

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2022. 3. 31 (목)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

러시아와 다이아몬드

오늘의 차트

국내 암호화폐 수탁 서비스 발달, 기관투자자 유입의 발판

칼럼의 재해석

러시아 제재의 교훈: 중국은 어떻게 대비할 수 있을까?

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

Strategy Idea



▲ 글로벌 산업-테마

Analyst 정은수

02. 6454-4887

esjung@meritz.co.kr

러시아와 다이아몬드

- ✓ 전세계 다이아몬드 생산 1위 국가는 러시아 (약 30%)
- ✓ 최근 지정학 리스크로 다이아몬드 가격 급등. 이전 최고점과 차이는 공급 불확실성
- ✓ 다이아몬드 산업 밸류체인: 채광 → 가공 → 도/소매. 채광 업체, 가격 상승 수혜 최고
- ✓ 글로벌 2위 다이아몬드 채광 업체인 러시아 Alrosa향 제재로 타 업체 반사 수혜 예상.
→ 산업 pure-player인 영국의 Petra Diamonds(PDL LN)가 대표적. 최근 주가 급등에도 밸류에이션 매력도 여전

전세계 다이아몬드 생산 1위, 러시아

천연 원자재 강국, 러시아

러시아는 원자재 강국이다. 강국을 넘어서 상위 19개 수출 품목이 미가공 혹은 반제품 수준의 천연 원자재인데, 이 품목들은 러시아의 전체 수출액의 69.5% 담당한다('21년 기준; 20위는 터보제트엔진). 수출 상위 품목들을 살펴보면, 석유, 금, 석탄, LNG, 팔라듐 등 이번 對러 제재 이슈로 인해 러시아의 수출 헤게모니가 비교적 잘 알려진 품목들이다.

다이아몬드 생산 전세계 1위

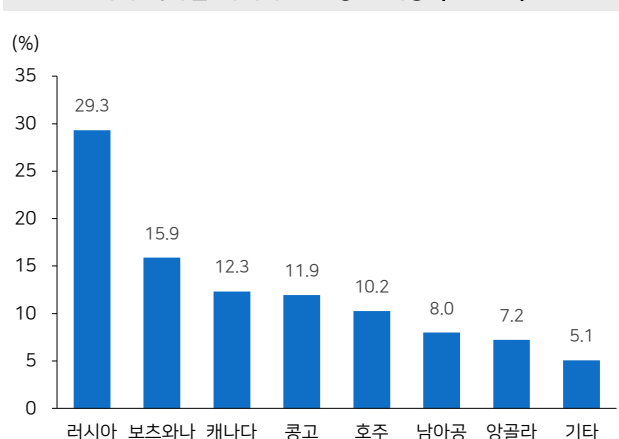
러시아는 다이아몬드 생산 강국이기도 하다. 수출 비중으로 보아도('21년 기준 수출 상위 품목 12위; 0.8%), 전세계 다이아몬드 생산 비중을 보아도 그러하다('20년 기준 전세계 다이아몬드 생산 비중 29.3%; 1위).

표1 러시아 수출 품목 Top 12 (2021년)

#	품목명	수출액 (십억달러)	수출 비중 (%)
1	석유	108.7	22.1
2	기타 원자재	72.4	14.7
3	기타 휘발유	54.3	11.0
4	미가공 금	17.4	3.5
5	경질유	15.7	3.2
6	석탄(역청탄)	15.4	3.1
7	LNG	7.3	1.5
8	밀	7.2	1.5
9	미가공 팔라듐	6.6	1.3
10	철 반제품	6.1	1.2
11	알루미늄 합금	5.5	1.1
12	미가공 다이아몬드	4.1	0.8
러시아 연간 총 수출액		491.8	100

자료: KITA, 메리츠증권 리서치센터

그림1 전세계 국가별 다이아몬드 생산 비중 (2020년)



자료: Statista, 메리츠증권 리서치센터

최근 급등한 다이아몬드 가격

다이아몬드, 주요 원자재 가격과
동반 상승

연초 러시아 분쟁이 불거진 이후 원유, LNG, 곡물 등 주요 원자재 가격이 급등했다. 그 동안 비교적 가격 변동 폭이 작았던 다이아몬드도 이를 피해갈 수 없었는데, 2월부터 단행된 국제사회의 對러 제재가 주효했다.

SWIFT 제재와 더불어
실효성 있는 美/英 제재 기인

2월 24일, 미국 재무부의 해외재산관리국(OFAC)은 'Directive 3급' 제재 리스트에 러시아 다이아몬드 채광 기업인 'Alrosa'를 포함시켰다. 동사는 '16년 민영화에도 현재 러시아 정부 지분율이 55%에 달한다. 알로사는 러시아 다이아몬드 광산을 사실상 독점하며 전세계 다이아몬드 원석 생산의 약 30%를 담당한다(M/S 2위). 이번 제재는 미국 금융기관이 강제성을 띠며, 내용은 알로사를 포함한 러시아 13개 기업의 만기 14일 이상 신규 채권 및 신규 지분 취득을 제한하는 것이다.

표2 미국 재무부 해외재산관리국(OFAC)의 러시아 기업 'Directive 3급' 제재 리스트

Credit Bank of Moscow Public Joint Stock Company
Gazprombank Joint Stock Company
Joint Stock Company Alfa-Bank
Joint Stock Company Russian Agricultural Bank
Joint Stock Company Sovcomflot
Open Joint Stock Company Russian Railways

Public Joint Stock Company Alrosa

Public Joint Stock Company Gazprom
Public Joint Stock Company Gazprom Neft
Public Joint Stock Company Rostelecom
Public Joint Stock Company RusHydro
Public Joint Stock Company Sberbank of Russia
Public Joint Stock Company Transneft

자료: OFAC, 메리츠증권 리서치센터

3월에는 알로사에게 더 실질적인 제재가 추가됐다. 12일, 미국은 러시아의 무역 최혜국 지위를 박탈하고 비공업용 다이아몬드 수입을 금지했다. 미국은 중국 다음 전세계 다이아몬드 순수입 2위국이다('20년 기준 다이아몬드 순수입액 중국 91억 달러 vs. 미국 51억달러). 지난주 영국도 러시아 제재 기업 리스트(폭발적 추가 관세 부과)에 알로사를 추가하며 사실상 러시아산 다이아몬드를 금수 조치했다.

'21년 12월 대비 +7.5%
'12년 최고점 대비 -1.9%

이처럼 글로벌 다이아몬드 주요 생산 업체인 알로사향 제재 가시화로 공급 우려가 확대, 3월 현재 국제 다이아몬드 가격은 1캐럿당 230.3달러 수준으로 급등했다. 이는 작년 12월 대비 +7.5%, 2010년대 최고점인 '12년 2월 234.8달러의 98.1% 수준까지 상승한 것이다.

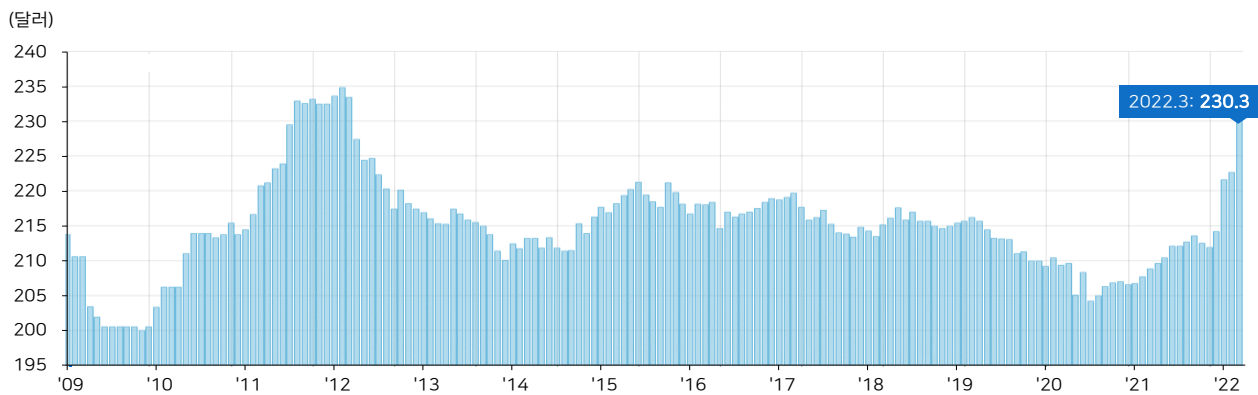
전 최고점 당시 급등의 이유
: 수요 폭증

아래 차트를 보면, 국제 다이아몬드 원석 가격은 1H11~1H12에도 가격이 현재 수준으로 급등한 적 있다. 관련 이유는 다음 두 가지로 추정된다: 1) 중국/인도 등 신흥국 수요 폭증이다; 당시 구매력이 증가하던 중국/인도의 젊은 세대 간 다이아몬드 구매 열풍으로 1캐럿 이상 다이아몬드 시세가 34.3% 상승, 2) 금융위기 이후 증가한 안전자산 선호심리다; 다이아몬드는 타 보석 및 원자재 대비 가격 변동이 크지 않고, 금과 유사하게 현금화가 용이하다는 것이 주요.

현재 급등의 이유
: 수요 증가 + 공급 부족 우려

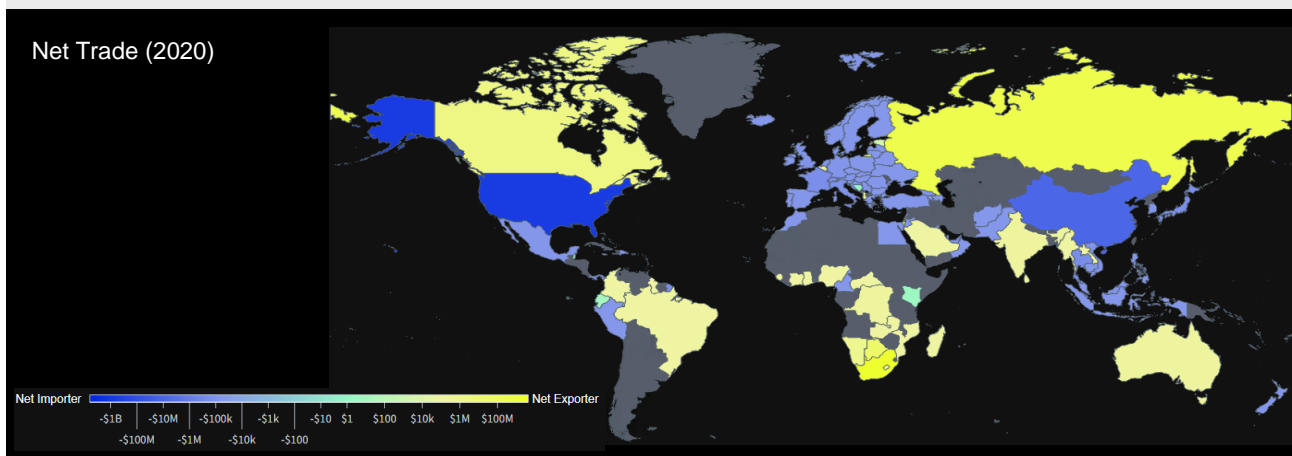
국제 다이아몬드 원석 가격의 전 고점 기간(1H11~1H12) 당시에는 수요 폭증이 가격 상승의 주요인이었던 반면, 현재는 수요 증가에 공급 부족이 더해졌다. 다이아몬드 가격은 작년 하반기, 수요 증가로 이미 팬데믹 이전 수준을 상회하기 시작했다. 수요 증가의 원인으로는 1) 소득/소비 양극화 심화, 2) 여행 등 타 소비 경험 대체재 부족으로 인한 사치품 소비 증가가 꼽힌다. 이번 가격 상승의 함수에는 비단 러시아 분쟁 발 공급 부족 우려만이 작용 중이 아니며, 공급 우려 완화 시에도 상승세는 좀 더 추세적일 수 있다는 의미다.

그림2 월별 다이아몬드(1캐럿당) 가격 추이: '22년 3월 \$230.3, '12년 2월 고점 이후 최고치 기록



주: 2009년 1월~2022년 3월까지의 월초 가격. 다이아몬드 원석의 무게, 절단 우수성, 색깔, 투명도 등 품질에 따라 차등된 1캐럿당 가격의 가중평균값
자료: DiamondSE, 메리츠증권 리서치센터

그림3 글로벌 다이아몬드 무역 지도 (파란색: 순수입국 vs. 노란색: 순수출국)



주: 2020년 기준. 자료: OEC, 메리츠증권 리서치센터

글로벌 다이아몬드 산업 현황

팬데믹 이전 시장 규모 초월

2020년, 팬데믹으로 글로벌 다이아몬드 시장은 위축했다(주얼리 도/소매 -14%, 원석 채광 -31% YoY). 그러나 소득/소비 양극화 심화로 글로벌 럭셔리 시장은 이내 고성장 중이다. 사치품의 대명사인 다이아몬드 산업 또한 예외일 수 없는데, '21년에는 팬데믹 직전인 '19년 시장 규모를 초월했다.

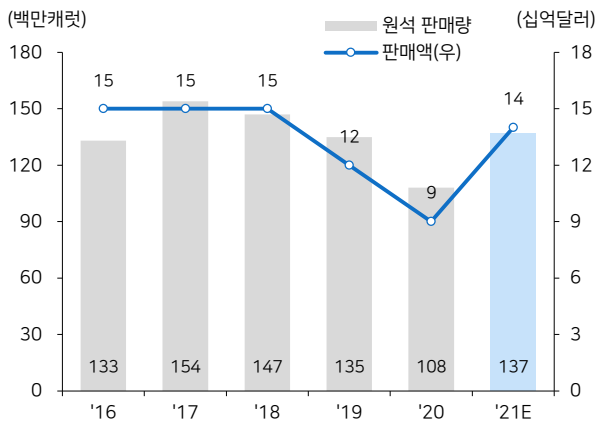
원석 채광 > 가공 & 도/소매

다이아몬드 산업의 주요 밸류체인은 1) 원석 채광, 2) 가공, 3) 주얼리 도/소매 등 크게 3개다. 팬데믹 이후 시장 성장으로 '21년, 각 밸류체인 관련 업체들은 동반 고성장을 시현했다: 채광 +62%, 가공 +55%, 주얼리 도/소매 +29% YoY(vs. '19년: 채광 +13%, 가공 +16%, 주얼리 소매 +11% YoY). 이중 채광 업체들의 성장성이 가장 두드러졌던 이유는 원석 가격 상승의 수혜를 고스란히 입기 때문이다. '21년, 급증한 수요로 그간 코로나 불확실성에 의해 재고비율을 낮춰놓았던 가공/도소매 업체들은 급히 재고를 쌓기 시작했다. 이는 곧 다이아몬드 가격 상승 및 채광 업체 직접 수혜로 이어졌다. '21년 채광(생산) 업체들의 평균 OPM 개선 폭은 +9~11%p YoY로 가공(+6~8%p), 도/소매(+3~5%p) 대비 두드러지며 팬데믹 이전 수준을 회복했다. 다이아몬드 원석 가격 상승은 가공 및 도/소매 업체들에게 GPM 하락의 요인이지만, 채광 업체에게는 매출 및 영업 레버리지 효과 증가 요인으로 작용할 뿐이다.

글로벌 주요 채광 업체들은

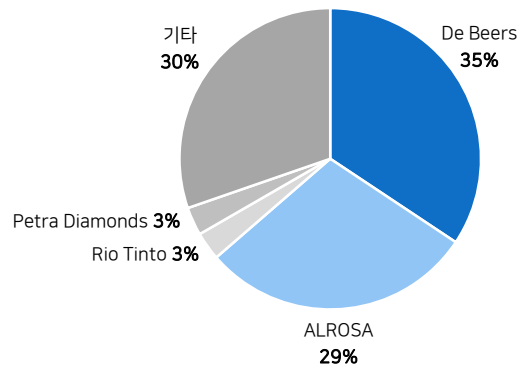
이러한 채광산업 성장의 수혜는 이번 對알로사 제재로 인해 시장의 나머지 업체들에게 일부 전가될 것으로 예상된다. '21년 기준, 글로벌 다이아몬드 채광 시장 점유율은 드비어스 35%, 알로사 29%, 리오틴토 3%, 페트라 다이아몬즈 3%다.

그림4 글로벌 다이아몬드 판매량 및 금액: '19년 수준 상회



자료: Bain & Company, 메리츠증권 리서치센터

그림5 글로벌 다이아몬드 채광 업체 M/S - 2021년



자료: Bain & Company, 메리츠증권 리서치센터

투자전략

알로사 외 채광 pure-player 위주 밸류에이션 리레이팅 전망

알로사 외 채광 > 가공 & 도/소매
Pure-player > Multi-player

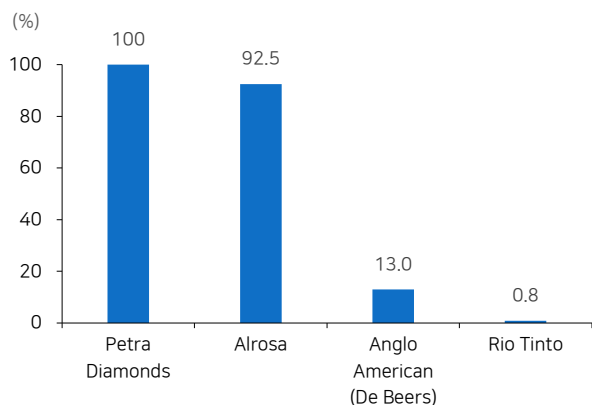
현재 다이아몬드 가격 급등에 따른 투자전략으로 다음 3가지 요점을 제시한다: 1) 다이아몬드 산업 밸류체인 3가지 중 채광 업체 수혜 최고, 2) 제재 이슈에 눌린 알로사 외 타 채광 업체로의 수혜 전가, 3) 타 광석향 매출 의존도가 높은 업체보다 pure-player의 성장이 확실. 이를 감안하면, 영국의 다이아몬드 채광 pure-player인 Petra Diamonds(PDL LN)의 투자 매력도가 가장 높다.

점유율 1위인 'De Beers'는 비상장 업체로, 동사 지분을 85% 보유한 영국의 Anglo American(AAL LN)으로의 투자가 가능하다. 그러나 다이아몬드향 매출 비중이 13%로 단순 다이아몬드 호재 외 변수가 많다. 2위 업체인 러시아의 Alrosa(ALRS RU)는 높은 M/S와 다이아몬드향 매출 의존도를 보유했음에도 제재 불확실성으로 투자 매력도가 떨어진다. 지정학적 리스크가 이어지는 한, 해외투자자들의 수급 또한 제한적일 것으로 예상되므로 단기 주가 반등은 어려울 것이다. Petra Diamonds와 동일한 점유율을 가진 영국의 Rio Tinto(RIO LN)는 다이아몬드향 매출 비중이 0.8%로 현저히 낮아 추가 수혜가 어렵다. 각 업체의 연초 대비 주가 수익률도 이를 증명한다: Anglo American +25.6%, Alrosa -31.0%, Rio Tinto +19.6%, Petra Diamonds +64.9%.

Petra Diamonds의
재평가 기대

Petra Diamonds는 최근 주가 급등에도 밸류에이션 매력도가 여전하다. 다이아몬드 가격이 이전 최고점을 형성한 '11~'12년, 동사는 평균 14.2배의 멀티플(12MF EV/EBITDA)을 부여받았다. 이후 10년 만의 호황을 맞은 현재, 동사는 불과 2.5배에 거래 중이다. 이는 10년 전 호황기 대비 -82.7% 할인된 밸류에이션이다. 다이아몬드 채광 pure-player로서(Petra Diamonds 100% > Alrosa 92.5% > Anglo American 13.0% > Rio Tinto 0.8%) 러시아의 지정학 이슈가 해소되지 않을 시 동일 테마 내 밸류에이션 리레이팅이 두드러질 것으로 전망한다.

그림6 각 사의 다이아몬드향 매출 비중 (2021년)



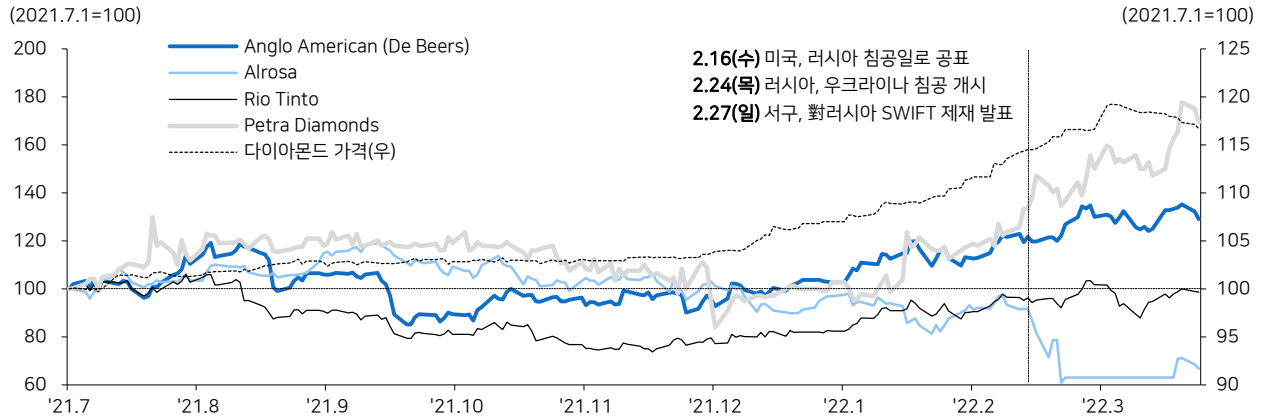
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림7 러시아 다이아몬드 업체 Alrosa 생산 51캐럿 다이아



자료: Getty Images, 메리츠증권 리서치센터

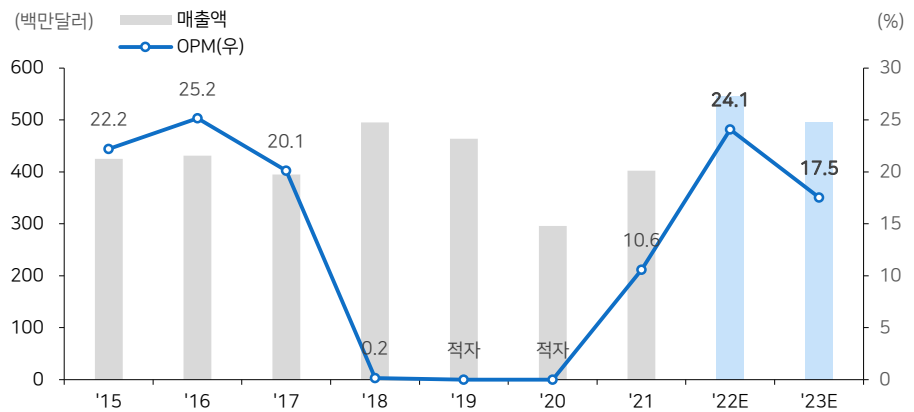
그림8 글로벌 주요 다이아몬드 채광 업체 주가 및 다이아몬드 가격 추이



주: 3월 29일 종가 기준. Alrosa는 2월 25일~3월 23일 거래 정지(러시아 증시 휴장)

자료: Refinitiv, PolishedPrices.com, 메리츠증권 리서치센터

그림9 Petra Diamonds (PDL LN) 연간 실적 추이 및 전망



주: 6월 결산. 전망치는 블룸버그 컨센서스 기준

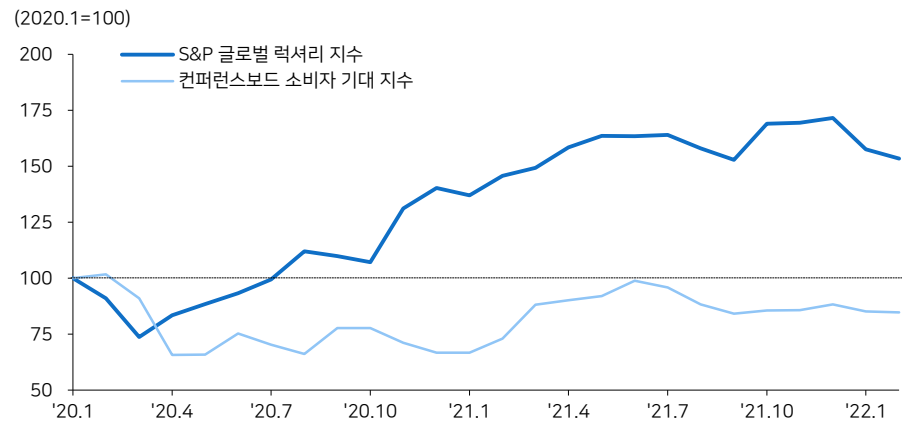
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

향후 소비심리 회복은 럭셔리 소비 촉매제

럭셔리 수요가 감소하면?

현재 인플레이션과 같은 비우호적 매크로 이슈로 럭셔리 재화에 대한 소비 여력 및 수요 감소 우려를 품을 수 있다. 그러나 팬데믹 이후 미국 컨퍼런스보드 소비자 기대 지수는 평년 수준을 아직 회복하지 못한 데 반해, 글로벌 주요 럭셔리 기업들의 주가는 평균 48% 상승했다. 어려운 시기에도 글로벌 럭셔리 시장은 고성장을 했고, 관련 업체 주가는 실적에 수렴했다는 뜻이다. 향후 경기 회복으로 소비심리가 평년으로 회복한다면 럭셔리 소비는 오히려 더 증가할 수 있다. 특히 다이아몬드는 공급량이 한정되어 급격한 수요 하락이 발생하지 않는 한, 가격의 추세적 상승은 이어질 것이다.

그림10 S&P 글로벌 럭셔리 지수 vs. 미국 소비자 기대 지수: 소비심리 위축에도 견조한 사치



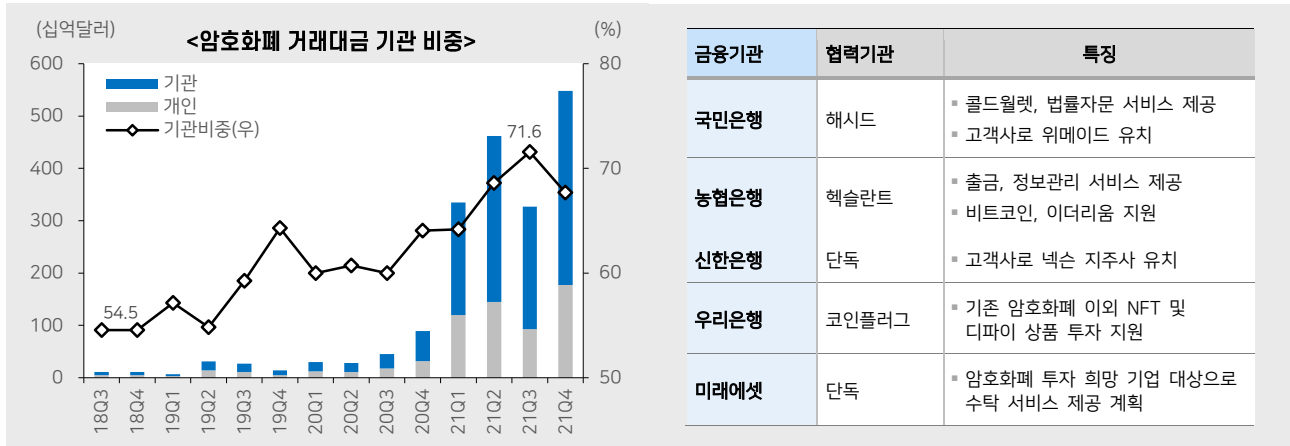
주: '22년 2월까지의 월말(별) 데이터 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

이정연 수석연구원

국내 암호화폐 수탁 서비스 발달, 기관투자자 유입의 발판



주: 미국 최대거래소 Coinbase 기준

자료: Coinbase, Arcane Research, KODA, CARDO, 메리츠증권 리서치센터

암호화폐 투자 기관화 확대

2021년 이후 암호화폐에서 가장 중요한 키워드는 기관화다. 2018년 3분기에는 50%에 불과했던 기관투자자 비중이 2021년 하반기에는 70%까지 성장했고 전통, 신생 금융사들이 생태계 전반에 진입했다. 기관화 흐름이 거세지는 중 국내에서도 최근 시중은행, 증권사에서 암호화폐를 보관해주는 커스터디(수탁) 서비스가 본격화되고 있다. 이것의 내용과 의미에 대해 설명하고자 한다.

커스터디:

보관, 보안, 투자자문, 오프라인
물리지갑 서비스

국내 서비스를 살펴보자. 현재 KB국민은행, NH농협은행 등 시중은행에서 합작법인 형태로 서비스를 제공하고 있다. 이들은 현재 위메이드와 같이 암호화폐를 발행한 기업들의 보관이나, 투자기관들의 대출 편의 지원, 오프라인 물리지갑 등을 지원한다. 증권사 중에서는 미래에셋이 올해 유사한 서비스를 개시할 예정이다. 수수료는 미국과 유사한 연간 0.4% 수준일 것으로 예상되며, 위메이드의 경우 보유 물량 5,600억원에 대해 위탁 수수료로 연 23억원이 발생할 것으로 추정된다.

커스터디는 기관투자자 유입을
위한 생태계 구성의 발판

커스터디는 단순한 보관 및 보안 서비스가 아니다. 투자주체, 유동성 공급자, 거래소, 브로커 등 암호화폐 생태계를 구성하기 위해서 필수적으로 마련돼야 하는 인프라다. 암호화폐는 근본적으로 해킹에 취약하기 때문에 커스터디가 보안에 대한 해결책을 제시한 이후에야 다른 생태계 구성요소들도 정상적으로 작동할 수 있다. 미국 또한 2019년 피델리티를 필두로 시중은행들이 커스터디 서비스를 시행하면서 기관투자자들의 유입이 본격화됐다.

향후 국내에서도 기관투자자 시장
진입 전망

아직 국내에서는 기관투자자들의 암호화폐 거래가 활발하지 않다. 하지만 기관투자자를 위한 커스터디 서비스의 발달이 시작됐고, 암호화폐에 대한 규제 완화가 기대되는 상황이다. 글로벌 암호화폐 기관화가 빠르게 진행되고 있고 기관이 진입할 만한 생태계가 구성되고 있는 만큼 국내에서도 올해, 늦어도 내년부터는 기관투자자들의 적극적인 시장진입이 이뤄질 것으로 전망한다.

칼럼의 재해석

최설휘 연구위원

러시아 제재의 교훈: 중국은 어떻게 대비할 수 있을까? (SCMP)

러시아의 우크라이나 침공 이후 서방국가들은 러시아에 강도 높은 경제제재를 가했다. 러시아 중앙은행·국영은행 자산은 물론, 주요 자산가 개인의 부까지 동결되었다. 거시적인 차원에서 볼 때, 이번 제재는 달러나 유로를 외화자산으로 보유해도 되는지의 문제로 이어진다. 정치적 결정에 따라 순식간에 자산가치가 없어질 수 있음이 드러났기 때문이다. 이미 수 차례 중국의 국부를 통제하고자 하는 움직임이 있었던 바, 이번 제재를 계기로 국가안보에 대한 중국의 고민이 커졌을 것으로 보인다.

현 상황에서 중국이 선택 가능한 대안은 크게 세 가지가 있다. 첫째, 중국의 외환보유액을 모두 금으로 대체하는 것이다. 그러나 전 세계 금 규모가 중국 외환보유액을 전부 대체하기에 충분하지 않기 때문에 불가능에 가깝다는 판단이다. 둘째, 위안화가 기축통화 지위를 획득하는 것이다. 이 또한 지금 당장 현실화하기에는 어려움이 크다. 달러가 안전자산으로 여겨졌던 이유는 1) 다른 자산·통화로 대체하는 것이 완전히 자유롭고, 2) 변동환율제를 따르기 때문이다. 그러나 위안화가 상기한 두 가지 조건을 충족하기 위해서는 중국 국영기업과 국영은행의 전반적인 개혁이 먼저 이루어져야 할 것이다. 마지막으로, 서방국가 금융시스템에 자산을 예치하는 대신 지정학적 중립국이나 친중국 스탠스 국가의 유형자산에 투자하는 방법이다. 앞서 제시한 두 가지 대안에 비해 시행 가능성이 높기는 하다. 그러나 1) 유형자산은 유동성이 낮아서 유사시에 현금화가 용이하지 않고, 2) 투자 국가별 리스크에 따라 자산 가치가 크게 변동하기 때문에 고려해야 할 사항이 많다.

결론적으로 중국이 당장 취할 수 있는 대안은 없는 것으로 보인다. 그러나 이번 전쟁을 계기로 서방국가들의 잠재적인 제재에 대비하는 것이 중국 국가안보를 제고하는 중요한 어젠다로 부상한 것은 확실하다.

중국, 러시아 경제 제재에 놀라다

러시아 경제제재의 함의:
달러가 앞으로도 안전자산일까?

러시아의 우크라이나 침공 이후, 미국을 비롯한 서방국가는 러시아에 유례없이 강도 높은 경제제재를 시행했다. 러시아 중앙은행·국영은행 자산은 물론, 주요 자산가 개인의 부까지 동결한 것이다. 이에 러시아와 연관 국가들의 경제적 피해가 불가피해졌다.

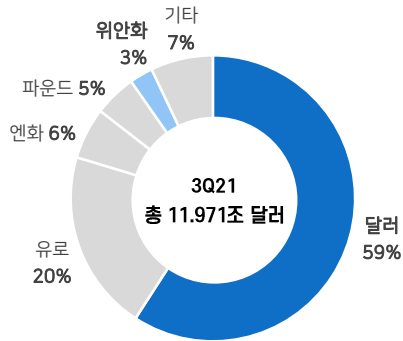
그러나 이번 제재의 함의가 개별 국가 역성장에서 끝나지 않는다는 점에 주목할 필요가 있다. 보다 거시적인 차원에서 본다면, 달러와 유로 같은 특정 화폐가 안전자산으로써, 다른 나라의 글로벌 외화자산으로 기능할 수 있을지 여부와도 직결되기 때문이다.

지금까지 이들 화폐가 안전자산으로 인식되었던 이유는 다음과 같다: 1) 변동환율제를 채택했기 때문에 시장원리에 따라 움직이며 2) 언제든지 다른 자산·화폐와 전환될 수 있었기 때문이다. 그 결과 2021년 3분기 기준 전 세계 중앙은행 외환보유액의 94.4%는 달러를 비롯한 서방 국가의 화폐로 구성되어 있다. 그러나 이번 러시아 경제제재는 상기한 가정과 원칙이 정치적 결정에 따라 흔들릴 수 있음을 보여주었다. 안전자산 지위에 의문이 생긴 이유다.

이번 경제제재에 놀란 국가 중 하나는 중국

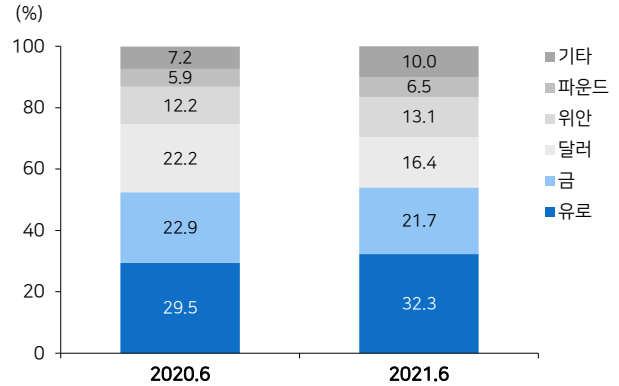
이번 경제제재에 가장 놀란 국가는 중국일 것이다. 이미 중국의 국부를 통제하고자 하는 생각이 표출된 적이 있기 때문이다. 지난 8월만 해도 트럼프는 코로나 배상금 차원에서 각국이 중국 부채를 갚지 말아야 한다고까지 주장한 바 있다. 러시아-우크라이나 전쟁을 계기로 중국 당국은 보유하고 있는 준비자산을 달러 이외로 다변화할 필요성이 본격화된 것으로 보인다.

그림1 전 세계 총 외환보유액 구성(3Q21 기준)



주: 외환보유액보관(allocated reserves) 기준
 자료: IMF, 메리츠증권 리서치센터

그림2 러시아 외환보유액 구성 변화



자료: Bank of Russia, 메리츠증권 리서치센터

중국이 선택할 수 있는 세 가지 대안

대안①: 외환보유액 전부를 금으로 대체

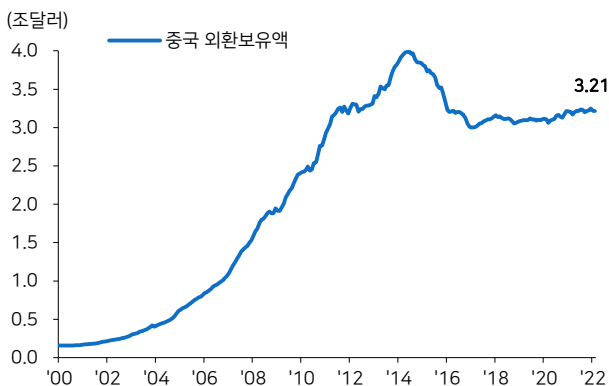
중국의 대안①:
 외환보유액을 전부 금으로 대체

칼럼에서는 현재 중국이 선택할 수 있는 세 가지 대안을 제시한다. 첫 번째는 중국의 외환보유액을 모두 금으로 대체하는 것이다. 앞서 러시아 사례에 나타나듯, 외환보유액을 달러 이외의 통화로 다변화하는 것은 실효성이 크지 않다. 미국의 제재에 여타 서방국가들이 동참하기 때문이다. 실제로 우크라이나 침공 이전에 러시아는 달러 표시 준비자산을 금이나 다른 화폐로 바꾸었음에도 준비자산 2/3 가량이 동결되었다. 결국 남은 유동성 높은 준비자산 선택지는 금이 유일하다.

대안①의 한계:
 전 세계 금 규모가 충분하지 않음

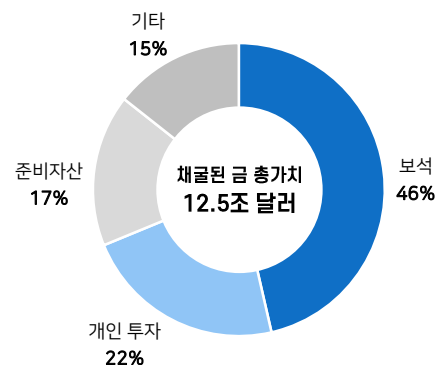
하지만 전 세계 금 규모는 중국 외환보유액을 전부 대체하기에 충분하지 않다. 지난 11월 기준, 전 세계 금 규모는 총 12.5조 달러이다. 그 중 46%는 보석 형태이기 때문에 금융자산으로 사용할 수 있는 규모는 6.7조 달러가 남는다. 하지만 6.7조 중 2.1조 달러는 이미 각국 중앙은행이 준비자산 형태로 보유하고 있기 때문에 결과적으로 남는 규모는 4.6조 달러가 된다. 4.6조 달러 중 3.2조 달러를 인민은행이 준비자산으로 매수하는 것은 불가능에 가깝다.

그림3 중국 외환보유액 규모



자료: 중국 인민은행, 메리츠증권 리서치센터

그림4 전 세계 금 구성('21.11월 기준)



자료: KALO GOLD, 메리츠증권 리서치센터

대안②: 위안화의 기축통화 지위 획득

중국의 대안②:
위안화의 기축통화 지위 획득

위안화가 기축통화가 되는 방안 또한 생각해볼 수 있다. 안정적인 위안화 수급 환경이 조성됨으로써 중국의 대외건전성이 제고될 수 있기 때문이다. 그러나 이 역시 지금 상황에서는 불가능에 가깝다. 중국 중앙은행의 노력에도 불구하고, 글로벌 교역과 결제에서 위안화가 차지하는 비중은 크지 않다. 위안화는 글로벌 준비자산의 3% 미만을 구성하고 있으며, 2022년 2월 기준 글로벌 결제에서 2.23% 비중을 차지한다.

대안②의 한계:
중국 전반 금융시스템 개혁
선행이 필요

무엇보다도 가장 큰 걸림돌은 위안화가 앞에서 언급한 안전자산 조건을 충족하지 않는 점에 있다. 위안화는 1) 다른 자산·통화로 대체하는 것이 완전히 자유롭지 않을 뿐만 아니라, 2) 현재 고정환율제를 따르고 있다. 해결을 위해서는 제반 금융시스템의 개방 및 자유화가 선행조건이다. 그러나 이는 중국 국영기업이나 국영은행의 전반적인 개혁 없이는 이루기 어렵다.

그림5 SWIFT 위안화 결제 비중

자료: SWIFT, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

대안③: 친중국 국가의 유형자산에 투자

중국의 대안③:
중립국이나 친중국 국가의
유형자산에 투자

마지막 대안은 서방국가 금융시스템에 자산을 예치하는 대신 지정학적 중립국이나 친중국 스탠스 국가의 유형자산에 투자하는 방법이다. 일대일로 정책이 좋은 예다.

대안③의 한계:
유형자산은 유동성이 낮고,
가치변동이 큼

앞서 제시한 두 가지 대안에 비해 시행 가능성이 높기는 하다. 그러나 여러 리스크로 인해 준비자산으로 활용하기에는 어려움이 있다. 첫째, 유동성이 낮아서 유사시에 현금화가 용이하지 않다. 둘째, 투자 국가의 경제, 정치, 금융 리스크에 따라 자산 가치가 크게 변동할 수 있어 투자에 앞서 고려해야 할 사항이 많다.

러시아 경제제재의 시사점

당장의 대안은 없으나, 국가안보
제고를 위한 중요한 어젠다.
화폐 탈세계화 본격화될 것

결론적으로 앞서 서술한 세 가지 대안 중 중국이 당장 취할 수 있는 현실적인 대안은 없는 것으로 보인다. 그러나 이번 전쟁을 계기로 서방국가들의 잠재적인 제재에 대비하는 것이 중국 국가안보를 제고하는 중요한 어젠다로 부상한 것은 확실하다. 지정학적 분쟁이 커질 때, 중국이 기댈 수 있는 안전자산·안전통화가 없다는 것은 중국에 있어 매우 불편한 사실이기 때문이다.

이는 중국에만 해당하는 사안은 아니다. 한국을 포함한 다른 국가들 또한 달러에서 탈피하여 준비자산을 다양화하는 흐름을 보일 것이라 생각한다. 따라서 경제권 역과 화폐 이원화가 동시에 진행되면서 부각될 지정학적 리스크에 주목하고, 선제적으로 대비하는 것이 더욱 중요해질 것이다.

원문: *China's National Wealth Remains Vulnerable to Western Financial Sanctions, No Matter What It Does (SCMP)*