래소는 Main Market, Professional Securities Market(PSM), Specialist Fund Market(SFM), Alternative Investment Market(AIM) 등 네 개의 주식시장으로 구성되어 있는데, Main Market은 전 세계 다국적기업과 영국 본토기업이 함께 상장되어 있으며, PSM은 기관투자자들이 채권과 주식예탁증서(Depository Receipt) 등의 전문금융증권을 거래하는 창구이고, SFM과 AIM은 각각 專門, 機關 投資者의 시장, 高成長型 企業의 시장으로 세분화된 주식시장이다. 런던거래소는 주식의 상장, 발행, 관리감독 업무에 있어서 외국기업과 본토기업을 아무 차별 없이 동등하게 대우하고 있으며, 외국기업도 직접 상장은 물론, 주식예탁증서를 통한 상장도 가능하다는 점에서, 명실상부한 完全開放型 國際資本市場으로 평가받고 있다.

둘째, 1792년에 설립된 뉴욕증권거래소(NYSE)는 거래액과 상장기업의 시가총액 모두 세계 1위의 주식시장이다. 2016년 말 현재, 세계경제의 동향을 판단하는 대표적 주식시장지표로 통하는 Dow Jones Industrial Average 구성주식 중 92%, Standard and Poors 500 구성주식의 86%가 뉴욕거래소의 Main Board Market에 상장되어 있다. 자본시장의 국제화를 위해 2005년부터 해외진출을 확대해 온 뉴욕거래소는, 2007년 4월에 대표적 유럽 증권거래소, Euronext를 합병하여, 총 1750개의 유럽기업을 교차상장주식으로 확보했고, 2008년 10월에는 아메리카증권거래소(AMEX)를 인수한 후, Euronext 소속 Alternext와 합병하여 NYSE AMEX Equities를 설립했다. 2016년 말

현재, 뉴욕거래소의 Euronext에 상장된 기업의 시가총액은 22.8조 달러에 달한다.

뉴욕거래소에 미국예탁증권(ADR: American Depository Receipt)을 통해 상장한 기업은 場外市場登錄, 舊株上場, 新株發行 등 세 가지 방식으로 미국 주식시장에 참여할 수 있다.<sup>5)</sup> 이 중에서 場外市場登錄 방식은 조달가능자금의 규모가 작고, 등록된 ADR의 유통성도 낮아서, 대다수 외국기업은 舊株上場과 新株發行 방식을 선호한다. 외국기업의 舊株 뉴욕거래소 上場은 본국 거래소에 상장한 주식의 일부를 미국 예탁기관에 저당한 후, 예탁기관에서 ADR을 발행하여 뉴욕거래소에 상장하는 방식으로 성립된다. 뉴욕거래소에 상장한 첫 번째 중국 본토기업인 SINOPEC(上海石油化工株式有限公社)은 1993년에 홍콩증권거래소 상장과 동시에 50%의 홍콩주식을 ADR로 전환하여 뉴욕거래소에 상장했다. ADR 상장 외국기업은 정기적으로 FASB(Financial Accounting Standards Board)가 제정한 미국회계기준에 따라, 회계감사를 거친 연간 재무제표(Form 20-F)를 공시해야 한다. 新株發行은 미국에서 ADR형태의 기업 공개(IPO)를 통해 신규자금을 조달하는 방식이다.

2007년 12월에 北京 대표부를 설립한 이후, 뉴욕거래소는 大連, 鄭州 선물거래소와 전략적 제휴를 체결하는 등 중국 자본시장에 적극적으로 진출하고 있다. 첫 중국기업이 뉴욕거래소에 상장한 지 23년이 지난 2016년 말 현재, 뉴욕거래소 Main Board Market에는 시가총액 2.3조 달러에 달하는 중국기업들이 상장되어 있으며, NYSE AMEX와 Alternext에 상장된 중국기업의 시가총액도 2100억 달러가 넘는다.

마지막으로, 아시아 최대 국제금융센터인 홍콩증권거래소는 2014년 滬港通의 전면실시 이후, 중국기업의 해외상장과 외국투자자의 중국 자본시장 투자를 연계하는 핵심거점의 역할을 수행하고 있다. 2016년 말 현재, 홍콩거래소 상장주식의 시가총액은 3.32조 달러에 달한다. 홍콩거래소는 亞太地域에서 가

5) 미국예탁증권은 외국기업의 주식을 담보로 외국투자자에게 발행되는 국제유통증권으로서 미국에서는 외국기업의 주식대신 미국예탁증권을 발행하여 거래시키고 있다.



장 국제화된 주식시장으로, 상장기업 중 56.9%가 홍콩과 중국본토 이외의 지역에 교차 상장된 기업들이다.<sup>6)</sup> 홍콩거래소는 主市場(Main Board Market)과 成長企業市場(Growth Enterprise Market)으로 구분되며, 구조적 특징은 역사적으로 모체에 해당하는 런던증권거래소와 대부분 유사하다.

<表 4> 各國 證券去來所 主板市場의 2016年 末 市場統計 要約

	런던	뉴욕	香港	上海
上場企業數	2925	3169	1957	1176
市價總額	2.65兆弗	18.71兆弗	3.32兆弗	29.42兆元
日去來量	112.8萬株	633.5萬株	244.5萬株	183.6萬株
日去來額	68.6億弗	239.2億弗	88.0億弗	952.3億元
交叉上場企業數	808	2175	1405	292
交叉去來企業數	0	0	454	589

資料出處: 런던/뉴욕/香港/上海 證券去來所 internet homepage.

지난 30여 년간 실현된 중국경제의 고도성장과 함께, 외국투자자의 중국투자 교두보로서 홍콩증권거래소는 비약적으로 성장해 왔다. 2016년 말 현재, 3905개 다국적기업이 중국시장 진출을 위한 전략적 거점으로 홍콩에 지역본사를 설립했고, 홍콩거래소에는 다수의 중국기업(H주 기업)이 상장되어 있어, 외국투자자가 중국기업에 간접 투자할 수 있는 환경을 제공하고 있다. 특히 2014년부터 上海와 홍콩 증권거래소 상장주식들의 교차거래를 전면 허용하는 滬港通이 실시되어, 홍콩거래소는 외국인의 중국주식 투자창구로도 큰 공헌을 하고 있다. 2016년부터는 深圳과 홍콩 주식시장의 교차거래를 허용하는 深港通 마저 시행되고 있어서, 중국주식의 투자창구로서 홍콩의 역할은 한층 더 확대될 것이다. 2016년 말 현재, 런던, 뉴욕, 홍콩, 上海 증권거래소 主板市場(Main Board Market)의 시장통계를 요약하면, <表 4>와 같다.

6) 이는 부분적으로 1986년 中英共同宣言(Sino-British Joint Declaration) 이후 많은 홍콩도종기업들이 조세회피목적으로 Bermuda, Cayman Islands 등 해외 Tax Haven으로 본점등록을 이전했기 때문이기도 하다.

## 7. 中國 資本市場 開放政策의 未來展望

2016년 11월 17일, 上海와 홍콩 주식시장을 연계시킨 滬港通이 시행 二周年을 맞았다. 滬港通은 외국자본에 폐쇄적이었던 중국 주식시장이 사실상 세계에 문호를 개방한 첫 걸음이었다. 이미 2014년과 2016년에 각각 滬港通과 深港通을 순차적으로 개설한 중국정부는 향후 중국과 세계 각국의 주식시장을 묶는 다양한 구상을 하고 있는데, 그것은 런던, 대만, 싱가포르 등 세계 각국의 주식시장을 중국 경제의 심장인 上海증권거래소와 연결하는 것이다. 우선, 중국정부는 滬倫通을 통해, 향후 5년 내에 上海와 런던 주식의 교차매매를 실현할 계획이다. 제7차 中英經濟會談에서 양국 정부는 上海와 런던 증권거래소의 상호연계에 관한 타당성 연구를 지지한다고 밝혔다. 또한 중국정부는 滬臺通(중국과 대만 증시의 연계), 滬新通(중국과 싱가포르 증시의 연계) 등도 추진하고 있다. 특히 2015년 4월, 姜洋 CSRC 부주석은 滬臺通 추진을 검토하고 있다고 밝혔고, Ramaswami 싱가포르증권거래소 총재 역시, 싱가포르와 上海 증권거래소의 연계방안이 조만간 실현될 것이라고 강조한 바 있다.<sup>7)</sup>

2013년 11월 17일, 중국 인민은행과 국가외환관리국, 은행·증권·보험 감독관리위원회 등 금융당국은 공동으로 '금융개혁발전 12·5 계획'을 발표했다. 이 계획은 금융위험관리제도 완비, 금융조직체계 최적화, 금융개혁 심화,

7) 2017년 3월 15일, 李克強 총리는 全人大 폐막 기자회견을 통해 외국인들이 홍콩을 경유해 본토 채권을 매매할 수 있는 債券通을 실시하겠다고 밝혀, 중국의 자본시장개방정책은 향후 주식뿐 아니라 채권으로도 확대될 전망이다. 중국 주식시장의 성장과 개방은 한국에게 위협이자 기회이다. 외국인의 중국주식 투자증가는 한국주식에 대한 외국인투자 감소와 함께 한국자본의 중국 유출마저 초래할 우려가 있는 반면, 환전, 외화결제, exchange hedge 수요의 증가는 물론, 한국 금융회사들에게 新成長機會를 제공할 것이다. 이런 상황에서 한국 역시 중국 주식시장과 연계를 통해 동반성장의 가능성을 모색해야 한다. 滬韓通과 深韓通(중국과 한국 증시의 연계)을 실시하여 중국인도 한국 주식시장에서 직접 거래할 수 있게 되면, 최근 미국의 지속적 금리인상으로 인한 외국인의 投資回收로, 유동성부족에 빠진 한국 증권시장을 활성화하는데 큰 도움이 될 것이다.

신금융시장 건설, 대외 시장개방 확대, 금융안정 확보, 금융기반시설 보강 등을 7대 정책목표로 제시했다. 특히 증시부문에서는 國際板 개설이 핵심 추진 사항으로 진행될 전망이다. 國際板 개설계획은 이미 2009년 발표됐으나, 중국 국무원은 증시가 침체된 상황에서 많은 외국기업이 상장하는 것을 꺼려 國際板 개설을 미뤄왔다. 지난 1990년대 초 홍콩증시에 상장했으나, 아직 본토에는 상장되지 않은 중국 대기업들이 國際板 개설 초기에 많이 상장할 것으로 예상된다. China Mobile과 中國海洋石油總公社(CNOOC) 등이 이에 속한다. HSBC와 Coca Cola 등 해외 다국적기업도 國際板 개설을 苦待하고 있다.<sup>8)</sup>

중국 자본시장의 국제화를 위해선 '위안화 국제화'가 필수적인데, 2016년 10월 1일, 위안화가 國際通貨基金(IMF: International Monetary Fund) 特別引出權(SDR: Special Drawing Right)으로 편입된 상황에서, 중국은 2020년까지 위안화를 국제적 基軸通貨로 만들겠다는 계획을 추진 중이다. 일례로 2015년 10월 29일, 중국 上海증권거래소, 금융선물거래소와 독일증권거래소(Deutsche Boerse)는 위안화로 거래하는 상품거래소인 중국유럽국제거래소(CENIEX) 설립협약을 체결했다. 滬港通 출범을 통해 중국 주식시장의 본격적인 대외개방을 선언한 이후, 중국정부는 이렇게 다양한 방법으로 위안화 국제화 계획을 실천하고 있다.

중국 자본시장의 선진화와 관련하여, 중국정부는 2016년 1월부터 증시급락에 따른 충격을 줄이기 위해, 미국이 개발한 circuit breaker제도를 도입했다. 2016년 3월에는 증권 당국이 일일이 심사해 상장을 허가해주던 신규기업공개제도를, 일정 요건을 갖춘 기업이 등록만 하면 거래소의 간단한 심의만으로 상장할 수 있는, 등록제로 전격 변경했다. 이것은 더 많은 기업이 증시에 상장

8) 2014년 9월 19일, 中國新聞社는 중국의 대기업 Alibaba(阿里巴巴)가 미국 뉴욕증권거래소(NYSE)에 상장하면서 큰 돈 잔치를 벌였으나, 중국 투자자들은 참여하지 못했으며, 미국 증시 사상 최대규모 기업공개인 Alibaba의 주식공모에서 중국인들은 완전히 소외되어, Alibaba의 가치성장에 따른 이익도 누리지 못하게 됐다고 비판했다. Alibaba 외에 百度, 騰訊, 京東, 新浪 등 優良 internet企業들도 중국대신 미국 증시를 선택하여, 중국인 소외 현상이 반복되고 있다고 강조했다. 이를 막기 위해서, 계획만 발표한 뒤 여건이 성숙되지 않았다며 계속 미루고 있는 國際板을 조속히 개설하여, 중국 증시에도 외국 優良企業을 적극 유치해야 한다고 주장했다. <연합뉴스 한승호 2014.9.22.>

되도록 하여 자본시장이 실물경제의 기초역할을 더 잘 수행하도록 한 것이다. 이와 함께 2017년 중에 증권업, 자산운용업, 선물업의 겸업도 허용되고, 투자자 보호를 위한 조치도 강화될 전망이다. 중국정부는 공시규정위반 등으로 신용이 실추된 상장기업에 대한 징벌을 강화하기 위해, 2015년 11월 28일에 발표한 ‘不法信用失墜上場社 關聯 責任主體에 대한 共同懲罰協力 梁楷覺書’에, 해당 상장사의 회사채 발행제한, 정부조달사업 참여금지, 상업은행 설립금지 등의 규제를 추가할 계획이다.

2017년 이후에도 중국정부는 新成長動力의 일환으로 多層資本市場 구축을 가속화할 것으로 판단된다. 2015년 11월 28일, 上海에 혁신기업 등록을 위한 장외시장인 科創板(科學革新板)을 개장한데 이어, 2017년에는 上海증권거래소에 혁신기업 전용증시인 戰略新興板을 개장할 계획이다. 특히 戰略新興板은 深圳증권거래소의 중국판 NASDAQ인 創業板과 경쟁하게 되는데, 이것은 최근 중국에 신생기업(startup)이 급증하고 있어서, 創業板만으로는 혁신적 신생기업들에게 충분한 자금을 제공하기 어렵다는 판단 때문일 것이다. 중국정부는 戰略新興板에 외국기업의 상장도 허용할 계획인데, 이것은 上海증권거래소에 國際板을 만들어 외국기업 전용증시를 개설하기 전에, 戰略新興板을 통해 먼저 외국기업의 상장을 점진적으로 허용하는 실험부터 하려는 것으로 판단된다. 이와 함께 한국의 KONEX(場外登錄市場)에 해당하는 新三板에 상장한 기업이 創業板으로 이전 상장하는 제도도 구축할 예정이다. 2017년부터는 중국 본토 곳곳에 생겨난 주식거래소를 규범화하는 작업도 강화될 것으로 예측된다. CSRC가 지역 증권거래소 운영에 대한 통일된 감독기준을 만들고, 지방정부가 이를 기초로 지역거래소를 직접 감독하게 되는데, 이들 지역거래소가 곧 新四板이 되는 것이다.

<表 5> 中國 資本市場 開放政策의 過去實績(現況)과 未來計劃(展望) 要約

政策目標	過去實績 (現況)	未來計劃 (展望)
資本市場 國際化	2014.11.17. 滬港通 開設 2016.12.5. 深港通 開設	滬倫通, 滬臺通, 滬新通 開設 戰略新興板 外國企業 上場 許容 上海와 深圳 A證市 國際板 開設 上海 FTZ 內 域外金融市場 建設 上海 國際金融센터 設立
元貨 國際化	2015.10.29. CENIEX 元貨 商品 去來所 設立協約 2016.10.1. 元貨 IMF SDR 編入	金利 自由化 元貨 自由兌換 元貨 世界 兩大 基軸通貨 登極
資本市場 先進化	Circuit Breaker制度 導入 IPO 審査制, 登錄制 變更 不法信用失墜上場社 懲罰規定 新設 2015.11.28. 上海 科創板 開場 新三板(場外登錄市場) 開設 新四板(地域去來所) 開設	資産證券化商品, REITs 등 尖端 金融商品 出市 證券/資産運用/先物 兼業 許容 多層資本市場 構築 1. 上海 戰略新興板 開場 2. 新三板 企業 創業板 移轉 許容 3. 新四板 監督 強化
其他經濟 開放政策	1992.1.18~2.22 鄧小平 南巡講話 2001.12.11. 中國 WTO 加入 2013.10.1. 上海自由貿易試驗區設置 1. negative list制度 導入 2. 非關稅地域 設置	金融서비스業 開放 包含 資本市場 全面開放 實現

중국정부가 이러한 다층자본시장 구축에 성공하면, 기업들이 발전단계별로 상장 platform을 갈아탈 수 있는 先進國型 金融構造를 갖추게 될 것이다. 투자자로서도 危險選好度(risk attitude)와 資金能力에 따라, 투자할 수 있는 자본시장이 세분화되는 것이다. 중국의 다층자본시장 구축은 자본시장과 新興산업 간에 자금이 善循環되고 있는 미국식 금융 및 산업 연계체제를 벤치마킹한 것으로, 성숙산업을 선호하는 은행 중심의 금융체제를, 新興산업 투자에 적극적인 주식시장 중심의 금융체제로 바꾸려는, 중국정부의 의지를 잘 보여준다.

금융시장의 국제화(元貨 國際化 포함), 선진화, 투자자보호조치 강화, 다층자본시장 구축 등 중국 자본시장의 성숙도를 높이기 위한 중국정부의 노력이 결실을 맺는 2018년 이후에는, 지난 30여 년간 중국정부의 숙원사업이었던

‘資本市場의 全面開放’을 실현하기 위해서라도, 金利 自由化, 元貨 自由兌換의 전면실행과 함께, 上海와 深圳 A證市의 國際板도 개설될 것으로, 조심스럽게 전망해 본다. 지금까지 논의한 중국 자본시장 개방정책의 과거실적(현황)과 미래계획(전망)을 요약하면, <表 5>와 같다.

## 8. 結 論

1992년 초 鄧小平의 ‘南巡講話’로 본격적인 시장경제 도입과 자본시장 개방을 추진한 이후 현재까지, 중국정부는 자본시장의 國際化와 先進化를 통한 자본시장의 전면개방이라는 목표를 달성하기 위해, 지속적이고 일관된 정책을 추진해 왔다. 특히 중국 내 국제금융센터의 설립과 국제적 기축통화로서 위안화의 위상 확립을 위해서는, 금리 자유화와 위안화 자유태환을 중심으로, 서구 선진국과 대등한 수준의 변동 금리 및 환율 제도를 갖추어야 한다. 또한 滬港通과 深港通 같이 해외 주식시장과 제한적 교차거래를 허용하는 초보적인 자본시장 개방정책에서 벗어나, 上海, 深圳 A證市의 國際板 開設 등 해외 다국적 기업의 중국 내 교차상장을 무제한 허용하는, 전면적인 자본시장 개방정책을 실시해야 할 것이다.

현재 중국 경제가 겪고 있는 성장성 정체나 증권시장 침체로 인해, 중국정부의 금융시장 국제화와 자본시장 개방의 의지가 일시적으로 약화되거나, 점진적 발전과 개방의 방식으로 변형될 수도 있다. 그러나 과거 30여 년 동안 중국이 이루어 낸 경제적 성과와 명실공히 世界 兩大 Super Power라는 중국의 경제적, 정치적 위상을 고려할 때, 金融市場의 國際化와 資本市場의 全面開放은 더 이상 미룰 수 없는 중국정부의 必然的 選擇으로 판단된다.

## &lt; 參考文獻 &gt;

- 김경원, <주식의 해외교차상장에 대한 연구: 미국과 영국 증권시장을 중심으로>, 《국제경영연구》 제12권 제2호, 55-72, 2005.
- 김경원, <중국과 홍콩 주식시장간의 주가지수 및 교차상장된 주식들의 가격정보 전달분석>, 《국제경영연구》 제22권 제3호, 1-27, 2011.
- 김경원, 최준환, <홍콩에 상장된 H주의 할인율 분석>, 《증권학회지》 제38권 2호, 231-255, 2009.
- 김성은, <중국 上海 홍콩 주식교차거래(滬港通)에 관한 연구>, 《경영법률》 제25집 제3호, 315-336, 2015.
- 김은화, <上海 自由貿易地帶(FTZ) 설립과 기대효과>, 《중국금융시장포커스》, 2013.
- 김은화, <한중펀드시장 비교 및 중국자산운용업 전망>, 《중국금융시장포커스》, 2012.
- 김익겸, <중국공산당 제14기 3중전회 결과와 鄧小平의 南巡講話>, 《대외경제연구》, 1993.
- 김지원, <深港通제도의 수혜업종: 금융, 에너지, IT, 헬스케어>, 《이코노미스트》, 2015.
- 박인성, <중국의 경제특구 건설·운영경험 연구>, 《통일연구논총》 제11권 제1호, 287-313, 2002.
- 양진영, <최근 중국 증시 급락에 대한 이론적 고찰>, 《중국금융시장포커스》, 2015.
- 양평섭, 구은아, <중국의 WTO 가입 5주년 결산: 중국의 대외경제정책과 한중관계 변화를 중심으로>, 《대외경제연구》, 2007.
- 오광진, <새해 중국 증시변화 3대 키워드>, 《조선비즈》, 2015.
- 윤진도, <중국 國際板 개설에 대한 소고>, 《중국금융시장포커스》, 2011.
- 조용준, 《중국 본토 1등주에 투자하라》, 한스미디어, 2015.
- 천창민, <滬港通 제도의 주요내용과 시사점>, 《중국금융시장포커스》, 2014.
- 최순영, <중국 자산운용시장의 현황 및 전망>, 《중국금융시장포커스》, 2012.
- 한승호, <알리바바 미증시 상장에 중국서 제도개선 목소리>, 《연합뉴스》, 2014.
- DeMeyer, Arnold et al. 《Globalize or Die: The Future of Asian Business》, Wiley, 2005.
- KOTRA 중국사업단, 《중국무역자유시범구 운영현황 및 발전 시사점: 上海 자유무역시범구를 중심으로》, KOTRA, 2016.

- Li Gang, Lin Ruiming, Wang Xianyi, <중국 國際板 개설이 외국계 기업에 미치는 영향>, 《SERIChina Review》, 2010.
- Zhang Yuewen, Lv Jun, He Jing, <최근 중국 상장기업의 이익변화 추이>, 《중국금융시장포커스》, 2015.
- Zhang Zongxin, <중국(上海) 自由貿易地帶에 관한 정책설명 및 향후전망>, 《중국금융시장포커스》, 2013.
- 上海證券去來所, www.sse.com.cn, China Capital Market Overview, Shanghai Hong Kong Stock Connect, QFII & RQFII.
- 深圳證券去來所, www.szse.cn, General Rules, SME Board Rules, ChiNext Rules (Rules & Regulations), Market Overview (Market Data).
- 香港證券去來所, www.hkex.com.hk, Southbound and Northbound (Mutual Market).
- London Stock Exchange, www.londonstockexchange.com, Monthly Market Report, Primary Market Statistics (Statistics), International Markets (Prices & Markets).
- The New York Stock Exchange, www.nyse.com, Trading and Market Information (NYSE MKT), NYSE Connect (LISTINGS RESOURCES), Summary Data (MARKET DATA FEEDS).

< Abstract >

After 1992 Southern Tour Speeches (Nanxun Jianghua) of the former chinese paramount leader, Deng Xiaoping, China has persisted the open-door foreign policy on its capital market, realizing remarkable annual economic growth of 9.91% on average for the past 25 years. Recently, however, China has been experiencing a serious economic depression, recording sharp decrease of annual economic growth rate to 7.2% in 2013 from the highest 14.2% of 2007 under the global financial crisis due to 2008 New York's Sub-prime Mortgage Loan Disaster. In 2013, chinese government established Shanghai Free Trade Zone (FTZ) and declared to open a new stock market, so called, the International



Board of Shanghai Securities Exchange as an effort to reform its economic (and industrial) structure and facilitate its new economic growth strategy aiming at the overall openness of Chinese capital market to global investors. In November 2014 and December 2016, China has also opened its stock market to foreign investors through the Shanghai-Hong Kong and Shenzhen-Hong Kong Stock Connects, respectively, which allowed the cross stock trading between Shanghai/Shenzhen and Hong Kong Stock Exchanges. Especially, Shanghai FTZ, within which unbounded duty-free international trades are permitted, is an experimental and revolutionary trial of China's open-door foreign economic policies, along with Shanghai and Shenzhen International Boards allowing unlimited cross-listing of international global firms on the Chinese A stock market. This paper has analytically explored the current performance of the FTZ, Shanghai/Shenzhen and Hong Kong Stock Connects, and the International Board to provide some suggestions on the future direction of Chinese open-door capital market policies. My analyses show that China, as one of global economic super powers, will not disappoint global investors through the overall opening of its capital market including the adoption of free interest rate and floating exchange rate systems.

Key words: Shanghai Free Trade Zone, International Board of Shanghai, Shenzhen Securities Exchange, Shanghai-Hong Kong Stock Connect, Shenzhen-Hong Kong Stock Connect, Open-door Economic Policy, Free Interest Rate System, Floating Exchange Rate System.

원고접수일	심사일정	1차수정	게재확정	출간
2017. 01. 08.	2017. 02. 27.	2017. 03. 14.	2017. 03. 20.	2017. 03. 31.