

HI Economy

위안화 SDR 편입, 국내외 금융시장 영향은?

김진명

Economist

(2122-9208)

jm_kim@hi-ib.com

박상현

Chief Economist

(2122-9196)

shpark@hi-ib.com

■ 11/30, 위안화 SDR 편입 결정. 10% 가량의 비중으로 SDR 편입 예상

11월 30일 예정된 IMF 집행이사회에서 위안화의 특별인출권(SDR) 편입이 결정됨. 최근 발표된 IMF의 평가보고서에 따르면 위안화는 그간 SDR 편입에 걸림돌이었던 사용 편의성 통화(Freely Usable Currencies)의 요건을 충족하는 것으로 평가되었으며, 이에 따라 30일 IMF 집행이사회에서 위안화의 SDR 편입은 확실시되는 상황. 대부분이 위안화의 SDR 편입에 우호적 입장을 보이고 있고, 미국 역시 IMF의 기준을 충족할 경우 위안화 SDR 편입을 지지할 것이라고 입장을 밝혔기 때문

위안화 SDR 편입이 확실시되는 가운데, 관건은 SDR 편입 비중임. 상품 무역 규모로 중국은 2013년 이후 전세계 1위를 유지하고 있으나, 금융거래에서 차지하는 비중이 미미한 점을 감안하면 위안화가 SDR 통화 바스켓에서 차지하는 비중은 10%에 그칠 전망이다

■ 국제 금융시장에 단기적 영향은 크지 않을 전망. 중장기적 전망은?

SDR 총 발행량은 1,409억달러(2014년말 기준)에 불과하며, 약 11조달러로 추정되는 전세계 외환보유고에서 차지하는 비중은 1% 초반에 불과함. 또한 SDR의 특성 상 실물거래에 사용되는 통화라기보다는 개념상의 가상화폐이므로 위안화 편입으로 당장 큰 변화가 발생하는 것은 아님

위안화의 SDR 편입은 위안화 국제화의 진전을 나타내는 상징적인 이벤트로 받아들여야 할 것임. 현재 SDR 편입에 따른 포트폴리오 조정은 대부분 완료된 것으로 판단됨. 단기적으로 국제 금융시장에 미칠 영향은 위안화 자산 수요 확대 기대에 따른 심리적 효과에 따른 포트폴리오 자금 유입이 주된 내용이 될 전망이다

중장기적으로 위안화 국제화가 진행되면서 위안화 자산에 대한 수요가 꾸준히 증가하고 포트폴리오 자금 유입이 지속될 것으로 기대됨. 문제는 중국 경제가 ① 인구구조 변화에 따른 생산가능인구 증가율 둔화, ② 산업구조 고도화에 따른 생산성 증가율 둔화, ③ 투자 증가율 둔화로 성장률이 구조적으로 둔화되는 국면이라는 점. 이는 중국의 고성장을 기반으로 한 위안화 표시 자산의 매력도가 낮아짐을 의미하며, 이는 위안화 국제화에 따른 위안화 자산 수요 증가를 상쇄하는 요인으로 작용할 수 있음

■ 국내 금융시장 영향: 위안화 표시 자산의 대체재 vs. 보완재

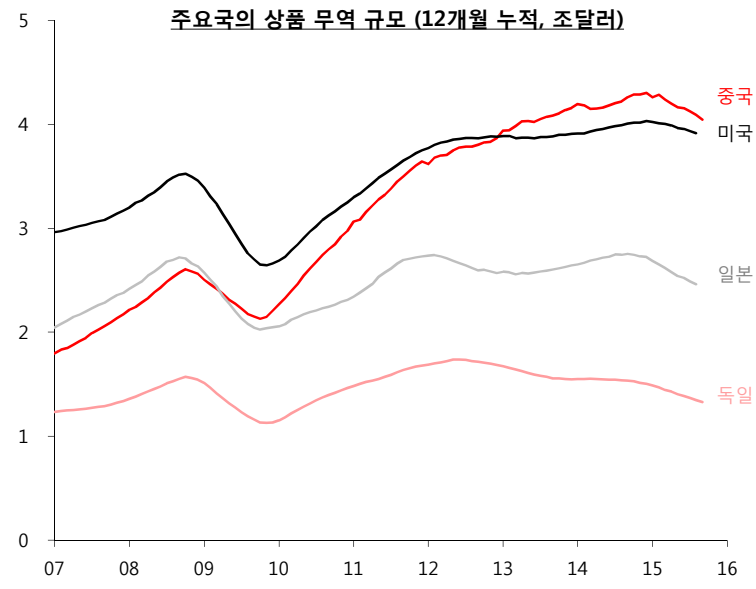
국내 금융시장 영향은 중장기적으로 향후 위안화 표시 자산과 원화 표시 자산의 관계에 따라 그 양상이 크게 달라질 수 있음. 최근 한국 경제의 對 중국 의존도가 높아지면서 원화 표시 자산과 위안화 표시 자산은 전반적으로 동조하는 모습을 보이고 있으며, 현 단계에서는 두 자산군은 수요 증가가 동반되는 보완재적 관계로 볼 수 있음

문제는 향후 위안화 국제화의 진행에 따라 두 자산군의 관계가 한 쪽이 수요가 증가하면 다른 쪽이 수요가 감소하는 대체재적 관계로 변화할 수 있다는 점임. 글로벌 외환시장에서 원화는 위안화의 프록시 헤지(Proxy Hedge)의 대상으로 인식되고 있으나, 위안화 국제화 및 금융시장 개방, 제도 정비 등이 단계적으로 진행됨에 따라 원화 표시 자산을 통해 간접적으로 투자하기보다는 위안화 표시 자산에 대한 직접적 투자 수요가 강해지면서 프록시 헤지 수요가 사라질 수 있음. 이 경우 현재 한국-일본이 가지고 있는 Pair Trading 관계가 한국-중국에도 나타나면서 위안화 국제화 진전이 포트폴리오 자금 유입에 부정적인 요인으로 작용할 수 있음. 위안화 국제화는 이러한 측면에서 중장기적으로 국내 금융시장에 약이 아닌 독으로도 작용할 수 있다는 판단임

11/30, SDR 편입 결정. 편입 비중은 10% 내외로 전망

SDR(Special Drawing Rights, 특별인출권)은 IMF가 발행하는 가상화폐로 IMF 가맹국이 무담보로 외화를 인출할 수 있는 권리를 말한다.

<그림 1> 중국은 2013년경 상품 무역 규모에서 미국을 앞질렀음. 최근 중국의 상품 교역 규모가 감소하고 있으나, 세계 1위의 상품 무역 규모는 당분간 유지할 것으로 전망됨



자료: WTO, 하이투자증권 리서치센터

IMF의 인출권은 출자분에 따라 인출할 수 있는 GDR(General Drawing Rights, 일반인출권)과 출자분과 별개인 SDR로 구분된다. GDR은 규정 상 기금할당액의 200%를 초과할 수 없으며, 기금에 자국 통화를 75% 납입함으로써 실제 인출한도액은 125%가 된다. 원칙적으로 1년 이내에 할당액의 25%를 초과하여 인출할 수 없으며, 인출된 자금이 3년 이내 상환 및 인출 자금을 초과하는 특징이 있다. 이로 인해 채무의 성격을 가지게 된다.

반면 SDR은 IMF 가맹국이 무담보로 외화를 인출할 수 있는 권리를 의미하므로 GDR과 달리 준비자산으로 인정된다. 즉, 어떤 통화가 SDR로 편입이 된다는 것은 준비자산으로 인정되는 국제적 통화의 지위를 획득하게 됨을 의미한다.

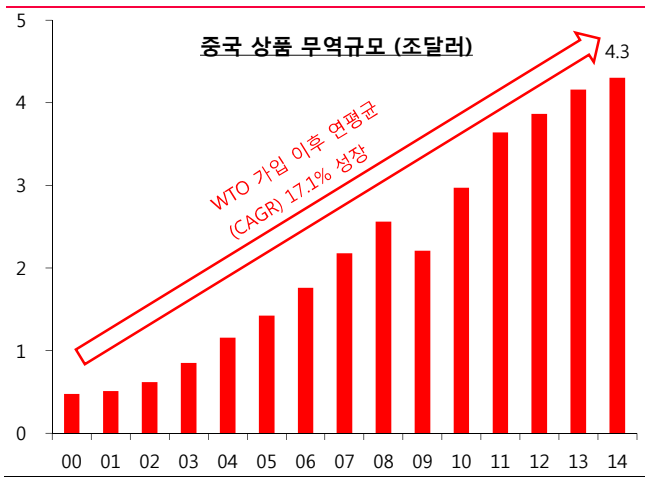
현행 SDR은 주요 4개 통화, 미국 달러(USD), 유로존 유로(EUR), 영국 파운드(GBP), 일본 엔(JPY)으로 구성되어 있다. 초기에는 1SDR이 1USD와 동일하게 평가되었으나, 1972년 리처드 닉슨 대통령이 달러화와 금환을 포기하면서 국제 금융 질서를 개편할 필요성이 대두되었다. 이에 따라 1974

년 통화 바스켓 방식을 도입, 전세계 무역 상위 1%에 해당하는 16개 IMF 회원국 통화로 SDR을 구성하였다. 그러나 구성 통화 확대로 SDR을 복제(replicate)하는데 문제가 발생함에 따라 1981년부터 5년마다 통화 바스켓을 결정함과 동시에 편입 통화가 축소되었다. 유로존 출범 이후 2001년부터는 미국 달러(USD), 유로존 유로(EUR), 영국 파운드(GBP), 일본 엔(JPY)으로 구성되고 있다.

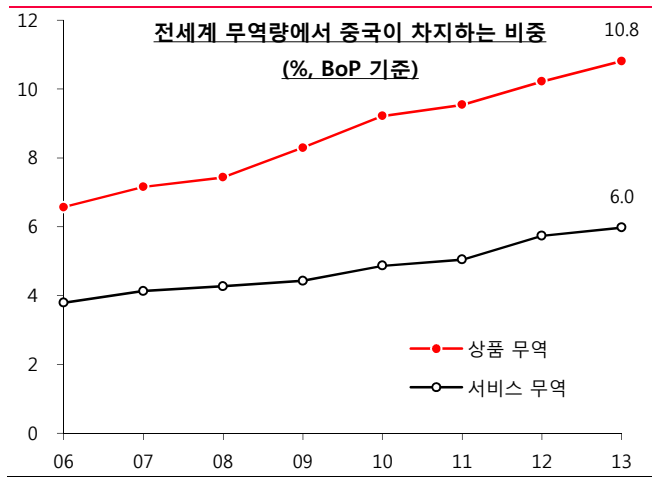
2011년 개편된 구성통화 가중치는 현재 달러화 41.9%, 유로화 37.4%, 파운드화 11.3%, 엔화 9.4%이며, 2016년 개편에 중국 위안화(CNY)의 구성통화 편입 가능성이 지속적으로 제기되고 있는 상황이다.

11월 30일 예정된 IMF 집행이사회에서 위안화의 특별인출권(SDR) 편입이 결정된다. 최근 발표된 IMF의 평가보고서에 따르면 위안화는 그간 SDR 편입에 걸림돌이었던 사용 편의성 통화(Freely Usable Currencies)의 요건을 충족하는 것으로 평가되었으며, 이에 따라 30일 IMF 집행이사회에서 위안화의 SDR 편입은 확실시되는 상황이다. 대부분이 위안화의 SDR 편입에 우호적 입장을 보이고 있고, 미국 역시 IMF의 기준을 충족할 경우 위안화 SDR 편입을 지지할 것이라고 입장을 밝혔기 때문이다.

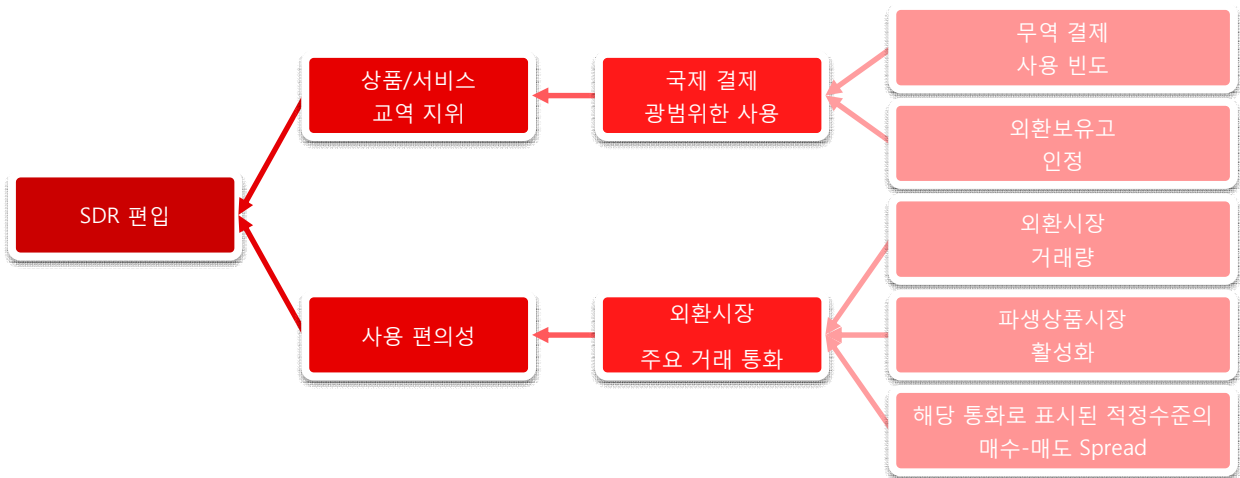
<그림 2> 중국의 상품 무역규모는 WTO 가입 이후 연평균 17.1% 증가, '14년 기준으로 43조원 규모에 달함



<그림 3> 전세계 무역량에서 중국이 차지하는 비중은 상품무역 10.8%, 서비스 무역 6.0%, 합계 9.8% 수준임



<그림 4> SDR 편입 조건 중국은 상품/서비스 교역 지위에서는 높은 평가를 받았으나 사용 편의성 측면에서는 미흡하다고 평가되었음. 그러나 위안화 국제화 진전에 따라 향후 위안화의 사용 편의성이 확대되는 점을 감안 IMF는 위안화 SDR 편입에 우호적인 평가



자료: IMF, 중국 해관총서, 하이투자증권 리서치센터

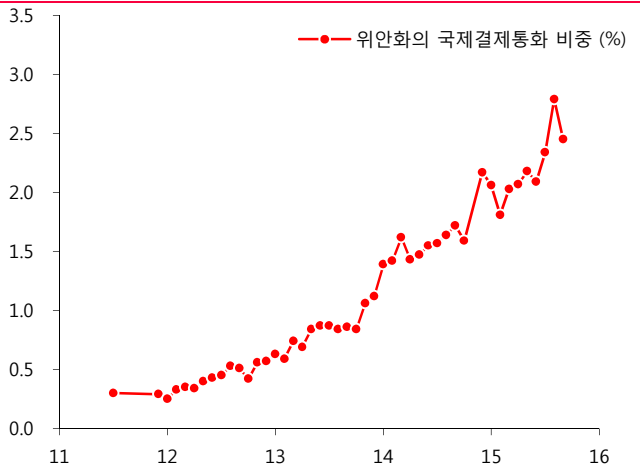
위안화 SDR 편입이 확실시되는 가운데, 관건은 SDR 편입 비중이다. 위안화는 2014년 1월에는 국제결제통화 중 1.39%의 비중에 불과했고, 순위도 호주달러(AUD)에 이어 7위에 그쳤으나, 최근 역외 위안화 청산은행 설치와 당국의 지원 및 국제화 진전에 힘입어 8월에는 일본에 이어 순위가 4위로 상승하는 등 국제결제통화로서 비중이 점차 상승하고 있다.

그러나 지속적으로 위안화 국제화가 전진되고 있음에도 불구하고, 금융거래에서 차지하는 비중은 여전히 미미하다. 특히 SDR 편입 비중 조정에서 무역 가중치를 낮추고 금융거래에서의 비중을 확대하는 방식을 사용할 가능성이 높다는 점을 감안하면 세계 1위의 무역규모를 가지고 있음에도 불구하고 위안화가 SDR 통화 바스켓에서 차지하는 비중은 10%에 그칠 전망이다. 위안화가 SDR에 편입될 경우에도 준비 기간을 감안하면 실질적인 편입은 2016년 10월이 될 것으로 예상된다.

<표 1> 위안화는 국제결제통화에서 245%로 5위 비중을 차지하고 있음

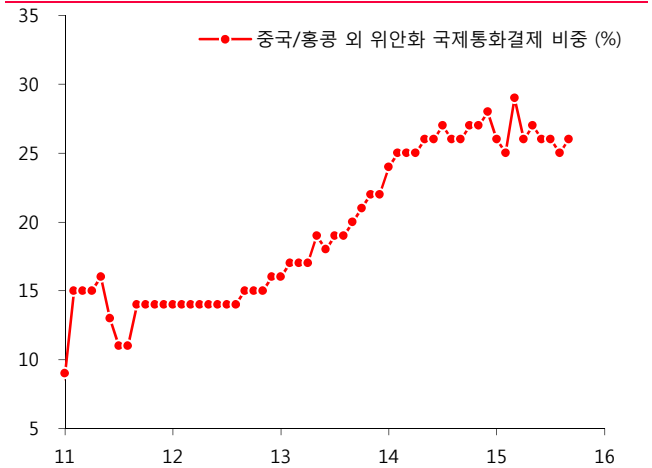
순위	2014년 1월		2015년 9월	
	통화	비중	통화	비중
1	미국 USD	38.75	미국 USD	43.27
2	유로존 EUR	33.52	유로존 EUR	28.63
3	영국 GBP	9.37	영국 GBP	9.02
4	일본 JPY	2.50	일본 JPY	2.88
5	캐나다 CAD	1.80	중국 CNY	2.45
6	호주 AUD	1.75	캐나다 CAD	1.81
7	중국 CNY	1.39	스위스 CHF	1.62
8	스위스 CHF	1.38	호주 AUD	1.54
9	홍콩 HKD	1.09	홍콩 HKD	1.12
10	태국 THB	0.98	태국 THB	0.94
11	스웨덴 SEK	0.97	스웨덴 SEK	0.93
12	싱가포르 SGD	0.88	싱가포르 SGD	0.90
13	노르웨이 NOK	0.80	노르웨이 NOK	0.69
14	덴마크 DKK	0.60	폴란드 PLN	0.53
15	폴란드 PLN	0.58	남아공 ZAR	0.45

<그림 5> 위안화가 국제결제통화에서 차지하는 비중은 꾸준히 증가



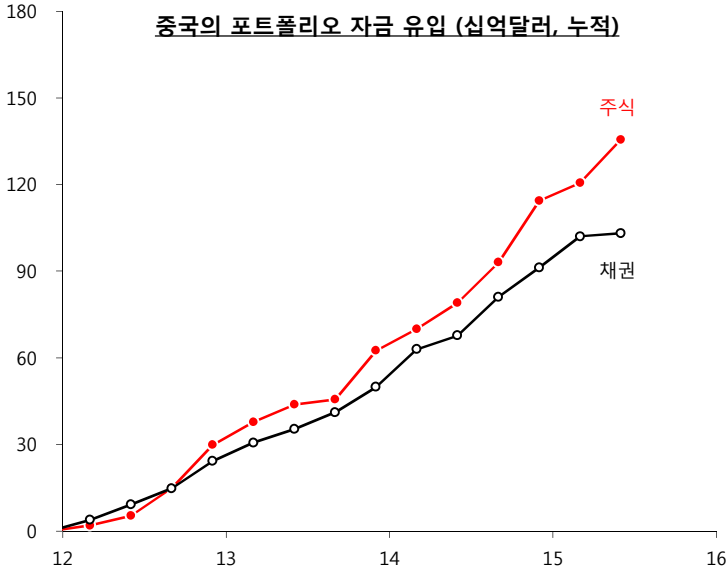
자료: SWIFT, 하이투자증권 리서치센터

<그림 6> 역외 지역의 위안화 국제 결제 비중도 최근 25% 수준으로 상승



국제 금융시장에 단기적 영향은 小. 중장기적 전망은?

<그림 7> 중국 경제에 대한 우려에도 불구하고 포트폴리오 자금 유입은 지속되고 있음



자료: 중국 외환관리국, 하이투자증권 리서치센터

SDR 총 발행량은 1,409억달러(2014년말 기준)로 약 11조 달러로 추정되는 전세계 외환보유고에서 차지하는 비중은 1% 초반에 불과하다. 또한 SDR의 특성 상 실물거래에 사용되는 통화라기보다는 개념상의 가상화폐이므로 위안화 편입으로 당장 큰 변화가 발생하는 것은 아니다.

위안화의 SDR 편입은 위안화 국제화의 진전을 나타내는 상징적인 이벤트로 받아들여야 할 것이다. 현재 SDR 편입에 따른 포트폴리오 조정은 대부분 완료된 것으로 판단된다. 단기적으로 국제 금융시장에 미칠 영향은 위안화 자산 수요 확대 기대에 따른 심리적 효과에 따른 포트폴리오 자금 유입이 주된 내용이 될 전망이다.

위안화 국제화 진전의 영향을 포트폴리오 자금 유출입-자산 가격에 대해 분석한 당사의 모형에 따르면 SDR 편입 등 위안화 국제화 진전에 따라 10년여에 걸쳐 채권 1조 3,904억달러, 주식 1조 1,600억달러의 포트폴리오 투자가 추가적으로 유입될 것으로 예상된다.

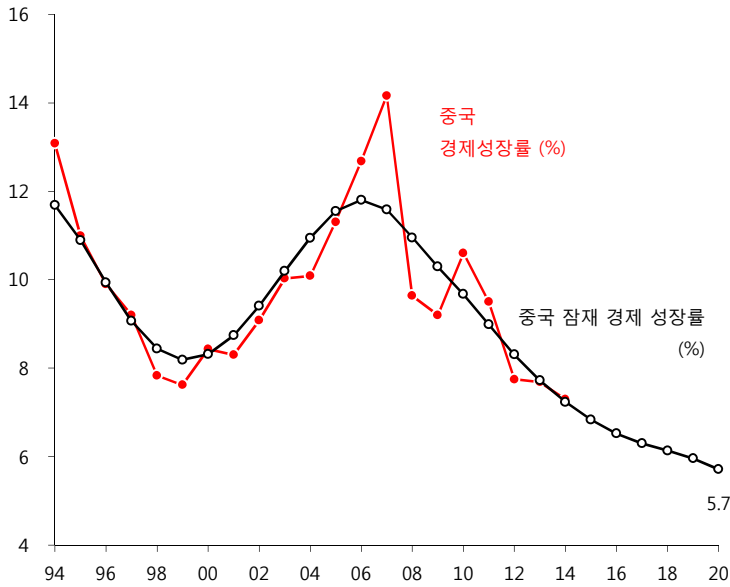
이는 주식-채권 자산 가격에 모두 우호적으로 작용, 향후 5년간 상해종합지수를 9.94% 상승, 국채 10년물 금리를 98.8bp 하락시킬 것으로 추정된다. 이로 인해 위안화는 달러화 대비 5년에 걸쳐 3.07% 절상될 것으로 예상된다.

<표 2> 위안화 국제화 진전에 따른 포트폴리오 자금 유입 및 주식시장, 채권시장, 외환시장 영향

항목	영향
자금 유입	<ul style="list-style-type: none"> · 2025년까지 10년간 위안화 국제화 진행에 따른 포트폴리오 투자 유입은 채권 1조 3,904억달러, 주식 1조 1,600억달러 전망 (총 2조 5,504억달러) · 분기 평균으로는 채권 386.2억달러, 주식 322.2억달러의 추가적인 포트폴리오 자금 유입이 발생할 것으로 예상
주식 시장	<ul style="list-style-type: none"> · 포트폴리오 자금 유입은 전반적으로 주식시장에 우호적인 요인으로 작용 · 위안화 국제화의 진행에 따른 포트폴리오 자금 유입은 5년간에 걸쳐 상해종합지수를 9.94% 상승시킬 것으로 예상
채권 시장	<ul style="list-style-type: none"> · 중국 채권은 SDR 편입에 최대 수혜를 받게 될 것으로 전망 · 각국의 외환보유고 다변화 및 중국과의 교역이 높은 비중을 차지하는 국가들이 위안화 표시자산 외환보유고에 보유 유인 확대 · 위안화 국제화의 진행 영향에 따른 포트폴리오 자금 유입은 5년간 국채 10년물 금리 기준으로 98.8bp 하락시킬 것으로 예상
외환 시장	<ul style="list-style-type: none"> · 포트폴리오 수지 변화로 추정, SDR 편입 등 위안화 국제화로 인한 위안화의 달러화 대비 절상률은 5년에 걸쳐 3.07% 전망 · 분기 평균으로는 0.15%에 불과하며, 이로 인해 중국의 수출 경기가 받게 되는 충격은 제한적일 것으로 판단

자료: 하이투자증권 리서치센터

<그림 8> 중국의 잠재 성장률은 지속적으로 하락, 2020년에는 5.7%로 하락할 것으로 예상되고 있음



자료: IMF, 하이투자증권 리서치센터

문제는 중국 경제가 ① 인구구조 변화에 따른 생산가능인구 증가율 둔화, ② 산업구조 고도화에 따른 생산성 증가율 둔화, ③ 투자 증가율 둔화로 성장률이 구조적으로 둔화되는 국면이라는 점이다.

① 중국의 핵심 생산가능인구(25-54세) 비중은 2015년을 기점으로 점차 감소하고 있으며, 증가율 역시 2020년 이후에는 (-)로 전환될 것으로 예상된다. 이는 노동투입 증가율의 둔화를 의미하며, 잠재 성장률 하락 압력으로 작용한다.

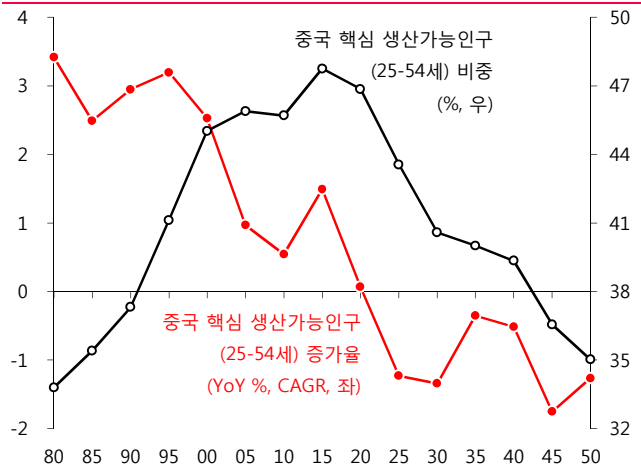
② 산업구조가 점차 고도화됨에 따라 중국은 더 이상 추종자(Follower)로서 얻을 수 있는 높은 수준의 생산성 증가를 유지할 수 없게 된다. 생산성 개선이 중국의 잠재 성장률에 기여하는 정도는 2014-2030년 평균 5.1%p 수준으로 고도 성장기인 2008-2013년 평균 8.6%p의 60% 수준에 불과하다.

③ 투자 증가율 둔화 역시 앞서 설명한 요인들과 복합적으로 작용하면서 성장률 둔화에 기여할 전망이다. 낮은 임금

등 생산기저로서의 중국의 매력이 점차 낮아지면서 글로벌 기업들의 생산기지가 베트남, 미얀마 등 저임금 지역으로 이동하고 있다. 해당 지역에서는 이를 바탕으로 높은 성장률을 구가하고 있으나, 중국은 제조업 부문의 투자 증가율이 둔화되면서 성장 둔화의 하방 압력으로 작용하고 있다.

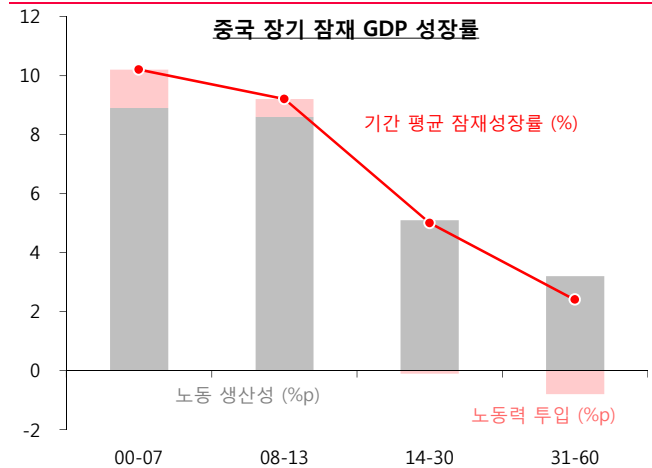
성장률이 구조적으로 둔화되는 국면이라는 점은 중국의 고성장을 기반으로 한 위안화 표시 자산의 매력도가 낮아짐을 의미하며, 이는 위안화 국제화에 따른 위안화 자산 수요 증가를 상쇄하는 요인으로 작용할 수 있다.

<그림 9> 중국의 핵심 생산가능인구 비중은 '15년을 정점으로 감소세를 보일 전망이며, 절대적인 증가율도 '20년 이후 (-)로 전환될 전망



자료: UN, OECD, 하이투자증권 리서치센터

<그림 10> 고도 성장기와 같은 높은 노동생산성 증가는 더 이상 지속되기 힘든 상황이며 이는 잠재 성장률 하방 압력으로 작용할 전망이다



국내 금융시장 영향: 위안화 표시 자산의 대체재 vs. 보완재

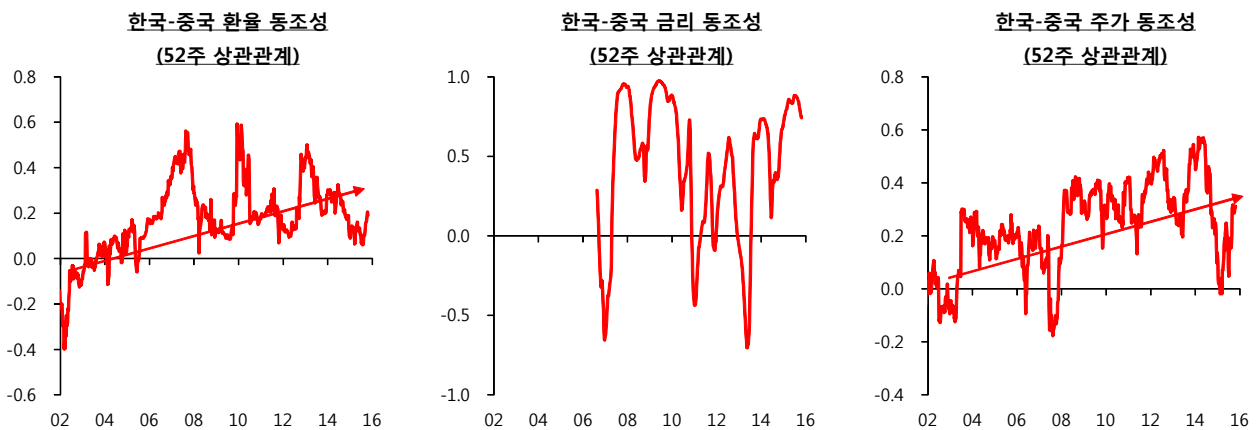
국내 금융시장 영향은 중장기적으로 향후 위안화 표시 자산과 원화 표시 자산의 관계에 따라 그 양상이 크게 달라질 수 있다. 최근 한국 경제의 對 중국 의존도가 높아지면서 원화 표시 자산과 위안화 표시 자산은 전반적으로 동조하는 모습을 보이고 있으며, 현 단계에서는 두 자산군은 수요 증가가 동반되는 보완재적 관계로 볼 수 있다.

만약 이러한 보완재적 관계가 유지된다면 국내 금융시장에도 우호적 영향이 예상된다. 한국과 중국의 자산 가격 동조성이 유지된다고 가정했을 때 SDR 편입 등 위안화 국제화 영향으로 5년간 주식은 2.28% 상승, 원/달러 환율은 2.51% 하락, 국채 3년물 금리를 19.7bp 하락 영향을 받을 것으로 예상된다. 중국 금융시장 영향과 방향은 동일한 것으로 추정되나, 그 강도는 직접적으로 영향을 받는 중국 금융시장에 비해 작은 수준일 것으로 예상된다.

문제는 향후 위안화 국제화의 진행에 따라 두 자산군의 관계가 한 쪽이 수요가 증가하면 다른 쪽이 수요가 감소하는 대체재적 관계로 변화할 수 있다는 점이다. 글로벌 외환시장에서 원화는 위안화의 프록시 헤지(Proxy Hedge)의 대상으로 인식되고 있으나, 위안화 국제화 및 금융시장 개방, 제도 정비 등이 단계적으로 진행됨에 따라 원화 표시 자산을 통해 간접적으로 투자하기보다는 위안화 표시 자산에 대한 직접적 투자 수요가 강해지면서 프록시 헤지 수요가 사라질 수 있다.

이 경우 현재 한국-일본이 가지고 있는 Pair Trading 관계가 한국-중국에도 나타나면서 위안화 국제화 진전이 포트폴리오 자금 유입에 부정적인 요인으로 작용할 수 있다. 위안화 국제화는 이러한 측면에서 중장기적으로 국내 금융시장에 약이 아닌 독으로도 작용할 수 있다는 판단이다.

<그림 11> 국내 금융시장과 중국 금융시장의 동조성 주가와 달러화 대비 환율의 동조성은 점차 높아지는 경향을 보이고 있으며, 금리는 최근 1에 가까운 상관 관계를 보이고 있음



자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치센터

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여

▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.

▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.

▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.

▶ 당 보고서에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김진명, 박상현)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.