



제07-16호

글로벌 불균형: Time for Action

양두용 국제거시금융실 실장 (yangdy@kiep.go.kr, Tel; 3460-1227)

이준희 국제거시금융실 국제금융팀 연구원 (junhui@kiep.go.kr, Tel; 3460-1187)

주요 내용

- 미국 워싱턴 DC에서 대외경제정책연구원(KIEP), Bruegel, Peterson Institute for International Economics(PiIE)가 2007년 2월 8~9일 공동으로 주최한 워크숍에서는 Michael Mussa(PiIE), Barry Eichengreen(UC Berkeley), Tam Bayoumi(IMF), John Williamson(PiIE) 등 30여 명의 세계적인 전문가들이 참여하여 글로벌 불균형의 성공적인 조정을 위한 발표와 토론이 이뤄졌음.
- 아시아를 대표하여 본 워크숍에 참여한 대외경제정책연구원은, 이경태 원장과 박영철 교수를 비롯하여 Alan Ahearne(Bruegel), William Cline(PiIE), Jean Pisani-Ferry(Bruegel), John Williamson(PiIE) 등의 발표와 토론을 바탕으로 정책 제안 보고서(policy brief)를 작성하였음.
- 본 워크숍의 정책 제안에서는 금융시장이 글로벌 불균형에 대한 조정을 시작하기 전에 세계 각국 정책입안자들이 정책수단을 강구해야 함을 강조하고, 미국과 동아시아간의 해외 수요 재조정 과정과 유럽국가들의 환율절상 정책도 필요하다고 제시함.
- 미국의 경상수지 적자 수준을 GDP 대비 3%로 낮추기 위해서는 미국의 실질실효환율이 10~20% 절하되어야 함. 엔화의 경우 실질실효환율 기준으로 10~15%의 절상이 필요하고 이를 위해서는 엔/달러 환율이 25~30% 절상되어야 함. 중국 위안화 역시 실질실효환율 기준으로 5~25%의 절상이 필요함. 유로화의 경우 위안화와 엔화의 환율절상에 따른 실질실효환율의 절하를 억제하기 위해 미달러화 대비 유로화 절상을 용인할 필요가 있음.
- 원화 환율은 최근 다른 아시아 통화에 비해 상당수준 절상되었음을 감안할 때 향후 경상수지 흑자규모가 축소되거나 적자가 발생한다면 절상이 매우 제한적일 것임.

1. 서론

- 2007년 2월 8~9일 미국 워싱턴 DC에서 대외경제정책연구원(KIEP), Bruegel, Peterson Institute for International Economics가 공동으로 주최한 워크숍에서는 Michael Mussa(PIIE), Barry Eichengreen(UC Berkeley), Tam Bayoumi(IMF), John Williamson(PIIE) 등 30여 명의 세계적인 전문가를 초청하여 글로벌 불균형의 성공적인 조정을 위한 발표와 토론이 이뤄졌음.
- 아시아를 대표하여 본 워크숍에 참여한 대외경제정책연구원, 이경태 원장과 박영철 교수를 비롯하여 Alan Ahearne(Bruegel), William Cline(PIIE), Jean Pisani-Ferry(Bruegel), John Williamson(PIIE) 등의 발표와 토론을 토대로 정책제안 보고서(policy brief)를 작성하였음.
- 이번 워크숍의 목적은 크게 두가지로 1) 경상수지 흑자와 적자의 요인을 분석하고 경상수지 균형을 위한 조정 방법을 논의하는 것과, 2) 다국적 시뮬레이션 논문 분석에 의한 경상수지 불균형 감소 시나리오를 통해 환율조정 정책과 정책적 변수들을 예측하는 것임.
- 1장에서는 현 경상수지 불균형의 지속불가능 원인 및 조정정책의 필요성과 환율을 통한 조정정책의 필요성을 강조하고, 2장에서는 금융시장을 통한 불균형 해소 방안이 아닌 정부정책 단행(policy actions)을 통해 이루어져야 함을 강조함. 3장에서는 다양한 모델을 통한 글로벌 불균형 조정과정에서 환율정책의 의의를 예측하였고, 4장에서는 글로벌 불균형 조정의 정책적 시사점을 정리하고 있음.

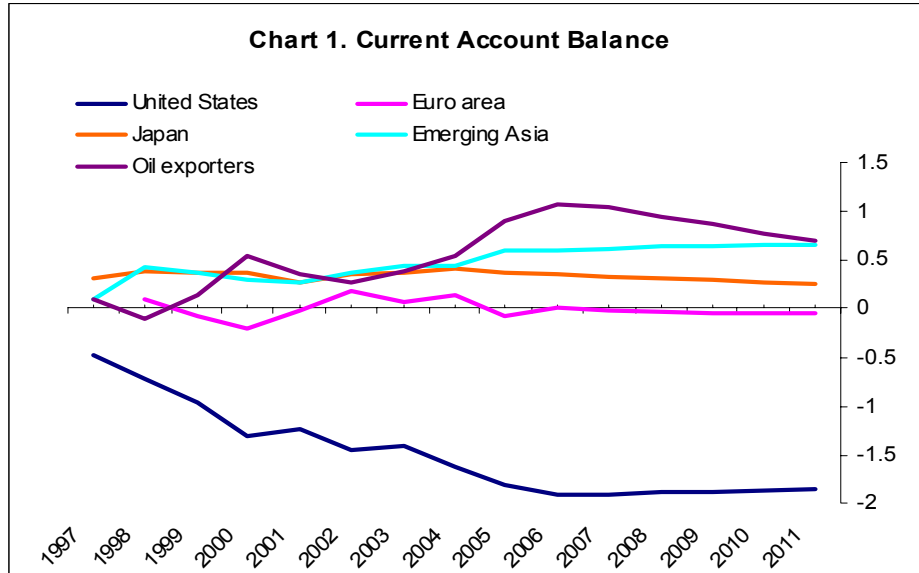
2. 왜 지속불가능인가?

- 최근 글로벌 불균형에 대한 논의가 활발히 진행되고 있으나, 이는 대부분 미국의 경상수지 적자 확대와 동아시아 주요국의 경상수지 흑자 규모 증가에 대한 내용임.
- IMF 발표에 따르면 2006년 미국의 경상수지 적자 규모는 미국 GDP의 6.6% 수준인 8,700억 달러 수준이고 이는 주로 아시아와 산유국(oil-exporting country)에서 기인하는 것으로 판단됨. 중국의 경상흑자는 2006년 1,840억 달러로 중국 GDP 규모의 7.2%를 차지하고, 반면 일본의 경우는 GDP 규모의 3.7%인 1,670억 달러임.

- 본 워크숍에서는 글로벌 불균형의 지속가능성에 대한 논의가 다음의 두 가지에 초점을 두고 이루어졌음.
 - 첫째는 지금의 글로벌 불균형이 최근 금융시장 발전으로 인해 과거의 불균형과 달리 지속가능할 것인가 하는 것임. 즉 지난 수십 년 동안 글로벌 금융 통합 확대의 결과 글로벌 자본시장의 규모가 확대되고, 유동성이 증가하고, 새로운 금융상품이 개발됨으로써 최근의 글로벌 불균형을 큰 부작용 없이 해결할 수 있는가 하는 것임.
 - 둘째는 이러한 세계 금융시장의 발전과 글로벌 불균형 상태에서 미국은 꾸준히 상당한 혜택을 얻고 있다는 것임. 금융자본의 유입으로 미국의 자산 가격이 증가하고 낮은 장기 이자율이 유지될 수 있었고, 이로 인해 미국의 총 해외자산의 수익은 해외부채 규모보다 훨씬 클 수 있었음.
- 그럼에도 불구하고 현재의 글로벌 불균형은 지속가능하지 않다고 판단됨. IMF는 실질실효환율이 변하지 않는다는 가정하에서 미국의 경상수지 불균형이 지속됨을 보여주고 있음(그림 1).
 - IMF는 미국의 순 해외부채의 증가가 지속적으로 증가하여 2006년 세계 총 GDP의 8% 규모(미국 GDP 대비 26%)에서 2011년 기준 세계 총 GDP의 15% 규모(미국 GDP의 51% 이상 수준)로 급격히 증가할 것이라 예측하고 있음(그림 2).
 - 한편 동기간 해외 투자자들이 미국 금융자산에 대한 높은 수익을 요구하며 이를 지속적으로 보유할지는 현시점에서 불분명함.
- 따라서 글로벌 불균형은 조정되어야 하며, 이러한 조정과정에서 이론적으로 달러화의 평가절하와 다른 상대국들의 화폐의 평가절상을 포함한 환율 조정이 필요할 뿐만 아니라, 세계적인 저축 및 수요의 재조정이 필요할 것임.

그림 1. 주요국 경상수지 예측

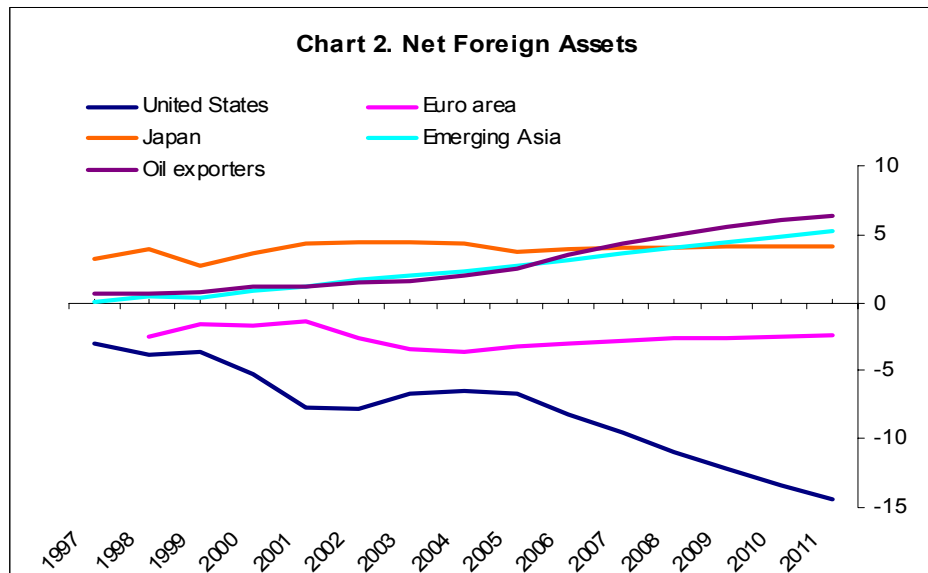
(세계 GDP 대비 비중)



자료: IMF WEO September 2006

그림 2. 주요국 순 해외자산 예측

(세계 GDP 대비 비중)



자료: IMF WEO September 2006

3. 어떤 조정이 필요한가?

- 글로벌 불균형의 조정이 금융시장을 중심으로 이루어질지 또는 정책 조정을 통해 이루어질 것인지가 가장 중요한 문제임.
 - 금융시장 중심의 조정은 금융시장의 성격상 세계적인 경기침체와 급격하고 과다한 환율 및 자산 가격의 변화를 초래하고, 이에 따라 무역마찰 등을 확대시킬 가능성이 높음.
 - 따라서 이러한 위험을 축소하기 위해서는 정책 담당자들이 시급히 글로벌 불균형의 해결을 위한 정책 공조를 통해 이를 해결할 필요가 있음.
- 최근 글로벌 불균형의 해결을 위한 노력이 시도되고 있으나 이는 그다지 성공적이지 못했음.
 - 2006년 IMF 다자 협의에서 정책을 통한 실질적인 조정에 대한 논의가 이루어졌으나 그다지 성공적이지 못했고, 미국은 중국과의 양자 협의를 통해 이를 해결하고자 하였으며, 유럽은 일본 엔화 절상을 요구하기 시작하였음.
 - 그러나 이러한 노력은 다자간 협의체나 논의를 이끌어내지 못하였음. IMF나 G4(미국, 유로 지역, 일본, 중국)에서 이러한 협력을 도출하는 것이 바람직함.
- 다자간 협의 도출을 위한 주요 국가 및 지역의 경제적 이해관계에 기초한 주요 협의 내용은 다음과 같음.
 - 미국은 경상수지 적자를 수용가능한 수준으로 조정해야 하고, 이는 미국의 국내 저축 증대와 효과적인 달러 평가절하가 요구됨.
 - 중국은 외환보유액의 축적을 감소시키고, 국내 수요에 초점을 맞추어 성장패턴을 재조정하며, 수출부문을 촉진하기 위한 각종 왜곡 정책을 시정할 필요가 있음.
 - 비록 일본의 환율 약세와 매우 낮은 이자는 물가하락(deflation)에 대항하는 도구가 되어왔으나, 경제회복이 가시화되면서 통화정책 및 환율을 좀더 중립적 입장으로 전환하여야 함.
 - 유럽의 통화는 달러에 대해 상당히 평가절상되었다고 평가됨. 유럽국가들이 우선시하는 정

책은 갑작스러운 조정과정에서 기인하는 오버슈팅(over-shooting) 현상을 피하는 것임. 그러나 달러의 실질적인 평가절하와 아시아 통화의 실질적인 평가절상은 달러에 대한 유로와 파운드화의 평가절상이 필요하다는 것을 인지하여야 함. 만약 유로가 평가절상되지 않으면, 미 달러화의 절하와 아시아 통화의 절상으로 인한 미국의 경상수지 적자 축소가 어려워짐.

- 한국의 원화는 유럽의 통화와 같이 이미 달러 대비 및 실질실효개념으로 모두 평가절상됨. 만약 한국의 경상수지가 IMF의 예측대로 약간의 흑자수준을 유지한다면, 원화는 글로벌 불균형 조정이라는 맥락에서 평가절상이 용인되어야 함. 그러나 일부 한국의 경제연구기관이 예측하고 있는 것처럼 경상수지 적자가 발생한다면 환율 절상은 제한적일 수 있음.
- 몇 개의 주요 산유국들은 1970년대와 1980년대보다 더욱 신중하고 미래지향적인 접근을 채택하고 있으며 그들의 해외 자산 축적을 더욱 강화하고 있음. 그러나 그들의 흑자는 점진적으로 국내 소비 흡수를 통하여 감소되어야 할 필요가 있음.
- 이러한 다자간 이해관계의 조정에도 불구하고, 글로벌 불균형의 해결을 위한 정책 조합의 제시에 대해 주요 참석자들은 우려를 표명함. 이는 금융시장이 이러한 정책에 대해 어떠한 반응을 보일지가 불분명하기 때문임. 특히 다음과 같은 우려가 시장에 존재함.
- 중국의 환율정책과 관련된 미국과 중국의 무역마찰과 엔화 약세의 우려가 문제됨. 특히 최근 엔화가 강세로 돌아서기는 했으나, 역사적으로 가장 약세 수준을 유지하고 있음. 이러한 엔화 약세는 미국과의 무역수지에 영향을 미칠 뿐만 아니라, 아시아국가들의 대외 수출경쟁력을 저하시키고 있음. 엔-캐리 트레이드가 최근 축소되고 있으나, 엔-캐리 트레이드의 확대는 엔화 약세를 더욱 확대시킬 것임.

4. 조정 시나리오

- 본 워크숍 참석자들은 미국의 경상수지 적자 규모를 GDP 대비 3%까지 좁히는 중기적 조정 시나리오와 관련 환율 조정의 수준이 어떻게 이루어져야 하는가에 대한 분석을 제시하였음.
- 이러한 분석은 크게 다음 세 가지 접근방식이 사용됨.
- 부분균형 교역탄력성 모형(Partial Equilibrium Trade Elasticities Models): 미국의 교역에 기초한 Baily Model, 최적 환율 조정의 Clinton Model, 그리고 Stolper & Fuentes 탄

력성 모형등이 이용됨. 이는 IMF의 균형환율 평가의 접근방식에 언급되어 있음.

- 거시경제 모형 (Macroeconomic Models): 이는 일반 균형 모형을 이용한 접근방식으로 Barrell, Holland와 Hurst에 의해 마련된 NiGEM Model과 연준의 sigma 모형이 대표적임.
 - 균형환율의 축약(Reduced-form) 추정 모형: 이는 Benassy-Quere, Lahreche-Revil 그리고 Mignon의 예측모형, GSDEER(Goldman Sachs Dynamic Equilibrium Exchange Rate: 골드만 삭스 동태적 균형환율) 모형을 사용하는 Stolper & Fuentes의 예측모형, 행태적 (behavioural) 균형환율 모형을 사용하는 MacDonald & Dias의 예측모형 등이 제시됨.
- [표 1]은 본 워크숍에서 발표된 다양한 모형을 바탕으로 미국의 경상수지 적자 감소를 위한 주요 통화의 실질실효 환율 변화의 예측을 정리한 것임.

표 1. 중기적으로 미국 경상적자를 GDP 대비 3% 수준으로 감소시키기 위한 실질실효환율

(단위: % 변화율; + 평가절상, - 평가절하)

	미 달러	일본 엔화	중국 위안화	유로
Martin Baily	-15 to -20	n.e.	n.e.	n.e.
Ray Barrell, Dawn Holland and Ian Hurst	-11	+10 to +14	0 to +3	-3 to +6
Bill Cline	-18	+8 to +18	+9 to +24	0
Thomas Stolper and Monica Fuentes	-16	+18	+5	+2
Ronald MacDonald and Preethike Dias	-11	+6	+27	0
Chris Erceg	-8 to -25	n.e.	n.e.	n.e.

표 2. 실질실효환율의 움직임과 일치하는 미 달러 대비 양자적 실질환율 변화

(단위: % 변화율; + 평가절상, - 평가절하)

	미 달러	일본 엔화	중국 위안화	유로
Martin Baily	...	n.e.	n.e.	n.e.
Ray Barrell, Dawn Holland and Ian Hurst	...	+24	+18	+16
Bill Cline	...	+28 to +39	+31 to +44	+20
Thomas Stolper and Monica Fuentes	...	+25	+10	+15
Ronald MacDonald and Preethike Dias	...	n.e.	n.e.	n.e.
Chris Erceg	...	n.e.	n.e.	n.e.

- [표 2]에서는 미국 달러에 대한 주요 통화의 실질환율이 [표 1]에 상응한 변화를 보여주고 있음. 달러 대비 자국통화의 변화는 금융시장에서 보다 관심을 보이는 수치이나, [표 1]에서 나타내고 있는 실질실효환율이 보다 중요한 정책 목표임.
- [표 1]의 평균(실질)환율변동은 보다 큰 의미를 가지는데, 이는 이들이 각 국가의 무역 결과 변화를 결정하기 때문임. 이 수치들이 좀더 작아지는 경향이 있는데 이는 많은 국가에서 달러에 대한 자국 환율이 동시다발적으로 절상되기 때문임.
- 위의 결과를 요약하면 다음과 같음.
- 원칙적으로 환율 조정은 경상수지의 흑자 또는 적자를 야기하는 요소와 이와 관련된 정책요소에 의해 결정됨.
- 모형의 분석에 의하면, 일반적으로 향후 몇 년 동안에 미국 경상수지 적자를 GDP 대비 3%로 줄이기 위하여 미 달러화의 실질실효환율이 10~20% 정도 절하되어야 함.
- 일본의 경상수지 흑자를 시나리오상의 특정한 수준(시나리오에 따라, 360억~540억 달러, 2006년의 1,670억 달러로부터)으로 줄이기 위하여, 모형의 분석결과는 일본 엔화의 실질실효환율이 10~15% 절상되어야 함. 이는 달러 대비 엔화의 절상수준이 25~30% 정도 이루어져야 하고, 이는 현재 118엔/달러에서 90엔/달러 수준으로 절상됨을 의미함.
- 본 워크숍에서는 매우 큰 범위의 중국 위안화의 절상 수준이 제시되었는데, 이러한 위안화 절상의 불확실성은 환율 변동에 따른 중국의 수출과 수입의 민감도를 측정하는 것에 대한 어려움 때문임. 일반적으로 5~25%의 실효환율 평가절상은 중국의 흑자를 현재 수준인 930억 달러에서 0달러로 줄이기 위하여 요구되는 것으로 분석됨.
- 본 워크숍의 시나리오는 유로지역의 경상수지 적자가 변하지 않는다는 가정을 하고 있기 때문에, 유로의 실제 가치 변동이 약간 또는 없어야 한다는 필요성을 제시하고 있음.
- 본 워크숍의 논의를 종합하면, 달러의 실질실효환율은 15% 정도 절하되어야 하며, 엔화는 10%, 위안화는 15%의 절상이 필요하다고 결론짓고 있음. 이러한 실질실효환율의 조정을 위해서는 더 많은 달러 대비 자국 화폐의 절상이 필요함. 달러 대비 엔화는 25~40%, 위안화는 30%의 절상이 필요함. 유로화 역시 적어도 유로당 1.45달러 수준의 절상이 필요하며, 영국 파운드화는 파운드당 2.20달러 수준으로 절상되어야 함.

- 본 워크숍의 분석 대상이 대부분 경제규모가 큰 국가에 국한되어 있지만, 글로벌 불균형의 조정과정에서 유럽과 아시아의 소규모 경상수지 흑자국의 역할도 매우 중요함.

5. 정책 제언

■ 본 정책 제언 보고서의 저자들은 다음과 같은 정책 함의를 도출해냈음.

- 미국경제는 완전고용 상태에 있으며, 향후 몇 년간 국내 과잉 수요를 억제하기 위해서는 국내 생산성장률보다 낮은 국내 수요성장률을 유지하는 것이 필요함. 이를 위해서는 미국 순수출의 증가 부분만큼 국내 재정을 축소하는 것이 바람직함. 미국과 동아시아간 해외 수요의 재조정은 불가피함.
- 아시아의 입장에서는 이와 같은 재조정의 중요한 역할을 중국과 일본이 담당하여야 함. 일본과 중국의 정책 담당자가 이들 통화의 절상을 받아들이지 않는다면, 다른 동아시아국가들의 환율 절상을 유도하기 어려우며 따라서 아시아의 재조정이 순조롭게 진행되기 어려움. 더욱이 일본은 동아시아의 통화협력을 주도하는 입장에서 달러에 대한 동아시아 환율 조정의 모범을 보여야 할 것임.
- 최근 일본 엔화가 강세로 돌아섰지만, 일본은 엔화가 약세일 때 실행된 엔-케리 트레이드를 계약했던 투자가들을 도우려 하지 말아야 함. 더욱이 일본 은행이 정상적인 통화정책 기조를 유지하려 하는 한 엔화의 절상을 용인하여야 할 것임. 최근의 엔화 실질실효환율은 1986년 이래 가장 낮은 수준에 머무르고 있으며, 이는 20년 평균 수준에서 20% 정도 절하된 수준임. 이외는 달리 2000년 후반 유로화의 의도된 절상은 20년 평균에서 19% 정도 절상된 수준임.
- 중국은 수출부문의 왜곡된 혜택을 축소하여야 하며, 국내 소비 진작을 위한 거시경제 정책 기조를 수행하여야 할 것임. 향후 상당한 수준의 위안화 절상을 감안할 때, 단기적으로 10% 수준의 위안화 절상이 적당하다고 판단됨. 이후 지속적인 절상을 통해 향후 3~4년 동안 지속적인 절상을 유도할 필요가 있으며, 향후 위안화 절상을 위한 외환 개입을 완전히 철폐하여야 함.
- 유럽은 글로벌 불균형이 조정되는 과정에서 발생하는 달러화에 대한 유로화 절상을 용인하여야 함. 그렇지 않으면 달러화에 대한 아시아 통화의 절상으로 유로화가 절하될 수 있기

때문임. 유럽국가들이 경상수지 흑자로 전환하지 않는다면, 유로화는 달러에 대해 절상되어야 할 것임.

- 석유 수출국은 Brad Setser의 발표에서 나타난 바와 같이 최근 국내 수요가 점진적으로 증가하는 등 상당한 조정이 이루어지고 있는 실정임. 따라서 향후 어떠한 조정이 필요한지 현재로서는 불분명함.
- 결론적으로 정책 담당자들은 금융시장이 글로벌 불균형에 대한 조정을 시작하기 전에 정책 수단을 강구하여야 함.
- 최근 국제금융시장의 변동성 확대는 급격한 시장 중심 조정의 위험이 증가하고 있음을 반영하고 있음.
- 따라서 세계의 경제성장을 방해하지 않으면서 전체적으로 조정이 가능하도록 각 국가들이 공정한 기여를 할 수 있도록 권유하는 국제적인 메커니즘이 필요함. 원칙적으로 IMF의 다국간 감독체제는 그러한 세계적인 노력을 구축하기 위한 정책 수립의 기회를 제공하고 있음. 곧 개최될 IMF 회의는 이 정책 제안에 수록된 조정 패키지에 대한 동의를 유도해낼 수 있는 결정적인 기회가 될 것임.