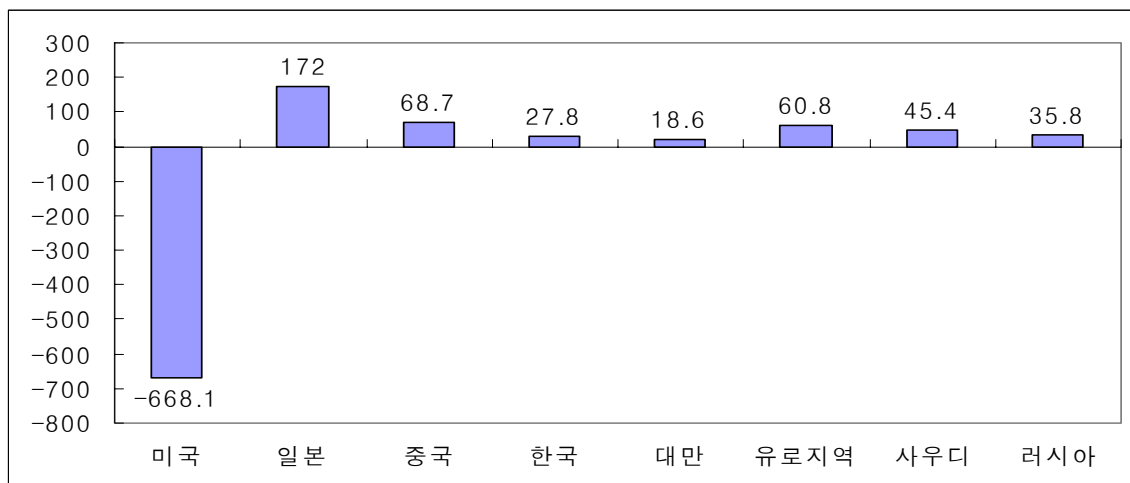


1. 세계경제의 불균형 심화와 상호의존

- 미국의 대규모 적자와 동아시아 주요국의 대규모 흑자로 요약되는 세계경제의 경상수지 불균형은 1990년대 중반 이후 급속히 심화되는 모습을 보이고 있음.
- 1997년 1,280억 달러(GDP의 1.5%)였던 미국의 경상수지 적자규모는 그후 연평균 27%씩 급증하여 2004년에는 6,681억 달러(GDP의 5.7%)를 기록, 사상 최고수준에 달함.
- 반면 일본(1,720억 달러, GDP의 3.7%), 중국(687억 달러, GDP의 4.2%)을 비롯한 대부분의 동아시아국과 유로지역국가(608억 달러) 및 석유수출국들은 큰 폭의 경상수지 흑자를 기록하고 있음.

그림 1. 주요국의 경상수지 현황

(단위: 2004년, 10억 달러)

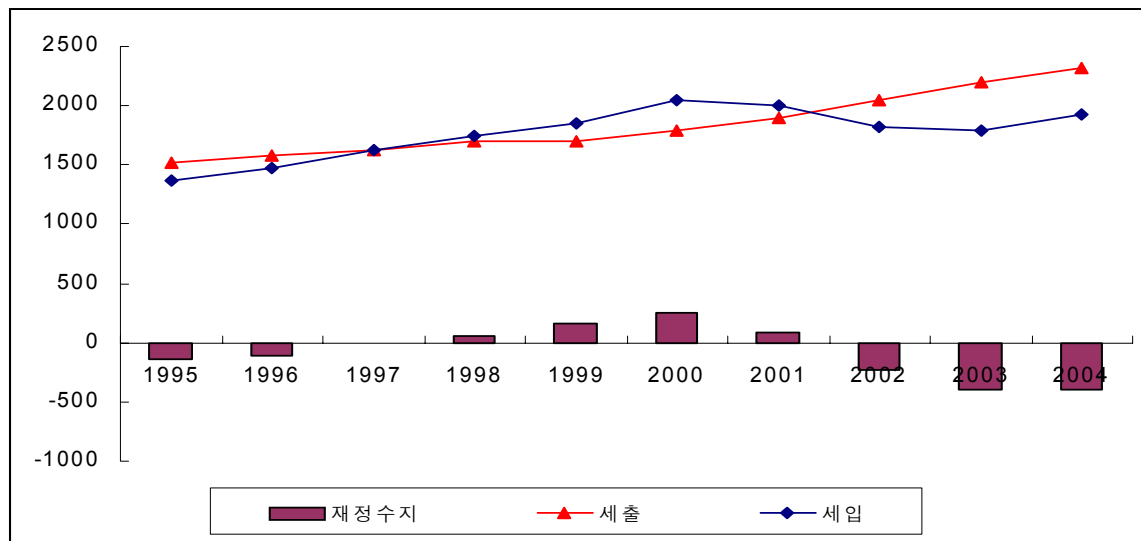


자료: IMF, IFS, 각호.

- 이와 같은 세계경제 불균형의 확대는 여러가지 구조적·경기순환적 요인이 복합적으로 작용한 결과임.
- 미국의 주가 및 주택가격 상승에 따른 ‘부의 효과(wealth effect)’의 영향으로 가계 소비가 증가하고 저축은 감소추세를 보임.
 - 미국의 상품별 무역수지를 보면 소비재와 자동차 부문의 적자가 전체 무역적자의 대부분을 차지하는데, 이는 미국 가계의 저축감소와 소비증가 성향을 반영한 것임.
- 1990년대 말 한때 흑자를 기록하였던 미국의 재정수지는 2002년 이후 감세조치의 영향으로 적자로 반전되어 그 규모가 증가추세를 보임.

그림 2. 미국의 재정수지 추이

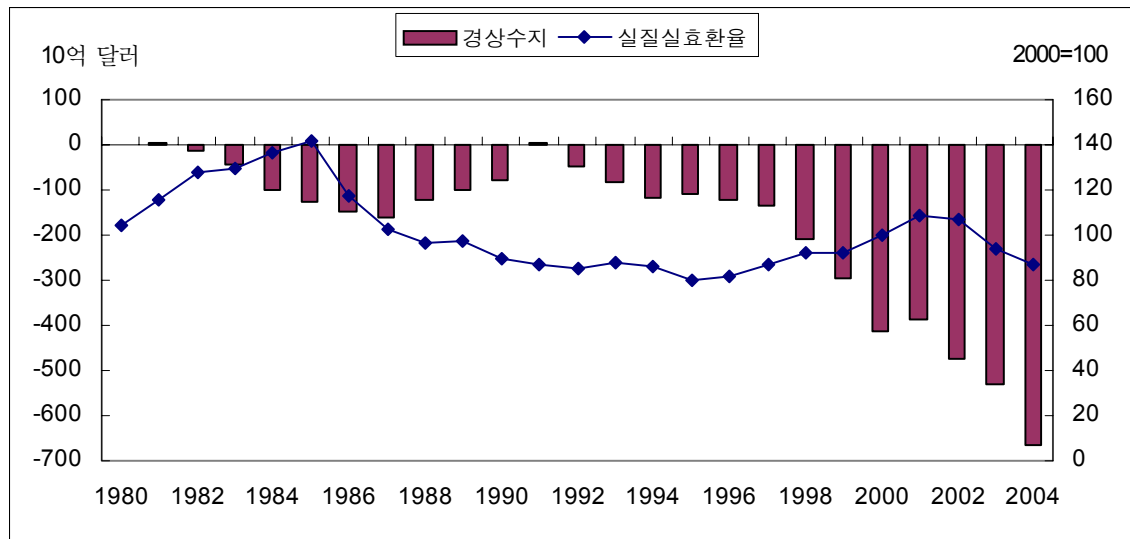
(단위: 10억 달러)



자료: IMF, IFS, 각호.

- 미국 수입의 소득탄력성은 미국 수출의 해외소득탄력성보다 훨씬 높다는 것이 2차대전 이후 미국 수출입에 대한 실증분석으로부터 얻어진 결론임(이른바 Houthaker-Magee asymmetry).
 - 따라서 미국의 성장률이 해외의 성장률과 비슷한 경우에도 미국의 무역수지는 적자를 기록하게 됨.
- 이런 상황에서 1990년대 중반 이후 미국의 주요 교역상대국인 일본과 유럽 등지의 경기가 부진한 가운데 미국의 성장은 기대 이상의 호조를 보임으로써 경상수지 적자확대의 요인으로 작용함.
- 또한 달러화가 1990년대 말에서 2001년까지 기간 동안 강세를 보인데 따른 시차를 둔 파급효과도 나타나고 있음.
- 한편 미국과의 양국간 무역수지 추이를 보면 세계 대부분의 나라들이 미국과의 교역에서 흑자를 보이고 있는 가운데 특히 일본·중국을 비롯한 아시아국가들의 흑자규모가 큼.
 - 1990년대 후반 이후 아시아 신흥시장국의 흑자증대가 두드러진 것은 1990년대중 한때 내수를 중시하여 거의 경상수지의 균형을 이루었던 이들 나라들이 외환위기 이후 다시 수출주도형 성장전략을 중시하게 되었기 때문임.
- 세계경제의 불균형이 확대되는 가운데 미국과 세계 각국 사이에는 서로의 이해관계가 맞아 떨어지는 상호의존관계(global co-dependency)가 형성되어 있음.

그림 3. 달러화 가치와 미국의 경상수지 추이



자료: IMF, IFS, 각호.

- 세계 각국, 특히 아시아 지역은 대미 수출증대를 통해 성장목표를 달성하고 경상흑자로 획득한 달러를 미국 금융자산에 투자하고 있음.
 - 수출의존적 성장패턴을 유지하고 있는 아시아 각국의 중앙은행은 그들 통화의 달러에 대한 절상을 막기 위해 외환시장에 대규모로 개입하고 그에 따라 축적된 외환보유고를 달러표시자산에 투자함.
 - 2001년 말부터 2004년 말 사이의 기간 동안 일본과 중국을 비롯한 아시아 각국이 축적한 외환보유고 증가규모는 1조 2천억 달러로서, 이는 세계 전체 외환보유고 증대규모의 88%를 차지함(표 1 참고).
- 한편 미국은 부족한 국내저축으로 감당하기 어려운 투자수요를 경상흑자를 축적한 국가들로부터 용이하게 충당하는 한편, 저금리와 감세정책 등으로 내수주도의 고성장을 추구함.
 - 미국의 금리는 세계 각국의 중앙은행과 민간부문의 달러표시 자산 구매에 따라 국내균형만을 고려했을 때 보다 낮은 수준에서 형성되고 있음.
 - 재정적자도 세계 각국의 미국정부채 구매에 따라 용이하게 충당됨.
- 세계경제 불균형의 해소를 위해서는 미국의 저축증대와 재정적자 감축, 유럽과 일본의 내수부양, 동아시아국의 대미 수출의존도 저하 등의 구조적 처방과 대규모 환율조정 등의 고통이 수반되는 해결방안이 절실함.

표 1. 세계 각국의 외환보유고 변화

(단위: 10억 달러)

국 별	2001년 말	2004년 말	변동폭 (2001~04)	점유율(%)	변동률(%)
세계 전체	1,685	3,105	1,417	100	84
선진국	718	1,182	464	33	65
유럽지역	208	179	-29	-2	-14
캐나다	30	30	0	0	0
일본	388	824	437	31	112
영국	32	39	8	1	22
호주	16	34	17	1	113
스웨덴	13	21	8	1	62
스위스	30	54	23	2	80
아시아	770	1,572	801	57	104
중국	212	610	398	28	188
대만	122	242	120	8	98
한국	102	198	96	7	94
싱가포르	75	112	37	3	49
홍콩	111	124	12	1	12
인도	45	125	80	6	178
말레이시아	30	65	36	3	117
태국	32	49	16	1	53
필리핀	13	13	-1	0	0
인도네시아	27	35	8	1	30
중남미	128	180	51	4	41
멕시코	44	63	18	1	43
브라질	36	53	17	1	47
아르헨티나	15	18	3	0	20
베네수엘라	9	18	9	1	100
칠레	14	16	1	0	14
콜롬비아	10	13	3	0	30
기타	70	171	101	7	144
이스라엘	23	27	3	0	17
사우디아라비아	15	23	8	1	53
러시아	33	121	88	6	267

자료: Truman, Edwin M.(2005), "Postponing Global Adjustment: An Analysis of the Pending Adjustment of Global Imbalances,"
 IIE Working Paper 05-6.

- 그러나 현재 세계 각국의 정책 당국은 고통스러운 조정과정을 감수하기보다는 위와 같은 세계 경제의 상호의존관계에 안주하면서 현상(status quo)을 유지하는 데 만족하고 있는 것으로 보이기 때문에 세계경제 불균형의 문제는 당분간 더욱 심화될 가능성이 큰 것으로 보임.
- 문제는 미국의 경상수지 적자와 대외채무가 지속적으로 확대되는 상황에서 세계 각국의 중앙은행과 민간부문이 예상되는 달러 절하에 따른 자본손실을 감수하면서까지 달러표시 자산규모를 유지 또는 증대할 것인가임. 이 문제는 바로 세계경제 불균형의 지속가능성(sustainability)에 대한 의문임.

2. 세계경제 불균형의 지속가능성

- 세계경제 불균형의 지속가능성에 대해서는 낙관론과 비관론이 혼재하고 있으나 최근에는 학계를 중심으로 비관론의 확산이 두드러짐.
- 낙관론: 미국경제가 강건하고 미국 금융자산이 수익성 및 안정성 면에서 인기가 있기 때문에 미국으로의 자본유입이 지속적으로 증대할 것이라는 견해.
- 비관론: 미국 경상수지 적자 및 대외채무의 규모가 지나치게 크고, 달러가치 하락의 가능성을 고려하면 수익률 면에서도 문제가 있기 때문에 세계 각국의 중앙은행이나 민간투자자들이 달러표시 자산의 보유를 기피할 가능성이 있다는 견해.
- 만약 현재의 세계경제 불균형이 지속가능하지 않다는 비관론이 현실화될 경우, 세계경제는 환율급변동(달러 급락), 미국금리 급등 등으로 미국경제가 먼저 침체하고 그 영향이 세계 전체로 파급되는 경착륙(hard landing) 시나리오에 돌입할 가능성을 배제할 수 없음.
- 따라서 이 경착륙 시나리오가 현실화되는 것을 막기 위해서는 세계경제의 불균형이 어떤 형태로든지 조정되어야 한다는 주장이 확산되고 있음.
- 세계경제 불균형의 지속가능성에 의문을 제기하는 견해는 현 세계경제체제에 내재되어 있는 다음과 같은 몇가지 현상에 바탕을 두고 있음.
- 미국의 재정경상수지 적자 확대 추세로 미국의 외자수요는 계속 증가하는 상황에서 미국 금융자산을 보유하는 외국투자자들은 달러화의 절하전망을 고려할 때 손실을 입을 가능성이 커서

미국의 외자수급에 본질적인 불균형 요인이 잠재되어 있음.

- 세계 각국의 중앙은행은 대규모 달러표시자산 구매를 통해 달러화의 가치하락을 방지하는 한편 미국금리를 균형보다 낮은 수준에서 형성되게 함으로써 미국경제에 일종의 금리보조금을 제공하고 있음.
 - 이는 미국의 주택부문 등 금리에 민감한 내수 분야의 투자소비 및 고용을 활성화시키는 효과를 가져오는 한편, 상대적으로 교역재 분야에 대한 투자를 위축시키는 자원배분의 왜곡을 야기함.
 - 교역재 분야에 대한 투자위축은 미국의 무역적자 감축을 지향하는 조정과정을 더욱 어렵게 함.
- 아시아 각국 특히 중국의 외환보유고 증대 규모는 이들 국가의 경상수지 흑자 규모를 초과함으로써 그 지속가능성이 의문시됨.
 - 2004년중 중국의 외환보유고 증대규모는 2060억 달러로서 경상수지 흑자규모 687억 달러를 크게 상회함.
 - 중국은 자국의 금융자산에 대한 세계수요로 쌓은 외환보유고를 미국자산에 투자하는 중개기능을 담당함으로써 미국의 경상적자 보전에 과다한 부담을 지고 있음.
- 급증하는 중국의 외환보유고는 통화채 발행부담 때문에 전량 불태화(sterilize)하기 어려우며, 이에 따른 통화공급 증대는 인플레이 압력을 야기할 가능성이 있음.
 - 이는 중국에 이미 존재하는 과다대출과 자산버블을 가속화함으로써 붕괴시 이미 심각한 상태에 있는 중국금융산업의 부실채권 문제(GDP의 약 40%)를 더욱 악화시킬 가능성이 있음.
- 유럽중앙은행(ECB)은 유럽의 잉여저축을 아시아와 같은 형태로 미국정부채에 지속적으로 투자하지 않을 것으로 보임. 이는 ECB의 성격상 한 나라의 중앙은행과 같이 책임을 지고 리스크를 떠안을 자세가 결여되어 있고 또 유럽과 미국 사이의 유대관계가 1960년대에 비해 약화되어 있기 때문.
- 현재의 세계경제 불균형이 지속 가능하기 위해서는 일본·중국·유로지역의 국가들이 달러자산 보유를 지속적으로 증대시키는 일종의 카르텔(dollar financing cartel)이 강력하게 작동해야 하는데, 냉전 종식 이후 미국과 이들 나라 사이의 동맹관계가 과거 브레튼우즈 체제하에서와 비교해 볼 때 많이 약화되어 있는 상황임.
- 일부 신흥시장국가의 중앙은행들은 기존의 외환보유고 중 달러자산의 비중을 줄이지는 않더라도 새로이 축적하는 외환보유고 가운데 달러자산이 차지하는 비중을 달러화 가치하락에 대비하여 낮추려는 경향이 있음.

- 태국과 러시아가 그와 같은 정책을 공표한 바 있음.
- 아시아의 신흥시장국가 가운데 상당수는 공식적으로 자유변동환율제도를 채택하고 있기 때문에 환율변동(자국통화의 절상)을 막기 위해 달러보유고를 축적할 의무가 없음.
- 이와 같은 이유로 세계경제 불균형이 지속불가능(unsustainable)할 경우 그 한계점이 있을 것으로 판단되는데, 미국 국제경제연구소(IIE)의 Mussa는 미국 GDP의 5%를 넘는 경상수지 적자가 여러 해 동안 지속될 수 없다는 계량분석 결과를 발표.
- 그렇다면 2004년에 이미 그 한계점을 초과하였으며 이 상태가 몇 년 더 지속되면 경착륙 시나리오가 현실화될 수 있기 때문에, 세계 각국의 정책당국이 세계경제의 경착륙을 막기 위해서는 빠른 시일 내에 이러한 불균형의 조정에 착수해야 한다는 시사점을 얻을 수 있음.

3. 예상되는 조정과정과 동아시아에의 시사점

- 세계경제 불균형을 근본적으로 해소하기 위해서는 미국의 소비절약저축증대재정적자 감축, 동아시아국의 대미 수출의존도 저하 등의 구조적 해결방안이 절실하다는 지적이 있음.
- 그러나 미국의 추세적 저축감소와 동아시아국의 대미 수출의존적 성장패턴은 지난 수십 년 동안 구조적으로 고착화되었기 때문에 그 해결이 중단기적으로 용이하지 않다는 문제가 있음.
- 일본과 유럽의 내수부진도 현재의 저금리 수준이나 재정상태 등을 고려할 때 타개하기가 어려운 정책과제임.
- 결국 DDA 협상의 진전 등 세계교역질서가 자유화의 기조를 유지하고 있는 상황에서 세계경제 불균형의 조정은 달러화와 유로 및 동아시아 주요통화 사이의 환율조정 형태로 이루어질 가능성이 커 보임.
- 우리나라의 박영철 교수와 미국 국제금융연구소(IIF)의 달라라 소장 등은 신폴라자합의(New Plaza Agreement)와 같은 국제적인 정책협조가 필요하다는 주장을 제기함.
- 거론되고 있는 중국위안화의 추가절상도 불균형 해소의 구체적인 과정의 일환임. 그러나 위안화 절상에 따른 중국의 경상수지 흑자 감축의 효과가 미국의 적자 축소로 나타나지 않고

동아시아 여타국(ASEAN, 대만, 한국 등)의 흑자 확대로 나타날 경우, 위안화 절상이 세계 경제 불균형 해소에 미치는 영향은 매우 제한적일 것임. 이 논리는 동아시아 다른 통화의 개별적 대미 환율조정에도 모두 해당되는 논리임.

- 이와 같은 국별 환율조정의 한계를 감안할 때 세계경제 불균형의 해소를 위해서는 동아시아 국가간의 환율공조가 필요함을 유추해 볼 수 있음.
- 환율공조는 미국의 입장에서는 경상수지 적자규모의 실질적인 감축을 기대할 수 있고, 동아시아국의 입장에서는 불가피해 보이는 환율조정의 속도를 동아시아 차원에서 공동으로 조절해 갈 수 있다는 장점을 지니는 것으로 판단됨.
- 또한 동아시아 환율공조는 신폴라자합의와 같은 국제적인 정책협조의 장이 마련될 경우 동아시아국의 다양한 입장을 미리 조율함으로써 미국유로지역동아시아 사이의 협상과정이 효율적이고 용이하게 진행되는 데 기여할 것으로 기대됨.
- 그동안 동아시아 환율공조 내지 통화통합 논의는 주로 동아시아지역 차원의 득실을 따지는 데 주안점을 두어왔으나, 세계경제 불균형이 문제시되는 지금 시점에서는 지역적인 차원을 넘어서 세계적인 차원에서 의미를 가지고 그 필요성이 제기될 것으로 보임.

4. 우리나라의 역할

- 지역통화협력체의 결성을 통한 환율공조나 나아가 통화동맹의 구축으로 그 지역이 얻게 될 이득이 비용을 초과하는 지리적 범위를 최적통화지역(OCA: Optimum Currency Area)이라고 할 수 있음.
- 동아시아지역이 과연 최적통화지역인지에 대해서는 1990년대 중반 이후 일본한국미국의 학계를 중심으로 많은 연구가 있어왔는데, 그 결과를 보면 일부 예외를 제외하고는 대체로 동아시아지역이 경제적으로는 서유럽과 비슷한 수준으로 OCA 기준을 충족하고 있는 것으로 나타남.
- 이는 동아시아국가들이 환율공조를 통해 얻게 될 역내 무역증진, 거시경제 안정화 등의 이득이 통화정책 독립성 훼손 등의 비용을 초과한다는 것을 의미함.

- 이와 같은 학계의 연구결과들이 10여년 축적되어 왔음에도 불구하고 동아시아의 어느 정책 당국도 환율공조의 구상을 구체적으로 제시하고 실천하려는 의지를 공식적으로 표명하지 않고 있음.
- 이는 환율공조에 따르는 이득에 대한 믿음의 부족, 비용에 대한 우려, 유럽에 비해 취약한 정치적 유대관계 등 여러 가지 요인에 기인한 것으로 보임.
- 특히 정치적 측면에서 보면 동아시아의 통화협력 논의를 실질적으로 주도해야 할 동북아 3국이 과거사 문제 등을 배경으로 중일간, 한일간에 심각한 갈등을 빚고 있다는 점이 통화협력 논의를 진전시키는 데 중요한 장애요인으로 작용하고 있는 것으로 보임.
- 따라서 앞서 언급한 바 환율공조에 따르는 이득이 비용을 초과한다는 경제적 논리를 전제할 때, 동아시아 환율공조의 성사 여부는 결국 이 지역 정치지도자들의 정치적 의지(political will)에 달려 있다고 할 수 있음.
- 특히 유럽의 통화통합이 두 주도국인 프랑스와 독일의 긴밀한 유대(Franco-German Alliance)에 의해 가능했듯이, 동아시아도 지역 차원에서의 통화협력이 결실을 얻기 위해서는 각 나라의 영향력을 고려할 때 중국과 일본 사이의 동맹관계(China-Japan Alliance)에 바탕을 둔 강력한 추진력이 필수불가결함.
- 외환위기 이후 동아시아 지역에는 역내의 경제적 협력이 필요하다는 공감대가 어느 정도 형성되어 가고 있음.
- ASEAN+3 정상회담의 개최와 치앙마이 이니셔티브 등은 동아시아 협력구상이 현실화된 구체적인 예임.
- 이밖에 역내의 다양한 양국간 FTA 시도, 한중일 공동연구, 한중일 금융협력 세미나 등도 경제협력의 분위기를 고조시키는 데 일정한 역할을 하고 있음.
- 특히 2005년말로 예정된 동아시아 정상회의(East Asia Summit)는 역내협력의 수준을 한단계 끌어올릴 수 있는 중요한 계기를 마련해 줄 것으로 기대됨.
- 동아시아지역이 통화협력의 여건을 갖추고 있는가에 대한 연구가 긍정적인 방향으로 어느 정도 진전되어 있다고 전제할 때, 향후 과제는 환율공조의 구체적 형태가 될 것으로 전망됨.

- 이때 제시되어야 할 주요 이슈는 지역환율조정장치내의 통화바스켓 선택, 밴드의 크기, 유동성의 공급 등임.
- 먼저 통화바스켓의 형태로는 유럽통화제도(EMS)에서와 같이 역내통화로 구성된 공동화폐계산 단위(가칭 ACU: Asian Currency Unit)를 창출하여 여기에 각국 통화를 페그하는 방법과 일본을 제외한 동아시아국가들이 역외통화인 달러, 엔, 유로에 일정한 가중치를 부여한 통화바스켓에 공동으로 페그(Common Basket Peg)하는 방법 등 두 가지를 고려해 볼 수 있음.
- 밴드의 크기에 대해서는 EMS의 경험을 참고할 수 있는데, EMS 전기의 상하 2.25%는 회원국 간 경제정책의 수렴도가 비교적 높은 유럽에서도 유지하기가 어려웠으므로 너무 좁고, EMS 후기의 상하 15%는 너무 넓어서 환율안정장치로서의 의미가 퇴색되는 단점이 있으므로 그 중간 수준인 상하 7-10% 정도를 고려할 수 있음.
- 치앙마이 이니셔티브의 채택으로 역내 유동성 지원장치의 윤곽이 어느 정도 마련되고 있으므로 이를 더욱 발전시켜서 역내 환율안정을 위한 환시개입 자금이 충분히 공급될 수 있도록 하는 제도적 장치를 마련해야 함. 이 문제와 관련해서는 일본이 핵심적인 역할을 담당해야 함.
- 이 지역환율조정장치(가칭 AERM: Asian Exchange Rate Mechanism)의 구체적인 형태에 대한 합의를 이끌어내고, 이를 동아시아 고위급 회담에 제출하며, 승인을 얻는 과정에서 한 국은 주도적인 역할을 담당할 수 있음.
- 중국과 일본은 상호견제 때문에 그 역할을 수행하기 어려움.
- 유럽의 경우 통화통합 30년 전인 1970년에 통화협력의 청사진인 「베르너보고서(Werner Report)」가 마련되었는데 보고서 작성을 담당한 위원회의 위원장인 Pierre Werner는 프랑스인이자 독일인이 아닌 룩셈부르크 출신이었음. 이는 동아시아에도 시사하는 바가 있다고 판단됨.
- 경제력이나 연구역량, 인적자원 및 동아시아 지역에서의 위상과 평가 등을 감안할 때 동아시아에서는 한국이 그 역할을 담당하는 데 가장 적합한 것으로 보임.
- 이와 같은 일련의 과정에서 선행되어야 할 점은 동아시아를 주도하는 동북아 3국의 정치적 갈등관계를 해소하는 것임.
- 이 문제의 핵심에 일본이 위치하고 있고 또 역내 환율안정장치를 유지하는 데 소요되는 유동성

의 공급을 일본에 의지할 수밖에 없다는 현실을 감안할 때, 과거 독일이 유럽통화제도에서 담당하였던 것과 유사한 리더십을 일본이 발휘할 수 있는지 여부가 동아시아 지역에서 환율정책 협조를 성사시키는 관건이 될 것으로 보임.