



최근 글로벌 불균형의 진행 양상과 시사점*

宋 在 殷 (研究委員, 3705-6397)

아시아 신흥경제 및 석유수출국의 경상수지 흑자와 이에 상응하는 미국의 경상수지 적자의 팽창에 의하여 주도된 최근 글로벌 불균형 심화는 세계적인 저인플레이션과 고성장, 과잉유동성 발생과 자산 가격 상승 등과 함께 현 세계경제 기본 성장구조의 일부를 구성하고 있는 하나의 요소로 파악할 필요가 있다. 2002년 이후의 달러약세에도 불구하고 불균형이 계속 심화되고 있다는 사실은 아직까지 이러한 기본 구조가 작동하고 있음을 의미하지만, 이를 지탱하는 통화불균형이 장기적으로 계속 유지되기는 어려울 것이다. 과거의 사례에서 볼 때 환율조정은 경상수지 흑자 국가들의 인플레이션 비용부담이 환율관리정책에 따른 편익을 초과할 때 발생하였다는 점을 감안하면, 향후 아시아 신흥경제 등에서 발생하는 인플레이션의 강도가 글로벌 환율변화의 향방을 결정짓는 핵심 변수가 될 것으로 판단된다.

저유가가 유지되던 1990년대 중반 이후 세계경제는 전체적으로 저인플레이션하에서 고성장을 지속하였지만, 이는 한편으로 글로벌 경상수지 불균형과 과잉유동성이 증가하는 구조에 기반하고 있었다. 특히 2002년 이후 미국 경상수지 적자의 급격한 팽창이 세계경제의 주요 불안요인으로 대두되면서 이를 해소하기 위해 교역상대국들의 통화가 달러화 대비 절상되어야 할 필요성이 강조되었으며 실제로도 지속적인 달러약세가 시현되었다.

그러나 미국 서브프라임 모기지 사태 이후 최근 상황을 보면 달러약세가 달러화 금융자산 기반 국제금융시장의 불안과 국제 유가 및 원자재가격 급등을 야기하면서 오히려 달러화 강세의 필요성에 폭넓은 합의가 이루어지고 있다.

본고에서는 향후 국제적인 환율변화 전망과 관련하여 최근의 글로벌 불균형 심화 과정과 불균형 조정 가능성을 검토하고자 한다.

*본고의 내용은 집필자의 개인의견으로서 한국금융연구원의 공식견해와는 무관함을 밝혀둡니다.



실제로도 지난 3월 이후 이를 위한 G7의 정책적 공조 논의가 진행되면서 달러약세가 진정되기 시작하였으며 8월 들어서면서 적어도 단기적으로는 달러강세 조짐이 분명하게 나타나고 있다. 이는 아직 글로벌 경상수지 불균형이 해소되지 않고 있음을 감안할 때 추가적인 달러화 절하가 필요하다는 입장과는 상충되는 현상이라고 할 수 있다.

본고에서는 이러한 현 상황을 그간 세계경제의 글로벌 경상수지 불균형 심화 과정과 그 조정 가능성이라는 차원에서 검토해 보고, 이를 통하여 향후 글로벌 환율변화 방향에 대한 시사점을 얻고자 한다.

70년대 초반의 글로벌 불균형과 브레튼우즈체제의 종식

통상 ‘글로벌 불균형(global imbalance)’으로 불리는 글로벌 경상수지의 불균형, 혹은 세계 총대외불균형 문제는 이미 1970년대 초반 브레튼우즈체제의 종식과 관련하여 국제경제의 핵심 이슈가 되었다.

당시 고정환율제 아래서 일본과 독일을 중심으로 한 유럽지역의 경상수지 흑자와 이에 상응하는 미국의 경상수지 적자가 꾸준히 확대되어 1974년에는 세계 총대외불균형 규모가 GDP 대비 4.5% 수준에 이르렀다.

이러한 불균형 상황에서 대규모 경상수지 흑자 국가들의 고정환율유지를 위한 개입은 결국 자국 통화의 증발을 초래했으며 이에 따라 국내의 인플레이션을 유발하게 되었다. 더욱이 이들 국가들에서 자산의 실질기대수익률이 미국보다 높아 주요국간 자본시장이 개방될수록 고정환율유지에 요구되는 인플레이션 부담은 더욱 증대되었다. 이러한 인플레이션은 해당국 통화의 실질가치를 절하시킴으로써 무역 불균형을 심화시키고 고정환율에 필요한 통화확장 규모를 더욱 증대시키는 자기증폭적인 효과가 있었다.

물론 브레튼우즈체제의 종식은 미국의 쌍둥이적자 등에 따른 달러의 신인도 저하에서 출발하지만 궁극적으로 주요국간 변동환율제가 합의된 배경에는 이러한 인플레이션 비용 문제가 있었다. 실제 1974년 선진국 경제의 소비자물가상승률은 사상최고 수준인 연간 15%에 달하였는데, 이미 인플레이션이 진행되고 있던 가운데 1차 석유파동에 따른 공급측면 요인이 겹쳐 고인플레

70년대 초반 글로벌 불균형이 심화되던 가운데 주요국간 고정환율제에서 변동환율제로 이행이 이루어지게 된 배경에는 당시 경상수지 흑자 국가들의 고인플레이션 문제가 자리 잡고 있었다.



이선이 발생하자 더 이상 고정환율유지를 위한 통화확장 정책의 부담을 감당할 수 없었던 것이다.

2000년대 글로벌 불균형의 심화

주요국의 변동환율제 채택으로 70년대 말 세계 GDP 대비 2% 수준으로 완화되었던 총대외불균형 규모는 80년대 중반 다시 심화되는 모습을 보이기도 하였으나 플라자합의에 따른 환율조정후 빠르게 안정되었다. 하지만 1990년대 중반 이후 시작된 불균형은 2002년 이후의 달러약세에도 불구하고 지속적으로 심화되어 2006년 이후 그 규모가 세계 GDP 대비 6% 수준에 이르게 되었다.

최근 글로벌 불균형의 표면적인 특징은 이것이 중국 등 아시아 신흥경제의 대두와 유가상승에 기인한다는 점이다. 2002~07년중 일본의 경상수지 흑자는 자국 2007년 GDP 대비 5% 수준이며 유로지역의 경상수지는 균형을 보인 반면, 중국과 말레이시아, 사우디아라비아의 경상수지 흑자는 GDP 대비 각 11%, 14%, 27% 수준을 기록하였다. 즉 동기간 자국 2007년 GDP 대비 6%에 이르는 미국 경상수지 적자 확대에 상응하여 주로 아시아 신흥경제와 석유수출국들의 경상수지 흑자가 증가했던 것이다.

이에 따라 미국의 저축부진 및 과잉소비와 아시아 신흥경제의 수출위주 환율정책 중 어느 것이 글로벌 불균형 심화의 보다 근본적 원인인지에 대한 논쟁이 있었으나, 사실 이번 글로벌 불균형 심화는 세계적인 저인플레이션과 고성장, 과잉유동성 발생과 자산가격 상승 등으로 구성되었던 세계경제 기본 성장구조의 일부로 파악하는 것이 타당할 것이다.

즉 중국 등 아시아 신흥경제는 통화저평가에 따른 저가 상품의 대규모 수출을 통하여 무역 불균형을 야기한 반면 글로벌 인플레이션을 안정시키는 역할을 하였으며, 주요 석유수출국 통화의 달러 페그 역시 무역 불균형을 심화시킨 대신 환율조정이 야기했을 실질유가의 상승을 억제하는 효과가 있었다. 무역 불균형의 결과인 막대한 경상수지 흑자는 해당 국가들에 고성장의 원동력이 되었을 뿐만 아니라 미국에 환류되어 경상수지 적자를 보전함으로써 낮은 저축률하에서의 내수중심 고성장을 가능하게 하였다.

최근 글로벌 불균형 심화는 아시아 신흥경제와 석유수출국의 경상수지 흑자 급증에 기인한 부분이 큰데, 이는 세계적인 저인플레이션과 고성장, 과잉유동성 발생과 자산가격 상승 등으로 구성된 세계경제 기본 성장구조의 일부로 파악할 필요가 있다.



또한 경상수지 흑자로 발생한 대규모 자금의 환류와 저인플레이션에 기초한 낮은 실질금리는 세계적인 과잉유동성 발생과 자산가격 상승을 초래하였는데, 이는 자산가격효과를 통해 경제호황을 주도했을 뿐만 아니라, 자산가격의 지속적인 상승에 대한 기대를 형성하며 자산시장이 계속 대규모 유동성을 흡수하여 인플레이션을 억제하는 요인이 되었다.

이러한 관점에서 보면 최근 국제 유가와 원자재가격 상승으로 인한 글로벌 스태그플레이션 조짐과 거품붕괴 우려에 따른 글로벌 자산시장 불안은 기존 세계경제 성장구조의 한계를 보여주는 현상으로 해석할 수 있다.

달러약세의 진정 가능성

최근 글로벌 불균형의 두드러진 특징 중 한가지는 2002년 이후 2007년까지 실질실효환율 기준 약 25%의 달러 절하가 이루어졌음에도 불구하고 글로벌 불균형이 계속 심화되었다는 점이다. 이는 절하폭과 속도면에서 브레튼우즈체제 종식이나 플라자합의 직후와 크게 차이가 없는 수준임에도 불구하고 당시에는 2년내에 미국의 경상수지 적자 및 글로벌 불균형 수준이 대폭 개선되었던 것과는 대조되는 모습이다.

물론 이러한 현상이 발생한 이유는 기본적으로 달러환율 절하 수준이 앞서 언급한 구조적인 글로벌 불균형 요인을 해소하기에는 미흡한 수준에 머물렀기 때문이라고 말할 수 있다. 이와 관련하여 IMF의 연구 등 대부분의 분석에서는 달러가 아직 장기균형수준보다 강세에 있다는 결과가 도출되었다.

그럼에도 불구하고 중기시계에서는 달러가 충분히 절하되어 당분간 현 수준을 유지할 가능성이 제기되고 있는데, 그 이유는 첫째로 원래 시차를 두고 발생하는 환율조정에 따른 효과가 점차 나타나면서 통화불균형 조정 압력이 완화될 것이라는 점이다. 실제 2005년 GDP 대비 7%에 이르렀던 미국 경상수지 적자 규모는 작년말 5.5% 수준까지 감소하였다.

둘째로 그간 환율조정이 유로지역에 집중됨에 따라 글로벌 불균형의 내용이 달라지고 있다는 점을 들 수 있다. 즉 달러가 신흥경제나 석유수출국들의 통화화에 대비해서는 아직 고평가된 반면 유로에 대해서는 과도하게 절하되어

장기적으로는 현재 달러의 가치가 글로벌 불균형에 필요한 수준보다 고평가되어 있지만, 중기적으로는 당분간 현 수준을 유지할 수 있을 정도로 충분히 절하된 것으로 판단된다.



미국 경상수지의 적자가 감소하는 대신 유로지역 경상수지 적자가 증가할 것이라는 점이다. 실제 IMF의 최근 추정에 따르면 미국(6,140억 달러)에 이어 스페인(1,710억 달러), 영국(1,370억 달러), 프랑스(670억 달러) 등이 대규모 적자를 보이고 있다. 장기간 대외균형을 유지해온 유로지역으로의 적자 이동은 글로벌 불균형의 급박한 조정 필요성을 완화하게 될 것이다.

또한 현 세계경제 성장구조가 유지되는 동안은 에너지 소비비중이 높은 아시아 신흥경제에 인플레이션과 경기둔화가 집중될 것이라는 예상과 신용경색 등으로 인한 선진국 금융기관의 자금수요가 맞물려 자본이동이 이루어지면서 신흥경제 통화의 약세 요인으로 작용할 가능성이 높다. 최근에는 경기과열 조짐을 보이고 있는 석유수출국들에서 거품붕괴가 발생할 우려 역시 증폭되고 있는데 이 역시 동일한 맥락의 자본이동을 유발할 가능성이 있다.

향후 글로벌 환율변화의 기본 변수

결론적으로 향후 글로벌 불균형과 관련된 환율변화 방향은 기본적으로 현재의 저인플레이션 기반 성장구조가 얼마나 지속될 것인지에 달려 있다고 할 수 있다. 즉 아시아 신흥경제 등에서 인플레이션 압력이 크게 증대되어 자국 통화의 저평가 상태가 경제에 심각한 위험이 될 경우 과거와 같이 이들 국가의 환율정책 패러다임이 바뀌면서 환율조정이 일어날 개연성이 있다. 하지만 이들 경제에 발생하는 인플레이션 압력이 심각하지 않을 경우 현 수준의 달러 가치와 글로벌 통화불균형이 상당기간 지속될 것이다.

그리고 이러한 인플레이션의 강도는 무엇보다 국제 유가와 원자재가격 상승속도에 따라 좌우될 것이다. 최근 유가가 등락세를 보이기 전까지 그 상승속도는 70년대 중반처럼 경상수지 흑자 국가들에 심각한 고인플레이션을 유발, 이에 따라 글로벌 환율조정이 발생할 가능성이 커보였다. 하지만 현재의 고유가는 당시와 달리 세계경제의 고성장에 따른 수요증가에 의해 유발된 측면이 작지 않기 때문에 세계경제의 성장둔화에 따라 어느 정도 하락하게 될 것이며, 향후 상당기간 통화불균형 상태가 지속될 수 있는 수준으로 인플레이션 압력이 완화될 가능성 역시 낮지 않다. **KIF**

향후 아시아 신흥경제 등 주요 경상수지 흑자국들에서 발생하는 인플레이션의 강도가 글로벌 환율변화의 향방을 결정짓는 핵심변수가 될 것으로 판단된다.