

## 환율전쟁과 달러 쓰나미\*

연구위원 황세운

11월 11일에 개최되는 G20 정상회의를 앞둔 요즘 국제금융계 최대 화두중의 하나는 환율전쟁이다. 자국의 무역수지를 개선하기 위하여 미국은 중국을 중심으로 하는 아시아 국가들의 통화 가치가 상승해야 함을 주장한다. 반면, 중국을 비롯한 대미무역 흑자국들은 수출의존적인 경제 성장방식을 채택하고 있어 미국의 환율절상 압력에 강하게 반발하고 있다. 환율조정 수준에 따라서 국가간 부의 이전효과가 크다보니 각국의 이해가 첨예하게 대립되는 양상이다.

유일한 기축통화인 달러를 보유한 미국은 글로벌 환율전쟁에 있어서 언제나 주도적인 입장을 가져왔고, 미국의 주도하에 이루어진 환율합의는 대체로 미국의 편익을 우선적으로 고려하여 이루어져 온 것이 사실이다. 플라자 합의나 역플라자 합의 등이 그 좋은 예이다. 이번에도 미국은 2008년 금융위기 이후 나타난 다양한 문제들에 대한 해결책의 일환으로 위안화 절상 압력<sup>1)</sup>을 높이고 있다. 그런데, 위안화에 대한 평가절상이 과연 미국이 주장하는 바와 같이 금융위기의 재발을 막고 위기상황의 경제에 돌파구를 마련해 줄 수 있

을 것인가에 대해서는 다시 한 번 생각해 볼 필요가 있다. 의도한 대로 효과를 거둘 수 없음이 예상된다면 좀 더 근본적이고 효과적인 대안의 모색이 필요하기 때문이다. 이에 필자는 최근 고조되어 온 환율전쟁의 배경을 살펴보고, 그 실효성에 대한 평가를 내려보고자 한다.

### 금융위기에 대한 대응 Round 2: 달러가치 절하

2008년 9월 리먼 브라더스의 파산으로 촉발된 글로벌 금융위기가 진정한 기미를 보이기 시작하자 미국을 비롯하여 많은 국가들은 위기의 재발을 방지하기 위한 대책을 마련하기 시작하였다. 볼커룰(Volcker rule)을 필두로 금융기관의 안정성과 위험관리 강화를 위한 규제안들이 마련되었으며, 파생상품의 발행과 거래에 있어서도 엄격한 규제안들이 적용될 예정이다. 사후약방문이라는 인상이 강한 것이 사실이지만 금융시스템의 개선을 위해서는 필요한 조치로 볼 수 있다. 그런데, 많은 이들이 기대하고 있는 것과는 달리 금융안정성 강화를 위한 규제안들이 금융위기의 재발을 방지하는 데에는 크게 도움이 되지 않을 수도 있다는 사실을 우리는 이해할 필요가 있다.

2008년 발생한 금융위기는 미국의 서브프라임 위기가 도화선이 되었지만, 그 근본적인 발생원인은 글로벌 임밸런스(Global imbalance)에 있다고

\* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

1) 편의상 위안화 절상 압력이라고 표현하였으나, 이는 사실 지속적으로 대미무역흑자를 기록하는 모든 나라에 해당하는 것이며, 우리나라와 일본도 예외가 될 수 없음이다.



보아야 할 것이다. 미국의 지속적인 무역적자와 이의 반대급부로 생기는 아시아 국가들의 무역흑자로 이루어진 불균형은 세계 최대의 경제대국인 미국조차 더 이상 감내하기 힘든 수준에 근접해 가고 있었으며 서브프라임의 붕괴는 상황의 심각성을 알리는 경고등이었다. 금융시스템 개혁이나 금융규제 강화는 표면적으로 드러난 금융위기의 외상들을 치료하는 데에는 도움이 될 것이다. 그러나, 현재까지 이루어진 금융시스템의 개혁에는 글로벌 임밸런스를 줄이기 위한 의미있는 시도가 전혀 포함되지 않았다. 속이 깊은 환자의 외상에 연고를 바른다고 해서 환자의 깊은 상처가 치료되지는 않는 법이다. 미국의 재정 및 무역적자는 여전히 심각한 상황이며 이러한 원인이 개선되지 않는다면 예상하기 힘든 경로를 통해 다시 또 외부로 표출될 수밖에 없다.

금융규제개혁을 통해 1차적인 외부붕합을 해결한 미국으로서는 당연히 보다 근본적인 문제에 눈을 돌리지 않을 수 없었을 것이다. 글로벌 임밸런스를 해결할 가장 확실한 방법으로 달러가치의 절하를 내세우는 것은 어쩌면 자연스러운 귀결이다. 모든 조건이 동일할 때 달러가치의 하락은 단기적으로 미국상품의 가격을 낮추어 미국의 수출을 증가시키고 수입은 감소시켜 무역수지의 개선에 효과가 있기 때문이다. 달러가치의 절하를 주도하여 미국의 무역수지를 개선함으로써 금융위기의 보다 근본적인 원인을 치유하겠다는 의도로 풀이할 수 있는 것이다.

**밀려오는 달러의 물결과 달러가치 하락의 효과**

미국은 달러가치의 절하를 위하여 한편으로 아시아 국가 통화에 대한 절상압력을 높이고, 다른 한편으로는 달러 유동성 공급을 증가시키는 방법을 사용하고 있다. 미국은 다양한 경로를 통해 위안화로 대표되는 대미무역 흑자국에 대한 압력을 높여왔다. 정치·외교적인 채널을 통하여 중국이 의도적인 위안화 저평가를 통해 과도한 무역흑자를 누려왔음을 강조하고 있으며, 환율조작국에 보복관세를 부과할 수 있는 법안을 통과시키기도 하였다.

달러환율의 절하를 목적으로 하지는 않았겠지만 미국 연방은행의 양적완화(Quantitative easing) 정책은 달러가치 하락의 주된 요인으로 작용하고 있다. 미국 연방은행은 1차 양적완화정책으로 약 1.7조 달러의 유동성을 공급하였고, 11월부터 다시 한번 1조 달러 규모<sup>2)</sup>의 자금을 푸는 2차 양적완화조치를 준비하고 있다. 양적완화를 통해 공급된 달러자금들은 미국내에서 머물지 않고 밖으로 흘러나가면서 달러가치의 하락을 촉발한다. 1차 양적완화정책의 결과에서 알 수 있듯이 공급된 달러자금은 미국내의 소비 및 투자의 증가로 활용되기보다는 금융기관 사이에서만 머무르다가 캐리 트레이드 자금이 되어 미국 밖으로 흘러나간다. 상대적으로 경제회복이 견조한 신흥시장이 자금유입 대상이 되었음은 두말할 나위가 없으며, 자금이 유입될 나라의 통화는 당연히 절

2) 2차 양적완화조치의 규모는 아직 확실히 정해지지 않았다. WSJ은 5,000억 달러 규모로 예상하고 있으나, 골드만 삭스의 경우 2조 달러까지도 가능할 것으로 예상하고 있다.

상압력을 받게 된다.

달러의 가치하락이 현재와 같은 양상으로 진행될 경우, 미국이 의도하는 무역수지의 개선을 통한 불균형 해소가 이루어질 가능성은 불행히도 그다지 높지 않아 보인다. 그 이유는 무역수지의 불균형은 환율에 의해서만 결정되는 것이 아니며 통화공급 증가에 의한 환율하락은 인플레이션을 야기해 결국에는 무역수지개선 효과는 사라지고 부정적인 부작용을 가져오기 때문이다.

1985년에 이루어진 플라자 합의의 결과를 살펴보면 달러가치의 하락이 예상한 바와 같이 무역적자의 감소로 이어지지 않았음을 명백히 보여 준다. 1985년 8월의 엔-달러 환율은 235엔/달러였으나 플라자 합의가 발표된 9월말에는 218엔/달러로 하락하였고, 약 1년 후인 1986년말에는 160엔/달러까지 떨어졌다. 그런데, 같은 기간 미국의 대일무역적자는 1985년 46억 달러에서 1986년 55억 달러로 오히려 증가하였다. 대일무역적자는 이후에도 지속적으로 확대되었는데, 1994년말 엔-달러 환율은 100엔/달러까지 떨어졌음에도 대일무역적자는 65억 달러에 이르렀다. 이러한 현상에는 다양한 원인들이 있겠지만 단순히 환율을 조정하는 것만으로는 무역수지의 불균형을 해소할 수 없음을 보여주는 좋은 사례이다.

달러가치의 절하가 현재와 같은 양적완화조치의 결과물로 나타날 때 무역수지의 불균형 해소는 더욱 기대하기 힘들뿐만 아니라 미국발 인플레이션을 전 세계로 퍼뜨리는 폐단을 가져온다. 단순히 인쇄기를 돌려 돈을 더 많이 찍어내고 해서 무역적자가 감소될 수는 없는 것이다. 그

리고, 미국의 양적완화로 공급된 자금은 미국내 민간부문으로 공급되는 것이 아니라 다른 나라로 흘러가고 있기 때문에 미국내의 인플레이션은 잘 조절되고 있는 것처럼 보이는 반면, 다른 국가들의 인플레이션은 상승압력을 받고 있다. 이러한 인플레이션 상승압력이 특정한 국가 혹은 자산으로 쏠릴 경우 우리는 또 한번의 버블붕괴를 경험해야 할지도 모른다.

지금까지 설명한 바와 같이 달러화의 가치하락이 미국의 무역적자를 감소시킬 가능성은 그다지 높지 않다. 양적완화를 통해 달러 절하가 이루어질 경우에는 더욱 그러하다. 그럼에도 불구하고 미국은 양적완화를 중단하지 않을 것이며 달러화의 절하도 계속해서 주장할 것이다. 소규모 개방경제로 대미수출 의존도가 높은 우리나라의 경우 일본의 경험을 거울삼아 달러가치 하락에 대한 준비를 충실히 해나갈 필요가 있다. 기업은 환율경쟁력 제고를 위한 다양한 대비책을 준비하고, 정부는 달러유입에 따른 인플레이션 및 자산가격 버블 방지를 위한 모니터링을 강화해 나가는 것이 바람직하다. 또한, 국제적 환율협약에 있어서도 G20 의장국이라는 지위를 적극적으로 활용하여 우리의 의사를 주도적으로 반영해야 할 것이다.