

홍콩 사태가 불러올 금융대란... 위안화 기습 인하 대비해야

중국의 홍콩 국가보안법 제정에 맞대응하려는 미국의 대중국 압박 수위가 점점 높아가는 가운데, 5월 마지막 주 위안화가 큰 폭으로 인하됐다. 홍콩 역외시장에서 달러 대비 위안화 환율은 7.2위안을 넘보고 있다. 이는 2010년 홍콩 역외시장이 개설되고 나서 가장 높은 수준이다. 중국 중앙은행인 인민은행도 3일 연속 달러위안 거래 기준 고시환율을 끌어올리며 지난 5월 29일 7.1316위안에 고시했다. 이는 연초 1월 21일 6.8606 위안에 비하면 넉 달여 사이 4% 인하된 것이다.

중국 외환시장은 개방시장이 아닌 만큼, 중국 역내시장에서 위안화의 자유로운 수요 공급에 의한 시장거래는 불가능하다. 인민은행 고시 환율에 의한 교환만이 가능하다. 따라서 중국은 2010년 7월부터 홍콩에 역외시장을 개설해 외부와 거래하고 있다.

이렇게 위안화 가치가 급락하면서 시장에서는 미국과 중국 간 '환율 전쟁' 우려가 커지고 있다. 문제는 지금까지의 인하 폭이 아니다. 앞으로 위안화가 더 큰 폭으로 인하될 가능성이 있다는 점이다. 특히 미국의 홍콩 특별지위 박탈로 예기치 못한 많은 변화가 예상된다.

홍콩특별지위 박탈로 금융허브 흔들려

미국이 홍콩 국가보안법을 통과시킨 중국 정부를 겨냥해 금융허브인 홍콩의 특별지위 박탈 절차를 추진함과 동시에 '자본이탈' 가능성을 경고했다. 미국은 홍콩이 영국으로부터 중국에 이양되기 5년 전인 1992년 홍콩정책법을 제정해 그간 홍콩에 무역, 관세, 투자, 비자 발급 등에서 특별한 대우와 혜택을 베풀어왔다. 1997년 영국이 홍콩을 중국에 반환할 때 반환 조약에 몇 가지 조건이 있었다. '2047년까지 영국의 법체계를 유지하고 영국의 금융체계를 유지한다. 곧 언론의 자유, 표현의 자유, 결사의 자유를 보장한다. 그렇지 않을 경우 조약은 무효다.' 이 조건을 중국공산당은 약속했다. 그런데 약속을 깬 것이다.

이번 미국의 홍콩 특별지위 철회는 중국에 큰 타격을 줄 전망이다. 금융산업은 신뢰를 기반으로 하는 산업이다. 그런데 신뢰가 흔들리고 있다. 홍콩 금융가들의 탈출도 예상된다. 중국이 지난 5월 28일 열린 전국인민대표대회에서 홍콩보안법을 통과시키자 영국은 홍콩 반환 이전에 '영국 해외시민권'을 갖고 있던 홍콩 시민 31만4000명에게 영국 시민권 제공을 추진하겠다고 발표했다. 대만과 싱가포르도 홍콩 시민들의 유력한 이민 대상국으로 떠오르고 있다.

하지만 미국 기업들도 타격을 받기는 마찬가지다. 중국은 외환시장을 개방하지 않아 홍콩은 미국 기업과 금융사들이 중국 시장으로 들어가는 통로다. 중국 투자의 절반 이상이 홍콩을 통해 이루어지고 있다. 홍콩에서 활동하는 미국 기업이 1300여개에 이른다. 또 홍콩달러는 미국 달러화에 연동되어 있어 미국 기업들이 활동하기 편했는데, 미국이 홍콩의 특별지위를 박탈하면 중국뿐 아니라 미국 또한 아플 수밖에 없다.



중국의 경상수지 적자와 위안화 고평가

우리가 주목해야 할 것은 최근 중국 경제에 근본적인 문제점이 노출되고 있다는 사실이다. 무역수지 흑자가 점점 줄어들고 자본수지 적자가 늘어나면서 경상수지 흑자 규모가 현저히 감소하고 있다. 수출 지상주의로 국가경제를 이끌어왔던 중국 경제가 근본부터 흔들리고 있는 것이다.

실제 중국의 2019년 상반기 경상수지는 17년 만에 처음으로 적자를 기록했다. 그런데 무역 전쟁으로 중국의 수출이 더 줄어들어 경상수지가 적자로 전환된다면 중국으로서의 견디기 힘든 치명타가 될 공산이 크다. 한마디로 쓰는 돈보다 버는 돈이 더 많았던 흑자국가가 쓰는 돈이 버는 돈보다 더 많은 적자국가가 되어 가는 것이다. 이는 국가적 비상사태다.

경상수지를 다시 흑자로 돌려놓는 방법은 있다. 중국의 수출상품이 다시 경쟁력을 확보하는 길이다. 기술개발과 생산성을 높여 품질경쟁력을 확보하는 길이 하나요, 다른 하나는 위안화의 평가절하를 통해 가격경쟁력을 높이는 길이다. 전자는 시간과 노력이 필요한 일이고, 후자는 손쉬운 일이지만 하지만 환율 전쟁을 야기하는 일이라 미국과 세계 각국이 눈을 부릅뜨고 지켜보고 있다.

하지만 중국 위안화의 실질실효환율이 글로벌 금융위기 이전인 2007년에 비해 이미 36.3%나 높아져 있다. 이는 위안화가 그만큼 고평가되고 있다는 뜻이다. 중국의 수출경쟁력이 그만큼 약화되었다는 의미이기도 하다. 실제 중국의 물가는 옛날처럼 싸지 않고, 인건비 또한 낮지 않다. 이래서는 중국의 수출이 살아날 방법이 없다. 중국은 수출을 살리고 일자리를 늘리려면 당장 36%만큼 위안화의 평가절하를 단행해야 하는데, 오히려 트럼프의 위안화 절상 압력으로 이리지도 저리지도 못하는 형국이다.

참고로 우리가 흔히 쓰는 환율은 명목환율이다. 실질환율은 비교 대상인 2개국 간 물가지수 변동을 반영해 명목환율에 상대물가지수(외국물가/자국물가)를 곱해 계산한다. 실효환율은 주요 교역상대국의 명목환율을 교역량으로 가중평균한 환율이다. 실질환율 개념과 실효환율 개념을 합해 실제 수출 가격경쟁력을 가능하게 하는 것이 실질실효환율이다.

중국 위안화가 고평가되었다는 것은 경제규모 대비 통화량 증가율만 보아도 뚜렷하다. 2005년 미국과 중국

의 M2(광의 통화량)/GDP 비율이 각각 미국 90%, 중국 150%였고, 당시 환율은 1달러당 8.79위안이었다. 그런데 이 비율이 2019년에는 미국 72%, 중국 200%다. 경제 규모 대비 중국의 통화량이 미국에 비해 훨씬 많이 늘었음을 알 수 있다. 양국 간 경제 규모 대비 통화량 증가율을 비교해 보면 현재 달러당 위안화는 10위안화 이상 가야 할 것이다.

중국의 덩샤오핑은 1978년에 유명한 백묘흑묘론을 내세우며 중국의 개방화와 세계화를 선언했다. 흑묘백묘론이란 '고양이 색깔이 검은 희든, 쥐만 잘 잡으면 좋은 고양이'라는 뜻이다. 실사구시의 의미이다. 실사구시란 '실질적인 것에 의거하여 사물의 진리를 찾는다'는 뜻이다. 중국의 환율정책이 바로 그랬다.

중국은 1980년 개방 초기에 이중환율제도를 실시했다. 수출기업에는 달러당 2.8위안, 외국인 직접투자나 관광객 그리고 민간에는 달러당 1.5위안으로 환전해 주었다. 일종의 수출보조금제도 성격이었다. 당시 암시장 환율 등 3개의 환율이 동시에 존재해 외국인들을 힘들게 했다. 그 뒤 이중환율제도가 수출보조금 역할을 한다는 교역상대국들의 주장으로 1984년 이중 환율제도를 통합하여 달러당 2.8위안으로 통일했다.

그 뒤 덩샤오핑을 위시한 중국 지도부는 중국이 수출로 일어나기 위해서는 위안화의 평가절하가 긴요하다고 보았다. 위안화의 가치가 쌀수록 수출품의 가격경쟁력은 강해지기 때문이다. 더구나 기술과 자본이 없는 후진국의 경제발전이 대부분 그렇듯 중국은 값싼 노동력을 무기로 세계의 공장을 자임하는 전략을 추구했다. 이 전략의 핵심요소가 환율이었다.

위안화의 가치가 쌀수록 임금이 싸져 외국 기업의 중국 투자가 늘어났다. 중국 정부는 1985년 플라자합의 이후 가치가 떨어지는 달러에 대항하기 위해 중국 역시 위안화 평가절하에 속도를 내기 시작했다. 1986년에 달러당 3.29위안, 1989년에는 4.7위안, 1990년 5.2위안으로 연속적으로 평가절하를 단행했다. 이때부터 중국은 경상수지 흑자국으로 돌아섰다.

이렇게 위안화는 계속 계산식으로 평가절하되다가 1994년 한꺼번에 무려 40%나 평가절하되어 달러당 8.8위안이 되었다. 너무 과하다고 생각했는지 이듬해 8.3위안으로 절상했다. 그래도 달러당 2.8위안이 11년 만에 8.3위안이 되어 무려 300%나 평가절하

된 것이다. 이는 제조업 경쟁력을 확보하고 외국 자본을 유치하기 위한 덩샤오핑의 국가적 작전이었다.

중국의 대폭적인 위안화 평가절하는 달러 기준으로 볼 때 인건비가 3분의 1로 줄어든 효과를 불러왔다. 제조업은 인건비가 싼 나라로 몰리는 법이다. 이때 세계의 자본이 중국으로 몰리는 바람에 동남아와 우리나라는 외환위기를 맞게 된다. 반면 중국은 외국인 투자자본 유입과 공장 이전 덕분에 경제 규모에서 일본을 따돌리고 세계 2위의 경제대국으로 부상한다.

치명적 역주행, 중국 위안화의 고평가

중국은 1994년부터 2005년까지 위안화 가치를 달러당 8.3위안에 고정시켰던 '고정 환율제도', 즉 페그제를 시행했으며 막대한 무역흑자를 달성했다. 그러자 미국을 비롯한 경쟁국들이 위안화의 평가절상을 강력히 요구했다. 중국 정부는 2005년 7월 달러 페그제를 폐기하고, 11개 통화로 구성된 복수 통화를 가중평균해서 환율을 결정하는 '복수통화바스켓 관리변동환율제도'를 채택했다. 중국 정부도 위안화의 국제화를 위해서는 변동환율제로의 이행이 불가피하다고 판단했다. 하지만 완전한 '자유' 변동환율제가 아닌 '관리' 변동환율제를 택했다.

그 뒤 중국은 위안화를 점차 절상시켜 2014년에는 달러당 6위안이 되었다. 10년 사이에 위안화 가치가 30% 절상된 것이다. 이것이 중국의 치명적 실수였다. 이 시기 중국 위안화의 달러 대비 실질실효환율은 계속 절하되었는데, 오히려 절상을 했으니 역주행을 한 것이다. 결국 중국 내 인건비 상승과 중국 생산수출상품의 가격경쟁력이 현저히 상실되어 경쟁국들이 중국 내 생산기지를 주변 베트남과 인도 등으로 옮기기 시작했다. 더불어 중국은 무역흑자가 급격히 줄어들어 경상수지가 점점 악화되어 갔다.

게다가 2015년 이후 미국의 금리인상 행진으로 세계적 유동성 축소가 중국의 성장세 둔화로 나타나자 중국 정부는 다시 위안화 환율을 인상하기 시작해 오늘에 이르렀으나 결과적으로 실기(失機)를 면치 못했다.

경제학에 '불가능한 삼위 일체'라는 것이 있다. 한 국가가 '자유로운 자본이동, 독자적 통화정책, 안정된 환율'을 모두 구현하기는 힘들며, 이 중 두 가지를 선택해야 한다는 뜻이다. 미국 등 선진국은 대체로 안정된 환율을 포기하는 대신 자유로운 자본이동을 택했다. 반면 중국은 전통적

▲ 홍콩 환전소 앞을 지나는 시민들

으로 독자적 통화정책과 고정적 환율을 선택하고 자본이동을 통제해왔다.

2015~2016년 헤지펀드가 위안화 고평가의 뱀새를 말고 홍콩 위안화 시장을 공격한 적이 있었다. 당시 헤지펀드들은 공공연히 중국 위안화가 40% 정도 절하될 것이라 공언했다. 만약 중국 정부가 무릎을 꿇는다면 1997년 아시아 외환위기 같은 폭풍이 몰려올 수도 있었다. 중국 정부는 막대한 달러를 풀어 이들의 공격을 막아냈다. 12월 한 달에만 중국 외환보유고가 1000억달러 이상 감소했다. 18개월 동안 줄어든 중국의 외환보유액은 무려 7000억달러였다.

그 뒤 헤지펀드는 위안화 고평가가 해소되지 않았음에도 더 이상 준동하지 않았다. 결국 중국 정부가 헤지펀드를 막아냈다고 보기보다는 미국 정부가 위안화 평가절하를 원치 않아 헤지펀드의 위안화 약세에 베풀지 못하도록 손슨 것으로 이해된다. 헤지펀드들에는 두 가지 맞서지 않는 물이 있다. 하나는 경제흐름의 대세에 맞서지 않는다는 것, 또 다른 하나는 정부의 뜻에 맞서지 않는 것이다.

헤지펀드의 공격? 홍콩달러 위험할 수도

이번 홍콩 사태로 앞으로 홍콩 금융시장이 축소되고 경제력이 줄어들면 홍콩달러 역시 약세로 갈 수밖에 없다. 지금 홍콩은 페그제를 시행하고 있다. 곧 미국 달러에 홍콩달러를 묶어놓아 7.75~7.85 범위 내에서 유지하고 있다. 이런 홍콩달러가 최근 빠른 속도로 약세를 보이고 있다. 투자자들이 홍콩의 미래에 대해 불안해하는 게 홍콩달러 가치에 반영된 것이다.

앞으로 헤지펀드가 홍콩달러를 공격할 가능성이 있다. 미국 정부가 홍콩 특별지위 박탈 등 그간 홍콩 금융허브 성장을 위해 베풀었던 특별대우와 혜택을 철회해 중국 외환시장의 창구인 홍콩 금융시장에 타격을 줄 생각이라 헤지펀드로서는 허가받은 장(場)이 서는 셈이다.

헤지펀드가 준동하면 홍콩의 앞날이 만만치 않다. 홍콩 정부의 외환보유고는 5000억달러 정도 된다. 여기에 중국도 거들겠지만 중국의 형편도 어려운 실정이다. 중국적 통화정책, 안정된 환율'을 모두 구현하기는 힘들며, 이 중 두 가지를 선택해야 한다는 뜻이다. 미국 등 선진국은 대체로 안정된 환율을 포기하는 대신 자유로운 자본이동을 택했다. 반면 중국은 전통적

것이라는 예단은 아직 이르

다. 왜냐하면 홍콩을 잃는 것은 미국 역시 아프기 때문이다. 아직까지는 중국 금융시장과 외환시장의 연결고리인 홍콩을 대체할 마땅한 수단이 여의치 않다. 지금 중국은 외환시장은 개방치 않더라도 금융시장은 개방하고 있는 중이다. 미국 투자은행들이 중국 금융시장에서 수익도 제법 올리고 있다. 결국 해답은 웰스 트리트가 쥐고 있다. 미국에서는 커튼 뒤 자본권력이 정치권력보다 센 경우가 왕왕 있다. 트럼프의 홍콩 사태 관련 기자회견이 구체적인 알맹이 없이 맹물로 끝난 이유가 여기에 있는 것 같다.

인플레이션 대비 포트폴리오 다시 짜야

미·중 무역 전쟁이 기술전쟁, 패권 전쟁, 환율 전쟁, 화폐 전쟁, 군사 대립 등으로 확산일로로 견고 있다. 미국의 남중국해 시위와 홍콩 때리기 등 전방위 공격이 지나치다고 중국 정부가 판단하면 이쯤에 중국은 위안화의 기습적 대폭 절하로 맞설 수 있다. 위안화를 서서히 평가절하시키면 외국 자본이 중국에서 빠져나간다. 중국으로서의 대단한 악재이다. 중국 정부는 이를 피하기 위해 일시에 기습적으로 위안화를 대폭 평가절하한 후 서서히 절상시키면 오히려 외국 자본이 중국으로 들어오는 효과를 거둘 수도 있다.

위안화 대폭 절하야말로 중국이 수출경쟁력을 회복하여 경상수지 적자를 다시 흑자로 전환시키고 외국 자본을 중국에 끌어들이 수 있는 거의 유일한 방법이기 때문이다. 만약 이러한 홍콩달러의 약세와 위안화의 기습 인하 가능성에 대처한다면 정부와 일반 투자자들은 어떤 준비를 해야 하나?

일단 정부는 소비자물가 상승 곧 인플레이션 대비책을 사전에 마련해야 한다. 위안화 약세는 곧 우리 원화의 약세를 의미한다. 두 통화 간의 연동성이 높기 때문이다. 원화 약세는 수출기업들에게는 호재이나 수입 물가를 자극해 일반 서민들에게는 악재이다. 정부는 위안화 약세와 기습 인하에 대한 등급별 시나리오 대응책을 수립해 만약의 경우에 대비한 플랜을 사전에 갖고 있어야 한다. 그래야 즉각적인 대응으로 소비자물가 상승을 어느 정도 선에서 막을 수 있다.

일반 투자자 입장에서 포트폴리오에 금, 은, 달러, 유로화 투자 등을 추가해야 한다. 잘 알다시피 우리 원화는 위안화에 연동되어 있다. 위안화가 평가절하된다면 자동적으로 원화가 평가절하된다. 이에 대비한다면 위안화나 원화 표시 자산보다는 달러 표시 자산에 투자해야 한다.

또 위안화 약세가 진행되는 동안에는 중국이나 한국의 주식, 채권보다는 미국 주식과 채권 비중을 늘릴 필요가 있다. 사실 중국이나 한국 주식은 성장 가능성이 높은 주식이다. 하지만 관련 통화 약세 기간에는 좀 피해 있어야 한다. 그래서 위안화 약세가 진행되는 동안에는 중국이나 한국 주식, 채권보다는 미국 주식과 채권 비중을 늘리고, 위안화 약세가 끝났다고 판단되면 그때 가서 중국이나 우리 주식의 비중을 늘리는 게 바람직하다.