

‘위안화 스와프 라인’과 긴급자금 대여국으로서 중국의 새로운 역할: 아르헨티나 사례가 주는 증거*

로드리고 루이즈 메데이로스 다 실바 라틴아메리카 통합연방 대학교

이 글은 두 부분으로 구성되어 있다. 첫째, 중국의 국내 통화인 위안화의 국제화에서 현 상태를 평가한다. 자국 통화의 국제적 지위를 획득하려는 중국의 목표 이면에 있는 동기에 대해서 논의할 것이다. 또한, 위안화의 국제화를 위한 공식적인 계획들을 살펴본다. 공식적인 계획들 중에서 이 글은 위안화 스와프를 구축한 것에 주목한다. 이것은 중국의 중앙은행과 몇몇 다른 나라의 중앙은행들이 서로에게서 통화를 매수하고 재매수하는 것을 허용하는 공식적인 크레딧 라인(credit line)이다. 둘째, 중국-아르헨티나 ‘스와프 라인’에 대한 사례 연구다. 한때 자국 화폐의 평가절하가 압박한 상황에서 국내 외환시장을 안정시키기 위해 상당히 많이 유입한 위안화의 덕을 봤던 한 나라의 상황에 대한 특징을 살펴보고자 한다. 이 글은 아르헨티나가 외환 위기를 모면한 것은 긴급자금 대여국으로서 중국의 새로운 역할이 없었다면 불가능했을 것이라는 가설을 옹호한다.

주제어 위안, 인민폐, 통화 정책, 국제화, 스와프

I. 서론

국내 총생산이나 교역량을 기준으로 볼 때 세계 경제에서 중국이 차지하는 비중의 증대는 중국의 통화인 위안화의 잠재적인 국제적 지위에 대한 논쟁을 가열시켰다. 사실 중국은 1999년에 일본을, 그리고 2014년에는 미국을 따라잡

* 이 글의 초고를 쓸 수 있도록 적절한 환경을 아낌 없이 제공해 주신 홍콩대학교(The University of Hong Kong) 부동산건축학과와 K. W. Chau 교수께 감사드린다. 또한, 전문가들과 아이디어에 대해 논의할 기회를 제공해 주신 서울대학교 아시아연구소(SNUAC)와 특히 임현진 교수께도 감사드린다.

번역: 이윤수/서울대학교 정치외교학부 석사과정

음으로써 최근 세계 최대 규모의 경제가 되었다.¹ 중국은 또한 세계 최대의 수출국으로서 2009년에 독일을 추월했다.² 점점 커지는 중국의 경제적 영향력을 보여주는 이러한 이정표들을 고려했을 때 국제 거래에서³ 위안화 사용의 확대는 예측 가능한 현상이다.

나아가 전 세계에 걸친 중국의 교역 및 부상하는 투자 흐름의 중요성과 국제 통화시장에서 위안화의 거침없는 존재감을 배경으로, 베이징의 고위 관료들은 위안화의 ‘국제화(internationalization)’를 공식적인 정책 목표로 명시했다.

확실히 국내 통화로 국제 거래를 수행하는 특권은 상당한 경제적 이점을 포함한다. 첫째, 위안화를 국제적으로 인정받는 통화로 전환하는 것은 중국의 은행들과 수출업자들을 환전과 환 노출 대비에 드는 비용의 부담에서 해방시켜 줄 것이다. 둘째, 국제 통화를 발행하는 것은 아마도 국제적으로 중국의 금융 영향력을 도모하는 하나의 방식일 것이며, 상하이의 금융 기관이 해외로 뻗어 나가는 것을 촉진할 것이다. 이는 예상컨대 해외에서 활동하거나 거래하는 중국 기업들에 양의 외부 효과와 효율성 증가를 가져다 줄 것이다. 셋째, 중국의 달러화에 대한 지나친 의존은 중국을 과도하게 미국 통화 정책의 독특성에, 즉 연방준비제도의 유동성 회수(liquidity reversals)의 필연적 결과인 무역금융의 갑작스러운 축소에 따른 위협에 노출한다. 달러화를 대체하는 국제적으로 인정받는 통화를 발행할 수 있는 능력은 이러한 위협을 감소시킬 것이다. 넷째, 완전히 국제화된 위안화는 국제수지상의 부조화를 교정하는 도구로 사용될 수 있는데, 이 부조화는 주로 자국 통화로 표시된 부채와 일반적으로 미국 달러화와 같은 주요 기축통화로 표시된 중국 보유의 외국 채권 사이에서 존재한다. 위안화에 대한 미국 달러화의 가치가 감소하면 중국의 해외 자산의 가치는 영향을 받지 않지만, 중국의 해외 부채의 가치는 달러 기준으로 증가한다. 다섯째, 결국에 위안화가 기축통화로 인정을 받게 되면 위안화는 공개적으로 중앙은행의 외환 포트

¹ 공식 환율이 아닌 국제통화기금(International Monetary Fund)의 구매력 평가지수(Purchasing Power Parity) 방식에 근거한 국내총생산(GDP) 평가치에 따른 것이다.

² 세계무역기구(World Trade Organization) 통계 자료에 따른 것이다.

³ 중앙은행이나 기타 공식 기관에 의해 행해지는 이전(transference) 이외에 상업적 그리고 금융적 목적으로 설명되는 이전도 포함한다.

폴리오에 포함된다. 그럴 경우 베이징은 워싱턴이 전통적으로 독점했던 역할인, 환율 격차에 처한 나라의 운명을 일방적으로 결정짓는 역할을 수행할 수 있게 된다. 이러한 능력은 세계 경제의 상태와 구조에 영향을 주고자 하는 중국의 의지에 좌우되는 전략적 수단이 될 수 있다.

따라서 중국의 정책 결정자들이 위안화를 주요 국제 통화와 기축통화로 승격시키는 것을 목표로 세웠다는 것은 납득할 만하다. 그러나 현재까지 위안화는 공인된 ‘태환가능’ 통화(convertible currencies)에 포함되지 않았으며, 상하이의 지위가 아직은 최상급의 금융 중심지로 격상되지도 않았다. 중국의 통화는 중국의 수출입 대금을 청구하는 데에도 거의 사용되지 않는다. 위안화의 국제적인 유통은 아직 작은 규모에 머물러 있다. 외국 기업이 중국의 자본 시장에서 차입하지 않는 것처럼, 외국 정부는 자국의 외환 보유로서 위안화로 표시된 자산을 공개적으로 보유하고 있지 않다.

그럼에도 불구하고 후진타오(胡錦濤) 주석이 『월스트리트 저널(*The Wall Street Journal*)』과의 인터뷰에서 추측한 바와 같이, 위안화를 국제 통화로 만드는 것은 “상당히 긴 과정”일 것이다.⁴ 이와 같은 전제에 동의하면서 이 글은 위안화를 국제 통화로 전환하고 적절한 때에 세계 주요 기축통화로 만든다는 목표를 향해 베이징이 착수한 느리고 점진적인 과정에 대해 분석한다. 이 글의 범위를 상술하자면, 다음 절에서 위안화의 국제화를 향한 베이징의 가장 중요한 조치들에 대해, 특히 이와 같은 시도들의 특정 종류인 ‘스와프 라인’에 초점을 맞추어 간략히 검토한다. 그 다음으로 2014년 중국-아르헨티나의 ‘스와프’ 협정에 대해 심도 있는 분석을 하는데, 여기서는 이전의 아르헨티나 국내 상황과 협정이 아르헨티나 외환 시장에 끼친 전반적인 영향을 서술한다. 또한, 어떻게 이러한 채널이 최남단 G-20 국가의 외환 보유에서 위안화의 존재감을 증대시켰는지, 어떻게 환율을 안정시키고 위안화의 잠재된 실질적인 태환성을 보증하는 흥미로운 선례를 만들어냈는지에 대해 강조하고자 한다.

⁴ “Q & A with Hu Jintao”, 『월스트리트 저널』, 2011년 1월 18일.

II. 국제적 위안화를 추구하는 중국 정책에 대한 검토

2008년 글로벌 금융 위기 이후 중국은 위안화를 국제화하기 위한 노력에 적극적으로 나섰다. 여기에서 이러한 목표를 가진 중국 정부가 추진했던 가장 관련성이 있는 공식적 조치들에 대해 개략적으로 서술하고자 한다. 최근 이러한 이슈에 대한 연구를 저술한 배리 아이켄그린(Barry Eichengreen)은 다음과 같이 언급했다.

중국의 관료들은 치밀하게 계산된 접근을 하고 있다. 국내외 회사들이 상업 거래를 위안화로 결제할 수 있도록 허가하는 것을 시작으로, 이후 위안화로 거래되는 금융 거래의 범위가 제한적이지만 확대되도록 허용했다. 이는 추가적인 금융상의 역할을 하도록 위안화를 사용하는 것으로, 특히 다른 나라들이 위안화를 외화로 보유하는 형태로 완결될 것이다(Eichengreen, 2013: 148).

아이켄그린의 상기 연대순 배열표를 수용하면서, 위안화 국제화 노력은 2009년 7월에 실시된 시범 사업으로 시작되었음을 강조한다. 이 시범 사업은 교역 상대가 아세안(ASEAN: Association of Southeast Asian Nations) 국가이거나 특별 행정 지역인 홍콩과 마카오일 경우 중국의 5개 주요 도시⁵가 위안화를 사용해 교역할 수 있도록 허가한 것이다. 2010년에 이 사업은 중국 본토의 20개 성으로 확대되어 이 지역의 기업들은 위안화로 무역 결제를 할 수 있도록 허가되었다. 이후에 위안화로 무역 계약을 표기하도록 허용하는 조치가 전국으로 확대되었다. 위안화 무역 거래는 2010년 2분기에 중국의 전체 대외 무역의 1%에 불과했던 것이 2013년 2분기에는 16.5%에 달했다. 위안화 무역 결제의 증가와 함께 특별 행정 지역인 홍콩에서 위안화로 표시된 예금이 급격하게 증가해 2013년 10월 말에는 총 예금의 10.8%에 이르렀다(Eichengreen and Kawai, 2014).

또한, 중국의 외국인 직접 투자(FDI: foreign direct investment) 정책도 위안화의

⁵ 광저우(廣州), 선전(深圳), 상하이(上海), 주하이(珠海), 둥관(東莞)

사용을 촉진했다. 밖으로 나가는 FDI의 위안화 사용과 국내로 들어오는 FDI의 위안화 실제 사용에 대한 허가 절차 모두가 ‘위안화 해외 직접 투자 계획(the Renminbi Outward Direct Investment Scheme)’(2011년 1월) 및 ‘위안화 FDI 계획’(2011년 10월)의 시행과 함께 간소화되었다. 2012년 초에 통계 자료가 이용 가능해진 이후로 위안화로 표시되고 결제된 FDI는 중국 본토 전체 FDI의 약 삼분의 일을 차지했다(Eichengreen and Kawai, 2014).

중국은 여전히 포트폴리오 투자 유입에 대해서는 엄격한 통제를 유지하고 있다. 그러나 이러한 통제는 위안화를 사용한 국가 간 거래를 허용하는 투자자의 범위와 금융 자산의 유형을 확대하기 위해 최근 몇 년 사이 점진적으로 완화되고 있다. 자본 유입과 유출에 대한 제약을 완화하는 것 외에도 중국 정부의 공식적인 지원은 홍콩의 역외 위안화 표시(일명 덤섬(dim sum)) 채권 시장의 성장을 촉진시켰다. 첫 덤섬 채권은 2007년에 국가개발은행(China Development Bank)이 삼샤(三峡) 댐과 상하이 푸둥국제공항(浦東國際空港)과 같은 대규모 기반시설 사업의 기금을 마련하기 위해서 발행했다. 2010년 7월 이래로 덤섬 시장에서 외국 기업과 중국 금융 기업의 활동이 허가되었다. 그러나 2010년 8월에서야 비로소 미국 기업인 맥도날드(McDonald)가 외국 민간기업으로는 처음으로 홍콩에서 위안화 채권을 발행했고, 이 역외 채권 시장이 국제적인 관심을 받았다. 2011년 11월 중국 국영 철강제조사인 바오강집단(Baosteel Group)은 비금융권 회사로는 최초로 덤섬 채권을 직접 발행했다(Fung et al., 2013). 중국 관료들은 역외에 위안화로 표시된 채권 시장을 구축하는 것이 홍콩의 위안화 예금 보유자에게 대안적인 투자 기회를 제공하는 수단으로서뿐만 아니라 위안화를 본토로 다시 유입시키는 또 다른 채널이라고 인식했다(Subacchi, 2010).

이와 같은 모든 노력을 통해 홍콩은 역외 위안화 사업의 금융 허브가 되었다. 그럼에도 불구하고 덤섬 채권의 발행은 지속적으로 중국 국적자들에 의해 지배되고 있다. 이것은 단지 국가 간 위안화 무역에서 생성된 유동성을 재순환시키는 기능만 하고 있는데, 이는 다른 역외 시장을 고려했을 때 매우 흔치 않은 특징이다.⁶ 게다가 역외 위안화 자산의 다양성과 규모는 중국의 경제 규모 및 상

⁶ 2011년에 발표된 한 연구에 따르면, 금융권이나 비금융권에서 위안화 역외 채권을 발행한 자의

업적 비중과 비교했을 때 빈약한 수준에 머물러 있다. 초기의 급성장 이후로 덩샤오핑 체권에 대한 관심은 식었다. 이는 중국이 국내 신용시장을 해외 금융에 개방하는 것을 가속화하기로 결정하면서부터였다. 2015년 5월에 HSBC, BNP 파리바(Paribas), 모건 스탠리(Morgan Stanley)를 포함한 30개 이상의 해외 금융 기관들이 중국 본토의 은행 간 채권시장에 접근할 수 있는 규제 승인을 받았다. 2015년 7월에는 세계은행(World Bank)과 같은 초국가적 기관과 국부 펀드가 중국 국내 채권을 매입할 수 있는 자동적인 승인을 부여 받았다. 외국인이 국내 채권 시장에 참여하는 것은 여전히 한정적이지만, 시장은 의심할 여지없이 큰 성장 잠재력을 갖고 있다. 2014년 10월 독일 제조사인 다임러(Daimler)는 중국 내에서 해외 주체가 발행한 채권이자, 위안화로 표기된 소위 ‘판다 채권(panda bond)’을 발행한 첫 비금융권 외국 기업이 되었다.⁷ 다른 기업들도 규제 요건을 충족시켜서 이를 뒤따를 것으로 기대된다(Noble, 2015 참조).

따라서 베이징 당국은 위안화로 표시된 금융에 대한 외국인의 접근이 용이하도록 자본 흐름의 제한을 완화시켜 왔다. 그렇지만 중국이 완전히 자유로운 자본 이동이 가능한 나라로 여겨지기에는 아직 멀었으며, 외환 시장의 완전한 자유화라는 모험을 아직 시도하지 않았다는 것은 명백하다. 결과적으로 외국인들은 국제 시장에서 중국 통화로 쉽게 접근할 수 없다. 나아가 위안화를 기축통화로 변모시키겠다는 중국의 목표는 이른바 트리핀(Triffin) 딜레마를 무시할 수 없다(Triffin, 1966 참조). 즉, 중국은 적절한 수준의 환율 안정과 자국 통화의 국제적 사용을 위해 적절한 유동성 공급 사이의 갈등 관리를 피할 수 없게 된다. 이에 대한 미국의 역사적인 해결책은 경상 수지 적자를 정기적으로 유지하는 것이었다. 반대로 중국은 상당한 경상 수지 흑자를 계속해서 보고 있다(Gao and Coffman, 2013).

요약하자면, 중국의 관료들은 해외 시장에서 위안화의 유동성을 늘리려는 목표를 현실화하고 있지만, 한편으로는 갑작스러운 경상 계정의 개방을 거부하고

약 80%가 중국 국적을 가지고 있었던 반면, 다른 역외 시장에서는 발행자 30~60%가 발행국의 국적을 가지고 있었다(McCauley, 2011).

⁷ 국제금융공사(International Finance Corporation)와 아시아개발은행(Asian Development Bank)이 2005년에 처음으로 ‘판다’ 채권 두 개를 발행했다.

표 1 중국이 유지하고 있는 ‘스와프’ 라인

	국가	채결 연도	채결 달	스와프 규모 (위안화, 10억 위안)
1	벨라루스	2015	5월	7
2	말레이시아	2015	4월	180
3	남아프리카 공화국	2015	4월	30
4	호주	2015	4월	200
5	아르메니아	2015	3월	1
6	수리남	2015	3월	1
7	파키스탄	2014	12월	10
8	태국	2014	12월	70
9	카자흐스탄	2014	12월	7
10	홍콩	2014	11월	400
11	캐나다	2014	11월	200
12	카타르	2014	11월	35
13	러시아	2014	10월	150
14	대한민국	2014	10월	360
15	스리랑카	2014	9월	10
16	몽골	2014	8월	15
17	스위스	2014	7월	150
18	아르헨티나	2014	7월	70
19	뉴질랜드	2014	4월	25
20	EU	2013	10월	350
21	아이슬란드	2013	9월	3.5
22	알바니아	2013	9월	2
23	헝가리	2013	9월	10
24	영국	2013	6월	200
25	브라질	2013	6월	190
26	싱가포르	2013	3월	300
27	우크라이나	2012	6월	15
28	터키	2012	2월	10
29	아랍 에미레이트	2012	1월	35
30	우즈베키스탄	2011	4월	0.7
31	인도네시아	2009	3월	100
	총계		-	3,137.2

출처: 중국인민은행 발간 자료. ‘스와프’ 협정의 일반적인 유효기간은 3년이다. 일부 국가는 중국과의 첫 스와프 라인을 갱신하거나 확대했다. 협정이 갱신되거나 확대될 때마다 늘 가장 최신 버전이 위 도표에 포함된다.

있으며, 경상 계정의 반전(Current Account reversal)을 정치적으로 수용할 수 있는 선택지로 생각하지 않는다. 따라서 중국의 관료들은 위안화의 국제적인 존재감을 증대하기 위한 점진주의적인 접근에 우선순위를 두면서 중국의 해외 거래 패턴에 큰 변동 없이 중국 통화의 국제적인 공급을 늘릴 수 있는 단기 매커니즘으로서 ‘스왑프 협정’을 사용했다(Eichengreen and Kawai, 2014). 2008년 12월 한국은 이 협정의 첫 상대국이 되었는데, 스왑프 규모는 3년 만기의 총 1,800억 위안이였다. 이 협정은 2011년에 만기를 앞두고 갱신되었고, 스왑프의 규모는 3,600억 위안으로 두 배 증가했다.

한국과의 협정 이후로 다른 몇몇 국가가 중국과 ‘스왑프 라인’을 체결했다(표 1의 수치 참고). 그렇지만 홍콩을 제외하면 중국과 협정을 체결한 그 어떤 국가도 지난 몇 달 전까지도 협정을 실제로 활용하여 위안화를 인출하지는 않았다.

III. 사례 연구: 중국-아르헨티나 스왑프 라인

중국 관료들은 아프리카의 작은 나라들에 달러화 혹은 위안화로 표시된 자본을 공급함으로써 확실히 저개발의 자원이 풍부한 지역에 대한 중국의 지정학적인 이해관계를 확보하는 데 매우 적극적인 역할을 할 수 있다(Chan-Fishel and Lawson, 2007 참고). 원료 수출국들은 주지의 상품 가격의 불안정성 때문에 주기적으로 외환 부족에 시달리고 뒤이어 파산 위기에 직면하는 경향이 있다. 이러한 구조적인 금융 취약성은 아직 산업화하지 않은 국가들에 대해 중국이 영향력을 확대할 수 있는 틈새를 주기적으로 제공해준다. 그렇지만 기축통화로 널리 인정받겠다는 목표는 세계 경제에서 핵심 역할을 하는 지역에서 중국 통화가 상당히 많이 순환되어야 한다는 것뿐만 아니라 그러한 지역에서 중앙은행들의 외환 보유고 등에 위안화 표시 자산이 존재해야 함을 전제로 한다. 이러한 전제를 고려하자면, 준산업화(semi-industrialized)되고 자원이 풍부한 국가들은 중국의 통화 부문에서의 야망의 가시성을 증폭시키기 위한 실험 지역이 될 수도 있다.

이 글의 나머지 부분에서는 G-20의 가장 작은 규모의 경제 국가 중 하나인 아르헨티나와 중국 사이에 맺어진 ‘스왑프 협정’의 배경과 주요 결과에 대해 분

석하고자 한다. 우리는 아르헨티나가 긴급 대출(emergency loan)의 일종인 중국과의 '스와프 라인'을 통해 위안화를 인출함으로써 중앙은행의 외환 보유고에 위안화를 누적한 시범적 사례가 되었다고 주장한다. 또한 아르헨티나 정부는 외환 보유고에 중국 통화를 추가함으로써 실제로 환율을 안정화할 수 있었다는 것을 보여주고자 한다. 그 결과 아르헨티나는 위안화의 유입이 금융 붕괴의 위협을 받는 경제의 유동성 상황을 회복할 수 있다는 것을 실험적으로 증명했다.

아르헨티나가 중국의 긴급 자금 지원을 필요로 하게 된 상황을 이해하기 위해서는 21세기로 접어들 무렵에 시작된 이야기를 다시 꺼내야만 한다. 1998년의 러시아 금융 위기와 1999년의 브라질 레알(real)화 평가절하의 뒤를 이어 아르헨티나의 경제는 심각한 국제수지 위기에 처했다. 국제적인 금융 패닉의 파동이 국내에 울려 퍼졌고, 이전부터 존재하던 대외 적자에 대해 외국의 관심이 고조됨에 따라 일축즉발의 환율 대폭락을 발표해야 할 지경이 되었다. 미국 달러화에 환율을 고정하는 것을 유지함으로써 가격 기대심리를 안정화하려는 노력은 자본 도피를 역전시키는 데 성공하지 못했다. 통화와 재정 긴축도 비록 수백억 달러의 국제통화기금(IMF) 대출로 지지가 되었음에도 기대심리를 다시 붙들어 매는 데 실패했다. 2001년 12월에 '강세통화(strong currency)' 격차의 확대에 직면한 정부는 해외 채무를 불이행했다. 수주 후에 달러화에 대한 통화 고정(currency peg)도 폐기했다. 국채에 대한 채무불이행과 환율의 최대폭 하락은 은행들이 국내 금융 체계 내에 예치된 규모의 달러를 일시에 상환할 수 있는 충분한 양의 경화를 보유하고 있지 못하자 심각한 금융 위기를 불러일으켰다.

그 당시 경기 전망은 더 나빠질 수 없을 정도로 나빴다. 하락의 소용돌이가 아르헨티나를 집어삼키는 것 같았다. 그러나 직관과는 반대로 2002년 2분기에 GDP가 빠르게 회복되기 시작했으며, 회복세는 2008년의 세계 경기 침체 이전까지 지속되었다. 교역 조건이 상당히 개선되어 경제가 호전됨에 따라 아르헨티나의 실질 국내소득은 2005년 1분기에 위기 이전 수준으로 회복되었다. 2002년에 최저치였던 GDP는 2013년 이전에 두 배가 되었다. 말할 필요도 없이 아르헨티나의 변화 추이에서 급격한 반전은 상품 시장에 대한 중국의 긴급 지원의 효과를 빼고는 설명하기 어렵다(Gallagher and Porzecanski, 2009 참조).

아르헨티나가 그 기간 동안 국제 금융 시장에서 대출이 심하게 제한된 지불

불능 국가라는 조건에 따른 금융상의 제약에도 불구하고 이러한 예기치 못한 경제 회복을 달성했다는 것은 주목할 만하다. 2001년의 채무 불이행과 2005년과 2010년의 구조조정 계획의 조건에 대한 소수 채권자들의 수용 거부에 뒤이어서, 미상환된 채무에 대한 갈등은 사법 영역으로 비화되었다. 이는 ‘벌처 펀드들(vulture funds)’이 아르헨티나를 해외에서 고소한 후에 채권의 액면가를 받을 수 있으리라는 기대 속에 미지급 채권을 사들였기 때문이다. 이러한 불확실성의 분위기 속에서 국제 대출 시장은 추가로 자금 지원하기를 여전히 주저했다.

또한 아르헨티나는 상대적으로 적은 FDI를 받았는데, 이는 아마도 아르헨티나의 성장률 대신 상대적으로 높은 인플레이션에만 늘 초점을 맞추는 대부분 부정적인 국제 언론의 보도 때문이거나, 아니면 경제 회복이 아르헨티나 농업 수출품의 일시적인 높은 가격에 따른 짧은 ‘상품 호황(commodity boom)’으로 치부되었기 때문이다. 예상 밖의 아르헨티나 경제 회복이 시작되었을 때부터 많은 경제학자, 경제 저널리스트, 금융 관계자들은 유리한 상품 가격의 추세가 끝나자마자 아르헨티나 경제의 두 번째 ‘경기침체(dip)’가 올 것이라고 별 고민 없이 예상했다. 최소한 2013년까지는 GDP가 지속적으로 성장하면서 이들의 비관론이 상당히 과장되었다는 것이 증명되었으나, 아르헨티나 호경기의 기반은 사실 어떠한 교역 조건의 반전에도 여전히 취약한 상태에 놓여 있었다. 아르헨티나 성장의 정치경제는 해외 금융 지원에 의해 틈틈이 제공되는 금융 유동성이 부재한 상태에서, 그리고 지속적인 FDI의 유입에 의존할 수 없는 상태에서 재정 흑자와 경상 수지 흑자에 의존했다. 다른 말로, 채권자들이 자동으로 리파이낸싱(refinancing)을 제공하지 않았기 때문에, 아르헨티나 경제의 균형은 해외 부채의 할부상환을 위한 국가 자체의 저축 능력에 의존했다.

경제성장을 위한 이 두 가지 구조적 전제 조건들이 대외 채무 불이행의 상황에서 완수될 수 있었던 것은 네스토르 키르츠너(Néstor Kirchner) 대통령의 성공적인 국정 운영(2003~2007년) 덕이었다. 그렇지만 아르헨티나의 재정 및 경상 수지 실적이 2008년 이후에는 점진적으로 악화되었다. 2015년 초 아르헨티나 경제의 전반적인 모습은 재정 및 경상 수지 적자와 위험 수준까지 내려간 외환보유고로 요약된다. 해외 금융 라인이 아직 아르헨티나에 개방되지 않은 것은 여전히 전한 상황이다. 남은 대안은 매우 큰 프리미엄을 보장하는 채권 발행으로 유지

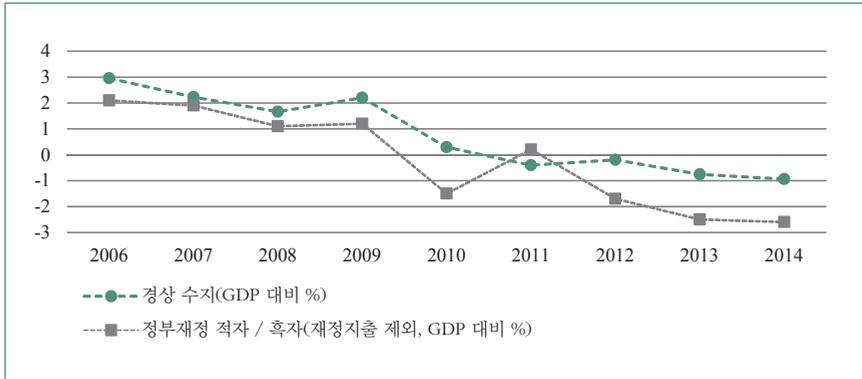
할 수 있는 투기성 자본에 의존하는 것이다.

다음 절에서는 외부 충격에 적응할 금융 수단이 없는 상황과 맞물려서 이러한 외환 부족 상황의 특징을 살펴보고, 아르헨티나가 결제 수단을 탐색하면서 채택한 독특한 전략들을 살펴본다. 다시 말해서, 아르헨티나 경제가 다시 한 번 갈림길에 섰다는 것을 보여주고자 한다. 그리고 다음의 근본적인 질문에 답하고자 한다. 재정 및 국제수지 적자가 계속 증가하는 상황에서도 아르헨티나는 2014년에 외환이 내부적으로 최소한 공급되는 문제를 어떻게 처리할 수 있었는가? 우리의 가설은 다음과 같이 간단명료하다. 중국이 후한 위안화-페소화 ‘스와프 라인’을 구축한 외교적 주도권을 발휘한 2014년 하반기와 그 이후로 아르헨티나는 태환 불가능한 자국의 통화를 쉽게 교환 가능한 해외 통화로 바꿀 기회를 갖게 되었다. 따라서 위안화의 유입이 아르헨티나가 심각한 환율의 평가절하를 피해왔던 것을 설명한다.

아르헨티나의 취약성의 특징을 규정하고 갑작스러운 위안화 유입에 대한 우리의 가설을 검증하기 위해 다음 사항을 살펴보고자 한다. ① 아르헨티나의 재정 및 국제수지 계정의 최근 추이와 그에 따른 아르헨티나의 외부 취약성에 관해 상술한다. ② 아르헨티나의 과거 채무조정에 대한 국제적인 법적 논쟁인, 소위 ‘버티기 문제(holdout problem)’가 어떻게 투기적 공격에 대한 아르헨티나의 기존 노출을 강화하면서 이들의 공격에 더욱더 취약해졌는지 살펴본다. ③ 2014년 아르헨티나 외환 보유고의 순 변화를 수량화하여 외환 보유고의 상대적 안정성을 보여주고, 아르헨티나의 외환 보유고에 위안화를 누적한 보기 드문 조치가 외환 보유고의 ‘증발(melting away)’을 피하는 데 결정적으로 기여했음을 보여준다. ④ 2014년 아르헨티나의 환율 변화를 검토하여 위안화 유입 이후에 환율이 상대적으로 안정되었음을 보여준다.

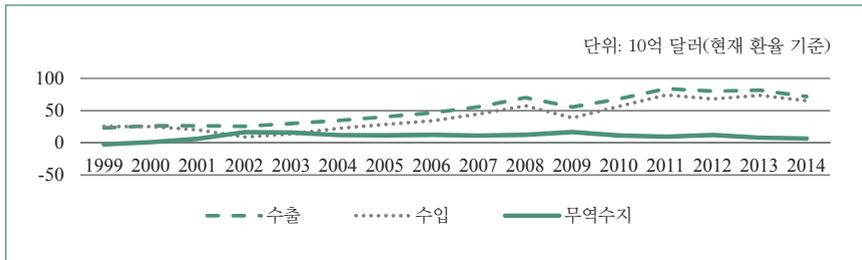
IV. 아르헨티나의 최근 재정과 국제수지 추이(2008~2014년)

그림 1에서 보듯이, 아르헨티나의 경상 수지는 2006년 이래로 지속해서 악화되고 있다. 동일한 악화 추세가 아르헨티나의 기초재정수지(Primary Budget



출처: 세계은행, 아르헨티나 중앙은행.

그림 1 아르헨티나의 재정 및 경상 계정 결과

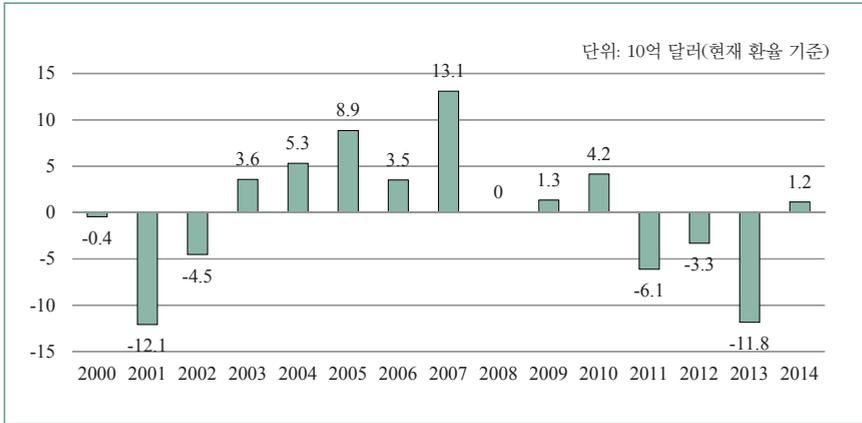


출처: 아르헨티나 국가 통계청[Argentine National Statistical Office(INDEC)].

그림 2 아르헨티나의 수출, 수입과 무역 수지

Balance) 변화의 특징이다.⁸ 이러한 재정 악화의 이유들은 복잡한데, 아르헨티나의 재정 실태에 대한 심도 있는 분석은 이 글의 범위를 벗어난다. 아르헨티나 경상 수지 악화의 근본 원인은 무역 수지 흑자의 감소다. 2011년과 2013년 사이 대체로 안정적이던 수출에도 불구하고 2009년과 2014년 사이에 무역 수지 흑자는 170억 달러에서 70억 달러로 감소했다. 그림 2는 아르헨티나의 수출, 수입과 무역 수지에 대한 최근의 수치들을 보여주는데, 특히 대외 무역 흑자가 감소하

⁸ 기초재정수지는 이자 지급 이전의 정부재정수지(government budget balance)와 같다.



출처: 아르헨티나 국가 통계청[Argentine National Statistical Office(INDEC)].

그림 3 외환보유액의 순 변동

는 추이를 잘 보여준다.

무역 흑자의 감소가 반드시 국내 외환 유동성에 대해 즉각적으로 문제가 되는 것은 아니다. 이는 복합적인 일단의 순 유입(net flows)들이 보유하고의 수준을 결정하기 때문이다.⁹ 하지만 아르헨티나의 비요소 서비스 수지(Nonfactor Services Balance)의 패턴은 다 합쳐도 무역 결과(trade results)와 비교했을 때 작지만, 전통적으로 적자다. 요소 서비스 수지(Factor Services Balance)의 패턴 역시 적자를 보이며, 그 결과는 훨씬 더 두드러진 양상을 보인다. 동시에 금융 및 자본 계정의 동태는 명확한 경향성이 없이 매우 불안정한 결과를 보인다. 결국 아르헨티나 국제수지의 전체 결과는 무역 수지에 크게 의존하고 있다.

이러한 계정들과 감소하는 무역 흑자 모두를 포착하는 중앙은행 외환 보유고의 순 변동은 2003~2010년 사이에는 흑자였으나, 2011~2013년에는 서서히 적자로 돌아섰다. 그런데 2014년은 이러한 적자 추세를 끝내면서 예상치 못한 전환을 각인했다. 경상 수지는 여전히 적자지만, 외환 보유고는 3년간의 손실 이후 적은 규모지만 축적되었다. 그림 3은 2014년의 이 흥미로운 개선을 포함하여

⁹ 서비스, 자본 등 또한 포함된다.

2000년 이래로 외환 보유고의 순 축적을 수치로 보여준다. 이 사례 연구는 이러한 반전 이면의 원인을 밝히고자 한다.

V. ‘버티기 문제(holdout question)’: 갈림길에 선 부에노스아이레스의 금융

2008~2010년 3년 동안 외환 보유고의 순 손실은 달러화에 대한 폐소화의 점진적인 평가절하를 유발했다. 이러한 평가절하는 2011년 이후 격렬해졌다. 이는 부분적으로는 투기 활동의 격화에 대한 대응으로서, 점점 더 많은 국민이 현지 통화가 아닌 달러로 저축을 유지하려 든 데 따른 것이다. 2014년에 외생적인 충격이 폐소화의 평가절하를 격화시키면서 이 시나리오를 완성시켰다.

투자자들은 오랫동안 아르헨티나의 국채에 ‘투기 자산’이라는 꼬리표를 붙였다. 이 때문에 불이행된 아르헨티나 채무의 채권자 대부분은 이따금 겪는 손실은 단지 도박의 불가피한 결과라고 여기면서, 한 푼도 못 받게 되는 것을 피하기 위해 기대 이익의 축소를 신속히 고려했다. 따라서 그들 다수는 즉각적으로 ‘별처 펀드(vulture funds)’에 불이행 채권을 되팔았다. 별처 펀드들은 아르헨티나 정부를 외국 법원에 제소하여 예측 불가능한 미래의 불이행 채권에 대해 액면가대로 보상을 받으려고 이를 액면가보다 훨씬 적은 가격으로 취득했다. 이후, 2005년과 2010년에 아르헨티나는 자국의 국제 금융 관계를 정상화하려는 노력의 일환으로 모든 채권자에게 할인된 금액의 상환 조건을 제안했다. 이 제안은 공황 상태에 빠진 환율 시장에 대처하는 것이기에 많이 할인된 채권 교환을 통해 불이행된 아르헨티나 대외 채무의 약 90%를 재조정하는 것으로 마무리되었다. 그러나 이러한 상환 조건은 순전히 투기 자산으로 채권을 취득한 투자자들을 유인하지는 못했다. 따라서 이들 투자자는 수익 얻는 것을 연기하는 한이 있더라도 전액 상환이라는 고수익을 고집했다.

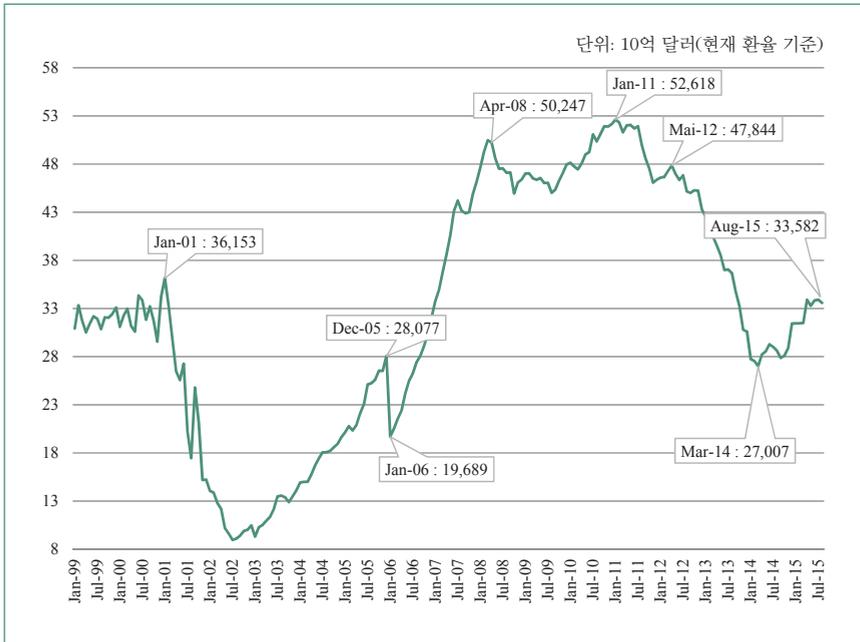
2014년 6월 16일 미국 연방대법원은 뉴욕의 헤지펀드인 엘리엇 매니지먼트(Elliott Management)와 아우렐리우스 캐피탈(Aurelius Capital) 일단이 이끄는 채권단과의 다툼에서 아르헨티나의 마지막 항소를 기각했다. 법원은 아르헨티나의 디

폴트된 채권에 대한 즉각적인 완전 상환을 명령했다. 특히 공식 경상 계정에 예치된 자금과 같은 아르헨티나의 해외 자산은 명령 불이행 시 법원 명령에 의해서 쉽게 동결될 수 있게 되었다. 채무 중 조정되지 않은 부분에 대한 완전 상환 명령은 재조정된 채권 전반으로 확대될 수도 있는 선례를 만든 것이다. 할인 상환 계약은 재조정된 채권 계약에 삽입되는 ‘사후 제안에 대한 권리(RUFO: Rights on Future Offers)’ 또는 모든 채권자의 동등한 권리 조항을 포함하고 있었다. 다시 말해 ‘버티기를 하는 채권자들(holdouts)’에 대한 상황은 2005년과 2010년의 채무 재조정 효과를 무력화시키면서 아르헨티나를 새로운 ‘기술적 채무불이행(technical default)’으로 몰고 갈 수도 있다. 이는 아르헨티나의 외환 보유고가 이러한 갑작스러운 부담에 대처하기에는 확실히 불충분하기 때문이다.

이러한 상황을 고려했을 때, 아르헨티나가 선택할 수 있는 정책은 다음 두 가지가 남아 있었다. ① 버티기를 하는 채권자들의 조건을 수용하여 이들에게 채무를 상환하고 다른 채권자들에 대해서는 채무를 불이행하는 것, ② 버티기를 하는 채권자들에게 상환하라는 법원 명령을 준수하지 않음으로써, 미국 채권자에 대한 상황은 어쨌든 법원 명령에 따른 예방적 압류(precautionary attachment)¹⁰의 대상이 되겠지만, 다른 채권자들에 대해서는 아르헨티나가 재조정된 채권에 대한 지불 약속을 이행하려 노력할 것이라는 신호를 보내는 것이다. 이 두 가지 선택지 모두는 새로운 지불유예(moratorium)를 수반할 수도 있다.

이론적으로는 어떠한 새로운 금융적 단절도 아르헨티나 통화 시장의 취약한 균형에 심각한 결과를 야기할 것이다. 이는 이 나라가 상당한 경상 수지 적자를 겪고 있어 지속적인 자본 유입을 필요로 하기 때문이다. RUFO 조항은 2015년 1월 1일이 되어서야 만료가 되었다. 따라서 그 전인 2014년 하반기는 아르헨티나 패소화에 대한 혼란스러운 투기를 쉽게 촉발하는 잠재적인 환차(currency gap)가 부에노스아이레스에서 발생한 것으로 기록될 만한 시기였다.

¹⁰ 사법부가 아무도 기금을 처분하지 못하도록 이를 붙들고 있는 것을 가리킨다.



출처: 아르헨티나 중앙은행.

그림 4 아르헨티나 중앙은행의 외환보유고 총액

VI. 국제 수지와 외환 보유고의 순 변동

아르헨티나의 외환 보유고 수준이 점증하는 비율로 감소하는 경향을 보이고 이에 ‘버티기’ 딜레마가 맞물려 발생함에 따라, 아르헨티나 해외 계정의 중기적인 변동은 2014년 말까지 아르헨티나 통화의 평가절하가 가속화될 것임을 보여줬다. 그러나 앞서 지적한 바와 같이 외환 보유고에 대한 부정적인 전망은 실현되지 않았다. 그림 3과 그림 4의 수치들을 종합해 보면 외환 보유고에 대한 월별 데이터를 볼 수 있다. 2014년 3월 이후 어떠한 개선이 이루어졌다는 것과 이러한 회복이 같은 해 마지막 3개월 동안 더 빨라졌다는 점은 명확하다.

2014년 2분기 동안 외환 보유고 축적의 첫 번째 고조는 아르헨티나의 재국영화된 석유 기업인 YPF의 수용(expropriation)과 연관된 보상 협상으로 거의 설명



출처: 아르헨티나 중앙은행.

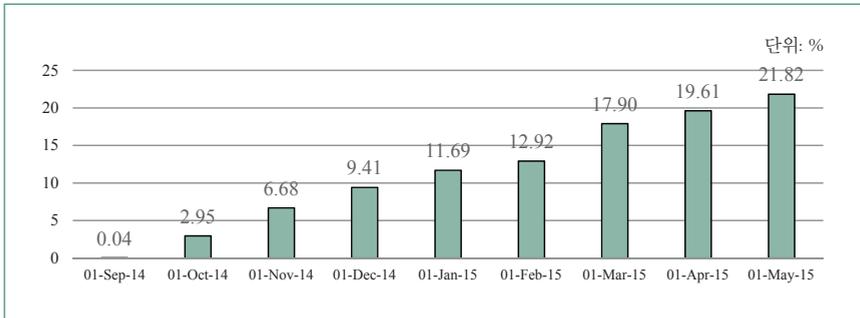
그림 5 아르헨티나 국제수지 계정

될 수 있다. 아르헨티나는 YPF의 지분 51%를 수용하는 것에 대한 보상으로 렘솔에게 50억 달러를 지불하기로 합의했다. 이를 위해서 아르헨티나는 이 금액에 상응하는 국채를 발행했다.¹¹ 그 결과 약 15억 달러가 금융 계정에 일거에 추가되었다.¹² 그림 5는 분기별로 외환 보유고와 경상 및 금융 계정을 비교하고 있다.

2014년 사사분기에 발생한 두 번째 고조에 대해 살펴보자. 외환 보유고의 수준을 상승시킨 금융 계정의 상당한 흑자는 새로 부상한 중국-아르헨티나 관계의 틀 속에서만 이해될 수 있다. 앞서 지적한 바와 같이, 2014년 6월에 아르헨티나와 중국은 통화 ‘스와프’ 협정을 체결했다. 이 협정으로 최대 700억 위안(약 114억 달러)을 아르헨티나 페소화와 쉽게 교환할 수 있게 되었으며, 아르헨티나가 중국의 통화를 인출한 뒤 12개월 안에 중국에 다시 예치하도록 했다. 더 자세히 설명하자면, 만약 아르헨티나의 중앙은행이 베이징의 상대방에게 일정액의 위

¹¹ 렘솔은 달러로 표시된 국채 패키지(Bonar 24, Bonar X and Discount 33)를 받았다.

¹² 금융 계정의 요소들을 분석해 보았을 때, 비금융권 공공 부문은 45억 달러의 흑자를 냈고, 렘솔의 자산에 대한 본국 송환이 비금융권 민간 부문에서 34억 1,000만 달러의 적자를 냈다. 이 같은 차이가 금융 계정 흑자의 주요 원인이다.



출처: 아르헨티나 중앙은행.

그림 6 아르헨티나의 총 외환보유고 중 불환화폐의 비중

안화를 요청할 경우, 협정 조건에 따라 아르헨티나는 교환할 페소화를 송금하며, 이러한 용자는 7~8% 사이의 이자와 함께 12개월 내에 상환할 수 있다.

아르헨티나 언론에 공표된 바로는, '채무 스와프(debt swap)'가 체결된 후 아르헨티나는 10월에 50억 위안, 11월에는 30억 위안, 12월에도 비슷한 금액의 현금 투입을 신청했다고 한다. 이러한 현금 투입의 증거로서 그림 6은 2014년 하반기 동안 외환 보유고의 회복에 뒤이어 상당한 불환화폐의 축적이 이루어졌다는 것을 보여준다. 2015년 5월에 총 외환 보유고의 21%에 이르는 이러한 자산을 아르헨티나 중앙은행의 예산에는 "특별인출권 바스켓(SDR basket)에 포함되지 않는 통화(스페인어로는 *Monedas fuera de la canasta de DEG*)"¹³로 기재되어 있었다. 그림 7이 보여주는 바와 같이 이러한 종류의 태환 불가능한 보유고의 축적은 2014년 9월 이후 아르헨티나 외환 보유고의 상승세를 정확히 설명해준다.

총 합계가 수십억 달러 미만인 경우에 위안화는 홍콩, 싱가포르 혹은 런던에서 쉽게 '태환화폐(convertible currencies)'로 교환될 수 있다. 그러므로 어쩌면 아르헨티나는 달러나 유로로 태환한 그만큼의 금액을 가지고는 있되 아직은 부에노스아이레스로 이를 이전하지는 않았던 것일 수도 있다. 하지만 아르헨티나의 중앙은행은 중국에서 인출한 자금을 교환하지 않았다. 이 글에서 앞서 주장했던

¹³ IMF의 특별인출권인 SDR 바스켓은 미국 달러화, 일본의 엔화, 유로와 영국 파운드화로 구성되어 있다.



출처: 아르헨티나 중앙은행.

그림 7 최근의 위안화 유입 여부와 관련된 아르헨티나의 외환 보유고의 변동

바와 같이, 중국은 자국 화폐를 아르헨티나 중앙은행의 예산에 단순히 추가하는 것을 선호했으리라고 추정해볼 수 있다. 이는 그같은 추가가 G-20 국가에 의한 위안화 축적의 적절한 선례를 의미하기 때문이다. 그러나 아르헨티나 '스와프'에 관한 외교 협상의 정확한 조건은 아직까지 알려지지 않았다. 위안화를 환전하고 나중에 이를 재환전하는 데 드는 높은 비용을 포함한 다른 실제적인 고려 사항들이 적절한 설명이 될 수도 있다.

생 6개월 후, 아르헨티나의 환율 아마겟돈은 아직 오지 않았다. 미국 연방대법원이 '벌처 펀드'인 엘리엇 매니지먼트와 아우렐리우스 캐피탈의 손을 들어 준 판결을 내린 지 막 1개월이 지나서 아르헨티나의 대통령 크리스티나 페르난데스(Cristina Fernandez)와 중국의 국가주석인 시진핑(習近平)은 부에노스아이레스의 대통령궁 만찬에서 새로운 지평에 대한 건배를 제안하며 서로를 향해 와인잔을 들어올렸다. “우리 두 나라는 역사적인 갈림길에 서 있습니다.”라고 시 주석이 부두(Boudou) 부통령에게 그날 밤 선언했다. “우리는 막 아르헨티나와 중국 간의 지난 10년의 전략적 연대를 기념했으며 이제 새로운 지평을 열 때가 되었습니다.”라고 시 주석은 통역사를 통해 국회의원들에게 말했다. 3개월 뒤에 아르헨티나 주재 중국 대사가 새로 부임한다. 양완밍(楊萬明)은 ‘버티기’ 위기에 대한 해법을 찾으려는 중국 정부의 의지를 지역 언론에 곧 재확인시켜줄 것이다. 이러한 중국-아르헨티나의 새 지평은 무엇인가? 이 글은 국제적인 긴급 대여국으로서 중국의 새로운 역할을 이해하려는 예비적인 노력의 일환이다.

최근 중국-아르헨티나 금융 관계에서 전례 없던 두 가지 사실이 등장했다. 첫째, 중국은 소위 먼로 독트린(Monroe Doctrine)으로 일컬어지는 라틴아메리카에 대한 미국의 개입에 평형추로서 의도적으로 역할을 하고 있다. 중국은 뉴욕의 한 판사에 의해 빚어진 단기적인 외환 부족 사태를 반전시킬 긴급 자금을 지원하기 위해 자국 통화를 활용했다. 둘째, 확실히 더 중요한 점으로, 중국은 구조적인 채무불이행에서 국제수지를 구제해낼 수 있는 유일한 보편적 처방인 달러의 우월성에 반기를 들었다. 결국, 이러한 실험적인 작전은 성공했다. IMF의 인정이 있건 없건 간에, 미국의 축복이 있건 없건 간에, 위안화는 적어도 현재로서는 아르헨티나의 외환 보유고에 추가되었을 때 모든 태환화폐와 아주 유사하게 잘 작동했다. 아직 국제 시장에서 사실상 위안화의 교환 가능성은 아르헨티나 페소화의 일촉즉발의 평가절하를 억제하기에 충분했다.

긴박한 환차 위기에 노출된 국가들에게 이는 아주 색다른 것으로, 이들 국가는 이후 두 강대국 사이의 대출 조건을 협상하는 기회에서 이득을 챙길 수 있고, 이로써 대외 조정을 위한 전략을 수행하는 데 자율성을 확대한다. 조만간 이러한 경우에 베이징이 워싱턴만큼이나 구제 요청을 많이 받을 것이라고 추측할 수 있으며, 구제 패키지의 조건은 상상컨대 중국의 새로운 지정학적 이해를 반

영하게 될 것이다.

또한, 아르헨티나의 선례는 국제 금융 관계의 새로운 시대를 알리는 신호로, 모든 국가에 심각하고 다면적인 합의와 기존 국제 통화 체계의 진부함을 보여주는 것이라 할 수 있다. 2016년 말 무렵에 국제통화기금은 국제 보유 자산의 가치를 결정하는 특별인출권(SDR: the Special Drawing Right) 통화 바스켓에 유로화, 일본의 엔화, 영국의 파운드화, 미국의 달러화와 함께 위안화를 포함시킬지 여부를 결정한다. 중국 외교부는 위안화 포함을 위해 열심히 노력하고 있다. 그럼에도 불구하고 위의 사례는 국제 기축통화로서 위안화의 등장은 IMF의 지지와 상관 없이 중국에 의해 지속적으로 추진될 것임을 보여준다.

투고일: 2015년 11월 28일 | 심사일: 2016년 7월 14일 | 게재확정일: 2016년 7월 5일

참고문헌

- Chan-Fishel, Michelle and Roxanne Lawson. 2007. "Quid Pro Quo? China's Investment-for-Resource swaps in Africa." *Development* 50(3), 63-68.
- Eichengreen, Barry. 2013. "ADB Distinguished Lecture Renminbi Internationalization: Tempest in a Teapot?" *Asian Development Review* 30(1), 148-164.
- Eichengreen, Barry and Masahiro Kawai. 2014. "Issues for Renminbi Internationalization: An Overview." ADBI Working Paper Series 454, 1-20.
- Fung, Hung-Gay, Derrick Tzau, and Jot Yau. 2013. "A Global Chinese Renminbi Bond Market: The Dim Sum Bond Market." In Fung Hung Gay and Yiuman Tse, eds. *International Financial Markets*, 51-67. Bingley: Emerald Group Publishing Limited.
- Gallagher, Kevin P. and Roberto Porzecanski. 2009. "China and the Latin America Commodities Boom: A Critical Assessment." PERI Working Papers 192, 1-27.
- Gao, Yuning and D. Maris Coffman. 2013. "Renminbi Internationalization as a Response to the Global Imbalance." *Journal of Chinese Economic and Business Studies* 11(2), 139-151.

- McCauley, Robert N. 2011. “Renminbi Internationalization and China’s Financial Development.” *BIS Quarterly Review*, December, 41-56.
- Noble, Josh. 2015. “Appetite Wanes for Dim Sum Bonds as Entree to Renminbi Investment.” Special Report for the Financial Times, July 29.
- Subacchi, Paola. 2010. *One Currency, Two Systems: China’s Renminbi Strategy*. London: Royal Institute of International Affairs.
- Triffin, R. 1966. *The World Money Maze*. New Heaven: Yale University Press.

Abstract

The “Renminbi Swap Lines” and the Emergent Role of China as an Emergency Lender: Evidences from Argentina’s Case

Rodrigo Luiz Medeiros da Silva Federal University

This paper has two parts: The first evaluates the current internationalization of China’s domestic currency, the yuan-renminbi. We shall discuss the motivations behind China’s aim to achieve a global status for its currency. We shall also review the official state initiatives to internationalize it. Among those, we emphasize the establishment of yuan-renminbi “swaps,” official credit lines that allow central banks from China and several other countries to purchase and repurchase currencies from one another. The second part is a case study of the Sino-Argentine “swap line.” We will try to characterize the situation of a country that, once facing an imminent devaluation of its national currency, benefited from significant yuan-renminbi inflows in order to stabilize its foreign currency markets. We shall defend the hypothesis that Argentina’s solution to the currency exchange crisis would have been unfeasible without China’s new role as an emergency lender.

Keywords | Yuan, Renminbi, monetary policy, internationalization, swaps